

CONCEPT

VERMÖGENSMANAGEMENT

Never fight the Fed

JAHRESBERICHT
2013

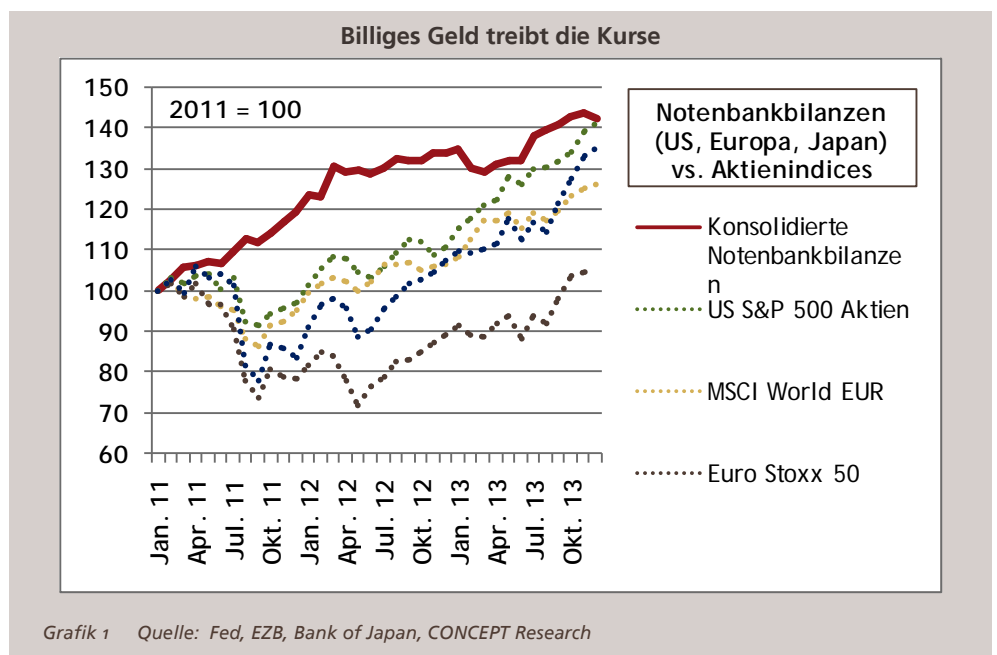
NEVER FIGHT THE FED

"Stell' Dich nie gegen die Notenbank", so sinngemäß ins Deutsche übersetzt ein an der New Yorker Börse gängiges Bonmot. Im Jahr des 100jährigen Bestehens der amerikanischen Notenbank wurde die Empfehlung, Investitionen an den Kapitalmärkten vor dem Hintergrund der Zentralbankaktionen abzuwägen, einmal mehr bestätigt.

So vermeintlich einfach sich das Börsenjahr 2013 im Rückblick ausnimmt, so herausfordernd war es doch im Augenblick des Erlebens. Etliche aufflammende Stürfeuer legten immer wieder eine vorsichtige Gangart nahe: Bereits im Januar wurden im US-Haushalt tiefgreifende Sparmaßnahmen notwendig, weil der Streit um den Etat zwischen Senat und Kongress nicht beigelegt werden konnte. Im weiteren Verlauf wird Großbritannien das AAA-Rating aberkannt und die G20-Vereinbarung von Toronto 2010 gekippt, die bis 2013 eine Halbierung der Staatsdefizite vorsah. Nordkorea kündigt im April einen Atomschlag gegen Südkorea sowie gegen die Vereinigten Staaten an. Im Mai beginnt das Wechselspiel der US-Notenbank hinsichtlich der Entscheidung, wie dem Kreislauf künftig das viele Geld zu entziehen sei. Die darauf folgenden Marktreaktionen lassen Bernanke & Co. allerdings aufschrecken und sie über verbale Verrenkungen den Weg zurück zur Politik des leichten Geldes finden. Auf Zypern wird ein bislang beispielloser Enteignungsvorgang vollzogen und anschließend zur Blaupause für Europa erklärt. Im Juli nimmt der IWF seine Prognosen für die Weltkonjunktur zurück und mit Detroit geht die fünfte größere US-Stadt innerhalb von zwei Jahren Pleite. Dem europäischen Rettungssystem ESM und EFSF wird das AAA gestrichen. Der Krieg in Syrien eskaliert zur Drohung Amerikas, dort mit militärischen Mitteln zu intervenieren. Im Oktober ist die amerikanische Regierung im Haushaltsnotstand, 800.000 Staatsdiener werden für drei Wochen in unbezahlten

Urlaub geschickt. Frankreich verliert währenddessen eine weitere Bonitätsstufe und der IWF bringt in seinem Herbst-Ausblick eine einmalige zehnpromtente Vermögensabgabe zur Lösung des Schuldenproblems ins Spiel. Dies alles im Vorhinein wissend, hätte wohl niemand eine besonders hohe Investitionsquote verfolgt, vielmehr aber sicherheitshalber seine Edelmetallbestände aufgestockt.

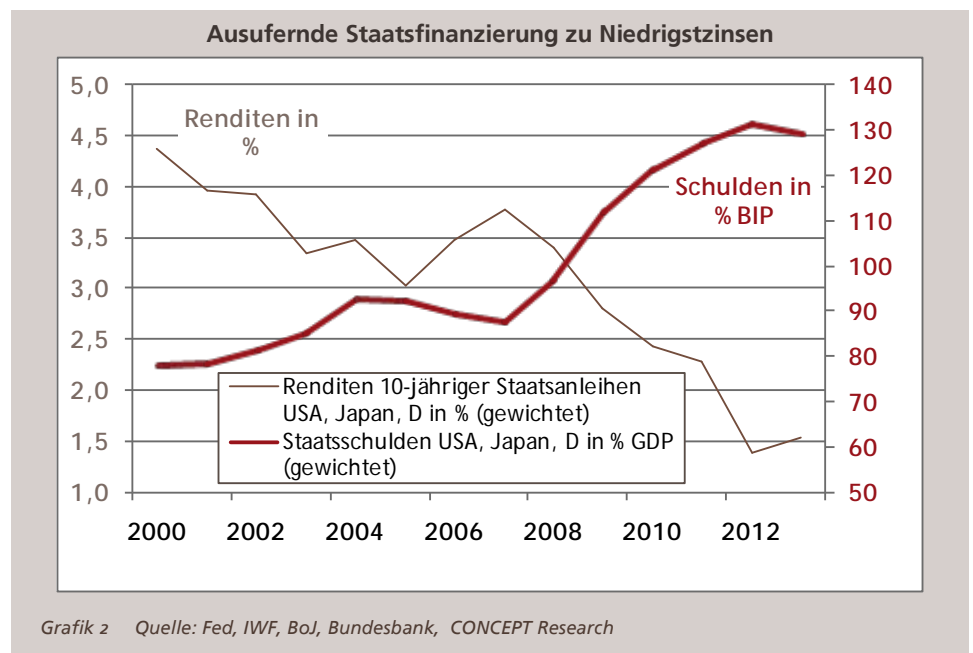
Jedoch, der Verlauf an den Börsen vollzog sich durchaus abgekoppelt von den makroökonomischen Rahmendaten und reduziert sich im Ergebnis auf die Erkenntnis, dass billiges Geld eben die Kurse treibt. Der Blick auf die real existierende Welt stellt sich durchaus differenzierter dar: Das Experiment, wirtschaftspolitische Fehlentscheidungen mit der Druckerpresse zu lösen, läuft auf Hochtouren, zeitigt derweil aber keine überzeugenden Ergebnisse. So liegt beispielsweise das durchschnittliche Wachstum des industriestaatlichen Konjunkturmotors Amerika seit Ende 2008, dem Beginn des



