

CONCEPT

VERMÖGENSMANAGEMENT

... und läuft und läuft und läuft ...?!

Halbjahresbericht

Sommer 2014

... UND LÄUFT UND LÄUFT UND LÄUFT ...?!

Nahezu alle Anlageklassen liegen im bisherigen Jahresverlauf im positiven Bereich. Dies gilt für fast alle Aktienmärkte, für Anleihen, für Edelmetalle. Manche Notierungen haben Allzeithochs erreicht. Investoren blicken darum mit einiger Sorge auf die Märkte, etliche Institutionelle sind zurückhaltend investiert. Ein friedvolles, ungutes Gefühl liegt in der Luft, wie an einem milden Sommerabend, wenn die Luft allmählich schwül wird ...

Die anhaltende Liquiditätsversorgung, das mäßige Wirtschaftswachstum und nicht zuletzt der Mangel an Alternativen werden Sachwerte weiter begünstigen, ...

... wengleich Wolken am Horizont aufziehen.

Um das Ergebnis unserer Erörterungen vorweg zu nehmen: Wie bereits seit fünf Jahren halten wir weiterhin unsere Auffassung aufrecht, dass eine Vermögensallokation überwiegend in Sachwerten angeraten bleibt. Dies meint Aktien, aber auch Immobilien und Beteiligungen sowie Edelmetalle. Bei offiziell gemessenen Inflationsraten nahe der Null-Linie erleben wir gleichzeitig eine tatsächliche und anhaltende Inflation in Vermögenspreisen, geschuldet der extrem günstigen Liquiditätsversorgung, die in der Historie ohne Beispiel ist und deren Ende wir derzeit nicht auszumachen vermögen. Darüber hinaus erscheint die Schuldenkrise in Europa als bewältigt – was nicht gleichzeitig bedeutet, sie wäre es tatsächlich. Wir leben in einer mit billigem Geld erkaufte Zeit, welche die Märkte wie auch die Politik aktuell begünstigt, während die Präsentation der Rechnung auf später datiert ist. Rings um den Globus sehen wir sanftes Wachstum, das gleichzeitig aber fragil genug erscheint, um die Verantwortlichen in den Notenbanken unablässig das Mantra niedriger Zinsen repetieren zu lassen. Dies für sich genommen bereitet schon den Boden für eine fortgesetzt gute Entwicklung an den Aktienmärkten. Gestützt wird sie durch den Mangel an Alternativen.

Nun ist eine fortgesetzt positive Markterwartung, die sich im Wesentlichen auf den Mangel an Alternativen gründet, nicht die ideale Voraussetzung, um sorglos und mit hohem Investitionsgrad an den Aktienmärkten der Welt investiert zu sein. Gleichwohl strahlen die Märkte – gemessen an der Volatilität – diese Sorglosigkeit aus. Die Schwankungen an den Börsen ruhen derzeit auf absolutem Tiefstniveau, was zumindest die Warnung aufflackern lässt, es könnte die Ruhe vor dem Sturm sein, die uns derzeit umfängt. Auch der Gleichschritt zwischen fallenden Renditen und steigenden Aktienkursen ist zumindest bemerkenswert, signalisieren die Zinsen doch Deflationsgefahr und schwaches Wachstum, während an den Aktienmärkten konjunkturelle Stärke gespielt und Inflation zumindest in die Gewinnerwartungen eingerechnet wird. Diese Divergenz wird sich schließen (müssen) – eines Tages.

FRAGEN OHNE ANTWORT

Im augenblicklichen Kapitalmarktumfeld besteht die Herausforderung darin, überhaupt regelmäßige Erträge zu erzielen ohne unverhältnismäßige Risiken einzugehen. Investoren müssen heute eine Vielzahl von – zum Teil gegenläufigen – Einflüssen auf die Kapitalmärkte im Blick haben und bewerten:

