

CONCEPT

VERMÖGENSMANAGEMENT

New Normal

Jahresbericht 2017

NEW NORMAL

Jeder kennt das aus eigener Erfahrung: Da träumen wir einen süßen Traum, uns umgeben wunderbare, intensive Farben, eine große Zufrieden- und Sorglosigkeit wohnt in uns. Schon dräut der Morgen und noch während wir versuchen, unseren Traum zu umklammern, klingelt der Wecker. Die Farben weichen der uns umgebenden Dämmerung, die Zufriedenheit der realistischen Einschätzung, nun aufstehen zu müssen und die alltäglichen kleinen und großen Sorgen haben uns wieder. Sie ahnen die Parallele und die damit ausgesprochene Frage: Ist die optimistische Stimmung an den Kapitalmärkten einem süßen Traum vergleichbar und wird das Erwachen bitter werden?

*Alle Länder unter OECD-
Beobachtung verzeichnen
Wachstum.*

*Aber nicht alles scheint
zusammenzupassen.*

BESTANDSAUFNAHME

Für den eiligen Leser dürfen wir die Antwort, wie sie uns nach kritischer Würdigung der Umstände naheliegt, gleich zu Beginn dieser Ausarbeitung geben: Aufwachen Ja, bitter Nein. Aber die Herleitung dieses Resümees ist vielschichtig und die Alternativszenarien verhalten sich diametral. Zunächst eine Bestandsaufnahme: Die wirtschaftliche Situation stellt sich heute weitaus besser dar, als unisono noch vor Jahresfrist prognostiziert. Die Weltwirtschaft dürfte um mindestens 3,5 % zugelegt haben. Alle 46 von der OECD beobachteten Länder verzeichnen Wachstum, selbst die Eurozone wächst so schnell wie zuletzt im Jahr 2000. Auch China weist mit immer noch respektablem 5,5 % Wachstum die Krisenbeschwörer in die Schranken. Rund um den Globus ist die Arbeitslosigkeit kräftig gesunken; einige Volkswirtschaften wie zum Beispiel die USA vermelden Vollbeschäftigung. Die Stimmungsindikatoren erreichen mehrjährige Hochs und werden regelmäßig von den Realdaten bestätigt. Geradlinig ziehen die Aktienindizes ihre Bahnen und lassen fortwährend historische Höchstkurse hinter sich. Noch nie in der dokumentierten Börsengeschichte waren die Volatilitäten so gering und haben die Aktienmärkte so viele Monate hintereinander ohne Einbruch zugelegt. Abgesehen von Vermögenszuwächsen zieht trotzdem die Inflation nicht an. Der Zins bleibt bislang – wo er in den Industrieländern überhaupt auftaucht – ein Zwerg und ist allenfalls in Amerika geeignet, das bisschen Inflation zu kompensieren.

DA LIEGT WAS IN DER LUFT

Ein wenig schwefelhaltig ist die Atmosphäre aber doch, irgendetwas scheint nicht zu stimmen. Warum sind Aktien nahezu so teuer wie im Boom, die Zinsen aber gleichzeitig so tief wie in der Depression? Warum fallen in Amerika die Langfristzinsen, obwohl das FED¹ im Dezember die fünfte Erhöhung der Leitzinsen beschlossen hat? Warum fahren EZB und BoJ² weiterhin einen entgegengesetzten Kurs und kaufen monatlich umgerechnet 60 Mrd. Euro an Anleihen aus dem Markt, obwohl die Wirtschaft rund zu laufen scheint? Mit welchen Erwartungen kaufen Investoren ausgerechnet argentinische Anleihen mit 100jähriger Laufzeit, wenn das Land in den letzten 100 Jahren sechsmal zahlungsunfähig war,

¹ FED: Federal Reserve Board, US-Notenbank

² EZB: Europäische Zentralbank / BoJ: Bank of Japan

Noch immer die "beste aller Welten":

Der Faktor Arbeit scheint kaum teurer zu werden ...

... die verhaltene Konsumnachfrage hält die Zinsen niedrig ...

... und die Notenbanken gehen mit äußerster Vorsicht zu Werke.

Eine neue Normalität

zuletzt im Jahr 2014? Wie ist zu erklären, dass eine kryptografisch legitimierte Zuordnung von Rechenaufwand³ in einem Jahr über 1.500 % mehr "wert" wird? Wie steht es um die Gesundheit des Menschenverstands?

DIE SCHÖNE WELT ...

Natürlich nehmen zahlreiche namhafte Ökonomen und Analysten kritisch Stellung zu diesen Fragen. Aber unübersehbar viele Marktteilnehmer haben inzwischen das im letzten Bericht erläuterte Goldilock-Szenario⁴ als gegeben angenommen. Sie extrapolieren die Erwartung inflationsarmen Wachstums mit niedrigen Kapitalkosten und weiter sprudelnden Unternehmensgewinnen auf einen langen Zukunftszeitraum. Diese Erwartungshaltung lässt sich begründen: So mögen die Ursachen für den geringen Preisaufstieg darin liegen, dass der Produktionsfaktor Arbeit durch die Globalisierung in einem starken Preiswettbewerb steht, die Digitalisierung zu deutlichen Produktivitätssteigerungen führt und die meisten Arbeitsplätze in den niedrigsten Lohnbereichen entstehen.

