

### Global Equity Observer

# Die Illusion der Liquidität

ACTIVE FUNDAMENTAL EQUITY | INTERNATIONAL EQUITY TEAM | INVESTMENT INSIGHT | FEBRUAR 2018

Während die Märkte zunehmend euphorisch in die Zukunft blicken, dürfen mögliche Abwärtszenarien nicht außer Acht gelassen werden. So könnte es beispielsweise zu einem Liquiditätsengpass kommen. Dieses Szenario kann nicht völlig ausgeschlossen werden, zumal die wichtigsten Zentralbanken damit beginnen dürften, ihre um 10 Billionen US-Dollar aufgeblähten Bilanzen über die nächsten Jahre abzubauen. In China drehte sich der positive Kreditimpuls von +3% des Bruttoinlandsprodukts in den Jahren 2014 bis 2016 bereits auf -3% im Jahr 2017. Zudem werden die Zinsen ausgehend von einem Wert um die null Prozent steigen, und das US-Defizit von 1,3 Billionen Dollar muss von den Märkten finanziert werden.

Es stellt sich die Frage, wen eine Liquiditätskrise am härtesten treffen würde. In den Jahren 2007 und 2008 waren es die Banken. Heute wäre dies weit weniger wahrscheinlich, denn die Banken sind nicht nur besser kapitalisiert, sie haben auch ihre Einstellung zum Risiko verändert. Ein gutes Beispiel hierfür ist die Credit Suisse und der von ihr aufgelegte Velocity Shares Daily Inverse VIX Short-term ETN. Dieser Fonds erlangte Bekanntheit, als er beim letzten Volatilitätssprung an den Aktienmärkten um 96% an Wert verlor. Bemerkenswert war, dass die Credit Suisse keinen substanzuellen finanziellen Verlust erlitt – lediglich ein kleiner, willkommener Ertragszufluss entfiel, wenngleich ein gewisser Reputationsschaden entstand.

#### AUTOR



**WILLIAM LOCK**  
Head of International  
Equity Team



**BRUNO PAULSON**  
Managing Director



**DIRK  
HOFFMANN-BECKING**  
Executive Director

„Wenn nicht bei Banken,  
wo dürfte das Problem  
am ehesten auftreten?“



Gegen Rechtsstreitigkeiten hatte sich die Bank abgesichert, indem sie im Prospekt – im Übrigen sehr lesenswert – deutlich auf die Gefahren hingewiesen hatte.<sup>1</sup>

Wenn nicht bei Banken, wo dürfte das Problem am ehesten auftreten? Bei der Liquidität ist es wie mit einer New Yorker Rooftop-Bar. Ist die Nacht mild, brechen nur hin und wieder kleine Gruppen auf. Fängt es aber plötzlich an zu regnen, stürmen alle auf einmal zum Aufzug, die meisten schon recht betrunken. Und je beliebter die Bar, desto größer das Gedränge.

Seit 2008 haben börsengehandelte Fonds (ETFs) und andere quantitative Produkte eine besondere Anziehungskraft auf Anleger. Im Jahr 2007 entfielen bei den von uns gehaltenen Aktien im Schnitt gerade mal 4% des Streubesitzes auf MSCI World-Indexfonds, wie von FactSet definiert. Heute sind es 12%, wobei die Unterschiede groß sind.<sup>2</sup> Bei einigen Titeln entfallen bis zu 25% auf Indexfonds.<sup>2</sup> Noch ist die Erfahrung gering, wie sich diese Vehikel bei einem anhaltenden Abschwung verhalten. Allerdings haben die jüngsten Blitzcrashes gezeigt, dass einige ETFs deutlich stärker abverkauft wurden als ihre zugrunde liegenden Vermögenswerte.<sup>2</sup> Dies kann zum einen damit zusammenhängen, dass diese Fonds auch von Privatanlegern relativ leicht abgestoßen werden können. Zum anderen benötigen Investmentbanken, die die Auflegung und Rücknahme der ETFs verwalten, einen sehr hohen Spread, ehe sie bei einem Ausverkauf das Arbitragerisiko eingehen können.