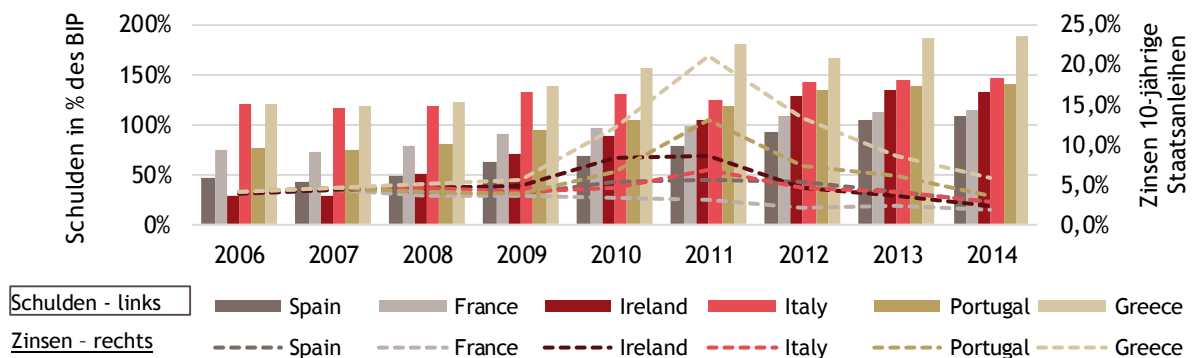
Paradox:

Niedrigste Zinsen bei höchsten Schuldenständen

- Sei es das Paradoxon, dass auf historisch höchstem Verschuldungsniveau angelangte Länder augenblicklich für ihre Schulden oft den niedrigsten Zins seit 20 Jahren zahlen – und die Gläubiger sich damit zufrieden geben. Darin spiegelt sich zum einen die zurückgekehrte Sorglosigkeit der Investoren, zum anderen aber auch das Herdenverhalten beim Abgrasen noch verfügbarer Renditen wider. Denn auf der ringenden Suche nach irgendwie verzinslichen Anlagen wird zunehmend weniger Qualität geduldet. Heute gibt sich mit einem BBB-Rating zufrieden, wer früher ein AA sehen wollte.

Euroland: Steigende Schulden, historisch niedrige Zinsen

Schulden vs. Zinsen in Europa



Grafik 1 Quelle: Europäische Zentralbank, OECD, CONCEPT Research

Das Vertrauen in die Werthaltigkeit von Geld wird mehr und mehr belastet.

- Es stellt sich die Frage, wie lange das künstlich erzeugte niedrige Zinsniveau verteidigt werden kann und wie begründet die Erwartung ist, dass Staaten in diesem bequemen Umfeld tatsächlich motiviert sind, nachhaltig Haushaltskonsolidierung zu betreiben, um von den Schuldenbergen wieder herunterzukommen. Denn mit der Übernahme der EU-Ratspräsidentschaft durch die Peripherieländer (Anfang Januar Griechenland, jetzt Italien) wurden zunehmend Rufe nach Lockerung der im Zuge der Rettungsschirme verordneten Sparmaßnahmen laut. Matteo Renzi, italienischer Ministerpräsident, bringt es prononciert auf den Punkt und fordert, den "anachronistischen" Grenzwert eines maximal 3%igen Haushaltsdefizits ersatzlos abzuschaffen. Auch in Deutschland unterbleiben Anstrengungen, in so guten Jahren wie aktuell die Verschuldung wenigstens in geringem Umfang zurückzuführen. Stattdessen leistet sich unser älter werdendes Land eine die nächste Generation mit 160 Mrd. € belastende Verkürzung der Lebensarbeitszeit. Ein Wohlstandsgeschenk, das im übrigen Europa sicher nicht unbeachtet geblieben ist.
- Der Dauerbrenner unter den unbeantworteten Fragen aber ist, wie stabil ein Weltfinanzsystem sein mag, in welchem ursprünglich als Rettungsanker eingesetzte Maßnahmen heute zum selbstverständlichen Handwerkzeug gehören,

wo so hoch am Wind gesegelt wird, dass korrigierende Manöver kaum noch möglich sind und wo das Vertrauen in die Werthaltigkeit von Geld von Jahr zu Jahr mehr belastet wird.