Quantitative Easing¹, bei einem mageren Prozent bzw. insgesamt 2 Billionen USD. Dagegen wuchs die amerikanische Staatsverschuldung in dieser Zeit um satte 10 Billionen USD, was nicht weniger bedeutet, als dass sich Amerika einen Dollar pumpen muss, um 20 Cent Wachstum zu erzeugen. In der gleichen Zeit hat sich die Bilanzsumme der US-Notenbank (Fed²) um 3 Billionen USD fast vervierfacht. Dies wird vor dem Hintergrund nachvollziehbar, dass sie derzeit monatlich etwa die Hälfte der amerikanischen Neuverschuldung und das gleiche Volumen aus dem Hypothekenanleihenmarkt aufkauft, und mit bisher nicht vorhandenem – also neu geschaffenen – Geld bezahlt. Der an dieser Stelle schon mehrfach kritisierte Versuch, Stroh zu Gold zu spinnen, treibt die Vermögenspreise, während häufig dann, wenn aus der realen Welt positive Konjunkturdaten verlauten, wenn die Arbeitslosenzahl sinkt oder die Industrieproduktion steigt, die Aktienkurse einbrechen – eben weil die Marktteilnehmer befürchten, dass die Notenbanken die Dosis des süßen Gifts verringern könnten. In dieser verkehrten Welt wundert schließlich nicht, dass dort, wo Konjunktur ist – nämlich in Lateinamerika, in Südafrika, in den Asean-Staaten und in China – die Kurse fallen, während sie in den kränkelnden Ländern weiter steigen.

Inzwischen herrscht Anlage- notstand: Anleihen bringen nach Inflation und Steuern negative Renditen, Aktienmärkte erscheinen nahe historischer Höchststände überteuert. Währenddessen wird das Geld der letzten Instanz – Gold – geschmählt, weil vor dem Erwartungshorizont der alles richtenden Notenbanken die Risiken aktuell ausgeblendet werden. Nun sahen wir kurz vor Jahresende zwar eine kosmetische Operation dergestalt, dass die Fed ankündigte, künftig monatlich 10 Mrd. USD weniger Anleihen aufzukaufen.

Letzten Endes werden aber weiterhin monatlich 75 Mrd. USD in den Markt gegeben. Damit bleiben Notenbanken und Kapitalmärkte in ihrer glücklosen Verkettung gegenseitiger Abhängigkeit gefangen. "Die ich rief, die Geister, werd' ich nun nicht los!" lamentierte unter Wassermassen zu ersticken drohend schon Goethes Zauberlehrling. Ähnlich gelagert sind die aktuellen Herausforderungen der Notenbanken. Im als sicheres Wissen empfundenen Glauben, über Geldmarktpolitik die Konjunktur glätten zu können – und eben darum zu müssen –, greift die Fed seit hundert Jahren in das Marktgeschehen ein. Tatsächlich jedoch erzeugen eben diese Eingriffe Blasen, wie sie sich in einem Gleichgewicht der Kräfte nie bilden könnten, aktuell eben die Staatsschuldenblase. Normal wäre, wenn aufgrund der Ausgleichskräfte zwischen Angebot und Nachfrage ein wachsendes Verschuldungsbedürfnis nur gegen Zahlung höherer Zinsen seine Finanziere fände. Die regulierende und disziplinierende Preisfunktion des Geldes wird jedoch durch die Politik der Notenbanken eliminiert. Neben dem (gewünschten) Effekt der nahezu kostenlosen Refinanzierung für etablierte Wohlstandsstaaten³ stellt sich (unerwünscht) ein, dass einer Fischerreue gleich der Rückweg versperrt wird. Einmal dank des billigen Geldes einen riesigen



¹ Quantitative Easing, so bezeichnete Maßnahmen geldpolitischer Lockerung

² Fed = Federal Reserve Board, US-amerikanische Notenbank.

³ Grafik 2 zwei veranschaulicht die Aufhebung der Marktmechanismen: Trotz deutlich steigender Staatsverschuldung fallen die Zinsen massiv. Zur einfacheren Darstellung wurde die Staatsverschuldung von Amerika, Deutschland und Japan gewichtet zusammengefasst, ebenso die Zinsentwicklung in den drei Ländern.

Schuldenberg angehäuft, wäre es nun für etliche Länder der worst case, plötzlich wieder realen Marktpreisen gegenüberzustehen, wie sie sich ergäben, würden die Notenbanken den Kapitalmarkt nicht fortgesetzt manipulieren. Insbesondere Japan wäre wohl innerhalb kürzester Zeit nicht mehr zahlungsfähig.

Amerika und Japan versuchen weiterhin den Spagat einer finanziellen Repression, das heißt einer möglichst über dem erzielbaren Zins liegenden Preissteigerungsrate. Während Inflation im Zeitverlauf Schulden entwertet, erhöht sie progressiv die Steuereinnahmen. So soll beides – idealerweise ergänzt um einen Schuss Wachstum – zum mittelfristigen Abbau von Staatsschulden führen. Diese Mischung aus kalter Enteignung und Steuererhöhung mag der gesellschaftspolitisch leichter zu gehende Weg sein, denn beides wird von der Bevölkerung kaum empfunden und darum geduldet. Ob es ein wirtschaftlich kluger Weg ist, kann nur im Nachhinein beurteilt werden und hängt wesentlich davon ab, ob "die Märkte" diese Strategie akzeptieren, indem sie nachhaltig niedrige Zinsen für wachsende Risiken dulden und so die Bedienung ihrer Forderungen mitfinanzieren.