Wenngleich das Wachstum erfreulicherweise zeitgleich rund um den Globus geschieht, so bleibt es in seiner Dynamik doch hinter bisherigen Hoch-Phasen zurück. Die Menschen sparen mehr, da vielerorts Sättigungen erreicht sind oder aufgrund der demografischen Entwicklung die Altersvorsorge wichtiger wird. Angesichts dieser Rahmenbedingungen könnte also der Gleichgewichtszins⁵ tiefer liegen als in der Vergangenheit – und somit auch die Renditeerwartungen aller Anlageklassen.

Die Notenbanken wissen um das Risiko, welches mit dem Versuch, das Zinsniveau über alle Laufzeiten spürbar anzuheben, verbunden ist. Darum sei vielmehr wahrscheinlich, dass es bei vorerst niedrigen Zinsen bleibt, was wiederum das Wachstum unterstütze. Die Notenbanken – in klarer Erkenntnis aller Umstände – würden den wohl notwendigen Abbau ihrer Bilanzen äußerst umsichtig gestalten, wodurch sich die Finanzierungsbedingungen in Summe kaum verschärften. Die Zinsen blieben langfristig niedrig und so könne sich ein allein von der günstigen Gewinnentwicklung der Unternehmen getragener Börsentrend fortsetzen.

... SÄT ZWEIFEL

Dies ist tatsächlich ein denkbares und nachvollziehbares Szenario. Es wäre der günstige Richtungsentscheid an einer Weggabelung, vor der wir nach Ansicht des Chefökonomes der Allianz-Gruppe und seinerzeitigen Mitglieds im Beraterkreis von Barack Obama, Mohamed El-Erian, stehen. Der formulierte kürzlich in einem Interview: "Wir nähern uns einem Schicksalsmoment", in welchem seiner Ansicht nach die Zeit des "new normal" ende. An dieser augenblicklichen Normalität wäre "new", dass wir noch nie eine länger währende Phase niedrigen und nahezu inflationsfreien Wachstums bei niedrigen Zinsen beobachten konnten, die von einer so hohen Verschuldung begleitet gewesen wäre, wie derzeit. Zum "normal" kann diese neue Situation erwachsen, wenn die Marktteilnehmer sie wie die Entdeckung einer bisher unbekanntem mathe-

³ Eine in Wikipedia nachzulesende zutreffende Definition für Bitcoin

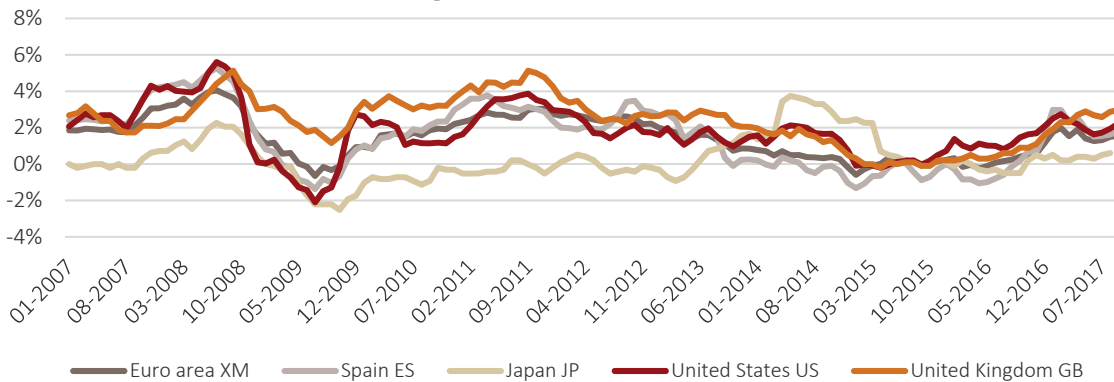
⁴ Steigende Unternehmensgewinne bei mäßigem Wirtschaftswachstum, expansive Notenbanken, niedrige Zinsen bei geringer Inflation, keine Euphorie an den Kapitalmärkten

⁵ Der Zinssatz, bei dem Kapitalnachfrage und -angebot in einer Volkswirtschaft genau ausgeglichen sind

matischen Gesetzmäßigkeit interpretieren: Die geld- und wirtschaftspolitisch Verantwortlichen sehen sich im Glauben bestätigt, alles unter Kontrolle zu haben, und auch die übrigen Marktakteure wähnen sich in der Sicherheit einer vermeintlichen mathematischen Logik. El-Erian analysiert hingegen, das Wachstum sei in den Industrieländern viel zu gering, böte darum nur wenigen in der Gesellschaft Teilhabe und reiße stattdessen soziale und politische Bruchstellen auf. Wir steuern nach seiner Auffassung auf eine T-Kreuzung zu, an der es nur nach rechts oder links geht. Hinter der nächsten Kurve läge im einen Fall eine Phase mit robustem und sozial breit abgestütztem Wachstum, im anderen Fall lauere dahinter eine tiefe Rezession mit erneuten Verwerfungen an den Kapitalmärkten. In welche der beiden Richtungen sich die Wirtschaft entwickelt, sei derzeit jedoch nicht absehbar.