Zweifellos, wir sehen schöne Fassaden, die uns umgeben: Die Weltkonjunktur zieht gemäßigt an, ohne überzuschäumen. Im Gegenteil, hier und da erscheinen die Inflationsdaten so niedrig, dass inflationär gegengesteuert wird. Die Unternehmensgewinne steigen, die Zinsen sind niedrig und sollen es lange bleiben, monatlich stellen die Notenbanken den Kapitalmärkten neue Schecks in zweistelliger Milliardenhöhe aus – eine rundum anheimelnde Kulisse. Gleichzeitig vergegenwärtigen wir uns täglich neu: Vieles ist auf Sand gebaut und basiert wesentlich auf dem Vertrauen der "Märkte", es möge der ganze Schuldenballast morgen rückzahlbar sein oder – sofern die Rechnungen morgen doch noch offen sind – zumindest jemanden geben, der auf übermorgen vertraut.

WEGE DURCH NICHT KARTIERTES GELÄNDE

In der Gesamtbetrachtung muss nun, neben der Bewertung der Wirkungen verschiedener Einflüsse auf die Wirtschaft und auf die Firmen, eine möglichst zutreffende Erwartung dahingehend entwickelt werden, wie andere Marktteilnehmer die Rahmenbedingungen interpretieren werden und wo letzten Endes Rendite zu erzielen ist. Allem übergeordnet ist zu berücksichtigen, dass im Augenblick eines möglichen Kollapses eine Anlageklasse, die lange Zeit äußerste Sicherheit verkörperte, vermutlich dem größten Wertverlust anheimfallen wird: Geld.

Wir befinden uns heute in einer Situation, die keinen historischen Vergleich kennt, an dem sich zu orientieren Sinn ergeben würde. Ob die Märkte nun an ihrem Top angelangt sind, ob aus diesen Höhen nun ein Absturz droht, ob eine Anlageklasse preiswert oder teuer ist – diese Fragen können lediglich relativ zu anderen Anlagen beantwortet werden, nicht aber im historischen Kontext. Denn eine vergleichbare Unterfütterung mit den Märkten kostenlos zur Verfügung gestellter Liquidität hat es in der bisherigen Geschichte nicht gegeben. Wir sind uns allerdings sicher, dass die Zeche bezahlt werden muss, ungewiss ist lediglich wann. Und wir haben eine Ahnung davon, wohin die Herde flüchten wird: Vermutlich nicht in Anleihen irgendeines hoch verschuldeten Staates, vermutlich auch nicht in Anleihen eines Unternehmens, dessen Refinanzierungsmodell durch plötzlich knappes Geld ins Wanken gerät, vermutlich überhaupt nicht in Anleihen. Fluchtburgen werden letzten Endes Aktien von Gesellschaften sein, die Dinge oder Leistungen anbieten, welche wir dauerhaft benötigen. Auch sie erleiden im Ernstfall Verluste; aber sie wird es noch geben, wenn der Rauch sich verzieht und die Sicht wieder klarer wird. Allein schon vor dem stets gegenwärtigen Hintergrund dieses Worst Case, den wir permanent in unsere Überlegungen einbeziehen, sehen wir einen Mangel an Alternativen zur Aktie bzw. zur Beteiligung an Firmen. Dies gilt auch vor dem Hintergrund, dass die Unternehmensbilanzen heute geordneter sind, als noch vor einer Dekade, und immer mehr Unternehmen ohne Schulden auskommen, sie im Gegenteil sogar