Der Weg, den Europa eingeschlagen hat, unterscheidet sich davon diametral. Das Mittel der Wahl ist hier eine aggressive Strukturpolitik und die Bekämpfung des Symptoms zumindest in der Nähe des Entzündungsherd. Der angestrebte Strukturwandel zielt auf die Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit und die Gesundung der Refinanzierung ab, die geldpolitischen Stimulanzien fallen dagegen sparsam aus. So hat die EZB bisher auch nur wenig Geld in die Hand genommen, um Druck von den europäischen Kapitalmärkten zu nehmen. Im Wesentlichen waren drei Maßnahmen erforderlich, um die Situation zu stabilisieren: Bis Ende 2011 war dies (1) der Kauf von Staatsanleihen der Randzone über den Sekundärmarkt im Umfang von gut 200 Mrd. Euro. Im Anschluss daran (2) stellte die EZB den europäischen Banken Ende 2011 / Anfang 2012 mit der so genannten "dicken Bertha" in unbegrenztem Volumen für 1% dreijährige Mittel zur Verfügung, was die Banken im Umfang von ca. 1 Billion Euro in Anspruch nahmen. Diese Ausleihungen sind heute zu mehr als der Hälfte wieder zurückgeführt. Schließlich (3) gab Draghi im Juli 2012 das die Märkte offenbar bis heute beeindruckende

Versprechen, – "whatever it takes" – den Euro zu verteidigen, was auch immer es kostete. Zuletzt, aber dies war eher ein symbolischer Akt, wurde der Diskontsatz noch einmal von 0,5 % auf 0,25 % gesenkt, was wir jedoch mehr als Fingerzeig in Richtung Politik verstanden haben, in Bezug auf die konjunkturelle Steuerung und Unterstützung im Euroraum aufmerksam und engagiert zu bleiben. Der hier gegangene Weg ist in jedem Fall wenig populär, verlangt er dem (Wahl)Volk doch sicht- und spürbar Maßhalten und eine Neuskalierung von Wertesystemen ab, was viele in persönlicher Betroffenheit erreicht. Wird dies nicht genügend transparent kommuniziert, sondern politisch eher ungeschickt vermittelt, treibt das die Menschen auf die Straßen und auf die Barrikaden, wie wir es immer wieder in der europäischen Peripherie erleben. Vom Ergebnis her betrachtet, mag diese Strategie dennoch die nachhaltigere sein, wird sie nur konsequent durchgehalten.

LICHTSTREIFEN

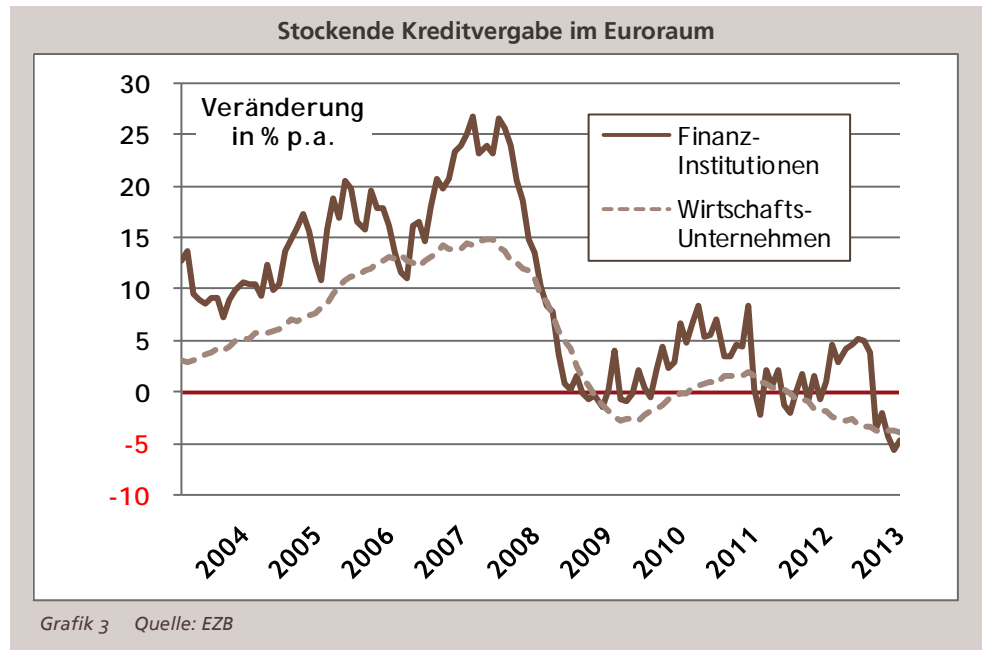
Im Ganzen sehen wir in vielen Ländern sowohl Verbesserungen der wirtschaftlichen Stimmung als auch der tatsächlichen Lage. Zahlreiche Indikatoren weisen in die richtige Richtung, wenngleich mit weniger Impetus als wünschenswert. In Europa erkennen wir klare Gewinne bei der Wettbewerbsfähigkeit der Peripherie, die Wachstumsaussichten haben sich verbessert und der Außenhandel zeigt positive Wirkungen im Umfeld globaler Konkurrenz. Ohne über die Möglichkeit einer Abwertung der eigenen Währung zu verfügen, sind die Staaten auf dem schweren Weg der Verbesserung ihrer Wettbewerbsfähigkeit durch Steigerung der Produktivität und Verbilligung des Faktors Arbeit. Sie kommen dabei den Umständen entsprechend voran, jedoch um das Opfer ungezügelt ausufernder Arbeitslosigkeit. Auch die letzten Daten lassen – zumindest im Euroraum – noch keine Wendung zum Besseren erkennen, was die Bereitschaft der Politik, vorgegebene Spardiktate zu erfüllen, künftig eher schwächen dürfte. Eine weitere Achillesferse in der Eurozone ist die schleppende Kreditvergabe. Das einfach gestrickte Geschäftsmodell für Banken – Geldleihe nahezu gegen Nullzinsen und Wiederanlage in deutlich höher rentierenden Staatsanleihen – macht zusammen mit restriktiven Eigenkapitalvor-

