

CONCEPT

VERMÖGENSMANAGEMENT

Rückkehr des Zinses?

Halbjahresbericht

Sommer 2017

RÜCKKEHR DES ZINSES?

Die Börse ist keine mathematische Ableitung von Konjunktur- und Unternehmensdaten. Vielmehr spiegelt sie die Erwartungen und Befürchtungen, Hoffnungen und Enttäuschungen der Akteure und ist so gewissermaßen ein Marktplatz der Emotionen. Vermutungen lösen größere Kursbewegungen aus als Gewissheiten und wer auf verlässliche Daten wartet, bevor er investiert oder verkauft, wird in der Regel zu spät kommen. Die Marktteilnehmer reagieren auf ihre Erwartungen für die nächsten sechs bis zwölf Monate. Die kurz- bis mittelfristige Zukunft ist also immer "eingepreist". Interessant wäre nun zu wissen, welche Erwartungen antizipiert sind und welche möglicherweise (noch) nicht. Dies wiederum lässt sich nur vermuten, womit die Komplexität der Aufgabenstellung von Asset-Managern umrissen wäre.

Die Frage nach dem aktuellen Denkschema ist insofern von besonderer Relevanz, als sich derzeit vollzieht, was wir in vorangegangenen Berichten als kritische Phase bezeichnet haben, in der besondere Aufmerksamkeit auf die Zinsentwicklung zu legen sei. Vor 3 ½ Jahren begann der damalige Präsident der US-Notenbank mit dem "Tapering", was bedeutete, dass er die Staatsanleihenkäufe des FED sukzessive zu verringern begann. Es dauerte aber noch zwei Jahre, bis im Dezember 2015 dann das erste Mal auch die Leitzinsen angehoben wurden. Interessanterweise hatten die Märkte in beiden Fällen bereits in den Wochen und Monaten davor auf die Erwartung dieser Notenbankentscheidungen hingearbeitet. Sowohl zum Ende 2013 als auch zum Ende 2015 waren die Zinsen für US-Staatsanleihen bereits angestiegen. Und in beiden Fällen ging der Markt anschließend zur Tagesordnung über und die Zinsen fielen wieder. Noch heute notieren die Renditen für 10jährige US-Treasuries unter den Marken von Ende 2013 und Ende 2015. Indes sind die Leitzinsen der US-Notenbank (also die "kurzen Zinsen") in vier Schritten von 0,25 % auf 1,25 % angehoben worden.

***Zinsinitiativen des FED
signalisieren das unausweichliche
Ende der Politik billigen
Geldes.***

Diese Zinsinitiativen des FED signalisieren dem Markt das unausweichliche Ende der Politik billigen Geldes. Denn wo keine Zinsen sind, da ist auch kein Steuerungsinstrument vorhanden für den Fall, dass die Wirtschaft ins Straucheln gerät. Eigentlich unrentable Geschäftsmodelle werden im Markt gehalten, weil deren Finanzierung nichts kostet. Sie wirken im Wettbewerb wie eine subventionierte Konkurrenz, halten Löhne und Preise flach und sind somit deflatorisch. Staatsdefizite lassen sich locker gegenfinanzieren, notwendige Strukturreformen drohen zu versanden und zukünftigen Generationen werden Berge unbearbeiteter Probleme und Schulden hinterlassen. Wir haben all dies zurückliegend häufig thematisiert und den seinerzeitigen ersten Zinsschritt begrüßt. In Zeiten von Vollbeschäftigung (in den USA mit 4,3 % niedrigste Arbeitslosenrate seit 2001), steigenden Lohnkosten und anziehender Inflation wäre die Notenbank unglaublich, würde sie ihren Ankündigungen, zu gegebener Zeit den Fuß wieder vom Gas zu nehmen, nicht Taten folgen lassen. Wann sonst sollte sie es tun? Die Zinsschritte waren also zu erwarten, wenngleich mit dem zuletzt erfolgten die Geldpolitik erstmalig in einem Moment gestrafft wurde, als die Wirtschaftsdynamik bereits wieder abflachte.