Kaum Preisauftrieb feststellbar

Entwicklung der Inflationsraten seit 2007



Grafik 1

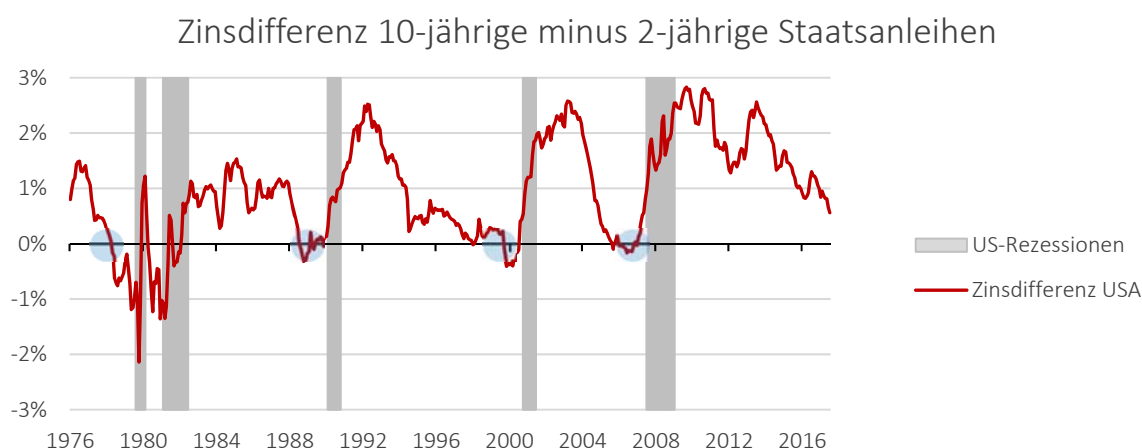
Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich

**Der Anleihenmarkt:
Anzeichen konjunktureller
Schwäche oder Antizipation
längerer Zeit tiefer Zinsen?**

Nun ist dies *eine* von abertausenden Meinungen im Markt. Sie erinnert aber zutreffenderweise daran, dass Konjunkturen und Märkte in Wellen verlaufen, auch der scheinbar stabilste Trend irgendwann bricht und von einer neuen Phase mit anderen Schwerpunkten abgelöst wird. Wenn wir versuchen festzustellen, welche Perspektive die Mehrzahl der Marktteilnehmer einnimmt, sehen wir, dass auch das Feld der Investoren vor der Weggabelung zu verharren scheint, ohne eine Richtungsentscheidung treffen zu wollen. Denn während sich in den Allzeithochs wichtiger Aktienmärkte mindestens die Erwartung ausdrückt, dass die Weltwirtschaft auf einem guten Pfad ist und die Gewinne der Unternehmen weiter steigen werden, malen die Investoren am Rentenmarkt augenscheinlich ein anderes Szenario: In Amerika wird sichtbar, dass die Langfristzinsen auf der Stelle verharren bzw. sogar rückläufig sind. Das ist von Relevanz, weil Konjunkturoptimismus oder -pessimismus besonders am langen Laufzeitenende sichtbar wird, wo zurzeit aber eher ein depressives, zumindest aber deflationäres Szenario mit rückläufiger Inflation eingepreist ist. Mit ihren bislang fünfmaligen Zinsanhebungen für kurze Laufzeiten strebt die US-Notenbank dem Langfristzins sozusagen entgegen, ohne ihn aber aufwärts treiben zu können. Die Zinsdifferenz zwischen den Laufzeitbereichen nimmt deshalb ab, wie Grafik 2 zeigt. In Europa ist ein ähnliches, aber aufgrund entgegengesetzter Notenbankpolitik nicht so

ausgeprägtes, Muster erkennbar. Wirtschaftsgeschichtlich bisher ein schlechtes Zeichen, denn sobald die Differenz aus 10- und 2-jährigen US-Anleihen die Null-Linie unterschritt, folgte eine wirtschaftliche Abschwächung. Konnte die Zinsstrukturkurve aber vor dem Aufprall auf der Null-Linie abgefangen werden, dann (und nur dann) wurde die Rezession umschifft.

Flachere Zinsstrukturkurve – Warnsignal?