schriften die Vergabe von Mittelstandskrediten schlicht unattraktiv, was den zugeknöpften Geldbeutel der Banken schlüssig erklärt. Trübungen erfährt der Blick auf Gesamteuropa schließlich durch den neuen kranken Mann Frankreich. Die Politik erstarrt nahezu in Lethargie, der glücklose Präsident steht ohne Rückhalt da und wird mit jedem Monat weniger handlungsfähig. Versuche, das Haushaltsdefizit zu reduzieren, beschränken sich weitestgehend auf Steuer- und Abgabenerhöhungen, aktive Wirtschaftspolitik bleibt Mangelware. Während man sich der Erwartung hingibt, das Wachstum bei den Nachbarn möge sich auf den Binnenmarkt übertragen, droht das Land in die Rezession zurückzufallen. Ganze, die Kraft der Nation lange prägende, Industrie-

sektoren müssen hinnehmen, links und rechts überholt zu werden. Spanien bspw. exportiert aktuell mehr Autos als die Grande Nation. Trotz europaweit höchster Staatsquote⁴ steigt die Arbeitslosigkeit auf ein 16-Jahreshoch – freilich bei bequemer Besitzstandswahrung der Arbeit Habenden, denn die Lohnsumme wächst kontinuierlich. Unbequeme Nachbarn wie auch der EZB-Präsident pochen darum auf Reformen in der Wirtschafts- und die Abkehr von einer phantasielosen Steuerpolitik. Für den Moment steht jedoch zu erwarten, dass ein weiteres schwaches Frankreich und ein starkes Deutschland sich im Ergebnis für die Eurozone neutralisieren.

Im Ganzen gesehen erkennen wir Euroland inzwischen als problembewusst und lösungswillig. Das abgelaufene Jahr hat auf einige latente Fragestellungen (mehr oder weniger Europa, Festhalten am oder Aufbrechen des Euro) Antworten folgen und ein Zusammenrücken Europas – sehen wir von England ab – erkennen lassen. Unabdingbar notwendige Anpassungen von Strukturen werden nun tatsächlich angegangen; die dabei

entfesselte Entschlusskraft mag noch Potential entfalten. Insgesamt erscheint am Horizont die Ahnung, Europa könne tatsächlich gekräftigt und auf einem renovierten Fundament aus der Krise hervorgehen.



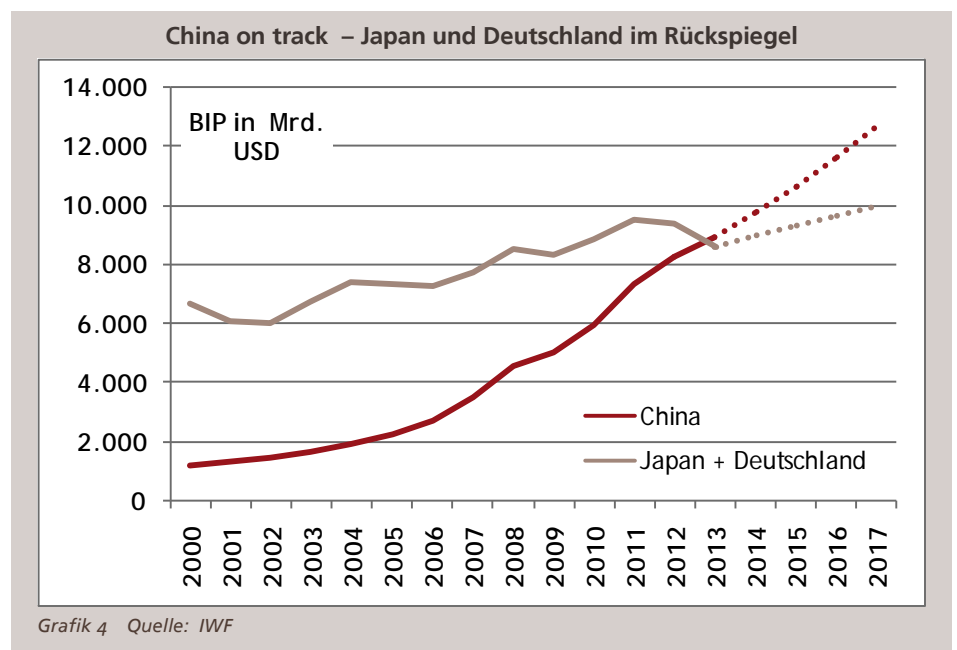
In Amerika verläuft die Konjunktur bereits jetzt überraschend robust. Überraschend insofern, als der immer wiederkehrende Beweis, dass die Politik eher macht- als gemeinwohlorientiert agiert, dem Vertrauen der Wirtschaftssubjekte regelmäßig wieder Boden entzieht. Die Unternehmen verdienen sehr auskömmliche Margen, die Arbeitslosigkeit sinkt stetig und auch der Immobilienmarkt hat sich gefestigt. Unter der bedingenden – von uns aber auch erwarteten – Voraussetzung, dass die Notenbank ihre geldpolitische Unterstützung beibehält, erwarten wir keine Veränderung des Trends; dies betrifft die Entwicklung von Wachstum und Beschäftigung wie auch der Gewinne von Unternehmen.

Die bisherige Bilanz des japanischen Experiments stellt sich etwas ernüchternder dar. Dort kauft die Notenbank bekanntermaßen ungeniert die komplette Neuverschuldung auf. Ein offensichtlicherer Aufruf zum Misstrauen gegen die eigene Währung lässt sich kaum denken und so wird eben dieser Effekt auch erzielt. Im Vergleich zum Jahresbeginn hat der Yen zu Dollar und Euro ca. 25 % verloren. Dadurch sollten japanische Güter im Ausland attraktiver und stärker nachgefragt werden, mithin das chronische

⁴ Volumen der Staatsausgaben im Verhältnis zu den gesamten Investitionen eines Landes