Darum finden wir auf der gegenüberliegenden Seite des Meinungsspektrums jene, die der Auffassung sind, die Notenbank dürfe auf keinen

Fall die Zinsen weiter anheben oder auf sonst eine Art das Geldangebot wieder limitieren, denn dies würde eine neue Finanzkrise heraufbeschwören. Schließlich seien die Schulden so hoch wie nie zuvor, Staaten wie auch Unternehmen (und mancherorts Private) könnten sich bei steigenden Zinsen nicht mehr refinanzieren, eine Pleitewelle drohe. Bekanntermaßen begaben sich die Notenbanken in der besten Absicht, verhindern zu wollen, was sich nicht verhindern lässt (nämlich konjunkturelle Abschwünge), in das Dilemma, selbst Teil des Problems zu sein. Dieses Phänomen haben wir in vorangegangenen Berichten sattsam diskutiert.

Nachlassende Notenbankunterstützung ist nicht zwangsläufig gleichbedeutend mit steigenden Zinsen.

DER BEGINN VOM ENDE FALLENDER ZINSEN

Nun scheint es also soweit zu sein: Die Schwungkraft des Perpetuum Notenbank wird geringer, was allerdings vom Grundsatz her zunächst einmal nicht gleichbedeutend mit steigenden Zinsen ist. Überdies herrscht kein weltumspannender Konsens in dieser Frage, wenngleich bereits sieben der zehn größten Notenbanken das Signal gegeben haben, absehbar ein Ende der Politik billigen Geldes herbeiführen zu wollen. Japan, die EZB sowie Schweden stehen dem jedoch entgegen und diese gegenläufige Polung macht die Kommunikation der Notenbanken zur Herausforderung. Hier bewegen Worte Milliarden und das gilt besonders dann, wenn die Sprecher selbst Akteure in den Märkten sind. So äußerte Mario Draghi, Präsident der Europäischen Zentralbank, während der letzten Juniwoche im portugiesischen Sintra "zu viel Optimismus", als er die ohnehin jedem bekannten positiven Konjunkturdaten referierte. Dass er eine "graduelle Anpassung der Geldpolitik" erst für den Fall in Aussicht stellte, dass die Inflationsrate deutlich anziehe, nutzte da nicht viel. Die Marktteilnehmer notierten lediglich das Bemerkte im Hinblick auf den positiven Konjunkturausblick, leiteten eben daraus tendenziell steigende Inflation ab und waren schnell bei am Horizont dräuenden Zinsanhebungen. Entsprechende Kursverluste bei Aktien und Anleihen folgten unmittelbar. In der Tat ist dem Zins als der Aktie größtem Konkurrenten hohe Bedeutung beizumessen und ein spürbarer Wiederanstieg der Zinsen nach 35jährigem Rückgang wäre grundsätzlich ein die Vermögenspreise negativ beeinflussender Faktor.

Zwei Schlüsselfragen:

Darum gilt es, eine Anschauung zu zwei Fragen zu formulieren: Die erste ist, ob in den nächsten – sagen wir – zwei bis drei Jahren tatsächlich spürbar steigende Zinsen zu erwarten sind. Die zweite ist, ob dies für die übrigen Kapitalmärkte ein Problem darstellte.