Grafik 2

Quelle: FED

Historische Vergleiche ohne Aussagekraft

TRUGSCHLÜSSE MÖGLICH

Auch aktuell scheinen die Rentenmarktteilnehmer explizit keine Belebung der Inflation und mithin auch nicht der langfristigen Zinsen zu erwarten. Es könnte aber fehlinterpretiert sein, dieses Bild mit Konjunkturpessimismus zu übersetzen. Schließlich dürfte es sich bei den beteiligten Akteuren am Aktien- und am Rentenmarkt nicht selten um ein und dieselbe Person handeln. Darum ist es vielleicht die eingangs geschilderte Prophezeiung – nämlich dass und warum die Zinsen lange niedrig bleiben –, die sich hier selbst erfüllt. Zum anderen ist zu berücksichtigen, dass durch die massiven Anleihenkäufe in Gegenwart (EZB und BoJ) und Vergangenheit (FED) die Märkte nahezu leergefegt sind. Auch das treibt Preise und lässt in der Gleichungsumkehr Renditen fallen. Nicht zuletzt ist zu berücksichtigen, dass das FED gebetsmühlenartig kommuniziert, es werde den Abbau seiner Bilanzsumme äußerst umsichtig und mit dem Finger auf der Notbremse vollziehen. Diese Einflussnahmen sind neu in der bisherigen Geschichte der Geldpolitik. Darum hinkt jeder historische Vergleich. Und so könnte uns sehr wohl eine Rezession übermächtigen, *obwohl* die Zinsdifferenz sich noch gar nicht der Null-Linie genähert hat. Umgekehrt ist denkbar, dass die Zinsstrukturkurve sogar invers⁶ wird, *ohne* dass anschließend die Konjunktur zusammenbricht.

UND PLÖTZLICH WÄRE INFLATION

Wie immer weiß niemand, in welche Richtung es geht und außer den Notenbanken hätte niemand die Mittel und Möglichkeiten, um die

⁶ Die Zinskurve ist invers, wenn kurzfristige Laufzeiten höher rentieren als langfristige.

Die gute Konjunktur könnte die Geschäftsbanken ermutigen, die Kreditvergabe wesentlich zu erhöhen.

Für qualifizierte Jobs ist durchaus kräftiger Lohnzuwachs messbar.

Kapitalmärkte sind keine Physik

Märkte in die von ihm gewünschte Bewegung zu manipulieren. Wohl darum nennen Fondsmanager derzeit, wenn sie nach ihrer Einschätzung zu den Risiken gefragt werden, am häufigsten jenes einer Fehlsteuerung durch die Zentralbanken. Schließlich versuchen diese seit Jahren erfolglos die Inflation anzuschieben, ohne erklären zu können, warum es nicht funktioniert. Darum darf Skepsis in der Frage mitschwingen, ob die Zauberlehrlinge das Codewort wissen werden, wenn eine plötzlich überwallende Inflation rechtzeitig eingedämmt werden soll. Woher könnte ein solcher Inflationsschub seine Kraft gewinnen? – Die Geschäftsbanken weltweit halten augenblicklich sehr hohe Überschussliquidität bei den Notenbanken, denn sie waren und sind die Verkäufer der aus dem Markt gekauften Anleihen. Ihre auf den Zentralbankkonten aufgelaufene Überschussqualität ist nicht im Kreditmarkt investiert, kostet im ungünstigsten Fall aber Strafzinsen. Es wäre darum schlüssig, wenn angesichts besserer Konjunkturaussichten die Banken Anstrengungen unternehmen, die Kreditvergabe zu steigern, um einen positiven Zinssaldo zu erzielen. Höhere Kreditvergabe erhöht das Investitionsvolumen, was ceteris paribus preissteigernd wirkt.

Auch das Phänomen scheinbar kaum steigender Arbeitskosten in der Nähe von Vollbeschäftigung könnte sich auflösen. Detailanalysen verweisen darauf, dass altersbedingt ausscheidende, qualifizierte Kräfte durch jüngere, geringer qualifizierte und entlohnte Kollegen ersetzt werden. Bei den dauerhaft Beschäftigten dagegen steigt das Lohnniveau kräftig an. Dieser Effekt verstärkt sich mit jedem ausscheidenden Mitarbeiter und erhöht gleichzeitig den Lohndruck für qualifiziertes Personal. Der Arbeitsmarkt gilt als konjunktureller Nachläufer, dessen Auswirkungen verzögert – angesichts des global raumgreifenden Aufschwungs dann aber umso deutlicher – spürbar werden und die Inflation anheizen können. Steigende Inflationserwartungen führen für sich genommen nahezu zwangsläufig zu höheren Kapitalmarktrenditen. Eben in diese Phase könnte der Versuch von EZB und BoJ fallen, wie angekündigt und dem FED folgend ebenfalls mit der Verkürzung der Bilanz zu beginnen, die Anleihenkäufe zu reduzieren oder gar einzustellen. Schließlich sehen sie sich angesichts guter Wirtschaftsdaten bereits heute in Rechtfertigungsnot hinsichtlich ihrer anhaltend expansiven Strategie. Eine Umkehr im Augenblick eines ohnehin durch Inflationserwartungen genährten Zinsimpulses könnte jedoch zur Unzeit kommen und tatsächlich rezessiv wirken. – Dies ist eines der Szenarien, die nachvollziehbar machen, warum "new normal" auch eine rasch endende Episode sein kann.