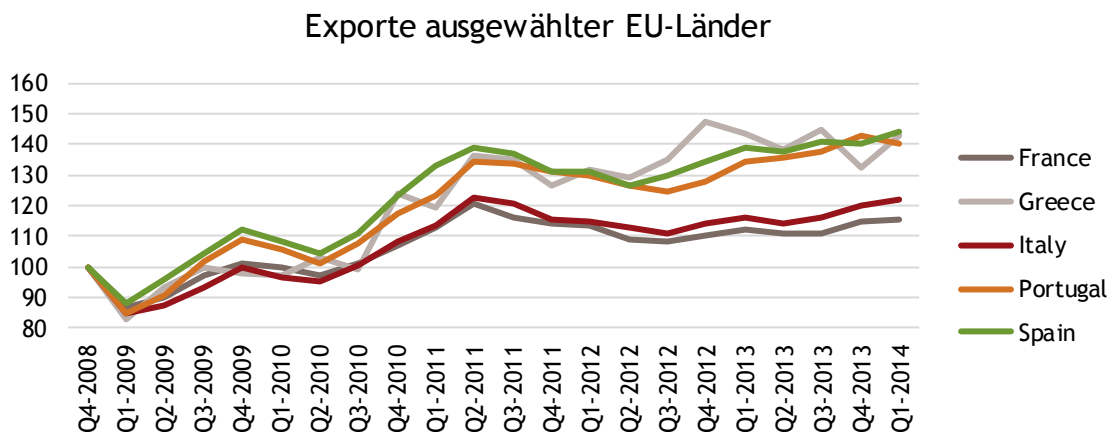
Fluchtburgen werden Aktien sein. Sie wird es noch geben, wenn der Rauch sich verzieht.

Europa holt auf.

dicke Liquiditätspolster vor sich hertragen. Darum halten wir viele Aktien heute im Gesamtbild für vertretbar bewertet, nicht für teuer. Die Kurs-Gewinn-Verhältnisse von Aktien erreichen im Schnitt 14 bis 18 und die Dividenden Renditen um 3%. Währenddessen rentieren bspw. französische Staatsanleihen mit lediglich 1,7% und weisen ein KGV von 60 auf; deutsche Anleihen rentieren bei 1,2% und haben ein KGV von über 80.

Für die im Augenblick zu treffenden Anlageentscheidungen erscheint es uns – wie bereits zum Jahresbeginn ausgeführt – lohnend, Europa aufmerksamer in den Fokus zu nehmen. Die "Euro-Krise" haben die Marktteilnehmer zu den Akten gelegt. Selbst als kürzlich Sorgen um die portugiesische Banco Espirito Santo aufflackerten, wich die kurzfristige Irritation schnell der Gewissheit, dass erstens Portugal und zweitens Europa nicht Gefahr laufen werden, wegen einer kleinen Familienbank die Euro-Rettung wieder aufs Spiel zu setzen. Vielmehr sind – gerade in der europäischen Peripherie – die ersten Früchte der bisherigen Reformanstrengungen sichtbar. Wir erwarten, dass sie letzten Endes in verbesserte Wettbewerbsfähigkeit münden werden und wir glauben, dass der Hebel auf die Unternehmensgewinne überproportional sein wird. Sogar am Arbeitsmarkt zeigen sich erste Aufhellungserscheinungen. Eine dadurch sich wieder verstetigende Binnennachfrage mag zusätzlich Druck von den Margen der Betriebe nehmen. Als attraktiv erachten wir darüber hinaus die Regionen Asien (hier auf erreichtem Niveau vor allem Japan) sowie die Emerging Markets, zumindest solange die Zinsen an den Kapitalmärkten nicht überraschend stark ansteigen.