Gegenläufige Bewegungen am amerikanischen Zinsmarkt

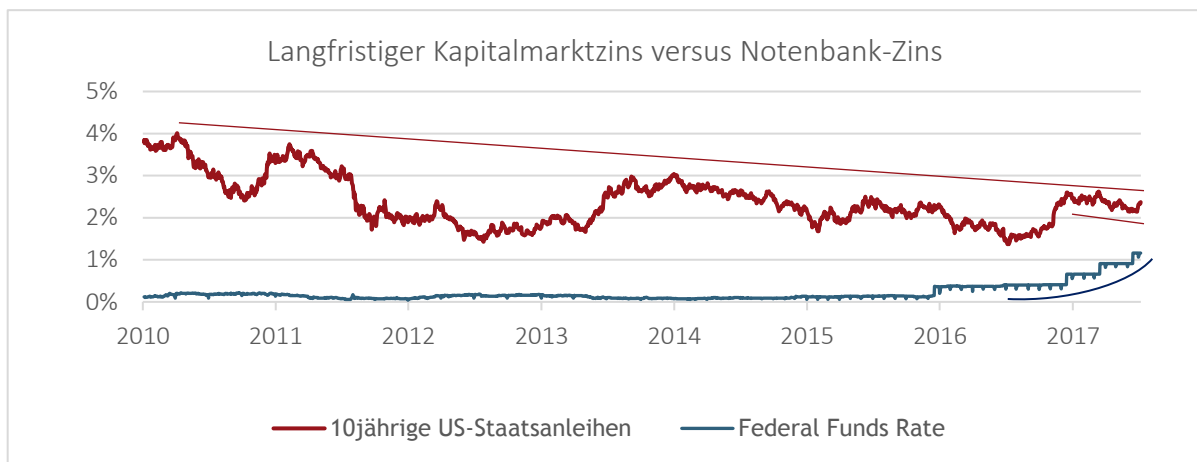
UMGEBUNGSBEDINGUNGEN IN DEN USA ...

Zur Diskussion der ersten Frage sei die Aufmerksamkeit auf ein Detail des amerikanischen Rentenmarktes gelenkt. Dort ist – wie eingangs schon erwähnt - eine gegenläufige Bewegung an den beiden Enden des Laufzeitenspektrums sichtbar: am kurzen Ende steigen die Zinsen, bei langen Laufzeiten fallen sie. Am kurzen Ende ist die Notenbank mit ihrer Zinspolitik Ton angehend, während am langen Ende die Sprache der übrigen Marktteilnehmer gesprochen wird. Die Verflachung der Zinsstrukturkurve drückt die Erwartung des Marktes aus, dass die Inflation auf längere Sicht nur unwesentlich über der heutigen liegen wird. Das ist kein

Keine Signale für Konjunktur-Optimismus

Signal für übermäßigen Konjunkturoptimismus. Der so genannte Trump-Jump hatte sich schnell ausgefedert und ist der nüchternen Erkenntnis gewichen, dass die am lautesten bellenden Hunde am wenigsten Biss zeigen. So wird es wohl in Amerika so schnell nichts mit auf 15 % fallenden Körperschaftsteuern und einem riesigen Konjunkturprogramm. Die Reform der Gesundheitsreform ist verschoben und auch mit dem Bau einer neun Meter hohen und 3.000 km langen Mauer zu Mexiko wird es vorerst nichts. Aufbruchstimmung und Konjunkturoptimismus scheinen verfliegen und auch aus den Echtdateen lässt sich allenfalls mäßiges Wachstum ableiten. So ist der Surprise Index, der den Abgleich zwischen

Der Kapitalmarkt spielt kein Inflationsszenario



Grafik 1

Quelle: FED Economic Research

US-Notenbank ringt um Gestaltungsspielraum

ursprünglichen Konjunkturerwartungen und tatsächlich stattfindenden Realdateen abbildet, auf ein Mehrjahrestief zurückgefallen. In 2016 wurde mit 1,6 % das geringste Wachstum seit 2011 verbucht. Auch das erste Quartal dieses Jahres fiel mit annualisiert 1,4 % ungewohnt schwach aus und die Industrieproduktion ist seit November letzten Jahres wieder rückläufig. Von dieser Seite also keine Anzeichen für ein Durchstarten der Konjunktur, welches die Inflation anheizen und steigende Zinsen am Kapitalmarkt provozieren könnte. Der internationalen Konkurrenz geschuldet, steigen auch die Arbeitseinkommen nur unterproportional, weswegen der Inflationsimpuls daraus bisher gering bleibt. So sehen wir die Geldpolitik der US-Notenbank lediglich als den Versuch, möglichst geräuscharm und konjunkturverträglich Gestaltungsspielraum zurückzugewinnen. In der Summe aus abtastender Notenbankkommunikation, versandenden Trump'schen Wahlversprechen, abflauenden Realdateen und den widerstrebenden Renditebewegungen am Anleihenmarkt erkennen wir derzeit allenfalls geringen Zinsauftrieb in den USA.