Es ist also wahrscheinlich, dass bei einem bedeutenden Liquiditätsdefizit ETFs stärker abverkauft werden als

ihre zugrunde liegenden Titel, welche dadurch unter ihren fundamentalen Wert gezogen werden. Dieser Effekt ist wahrscheinlich am ausgeprägtesten, wenn der zugrunde liegende Wert weit weniger liquide ist als der ETF, was häufig bei Unternehmensanleihen der Fall ist. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIS) wies im Jahr 2015 auf diesen Effekt hin, der bei

Bei der Entscheidung, ob und in welchem Umfang wir eine Aktie in ein Portfolio aufnehmen, berücksichtigen wir stets die Liquidität. Wir überprüfen also auch, welcher Anteil der Aktie sich im Besitz von Indexfonds befindet. In einem Szenario geringer Liquidität und starkem Ausverkauf von ETFs können wir natürlich ebenfalls vorübergehend Rückschläge erleiden. Allerdings betrachten wir einen relativen Abverkauf vor allem als potenzielle Anlagechance.

## „Im Falle einer Liquiditätskrise sollte uns die Kombination aus relativer operativer Outperformance und relativer Kursabschläge attraktive Anlagechancen bieten.“

börsengehandelten Rentenfonds zu einer „Illusion von Liquidität“ führt. Und tatsächlich wird die Liquidität durch zweierlei eingeschränkt: zum einen durch die mangelnde Bereitschaft der ETF-Market-Maker, Papiere zu kaufen und zu verkaufen<sup>3</sup>, und zum anderen durch ihren vermindernten Bestand an Unternehmensanleihen und ihre geringere Risikobereitschaft an den entsprechenden Märkten. Derweil ein Liquiditätsengpass den Rentenmarkt wahrscheinlich in besonderem Maße treffen würde, bestehen dieselben Sorgen auch für Aktien, vor allem für solche, die vornehmlich über Indexprodukte gehalten werden.

In der realen Welt stellen Liquiditätsdefizite vor allem Unternehmen mit hohem Verschuldungsgrad und operativem Leverage vor Probleme. Unternehmen, die ihre Schulden refinanzieren müssen, werden sich in diesem Szenario wie in den Jahren 2008 und 2009 schwertun. Sie wären gezwungen, ihre Dividenden zu kürzen, ihr Tafelsilber zu verkaufen oder mitten in einer Phase der stärksten Verwässerung ihr Eigenkapital zu erhöhen. Erstklassige Unternehmen, wie wir sie seit 20 Jahren definieren, verfügen über solide Bilanzen und die Fähigkeit, ihr Wachstum größtenteils aus dem bestehenden Cashflow zu finanzieren. Dadurch, dass sie weniger anfällig gegenüber einem negativen operativen Leverage sind, dürfte in einem solchen Szenario die Ertragsentwicklung stabil bleiben und mit einer deutlichen relativen Outperformance zu rechnen sein. Zudem ist eine finanzielle Notlage der Unternehmen in unserem Portfolio deutlich weniger wahrscheinlich. Im Falle einer Liquiditätskrise sollte uns die Kombination aus relativer operativer Outperformance und relativer Kursabschläge attraktive Anlagechancen bieten.

<sup>1</sup> Quelle: Bloomberg L.P. Auszug aus dem Fondsprospekt (Bloomberg Ticker: XIV US EQUITY): „Wie in diesem Nachtrag über die Kursfestsetzung unter „Risikofaktoren“ erläutert, ist es aufgrund der Art und Weise, wie der indikative Schlusskurs der Exchange Traded Notes (ETNs) und der zugrunde liegenden Indizes berechnet wird, wahrscheinlich, dass der bei Fälligkeit oder bei Rücknahme oder bei Eintritt eines Kündigungsergebnisses zu zahlende Betrag geringer ist als der Betrag Ihrer ursprünglichen Anlage in die ETNs, und Sie werden wahrscheinlich einen Teil oder Ihre gesamte ursprüngliche Anlage verlieren. In fast jedem potenziellen Szenario ist der indikative Schlusskurs (wie unten definiert) Ihrer ETNs nach 20 Jahren wahrscheinlich nahe null, und wir beabsichtigen nicht oder erwarten nicht, dass ein Anleger die ETNs von ihrer Auflage bis zur Fälligkeit hält.“

<sup>2</sup> Quelle: <https://www.blackrock.com/corporate/en-us/literature/whitepaper/viewpoint-us-equity-market-structure-october-2015.pdf>

<sup>3</sup> Quelle: <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2015e.pdf>