Außenhandelsdefizit eine Trendwende erfahren. Das Gegenteil geschah bisher: Zwar stiegen die Exporte zuletzt um 18 % gegenüber Vorjahr. Gleichzeitig wuchs jedoch aufgrund der logischerweise verteuerten Einfuhren von Rohwaren der Import um 22 %; die Schere öffnete sich und das Handelsbilanzdefizit weitete sich deutlich aus. Gleichzeitig schiebt die japanische Regierung über ein Konjunkturprogramm riesige zusätzliche Ausgaben vor sich her und wird die Staatsschulden, die heute bereits 240 % des Bruttoinlandsprodukts erreichen, weiter ausbauen. Die Planung, damit solle auch die Inflation steigen und der Konsum wieder beflügelt werden, geht bisher nicht auf. Zwar ergeben sich bislang Preissteigerungen um ca. 1,5 %; diese beruhen jedoch im Wesentlichen auf steigenden Energiekosten, während eine Teilhabe der Konsumenten über höhere Löhne bislang ausbleibt. Jedoch sind auf erste Erfolge der Konjunkturprogramme sichtbar: So hat sich das Konsumentenvertrauen im vergangenen Jahr per Saldo deutlich verbessert und auch die Unternehmensgewinne konnten zulegen. Das japanische Experiment strebt letztlich aber weiterhin ungewissem Ausgang entgegen. Der Wille, die Geldmenge innerhalb von zwei Jahren zu verdoppeln, wird weiter eisern durchgesetzt, weswegen uns derzeit am sichersten lediglich die Erwartung zunächst steigender Vermögens- und Aktienpreise scheint, während abzuwarten bleibt, ob eine nachhaltige Beschleunigung der Wirtschaftsaktivität erreicht werden kann.

laufenen Jahr die von Japan und Deutschland zusammen. Es bleibt für China – wie auch für etliche andere Emerging Markets – gültig, dass der noch immer deutliche Nachholbedarf gegenüber den Wohlstandsstaaten und das Verlangen nach Teilhabe noch viele Jahre die Konjunktur fördern wird. Die wirtschaftliche Krise zum Ende des letzten Jahrzehnts hat eine stärkere Binnenorientierung ausgelöst und den bilateralen Handel innerhalb der in den jeweiligen Regionen verwurzelten Länder befördert. So sind China, Brasilien, Lateinamerika längst nicht mehr verlängerte Werkbank Amerikas oder Europas, sondern fragen umgekehrt selbst in stark wachsendem Umfang Güter – vor allem im Luxussegment – aus den Industriestaaten nach. In Ländern dieser Regionen sehen wir langfristig darum unverändert das größte Wachstums- und Gewinnsteigerungspotential, wenngleich die Aktienmärkte dies im letzten Jahr nicht widerspiegeln.



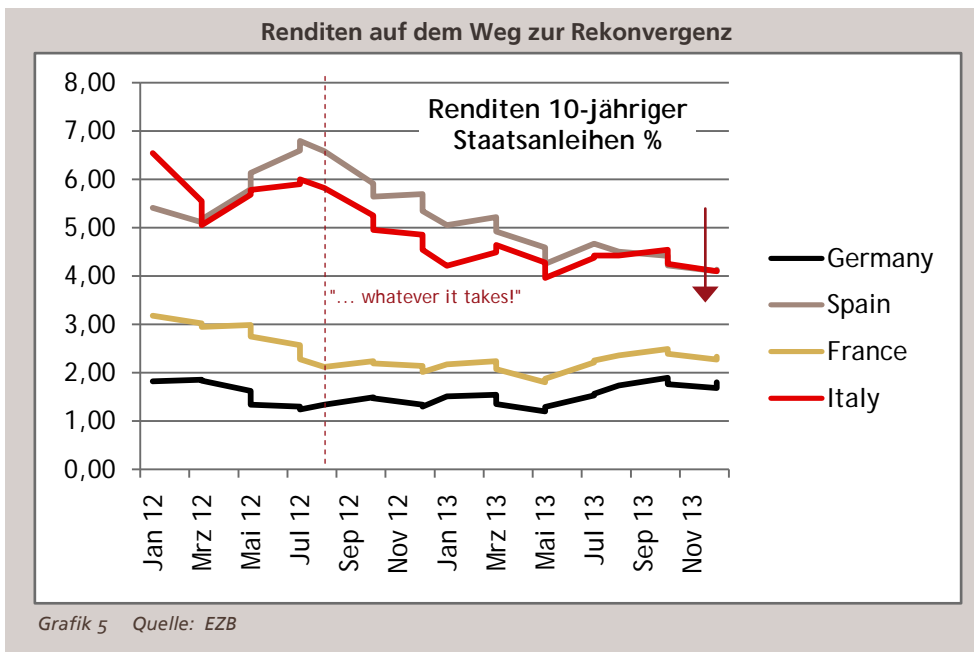
Fortgesetzter Bedeutungsgewinn im internationalen Kontext ist China beizumessen. Dies gilt wirtschaftlich, demografisch, umwelt- und nicht zuletzt auch geopolitisch. Die einstige Dynastie holt gegenüber den Wohlstandsnationen mit riesigen Schritten auf. Wenngleich sich die Wachstumsquoten zu normalisieren beginnen, erreicht das Land fortgesetzt Jahresraten von über 7 % und erklärt dies gleichzeitig als Ziel für die mittlere Zukunft. Erstmals überschritt die chinesische Wirtschaftsleistung im abge-

ZINS-SZENARIO

Vorangegangene Betrachtungen lassen unsere regionalen Priorisierungen erkennen. Zu beantworten bleibt die Frage nach der Attraktivität einzelner liquider Anlageklassen, namentlich Anleihen, Aktien, Edelmetalle. Mit dieser Fragestellung kommen wir an den Anfang dieser Ausarbeitung zurück: "Never fight the Fed" meint ebenso, sich auch nicht gegen die Richtung der europäischen oder der japanischen Notenbank zu stellen. Für die Investition in Anleihen ist wichtig, ob die Zinsen niedrig bleiben oder in Bälde eine Trendumkehr zu erwarten steht. Angesichts der kaum gebremsten Liquiditätszufuhr sind wir geneigt, von anhaltend niedrigen Zinsen auszugehen. Andererseits haben wir im Frühjahr letzten Jahres gesehen, wie scheu internationales Kapital nur auf die Erwartung reagiert, der Hexenmeister könnte zurückkehren und mit einem "Sei's gewesen!" dem wallenden Zufluss ein Ende zu verordnen. Im abgelaufenen Jahr waren sprunghafte Zinsanstiege die Folge solcher Überlegungen, Japan musste einen Mini-Crash am Rentenmarkt verkraften und die Emerging Markets haben massive Mittelabflüsse zu spüren bekommen. Die erreichte Zentrifugalkraft der Geldströme verleiht schon geldpolitischen Ansagen – von Entscheidungen gar nicht zu reden – einen enormen Hebel, weswegen es fortgesetzt ratsam ist, auf der Hut zu sein. Es kommt hinzu, dass eine längere Phase stabiler Zinsen historisch gesehen nicht vorkommt. Das