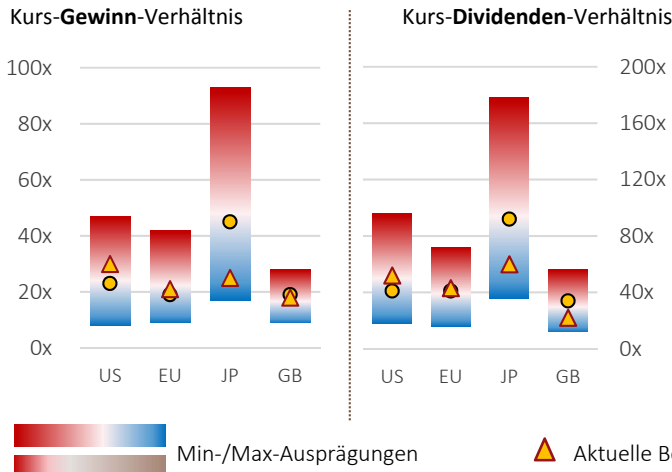
DER ZINS BLEIBT DAS MAß DER DINGE

In diesen Szenarien spielen Zinsen und Inflation die Hauptrolle. Beide sind Kapital-, Rohstoff- und Immobilienmärkte wesentlich beeinflussende Komponenten, weswegen wir ihnen in unserer Analyse noch einmal ein paar Zeilen mehr gewidmet haben. Leider sind weder Konjunktur noch Börse physikalische Modelle, mittels derer unter Aufopferung nur genügender Anstrengung logisch ausrechenbar wäre, welche Lampe aufleuchtet, wenn man an diesem oder jenem Schnürchen zieht. Darum lässt sich weder prognostizieren, welche Dynamik die Zinsen kurzfristig entfalten werden, noch welche Auswirkungen das dann zeitigen würde. Deshalb stellen wir in unserer Erörterung weniger die bekannten Fakten dar, als vielmehr die Möglichkeiten und deren Wahrscheinlichkeiten

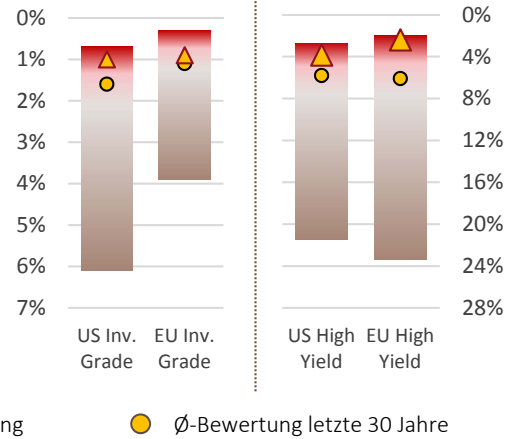
anzureißen, die erkennbaren Chancen und Risiken zu thematisieren und Entscheidungsoptionen zu diskutieren.

Aktuelle Bewertungen verschiedener Anlageklassen in Relation zu ihrer Historie

Aktienbewertungsverhältnisse



Renditeaufschläge ggü. Staatsanleihen



Grafik 3

Quelle: Bank für internationalen Zahlungsausgleich

Die Marktakteure sind auf "new normal" konditioniert und gehen mehr und mehr Risiken ein.