Steigendes Exportvolumen schwacher Euro-Länder

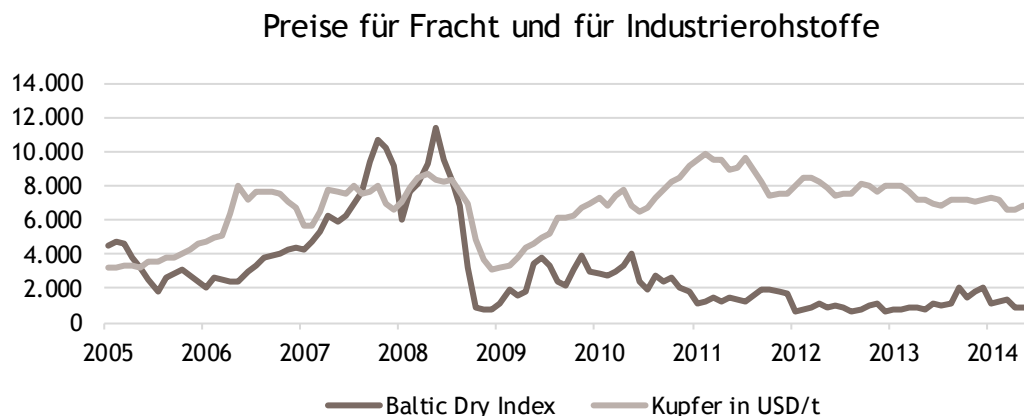


Grafik 2 Quelle: OECD

Die Frage, ob der notwendige Übergang von liquiditätsgetriebener Hausse zu einer von fundamentalem Wachstum getragenen Entwicklung möglich ist, kann aus unserer Sicht kaum beantwortet werden, solange die Liquidität die Märkte schneller vor sich hertreibt, als die Unternehmensgewinne nachziehen können. Zwar sehen wir Margenausweitungen (insbesondere in bisher strukturell geschwächten Regionen) und steigende Unternehmensgewinne sowohl in Europa wie auch in Amerika und in Japan. Sie sind jedoch nicht das wesentliche, die Kurse

Ein Abschöpfen von Liquidität findet nicht statt.

treibende, Kriterium. Denn ungeachtet des "Tapering"¹ in den Vereinigten Staaten – tatsächlich schwemmt die US-Notenbank derzeit noch immer monatlich 35 Mrd. USD in den Markt und bläht ihre Bilanz weiter auf – werden in Japan monatlich knapp 60 Mrd. USD freigesetzt, die ihren Abfluss in den Weltkapitalmärkten finden. Ein Abschöpfen von Liquidität findet also tatsächlich nicht statt, vielmehr wird weiterhin inflationär interveniert. Auch die amerikanische Notenbank, orientiert an den seinerzeitigen Zielvorgaben (6,5% Arbeitslosigkeit und 2% Inflation) ihres Vorwands beraubt, die Zinsen zu limitieren, hat inzwischen differenziertere Kriterien ausgemacht, wonach eine Beibehaltung der bisherigen Strategie gerechtfertigt sei. Nicht von der Hand zu weisen ist, dass trotz des positiven Bildes, welches zum Beispiel die Weltbank von der globalen Wirtschaft zeichnet (2,8% Wachstum in 2014, 3,2% in 2015), die Fieberkurven noch recht ruhig verlaufen und der Geldpolitik eine gewisse Legitimation verleihen, wie der Baltic Dry-Index² oder die Preise für Industrierohstoffe zeigen. Aber selbst wenn es zu einer Umkehr der Renditen käme, müsste dies nicht zwangsläufig zu Kurskorrekturen am Aktienmarkt führen. Ein Blick auf die Geschichte des amerikanischen Aktienmarktes lässt einen zwangsläufigen Rückschluss dieser Art jedenfalls nicht zu.

Frühindikatoren ohne Anzeichen von Überhitzung


Grafik 3 Quelle: Korea Marine Institute, Weltbank

Alternativ-Szenarien im Auge behalten.

Unsere positive Erwartungshaltung wäre allerdings schnell und deutlich zu korrigieren, bekäme das Vertrauen in die Fähigkeit der Notenbanken, anhaltend lange Zinsen zu verteidigen, Risse und es müsste mit einem unvorhergesehen kräftigen Renditeaufschlag gerechnet werden. Darüber hinaus sind wir aufmerksame Beobachter der geopolitischen Situation und rechnen jederzeit mit kurzfristig notwendigem Anpassungsbedarf auf die Kapitalallokation, zum Beispiel wegen der undurchsichtigen Situation im Irak oder – neuerdings bedauerlicherweise wieder – zwischen Palästina und Israel. Die Lage in der Ukraine ist weiter von bürgerkriegsartigen Zuständen im Osten geprägt und gerade in diesen Tagen wieder an der Oberfläche. Wir gehen jedoch nicht davon aus, dass Russland weiter auf Eskalation setzen wird, da dort