... VERSUS EUROPA

In Europa fallen die Konjunkturdaten bemerkenswerterweise deutlich besser aus. – Was ist passiert, das den Stimmungswchsel zu erklären geeignet erscheint? Das neue Dauerthema Brexit zeigt keine Veränderung zum Besseren. Denn zum zweiten Mal innerhalb kurzer Zeit haben die Regierenden ohne Not um die Gunst des Volkes gepokert – und verloren. Der Brexit gestaltet sich nun schwieriger als zuvor, denn der Zeitdruck wurde größer und die Verhandlungsmacht geringer. Auch Italien verhartet

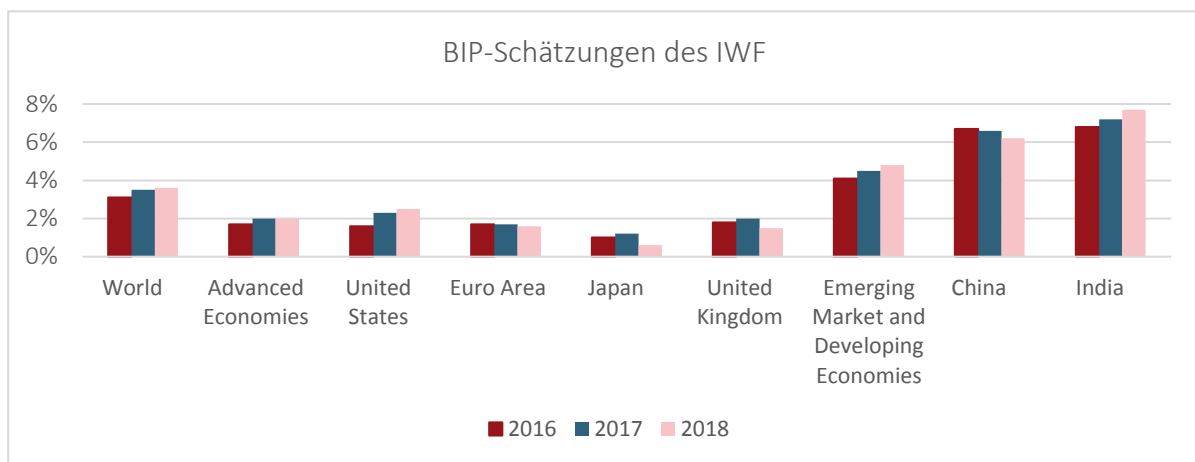
Mit der Wahl in Frankreich ging ein Ruck durch Europa.