verwundert nicht, denn der wohlgemeinte Versuch von Notenbanken, ausgleichend und glättend in den Wirtschaftskreislauf einzugreifen, führt bekanntermaßen seit über 100 Jahren zum Gegenteil. Kapitalmärkte werden tendenziell zu lange gedeckelt oder geflutet, wodurch sich die Amplituden in den Zyklen von Auf- und Abschwung eher vergrößern als verringern. Auch jetzt steht nicht zu erwarten, dass wirklich eine geldpolitische Wende bevorsteht. Im Gegenteil war der letzte Schritt der Fed weniger ein Kurswechsel als ein Ablenkungsmanöver; zudem hatte die japanische Notenbank kurze Zeit vorher signalisiert, sie würde den Hahn nötigenfalls gern noch etwas weiter öffnen. Im globalen Geldfluss dürften sich so allenfalls marginale Verschiebungen ergeben. Auch die EZB, noch unter der Schockstarre vermeintlicher Deflationsgefahren, steht bereit, inflationär zuzufüttern. Speziell in Europa ist ein weiterer Aspekt beachtenswert: Wie erwähnt kommt die Wirtschaft augenscheinlich auch deshalb nur zögerlich in Fahrt, weil das die Märkte umwabernde Geld nicht im Waren- und Güterkreislauf ankommt. Die EZB könnte sich in Wahrnehmung ihrer selbstgefundenen Funktion als Hüterin der Wirtschaft veranlasst sehen, tatsächlich Strafzinsen – also eine Geldaufbewahrungsgebühr – für bei den nationalen Notenbanken geparktes Geld zu berechnen, auf dass das Geld unters Volk kommt. Außerdem könnte sie tatsächlich noch einmal Staatsanleihen der Peripherie aufkaufen. Denn die positiven Wirtschafts-

indikatoren verstetigen sich zwar, sind gleichzeitig doch aber noch zu schwach ausgeprägt. Ein zusätzlicher Anstoß könnte darum gerade jetzt als perfekt getimt empfunden werden, weil er eine ohnehin schon gefundene Richtung nun besonders effektiv zu verstärken vermag. Gleichzeitig nimmt das Emittentenrisiko mit zunehmender wirtschaftlicher Erholung ab, so dass sich die EZB nicht in ein höheres Risiko begäbe, was einer solchen Maßnahme die notwendige politische

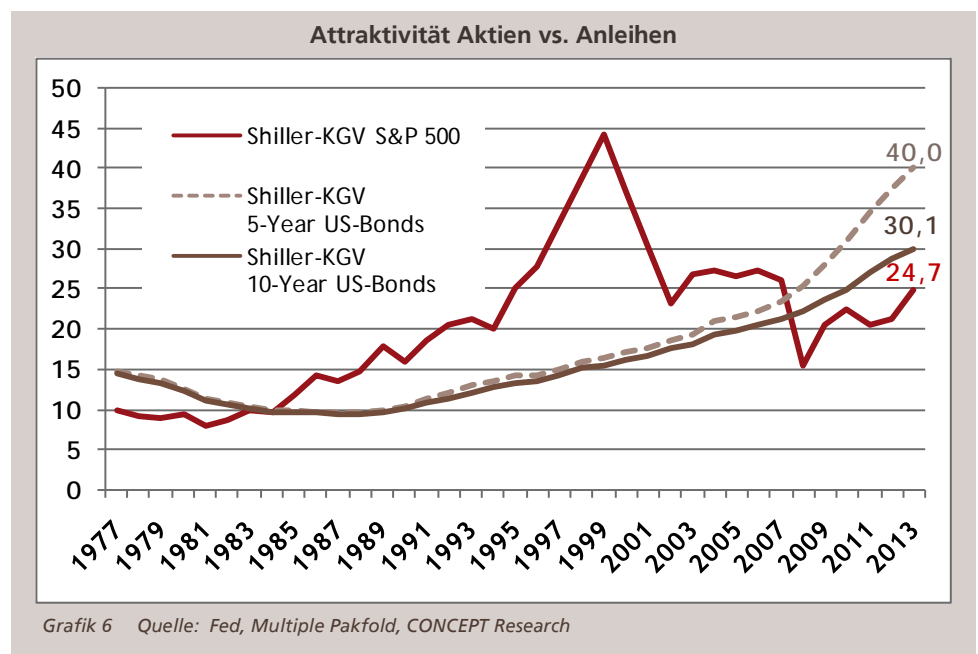


Legitimität verleihen könnte. Eine durch diesen Schritt weiter unterstützte Entwicklung in Richtung wieder konvergenter Zinsen in der Eurozone könnte zudem dazu beitragen, dass internationales Kapital aus dem Euro abfließt, ihn so relativ zu anderen Währungen verbilligt und damit die Position europäischer Unternehmen im internationalen Wettbewerb stärkt. Auch in Amerika, noch eher aber in Japan, erwarten wir einen anhaltenden Druck auf die Zinsen, weil eine Rückkehr zu Konditionen von vor der Krise für beide kaum bezahlbar ist. Im kurz- und mittelfristigen Laufzeitenbereich könnte es mithin so sein, dass die Renditen tatsächlich noch weiter zurückgehen, die Spiralfeder also weiter kräftig aufgezogen wird. Dagegen sind die Möglichkeiten der Notenbanken, die Zinsen am langen Ende zu beeinflussen, deutlich eingeschränkt. Hier bestimmt vielmehr "der Markt" die Konditionen. Darum könnte sich hier niederschlagen, dass das mit der Saat billigen Geldes gelegte Inflationspotential geradezu mit Händen greifbar wird. Wenn sich nämlich – wie gewünscht – die Kreditklemme auflöst, kann sich sehr schnell ein preistreibender Effekt entwickeln, der unter Umständen schwer zu stoppen ist. Inflationserwartungen schlagen sich regelmäßig am langen Ende der Zinsstrukturkurve nieder. So erwarten wir, dass diese steiler werden wird, sich möglicherweise sogar eine gegensätzliche Renditeentwicklung zwischen kurzen und langen Laufzeiten ergibt. Im Fazit für Anleiheanlagen bedeutet dies, dass wir trotz vermutet fortgesetztem Willen der Notenbanken, die Zinsen niedrig zu halten, äußerst zurückhaltend wären, wegen vermeintlich auskömmlicheren Renditen nach längeren Laufzeiten zu greifen. Der geringe Zinsgewinn könnte sich in kürzester Zeit zu Lasten von Kursverlusten eliminiert haben. Was Anleihen in Währungen (nicht Yen) betrifft, empfehlen wir aufgrund des im Kurzfristbereich unterstellten

Szenarios diese zu halten, da wir im Jahresverlauf eine leichte Abschwächung des Euro als wahrscheinlich erachten.