¹ Tapering: so genannte Reduktion der expansiven Geldpolitik

² Baltic Dry: Frachtraten-Index für das weltweite Verschiffen von Hauptfrachtgütern (Kohle, Erz, Getreide)

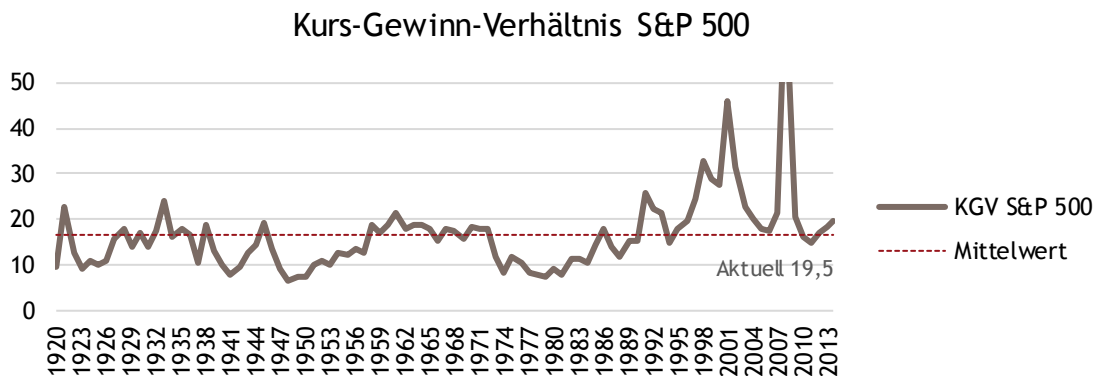
bereits jetzt die wirtschaftlichen Beeinträchtigungen politischer Isolation spürbar werden. Was jedoch aufmerken lässt, ist die Forderung Chinas nach einer neuen Sicherheitsstruktur in Asien ohne amerikanische Unterstützung, stattdessen aber mit Beteiligung Russlands und des Iran. Hier deutet sich eine selbstbewusste Machtverschiebung unter Einbezug nicht eben zimperlicher Partner an, was wohl auch im wirtschaftlichen Kräftespiel nicht ohne Auswirkungen bliebe.

EMPFEHLUNG

In der Summe unserer Erörterungen bleiben wir kurzfristig weiter davon überzeugt, dass eine Übergewichtung in Sachwerten – vornehmlich Aktien – eine an den Umgebungsbedingungen ausgerichtete, sinnvolle Strategie darstellt. Anleger nutzen bereits zunehmend die Möglichkeit, auf diese Weise der Vermögenspreisinflation zu begegnen und wir erwarten, dass sich dies fortsetzt. Dennoch erscheinen die Märkte keinesfalls – und schon gar nicht euphorisch – überhitzt, ein Trendbruch im Bereich von Kurs-Gewinn-Verhältnissen um unter 20 ist nicht zwangsläufig ableitbar. Übernahmeaktivitäten haben bereits zugenommen, allerdings noch auf vergleichsweise niedrigem Niveau. Auch die historisch niedrige Volatilität muss als Warnung interpretiert werden. Das Risiko von Konsolidierungen oder auch Korrekturen steigt also zwangsläufig, ist aber unseres Erachtens – mit Blick auf die Alternativen – aushaltbar.

Der Zeitpunkt für eine Trendumkehr scheint noch nicht gekommen, aber die Schwankungsanfälligkeit steigt.

Aktienbewertung leicht über Durchschnitt



Grafik 4 Quelle: Standard & Poors, Robert Shiller

Kurzfristig und vorübergehend kann es anzuraten sein, das Schwankungspotential des Depots mindernde Liquidität zu schaffen, die wir empfehlen, in hochklassigen Unternehmensanleihen zu halten. Mit dem übergeordneten Risiko vor Augen, Geld als Wertaufbewahrungsmittel könnte sein Mindesthaltbarkeitsdatum überschritten haben, raten wir auch zur Aufrechterhaltung eines gewissen Investitionsgrades in Edelmetallen.

Bielefeld, 18. Juli 2014
Matthias Steinhauer

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.