## RISIKOHINWEISE

Es besteht keine Garantie, dass ein Portfolio sein Anlageziel erreichen wird. Portfolios sind Marktrisiken ausgesetzt, d. h. es besteht die Möglichkeit, dass der Marktwert der Wertpapiere im Portfolio zurückgeht. Anleger können deshalb durch die Anlage in diese Strategie Verluste verzeichnen. Anleger sollten beachten, dass diese Strategie gewissen zusätzlichen Risiken ausgesetzt ist. Veränderungen der globalen Konjunktur, der Verbraucherausgaben, des Wettbewerbs, der demografischen Entwicklung, der Verbraucherpräferenzen, der gesetzlichen Regelungen und der Wirtschaftsbedingungen können sich auf **globale Franchise-Unternehmen** negativ auswirken und die Strategie stärker belasten als bei einer Investition der Strategie in eine größere Vielfalt von Unternehmen. **Aktienkurse** reagieren im Allgemeinen auch auf unternehmensspezifische Aktivitäten. Anlagen in **ausländischen Märkten** sind mit besonderen Risiken verbunden. Dazu zählen politische und wirtschaftliche Risiken sowie Währungs- und Marktrisiken. Die Aktien **kleiner Unternehmen** weisen besondere Risiken wie begrenzte Produktlinien, Märkte und Finanzressourcen auf. Darüber hinaus sind sie einer stärkeren Marktvolatilität ausgesetzt als die

Wertpapiere größerer, etablierter Unternehmen. Die Risiken einer Anlage in **Schwellenländern** übersteigen jene Risiken, die mit Investitionen in ausländischen Industrieländern einhergehen.

**Nicht diversifizierte Portfolios** investieren oftmals in eine beschränkte Anzahl von Emittenten. Aus diesem Grund können Veränderungen der finanziellen Situation und des Marktwerts einzelner Emittenten zu einer höheren Volatilität führen.

**Overwriting-Strategie:** Der Verkauf von Call-Optionen ist mit dem Risiko verbunden, dass bei Ausübung der Basiswert zu einem ungünstigen Kurs oder unter dem Marktpreis verkauft werden muss oder entsprechende Barmittel aufzuwenden sind. Durch den Verkauf von Call-Optionen wird darauf verzichtet, während der Laufzeit der Option von Kursgewinnen des Basiswerts zu profitieren, die über die Summe aus Verkaufsprämie und Ausübungspreis hinausgehen. Jedoch bleibt das Verlustrisiko bestehen, wenn der Kurs des Basiswerts fällt. Darüber hinaus ist das Portfolio durch die Overwriting-Strategie unter Umständen nicht vollständig gegen einen rückläufigen Marktwert abgesichert. Der Verkauf ungedeckter Optionen ist mit besonderen Risiken verbunden, die zu erheblichen Verlusten führen können.

**INFORMATIONEN ZUM INDEX**

Der **MSCI World Index** ist ein streubesitzadjustierter Marktkapitalisierungsindeks, der die Aktienmarktpreformance der Industrieländer weltweit misst. Der Begriff „Streubesitz“ bezieht sich auf den Anteil der umlaufenden Aktien, von dem angenommen wird, dass er Anlegern zum Kauf an den Aktienmärkten zur Verfügung steht. Die Performance des Index wird in US-Dollar angegeben und setzt die Wiederanlage der Nettodividenden voraus. Der Index ist nicht verwaltet und berücksichtigt weder Aufwendungen noch Gebühren oder Ausgabeaufschläge. Es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren.

**DEFINITIONEN**

Ein **börsennotierter Fonds (ETF)** ist ein handelbares Wertpapier, das einen Index, einen Rohstoff, Anleihen oder einen Korb von Vermögenswerten wie einen Indexfonds nachbildet. Im Gegensatz zu Investmentfonds wird ein ETF wie eine normale Aktie an einer Börse gehandelt. Die Kurse von ETFs ändern sich im Tagesverlauf, da sie gekauft und verkauft werden. ETFs haben in der Regel eine höhere tägliche Liquidität und niedrigere Gebühren als Investmentfondsanteile, was sie zu einer attraktiven Alternative für Privatanleger macht.

**WEITERGABE**

**Dieses Material ist ausschließlich für Personen in Ländern bestimmt, in denen die Verteilung bzw. Verfügbarkeit des Materials den jeweils geltenden Gesetzen oder Vorschriften nicht zuwiderläuft, und wird daher nur an diese Personen verteilt.**

**Großbritannien:** Morgan Stanley Investment Management Limited wurde von der Financial Conduct Authority zugelassen und unterliegt deren Aufsicht. Eingetragen in England. Registernummer: 1981121. Eingetragener Geschäftssitz: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA. **Dubai:** Morgan Stanley