AKTIEN – ZU TEUER?

Wenngleich an den meisten Märkten die börsennotierten Unternehmen nicht die Erwartungen hinsichtlich der erzielbaren Gewinne erfüllen konnten, hat sich an den Hauptbörsen eine sehr positive Tendenz durchgesetzt, welche die Aktienmärkte hier und da auf neue historische Höchstkurse hat steigen lassen. Gemessen an ihrer eigenen Historie erscheinen zahlreiche Werte darum auf dem erreichten Niveau als teuer. Die Kurs-Gewinn-Verhältnisse haben sich deutlich ausgeweitet und die Frage liegt auf der Hand, ob nicht eine neue Blase entstanden ist oder zumindest entsteht. Die Antwort darauf ist nicht trivial. Zum einen muss jede Anlage sowohl im historischen Kontext, als auch vor dem Hintergrund zukünftig erzielbarer Erträge, nicht zuletzt aber eben auch im Zusammenspiel mit konkurrierenden Alternativen beurteilt werden. Ein anerkanntes Instrument zur Bestimmung der Preiswürdigkeit von Aktien ist die Berechnung der Relation zwischen den Gewinnen, die im langjährigen Durchschnitt pro Aktie erzielt wurden, und dem aktuellen Börsenkurs. Diese Kennzahl wurde von dem amerikanischen Finanzökonom und letzt-



jährigen Nobelpreisträger Robert J. Shiller entwickelt und wird deshalb als Shiller-KGV⁵ bezeichnet. Abbildung 6 macht sichtbar, dass bspw. amerikanische Aktien demnach – im Vergleich zur Historie – längst nicht mehr preiswert sind. Deutlich teurer dagegen sind aber Anleihen. Dass US- und japanische Anleihen trotz der sich stetig verschlechternden Schuldnerqualität dennoch zu historisch absoluten Höchstpreisen gehandelt werden, lässt offenkundig werden, wo gerade Blasen entstehen. Auch in Europa sind die Rendite-Spreads zwischen den verschiedenen Ländern wieder zusammengelaufen, was Anleihen im Vergleich zu Aktien teuer erscheinen lässt. Viele – auch institutionelle – Anleger stehen gleichzeitig vor dem Problem, mit den Renditen aus Anleihen nicht mehr die für ihre Zwecke benötigten Erträge erzielen zu können. Insofern erwarten wir, dass die gerade erst in Bewegung geratene Rotation von Anleihenanlagen in Aktien an Fahrt aufnehmen wird. Allein der relative Vergleich wäre allerdings aus unserer Sicht keine hinreichende Basis, um eine fortgesetzt gute Entwicklung für Aktien zu prognostizieren. Vielmehr bedarf es zur Rechtfertigung der erreichten Bewertungen einer Untermauerung der Unternehmensergebnisse. Diese hatten im letzten Jahr nach anfänglich optimistischen Prognosen eher enttäuscht. In dieser Enttäuschung verharren viele Marktteilnehmer noch immer, weswegen trotz gestiegener Kurse kaum Euphorie im Markt messbar und die Aufwärtsbewegung nicht durch eine breite Masse getragen ist. Im Gegenteil, es stehen viele an der Seitenlinie, argumentieren (zu Recht) mit der Frage, ob die derzeit hohen Gewinnmargen nachhaltig erzielt werden können und warten dennoch auf die Möglichkeit zu einem günstigeren Einstieg, weil die Alternativen nicht auskömmlich rentabel sind. Aufgrund der verbesserten konjunkturellen Umgebungsbedingungen und der hohen Liquidität in den Firmen halten wir jedoch einen weiteren Gewinnanstieg für wahrscheinlich und erwarten eher Überraschungen auf der positiven Seite. Zudem sind zahlreiche Firmen äußerst liquide und könnten in ihrer

unternehmerischen Nachbarschaft auf Einkaufstour gehen, was wir bisher noch kaum sehen. Damit ist ein weiteres Kriterium für einen ausgereizten Markt – nämlich florierende Aktivität in Mergers & Acquisitions – bislang nicht erfüllt. Für eine Fortsetzung des Marktzyklus spricht weiterhin die derzeitige Konstellation niedrigster Finanzierungskosten, verbunden mit nur mäßigen gesamtwirtschaftlichen Wachstumsraten, was die Notenbanken kaum motivieren dürfte, den Zugang zu Liquidität zu erschweren. Im Gegenteil: Eines der klar definierten Ziele ist die Ausweitung des in der Wirtschaft ankommenden Kreditvolumens. Wir glauben, dass dieses Ziel erreicht wird und bemessen ihm in der Wirkung auf Investitionen, Konsum, Wachstum und Gewinne noch unterschätztes Potential zu. Gerade Europa würde davon profitieren, denn die hiesigen Unternehmen haben ihre Situation bisher trotz widriger Finanzierungsbedingungen verbessern können. In der Peripherie sinken zudem die Lohnkosten, so dass das Auflösen der Kreditklemme, möglicherweise flankiert durch sinkende Zinsen, dort einen besonderen Schub entfalten könnte. Vor diesem Hintergrund gewinnt (Rand)Europa für uns deutlich an Attraktivität.

Die Preiswürdigkeit von Aktien beobachten wir kritisch, halten die Parameter derzeit jedoch nicht für eine bevorstehende Trendwende indizierend und Mahnungen zu einem breit angelegten Ausstieg für verfrüht. Vielmehr haben wir in der Vergangenheit häufig beobachten können, dass die Aktienmärkte der tatsächlichen Wirtschaftsentwicklung vorweg gehen, sich also zunächst die KGVs ausweiten. Daran anschließend steigen dann tatsächlich die Gewinne, rechtfertigen die unter Umständen anhaltend steigende Bewertung und ziehen weiteres Kapital an. Diese Phase wird sich unseres Erachtens in 2014 vollziehen, weswegen wir im Ganzen optimistisch für Aktien bleiben. Dabei hat sich, von einer höheren Gewichtung Europas abgesehen, an unseren regionalen Vorlieben wenig verändert: dies ist Amerika mit seinem Technologie-Knowhow und nicht zuletzt Japan aufgrund der Liquiditätsfantasie. Jedoch haben auch die Emerging Markets nun Nachholpotential gebildet und weisen im Durchschnitt attraktive Bewertungen auf.