Vorherrschendes Wissen ist jedenfalls, dass die Notenbanken mit zentralstaatlichen und dem demokratischen Abstimmungsprozess entzogenen Maßnahmen seit Ausbruch der Finanzkrise Wirtschafts- und Konjunkturpolitik betrieben und dabei mit Kalkül das Gleichgewicht der Kräfte in den Volkswirtschaften außer Kraft gesetzt haben. Es mag sein, dass damit Schlimmeres verhindert wurde. Eine der Nebenwirkungen ist aber: Das pekuniäre Adrenalin hat die Zinsen nach unten und die Preise von Aktien, Immobilien, Oldtimern, Kunst, Uhren, Pferden und ähnlichen Anlageobjekten nach oben getrieben. Die Marktteilnehmer schwingen im Blues der niedrigen Volatilität und keiner möchte nach Hause, solange die Party läuft. Im Gegenteil, die Investoren sind konditioniert, Rückschläge an den Märkten zu Käufen zu nutzen und regelmäßig das Risiko ihrer Anlagen zu erhöhen. Der Effekt ist: Solange die überwiegende Mehrheit der Marktteilnehmer mit jedem neuen Kursrückgang bereit ist, mehr Risiko auf sich zu nehmen, wird gar kein Risiko mehr messbar. Erst bei – aus welchem Grund auch immer auftretenden – größeren Korrekturen wird wieder sicht- und messbar werden, wie stark das Risikopotential bei den institutionellen Anlegern rund um den Globus angewachsen ist. Denn in den vergangenen Jahren hat sich eine Bewertungsexpansion spürbaren Ausmaßes vollzogen: Die börsennotierten Unternehmen konnten ihre Margen ausweiten, wodurch ihre Gewinne im Durchschnitt stärker zulegen, als das jeweilige Bruttosozialprodukt. Aus Erfahrung erwächst Erwartung, weswegen die Märkte eine Fortsetzung dieser Entwicklung antizipierten. Von Jahr zu Jahr wurden höhere Preisaufläge bewilligt und die Aktienkurse stiegen schneller als die Gewinne der Unternehmen. Gleichzeitig fielen die Zinsen bis unter die Null-Linie, was die Attraktivität von Aktien zusätzlich erhöhte. So messen wir heute an den Börsen Bewertungen⁷, die wir in ihrer Höhe zwar erklären, begründen und auch relativieren können. Aber wir müssen realisieren, dass sie zum Teil

⁷ Zum Beispiel Preis einer Aktie im Verhältnis zum auf sie entfallenden Unternehmensgewinn. Preis einer Aktie im Verhältnis zum auf sie entfallenden Buchwert des Unternehmens. Preis einer Immobilie im Verhältnis zu den jährlichen Nettomieteinnahmen. Differenz zwischen Anleihenrenditen guter vs. schlechter Schuldner. U.v.m.

Solange das Bild intakt bleibt, dürften die Vermögenspreise und Bewertungen weiter ansteigen.

Eine wesentliche Stütze für den Aktienmarkt bleibt die Unattraktivität von Anleihen.

deutlich über den Durchschnitt vergangener Perioden liegen. Das bleibt gerechtfertigt, solange die hochgesteckten Erwartungen weiter erfüllt werden und die neue Normalität (flache Wachstums- und Zinskurven) Realität bleibt. Für sich genommen bilden hohe Bewertungen, geringe Volatilitäten und das permanente Überschreiten von bisherigen Höchstkursen auch nicht die Ursache für ein Ende der Aufwärtsentwicklung. Auch moderat steigende Zinsen wären kein Stolperstein, sofern der Gewinntrend der Unternehmen nicht abknickt. Aber es fällt schwer sich vorzustellen, diese Anspannung würde nur wenig Wirkung entfalten in einem Moment, wo entweder die wirtschaftliche Entwicklung Ermüdungsanzeichen zu zeigen beginnt oder/und die Zinsen stärker steigen als angenommen. Kritische Beobachter sehen denn auch im Anleihenmarkt die eigentliche Blase, denn die Preise für mäßige Qualität bewegen sich bereits wieder nahe am Vorkrisenniveau und schlechteste Schuldner werden bedient (siehe Argentinien), ohne dass die letzten 10 Jahre für tiefgreifende und das Finanzsystem stabilisierende Strukturveränderungen genutzt worden wären. Ganz im Gegenteil sind die globalen Schulden heute deutlich höher als am Vorabend der Finanzkrise.

JANUAR 2018 – WEITER GEHT'S

Diese Fragen werden selbstverständlich an den Märkten diskutiert und abgewogen, bisher allerdings ohne den Kursvortrieb zu bremsen. Im Gegenteil zeigen schon die ersten Tage des neuen Jahres eine dynamische Fortentwicklung des Trends. Offenbar gibt es hinreichende positive Erwartungen, die ihn nähren. Dabei dürfte die regionale Ausdehnung des wirtschaftlichen Wachstums ausschlaggebend sein. Wo es rund um den Globus "brummt", liegt die Vermutung nahe, dass sich nicht urplötzlich eine Rezession Durchbruch verschafft. Die Erwartung im Durchschnitt weiter zweistellig steigender Gewinne der Unternehmen könnte insofern ein weiteres Mal erfüllt werden. Zudem erscheinen Börsen und Notenbanken derzeit als perfekte Teamplayer, denn die Forward Guidance⁸ funktioniert. Der an Unbeliebtheit kaum zu übertreffende amerikanische Präsident bringt scheinbar wenig zustande, hat aber immerhin begonnen, den die Wirtschaftsdynamik bremsenden Bürokratiewust zu entrümpeln. Zudem dürfte das kurz vor Jahresende verabschiedete Steuersenkungsgesetz den konjunkturellen Atem Amerikas wohl noch ein wenig verlängern und die Erwartung unterstreichen, dass Gewinnsteigerungen möglich sind, welche das dortige hohe Bewertungsniveau zu rechtfertigen vermögen. Auch die Emerging Markets entwickeln gute Perspektiven, denn sie werden vom Turnaround der Rohstoffpreise begünstigt. Eine der wesentlichen Stützen der Aktienmärkte bleibt jedoch die bislang wenig beeindruckende Konkurrenz der Renditen am Anleihemarkt. Aktien mögen gegenüber ihrer eigenen Historie als teuer erscheinen (Grafik 3), kaum aber in Relation zur Alternative einer Anlage in Anleihen. Denn der aus Aktien zu erwartende Mehrertrag gegenüber Anleihenrenditen, die sogenannte Risikoprämie, liegt trotz der zwischenzeitlichen Kurssteigerungen noch immer sehr deutlich unter ihrem langjährigen Durchschnitt.