Investment Management Limited (Representative Office, Unit Precinct 3-7th Floor-Unit 701 and 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubai, 506501, Vereinigte Arabische Emirate. Telefon: +97 (0)14 709 7158. **Deutschland:** Morgan Stanley Investment Management Limited, Niederlassung Deutschland, Junghofstraße 13-15, 60311 Frankfurt, Deutschland (Gattung: Zweigniederlassung (FDI) gem. § 53b KWG). **Italien:** Morgan Stanley Investment Management Limited, Niederlassung Mailand (Sede Secondaria di Milano), ist eine Zweigstelle von Morgan Stanley Investment Management Limited, einer in Großbritannien eingetragenen Gesellschaft, die von der Financial Conduct Authority (FCA) zugelassen wurde und unter deren Aufsicht steht. Der eingetragene Geschäftssitz lautet: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London, E14 4QA. Morgan Stanley Investment Management Limited, Niederlassung Mailand (Sede Secondaria di Milano), mit eingetragenem Geschäftssitz in Palazzo Serbelloni, Corso Venezia 16, 20121 Mailand, Italien, ist in Italien mit der Unternehmens- und Umsatzsteuernummer 08829360968 eingetragen. **Niederlande:** Morgan Stanley Investment Management, Rembrandt Tower, 11th Floor, Amstelplein 11096HA, Niederlande. Telefon: 312-0462-1300. Morgan Stanley Investment Management ist eine Zweigniederlassung von Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management Limited wurde von der britischen Financial Conduct Authority zugelassen und unterliegt deren Aufsicht. **Schweiz:** Morgan Stanley & Co. International plc, London, Niederlassung Zürich, wurde von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht („FINMA“) zugelassen und unterliegt deren Aufsicht. Eingetragen im Handelsregister Zürich unter der Nummer CHE-115.415.770. Eingetragener Geschäftssitz: Beethovenstrasse 33, 8002 Zürich, Schweiz, Telefon +41 (0) 44 588 1000. Fax: +41(0) 44 588 1074.

**USA:**

Ein gesondert verwaltetes Konto eignet sich unter Umständen nicht für jeden Anleger. Gemäß der Strategie gesondert verwaltete Konten enthalten eine Reihe von Wertpapieren und bilden nicht notwendigerweise die Wertentwicklung eines Index ab. Anlegern wird geraten, die Anlageziele, Risiken und Gebühren der Strategie sorgfältig abzuwägen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen. Es ist ein Mindestanlagevolumen erforderlich. Wichtige Informationen über den Investmentmanager sind dem Formular ADV, Teil 2 zu entnehmen.

**Setzen Sie sich bitte gründlich mit den Anlagezielen und -risiken sowie den Kosten und Gebühren der Fonds auseinander, bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen. Diese und weitere Informationen über die Fonds sind im jeweiligen Verkaufsprospekt enthalten. Sie können den Verkaufsprospekt unter [morganstanley.com/im](http://morganstanley.com/im) herunterladen oder unter 1-800-548-7786 anfordern. Bitte lesen Sie den Verkaufsprospekt vor einer Anlage aufmerksam durch.** Morgan Stanley Distribution, Inc. ist die Vertriebsstelle der Fonds von Morgan Stanley.

**NICHT DURCH DIE FDIC VERSICHERT | KEINE BANKGARANTIE | WERTVERLUST MÖGLICH | DURCH KEINE US-BUNDESBEHÖRDE VERSICHERT | KEINE EINLAGE**

**Hongkong:** Dieses Dokument wurde von Morgan Stanley Asia Limited zur Verwendung in Hongkong herausgegeben und wird nur „professionellen Anlegern“ gemäß der Definition in der Verordnung für Wertpapiere und Futures von Hongkong (Securities and Futures Ordinance of Hong Kong, Kap. 571) ausgehändigt. Der Inhalt wurde nicht durch eine Regulierungsbehörde, einschließlich der Securities and Futures Commission in Hongkong, überprüft oder genehmigt. Daher darf dieses Material, außer in gesetzlich vorgesehenen Ausnahmefällen, in Hongkong nicht publiziert, in Umlauf gebracht, verteilt, an die Öffentlichkeit gerichtet oder allgemein verfügbar gemacht werden.

**Singapur:** Dieses Material versteht sich nicht (weder direkt noch indirekt) als Aufforderung an die allgemeine Öffentlichkeit in Singapur zur Zeichnung oder zum Kauf, sondern richtet sich an (i) institutionelle Anleger gemäß Abschnitt 304 des Securities and Futures Act, Chapter 289, von Singapur („SFA“), (ii) eine „betroffene Person“ (u. a. ein zugelassener Anleger) gemäß Abschnitt 305 des SFA und darf an diese nur im Einklang mit den in Abschnitt 305 des SFA festgelegten Bedingungen verbreitet oder (iii) anderweitig nur gemäß der Maßgabe sonstiger geltender Bestimmungen des SFA weitergegeben werden. **Australien:** Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited ACN: 122040037, AFSL Nr. 314182 verbreitet diese Veröffentlichung in Australien und ist verantwortlich für den Inhalt. Diese Publikation und der Zugang zu ihr sind ausschließlich für „Wholesale-Clients“ im Sinne des Australian Corporations Act bestimmt.