⁵ Shiller-KGV: Das KGV (Kurs-Gewinn-Verhältnis) stellt üblicherweise die Relation zwischen dem in einem Unternehmen erzielten Gewinn einer Periode und dem aktuellen Kurs her. Aktienkurs geteilt durch Gewinn pro Aktie = KGV. Das Shiller-KGV verfolgt den Ansatz der Glättung von Unternehmensergebnissen über mindestens einen Konjunkturzyklus und setzt darum den Mittelwert der Gewinne der letzten 10 Jahre ins Verhältnis zum aktuellen Kurs.

RISIKEN KALKULIEREN

Unsere Einschätzung gründet sich auf der Erwartung weiterer Notenbank gesteuerter Liquiditätsversorgung, anhaltend niedriger Geldmarktzinsen und nicht stark steigender Langfristzinsen. Sollten sich diese Grundannahmen als Irrtum erweisen, ergäben sich eher gegensätzliche Schlussfolgerungen als die hier formulierten. Da aber gerade die Geldpolitik der Notenbanken immer wieder Anlass für Prognoseunsicherheiten geben wird, beherbergt unsere Basisannahme zugleich das größte Störpotential. Weiterhin sind die aus hoher Verschuldung verbunden mit politischer Uneinigkeit einhergehenden Risiken in den USA zu gegenwärtigen. Sollte zudem – entgegen unserer Erwartung – ein wirklicher Rückzug aus der Politik billigen Geldes initiiert werden, dürfte dies vermutlich nicht schmerzfrei an den Märkten vorübergehen. Auch das japanische Experiment akkumuliert augenblicklich fortwährend Risiken und erhöht den Druck auf die Notwendigkeit, am Ende zu gelingen. Nicht zuletzt steigt auch in China die Geldmenge derzeit rasant, während der Mittelstand gleichzeitig Schwierigkeiten hat, an Kredite zu gelangen. Hier stehen wir vor den großen Chancen, welche die gerade erst beschlossenen Reformen wichtiger Wirtschaftssektoren mit sich bringen, gleichzeitig aber auch vor dem Risiko ihres Scheiterns. "Never fight the Fed" meint also, weiterhin sehr wachsam zu bleiben, das Handeln der großen Notenbanken aufmerksam zu registrieren, abgewogen zu interpretieren und konsequent zu handeln.

Unverändert ist zu berücksichtigen, dass unsere Währungs- und Finanzsysteme äußerst angespannt sind. Wirtschaftliche Aktivität und Prosperität vollziehen sich bisher nur unter größter Einflussnahme der Notenbanken. In der Zwischenzeit haben sich Gewöhnungseffekte eingestellt und trüben die Wahrnehmung. Noch immer ist zu wenig getan worden, um die Krisenauslöser zu eliminieren. Im Gegenteil misst das Financial Stability Board einen gegenüber dem Beginn der Krise größer gewordenen Schattenbanksektor. Die Notwendigkeit inflationärer Geldpolitik bleibt offensichtlich, denn bei Zinsniveaus wie vor fünf Jahren gerieten einige Staatsfinanzen in den finanziellen Kollaps. Auch im Euroraum gelingt es bisher nicht, individualstaatliche Interessen und einheitliche Währung in ein funktionierendes Zusammenspiel zu setzen. Vor diesem Hintergrund emp-

fehlt sich einerseits anhaltende Aufmerksamkeit und zum anderen weiterhin ein Grundstock an Edelmetallen, vornehmlich Gold. Augenblicklich sind die Marktteilnehmer bereit, wieder mehr Risiken einzugehen, was den Bedarf an systemischen Versicherungen, wie sie Gold darstellt, schwinden lässt. Darum notiert es mittlerweile unter seinen durchschnittlichen Produktionskosten, die bei ungefähr 1.300 USD pro Unze liegen dürften. Derzeit jedoch ist Gold nicht gefragt, denn insbesondere die in Amerika wieder zu verzeichnenden Realzinsen bieten offenbar eine befriedigende Alternative. Eine hinreichend hohe Wahrscheinlichkeit für ein letztendliches Ausbrechen der Risiken unseres Währungssystems ist jedoch weiterhin gegeben, nur der Zeitpunkt erscheint ungewiss. Insofern ist auch nach unserem Urteil die Aufrechterhaltung von diese Risiken sichernden Edelmetallbeständen unverändert anzuraten.

Zusammenfassend wird weiterhin wichtig sein, nicht monokausal zu denken, undogmatisch alle Möglichkeiten zu kalkulieren und Vermögen ausgewogen zu strukturieren. Uns würde nicht überraschen, wenn auch 2014 ein schließlich gutes – im Augenblick des Erlebens aber herausforderndes – Börsenjahr wird.

*Matthias Steinhauer
Bielefeld, 11. Januar 2014*

Rechtliche Hinweise

Diese Publikation wurde von der CONCEPT Vermögensmanagement GmbH & Co. KG (CONCEPT) erstellt. Sie dient ausschließlich der Information und darf ohne ausdrückliche Einwilligung von CONCEPT nicht nachgedruckt oder öffentlich zugänglich gemacht werden.

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen beruhen auf Quellen, die CONCEPT für zuverlässig erachtet, jedoch keiner neutralen Kontrolle unterzogen hat. Die Informationen sind öffentlich zugänglich. CONCEPT übernimmt keine Gewähr und keine Haftung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen. Die in dieser Publikation vertretenen Meinungen stellen die Auffassung des Verfassers dar und können sich jederzeit ändern. Solche Auffassungsänderungen müssen nicht publiziert werden.

Den in dieser Publikation enthaltenen Angaben liegen historische Daten sowie die Einschätzungen künftiger Marktentwicklungen von CONCEPT zu Grunde. Diese Markteinschätzungen sind auf der Basis von Analysen gewonnen worden, die mit der gebotenen Gewissenhaftigkeit und Sorgfalt erstellt worden sind. Dennoch kann CONCEPT für ihr Eintreten keine Gewähr übernehmen. Der Wert eines darauf abstellenden Investments kann sinken oder steigen, der investierte Geldbetrag möglicherweise nicht zurück erhalten werden.