⁸ Forward Guidance: Eine Kommunikationsform der Notenbanken, der eine transparente Orientierung über die zukünftige Ausrichtung der Geldpolitik ermöglichen soll. Die Notenbanken verwenden diese Form der Erwartungssteuerung, um unerwünschten Entwicklungen an den Märkten entgegenzutreten. Die Forward Guidance ist nicht verpflichtend.

Aus den bisherigen Ausführungen wird einmal mehr deutlich: Die Übergewichtung in Aktien, wie wir sie seit langem empfehlen, basiert auf der Referenz unattraktiv niedriger Zinsen. Wie oben beschrieben, werden die Märkte mit moderat steigenden Renditen zurecht kommen, wie sie im Augenblick kommuniziert und erwartet werden – auch von uns. Das Risiko liegt im Unerwarteten, so zum Beispiel in einem unerwarteten Inflationsschub oder in einem unerwartet kräftigen Anstieg der Zinsen und/oder in einem spürbar geringer als erwartet ausfallenden Gewinnausblick bei den Unternehmen. Nicht zu vergessen sind die bisher gern ausgeblendeten (geo)politischen Risiken, die – werden sie virulent – Auslöser für einen umfassenden Perspektivwechsel sein können. Sei es der neu aufgeflamte Iran-Saudi-Arabien-Konflikt, die ungelöste Flüchtlingsproblematik, die Auflösungserscheinungen in der EU oder das Risiko in Gestalt eines spätpubertierenden "Meiner-ist-größer"-US-Präsidenten⁹.

Unsere Empfehlung ist nicht ohne Ambivalenz. Aber vorerst bleiben Sachanlagen von uns bevorzugt.

Wie so oft lassen sich sowohl die Märkte begünstigende als auch sie beeinträchtigende Szenarien theoretisieren. Beide Richtungen mögen eine ähnlich hohe Wahrscheinlichkeit aufweisen, allerdings hätte ein negatives Szenario angesichts der erreichten Kursniveaus und vereinzelter Preis- und Spekulationsblasen wohl einen größeren Wirkungshebel. Gleichwohl mündet – wie seit langer Zeit – unsere Analyse des Status Quo wiederum in der Empfehlung, Aktien und Sachanlagen bei der persönlichen Vermögenszusammenstellung höher zu gewichten als kaum verzinsliche Gläubigerpapiere. Wir sprechen diese Empfehlung nicht ohne Ambivalenz aus, denn das erreichte Preisniveau in nahezu allen Märkten ist hoch. Der vorangestellte Blick auf die beiden Seiten derselben Medaille mag dem renditehungrigen Leser nachvollziehbar machen, warum wir vergleichsweise moderat in Aktien investiert sind. Dem nach Sicherheit strebenden mag sie verdeutlichen, warum wir es überhaupt für notwendig und vertretbar halten, in Aktien investiert zu sein. Für Anleger ohne konkret absehbaren Kapitalbedarf bleibt dies eine erfolversprechende Strategie. Damit sie auch in kürzer abgegriffenen Beobachtungszeiträumen erfolgreich ist, bedarf es neben analytischem Fleiß, zielgerichteter Beharrlichkeit, gedanklicher Beweglichkeit, Ausdauer und einer Prise Fortune immer auch eines Fässchens trockenen Pulvers, um dann, wenn es doch stärker hineinregnet als gedacht, nachzuladen und die Aktienquote wieder aufstocken zu können. Darum halten wir mitunter auch größere Beträge in Liquidität (aus). In der Summe ist dies eine knappe Beschreibung der zugrundeliegenden Philosophie, mit der wir versuchen, uns anvertrautes Vermögen ruhig durch bewegte Gewässer zu steuern.