in besorgter Reglosigkeit vor Neuwahlen, rettet aber währenddessen mit allerlei Tricks, die in der EU großzügig durchgewunken werden, marode Banken mit dem Geld der Steuerzahler. Allein Spanien hat begonnen, konzentriert seine Agenda in Angriff zu nehmen und wächst seit 2015 wirtschaftlich schneller als Deutschland. Die Arbeitslosigkeit fällt und liegt mittlerweile unter der von vor sechs Jahren. Hohe Achtung hat Spanien für die Handhabung der Pleite gegangenen Banca Popular erfahren: Die Abwicklung der Bank lief – wie von den Regularien vorgesehen – ohne Einsatz von Steuergeldern über die Bühne; zur Kasse gebeten wurden Gläubiger und Aktionäre. Auch in Portugal mehrten sich Anzeichen von Krisenbewältigung. So konnte kürzlich das Defizitverfahren der EU gegen das Land eingestellt werden, denn das Haushaltsdefizit ist unter 2 % zurückgefallen. Förmlich ein Ruck allerdings ging durch Europa, als mit der Wahl Emmanuel Macrons zum französischen Staatspräsidenten ein überzeugter Verfechter der europäischen Idee das Rennen machte. Aufgrund des Abstimmungssystems und der geringen Wahlbeteiligung haben ihn zwar nur gut 16 % der Franzosen wirklich gewählt, dennoch ist die Wahl richtungweisend. Man möchte sagen, nicht allein Frankreich, sondern ganz Europa sei gestärkt aus dieser Wahl hervorgegangen. Denn nach dem Auszug Englands wissen sich nun wenigstens Deutschland und Frankreich wieder Seit´ an Seit´. Europa scheint manövrierfähiger zu werden und die Existenzfrage des Euro wird derzeit nicht gestellt, im Gegenteil. Die konjunkturellen Aussichten für Europa sind so gut, wie Draghi sie in Sintra zutreffend umrissen hat. Europa wird auf kürzere Sicht schneller wachsen als Amerika. Und es wüchse vermutlich auch auf längere Sicht dynamischer, bliebe die präsidentiale Twitterschleuder jenseits des großen Teichs noch länger ihrem protektionistischen Wahn verhaftet. Gleichwohl ist auch in Europa derzeit wenig Inflationsdruck auszumachen. Die Inflationsrate fiel zuletzt wieder auf 1,4 % und bleibt damit unter dem Zielniveau von 2 %. Zwischenzeitliches Hochlaufen in Richtung der Zielmarke hatte Draghi noch im April mit dem Hinweis kommentiert, die EZB werde weiterhin über „vorübergehende Ausschläge“ bei der Teuerung hinwegsehen. Stattdessen sendet die EZB das Signal weiterhin stabil niedriger Zinsen, nicht zuletzt um die gerade ihre Haushaltsdefizite in Ordnung bringenden Staaten des Euroraums nicht in neue Bedrängnis zu bringen. Inflationsraten, die um die Zielmarke herum oszillieren, gepaart mit sehr niedrig gehaltenen Zinsen wären ohnehin der Traum von Notenbankern und Finanzministern. Schließlich lassen sich (Staats)Schulden über diese Repressions-Strategie schneller entwerten.

EZB will über vorübergehende Ausschläge der Inflation hinwegsehen.

Die Weltwirtschaft hingegen wird nach der Prognose des IWF in 2017 um ca. 3,6 % wachsen und damit auf den längerfristigen Median zurückkehren. Dabei gewinnen die Schwellenländer einen größeren Anteil am Wachstum, während die Industrieländer unter das Potential der 80er Jahre des letzten Jahrhunderts und der Millenniumjahre zurückfallen. Auch vor dem Hintergrund dieser Erwartung erscheint uns die Prognose schlüssig, dass die Zinsen niedrig bleiben. Und die großen Notenbanken dürften sich vor dem Hintergrund hoher Verschuldung, geringer Inflation und eher noch unterdurchschnittlicher Wachstumszahlen zurückhalten, mit dem Verweis auf zu gewinnenden Spielraum für den Fall einer Rezession eben diese mittels steigender Zinsen selbst herbeizuführen.

Mäßiges Wachstum ohne Exzesse



Grafik 2

Quelle: IWF

**Alternativszenarien denkbar.
Steigende Zinsen erhöhen die Nervosität.**

STOLPERSTEINE

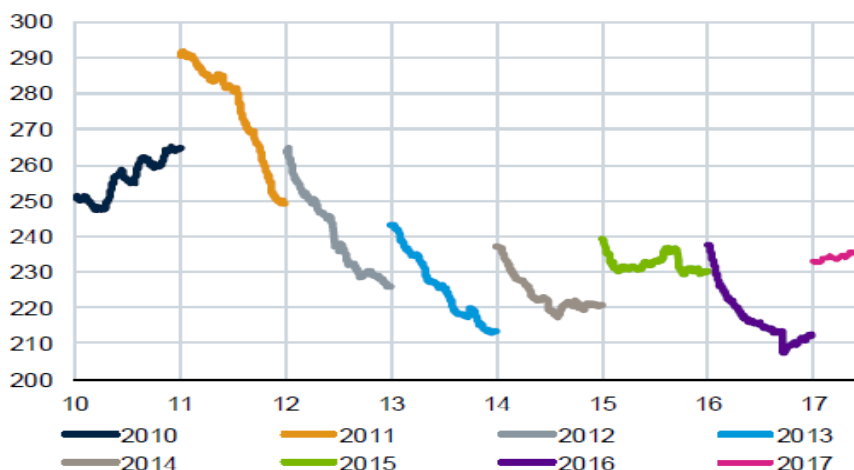
Was, wenn wir uns irren und die Erwartung mittelfristig weiter niedriger Zinsen sich als unzutreffend erweist? Denn selbstverständlich wären Auslöser für höhere Inflationsraten denkbar: die Durchsetzbarkeit höherer Ölpreise, größere Preisüberwälzungsspielräume bei sich noch deutlich verbessernder Beschäftigungssituation in Europa, kräftiger als erwartet steigende Erwerbseinkommen und ein stärker auflebender Kreditvergabezyklus. Selbst vor einem Hintergrund verharrender Inflation wären steigende Zinsen möglich, was wir in diesen Tagen bereits beobachten. Denn die Kommunikation der Notenbanken ist schwierig – eben weil eine "Normalisierung" angestrebt wird, ohne gleichzeitig die Märkte zu verunsichern und einer self fulfilling prophecy Raum zu geben. Will sagen: Wir können uns unserer Erwartung noch geraumer Zeit niedriger Zinsen nicht sicher sein.