**WICHTIGE INFORMATION**

**EMEA:** Dieses Dokument wurde von Morgan Stanley Investment Management Limited („MSIM“) herausgegeben. MSIM wurde von der Financial Conduct Authority zugelassen und unterliegt deren Aufsicht. Registriert in England unter Nr. 1981121. Eingetragener Geschäftssitz: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA.

Es gibt keine Garantie dafür, dass eine Anlagestrategie unter allen Marktbedingungen funktioniert. Anleger sollten ihre Fähigkeit zu langfristigen Investitionen beurteilen, insbesondere in Zeiten eines Marktabwuchses. Anleger sollten vor der Investition die entsprechenden Angebotsunterlagen der Strategie/ des Produkts lesen. Die Strategie wird in jedem der Anlageinstrumente unterschiedlich ausgeführt.

Ein gesondert verwaltetes Konto eignet sich unter Umständen nicht für jeden Anleger. Gemäß der Strategie gesondert verwaltete Konten enthalten eine Reihe von Wertpapieren und bilden nicht notwendigerweise die Wertentwicklung eines Index ab. Anlegern wird geraten, die Anlageziele, Risiken und Gebühren der Strategie sorgfältig abzuwägen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Bei diesem Material handelt es sich um eine allgemeine Mitteilung, die nicht neutral ist. Es wurde ausschließlich zu Informations- und Aufklärungszwecken erstellt und stellt kein Angebot bzw. keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf eines bestimmten Wertpapiers oder zur Verfolgung einer bestimmten Anlagestrategie dar. Die hierin enthaltenen Informationen wurden nicht auf der Grundlage der individuellen Situation eines einzelnen Anlegers erstellt und stellen keine Anlageberatung dar. Sie dürfen nicht als Steuer-, Buchführungs-, Rechts- oder aufsichtsrechtliche Beratung interpretiert werden. Zu diesem Zweck sollten Anleger vor Anlageentscheidungen eine unabhängige Rechts- und Finanzberatung in Anspruch nehmen, die auch eine Beratung in Bezug auf steuerliche Folgen umfasst.

Falls nicht anders angegeben, sind die hier zum Ausdruck gebrachten Meinungen und Einschätzungen die des Portfoliomanagementteams. Sie beziehen sich auf keinen Zeitpunkt in der Zukunft, sondern basieren auf der zum Zeitpunkt der Abfassung des Dokuments bestehenden Situation und werden nicht aktualisiert oder auf andere Weise berichtigt, um Informationen zu berücksichtigen, die nach dem Erstellungsdatum verfügbar werden, oder Umstände oder Änderungen einzubeziehen, die im Nachhinein auftreten.

Prognosen und/oder Schätzungen können geändert werden und müssen nicht zwingend eintreten. Informationen zu erwarteten Marktentwicklungen und Marktaussichten basieren auf dem Research, den Analysen und den Meinungen der Autoren. Alle Schlussfolgerungen sind spekulativer Natur, müssen sich nicht zwingend bestätigen und verfolgen nicht die Absicht, zukünftige Entwicklungen bestimmter Produkte von Morgan Stanley Investment Management vorherzusagen.

MSIM hat Finanzintermediären nicht genehmigt, dieses Dokument zu nutzen und zu verteilen, es sei denn, eine solche Nutzung und Verteilung erfolgt im Einklang mit geltenden Gesetzen und Vorschriften. Zudem sind Finanzintermediäre verpflichtet, sich zu vergewissern, dass die in diesem Dokument enthaltenen Informationen unter Berücksichtigung der Situation und Intention der jeweiligen Empfänger dieses Dokuments für diese geeignet sind. MSIM haftet nicht für die Verwendung oder den Missbrauch dieses Dokuments durch solche Finanzintermediäre und übernimmt keine diesbezügliche Haftung.

Dieses Dokument darf ohne die ausdrückliche schriftliche Zustimmung von MSIM weder vollständig noch in Teilen vervielfältigt, kopiert oder weitergegeben oder Dritten gegenüber offen gelegt werden.

Alle hierin enthaltenen Informationen sind urheberrechtlich geschützt.

Explore our site at [www.morganstanley.com/im](http://www.morganstanley.com/im)