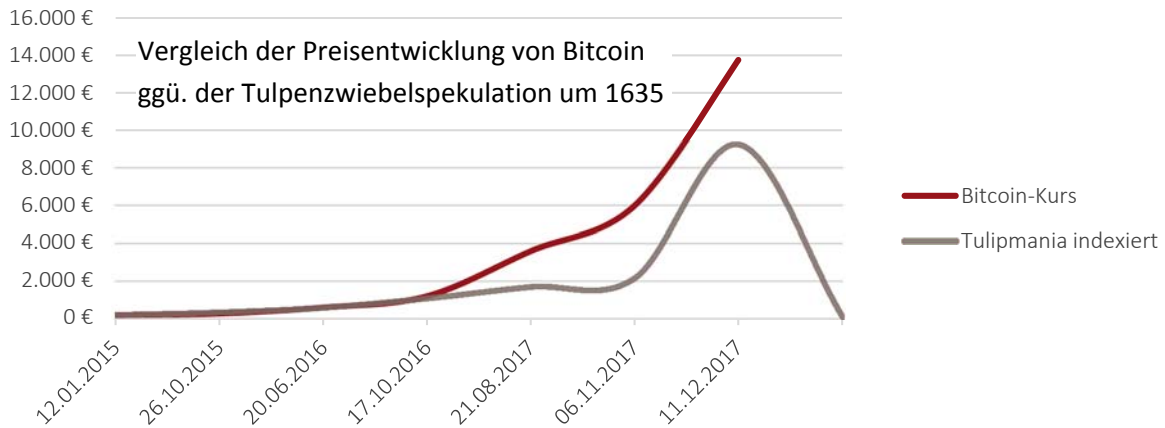
DIE TULPENZWIEBEL DES 21. JAHRHUNDERTS

Es ist der Mainstream, der ein neuzeitliches Spekulationsobjekt in unseren Bericht schwappen lässt. Denn selbst Menschen, die sich kaum mit Kapitalmärkten oder Vermögensanlagen beschäftigen, beginnen, Fragen nach Bitcoins zu stellen. Darum dürfen wir an dieser Stelle in der gebotenen Kürze Anmerkungen dazu formulieren und bei der

⁹ Nordkoreas Führer hatte in seiner Neujahrsbotschaft lapidar erklärt, der Atomknopf befinde sich immer auf seinem Schreibtisch. - @realDonaldTrump sah sich dadurch veranlasst mitzuteilen, er habe auch einen Knopf, aber seiner sei größer und er funktioniere.

Gelegenheit den Vergleich zu einem anderen bekannten Zahlungsmittel mit historisch deutlich längeren Wurzeln anstellen.

Bitcoin: Die Tulpenzwiebel des 21. Jahrhunderts



Grafik 4

Quelle: www.bitcoin.de, Convov Investments

Krypto"währungen" sind energiehungrige Algorithmen. Nicht weniger, nicht mehr.

Entgegen nicht enden wollenden Behauptungen sind Krypto"währungen" kein knappes Gut. Wer das behauptet, könnte genauso gut sagen, es existierten nur rote Tulpenzwiebeln. Tatsächlich hat die Community inzwischen mehr als 1.000 Krypto"währungen" mit einer Marktkapitalisierung von derzeit über 750 Mrd. USD erschaffen und permanent entstehen neue. Wenn die Spekulation ausufert oder zu viel Aufwand erfordert¹⁰, wird die Karawane weiterziehen und sich auf das nächstbessere Kryptum konzentrieren. Tatsächlich einmalig und nicht reproduzierbar dagegen ist Gold. Unzählige Alchemisten haben sich schon daran versucht, Gold zu erschaffen; viele sind dafür am Galgen gelandet. Gold ist tatsächlich knapp. Es wird zwar noch immer Jahr für Jahr mehr gefördert, aber es werden keine großen neuen Vorkommen mehr entdeckt. Nur durch das Aufeinanderprallen zweier Neutronensterne wäre neues Gold herstellbar. Die sind aber gerade nicht zur Hand und es wäre bei diesem Ereignis sicher auch niemand gern dabei. Gold wird als Rohstoff in elektronischen Bauteilen verwendet und erfreut sich als Schmuck größter Beliebtheit. Es wird real benötigt und nachgefragt, sein Preis ist in der ungefähren Höhe seiner Gestehungskosten abgesichert. Bitcoin & Co. sind surreale, digitale Medien, deren Preis davon bestimmt ist, was Käufer erwarten, dass Anschlusskäufer dafür zu zahlen bereit sein werden. Kryptós kommt aus dem Griechischen und bedeutet "versteckt" oder "geheim". So stellen Krypto"währungen" auch das ideale Vehikel dar, um Zahlungsströme aus kriminellen Machenschaften geschickt zu verbergen. Zweifellos wäre dies auch mit Gold möglich, es gestaltet sich lediglich etwas "schwerer". Gold geht auf der Erde nicht verloren, weil es kaum chemische Verbindungen eingeht. Das wichtigste: Gold funktioniert seit Jahrtausenden als seinen Wert bewahrendes Zahlungsmittel. Krypt's funktionieren nur mit Strom.

Bielefeld, 8. Januar 2018
Matthias Steinhauer

¹⁰ Der Handel und die Herstellung von Bitcoins verbrauchen jährlich mehr Strom als oder Dänemark im Jahr benötigt oder so viel wie 3,5 Mio. US-Haushalte.

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.