Damit ist Frage 2 aufgeschlagen, nämlich ob steigende Zinsen wohl größeres Störpotential entfalten würden. Vermutlich käme es dabei auf den Grad des Anstiegs an. Der ist aber erst retrospektiv bekannt und so dürfte allein die Beobachtung steigender Zinsen die Nervosität der Marktteilnehmer erhöhen. Prinzipiell würden stark steigende Renditen andere Anlageklassen (Aktien, Immobilien, Kunst, Autos, Wein) in ihrer Attraktivität schmälern. Einen relativen Vorteil könnten Aktien erlangen,

**Analysten korrigieren
Gewinnerwartungen nach
oben.**

wenn die Situation der Unternehmen (Umsätze, Gewinne) sich so verbessert, dass der Zinseffekt überkompensiert wird. In Bezug darauf stehen die Vorzeichen derzeit gar nicht schlecht. Sowohl die Erwartungen der Analysten wie auch die "echten Zahlen" sind derzeit so gut, wie schon längere Zeit nicht. In den zurückliegenden Jahren waren die Analystenschätzungen anfangs grundsätzlich viel zu optimistisch und mussten im Jahresverlauf immer wieder nach unten angepasst werden. Das ist derzeit ganz anders und betrifft nicht nur die Schätzungen, die derzeit eher nach oben korrigiert werden. Auch die tatsächlichen Gewinnzuwächse sind zum Teil sehr dynamisch. Dies gilt für die in europäischen Indizes zusammengefassten Aktiengesellschaften ebenso wie für amerikanische, wenngleich dort die Wirtschaftsdynamik derzeit abflacht. In Deutschland ziehen die Gewinne der Unternehmen erstmals seit Jahren wieder um mehr als 10 % an. Dies wären geeignete Voraussetzungen, um an den Aktienmärkten einen lediglich moderaten Zinsanstieg zu kompensieren. Interessant ist in diesem Zusammenhang eine historische Analyse des Brokerhauses J.P.Morgan, wonach in einem Umfeld ein- bis drei-prozentiger Inflation bei US-Aktien durchschnittlich die höchsten Kurs-Gewinn-Verhältnisse erreicht wurden. Demnach wären amerikanische Titel heute fair bewertet, dies umso mehr, wenn man die niedrigen Zinsen berücksichtigt. Denn während die Aktien dort heute eine Dividendenrendite abwerfen, die etwa gleichauf mit den Zinsen für 10jährige Staatsanleihen liegt, gaben sich Aktieninvestoren vor 35 Jahren mit einem Drittel der Staatsanleihenrendite zufrieden. In Europa liegen die Dividendenrenditen sogar über den Anleihenrenditen. Ein wenig beachteter Aspekt, der die derzeit hohe Attraktivität von Aktien unterstreicht.

Verlauf der Ergebnisschätzungen für die Unternehmen im Euro Stoxx 50 – Aktuelle Korrekturen weisen aufwärts.



Grafik 3

Quelle: Bloomberg Finance, Deutsche Bank

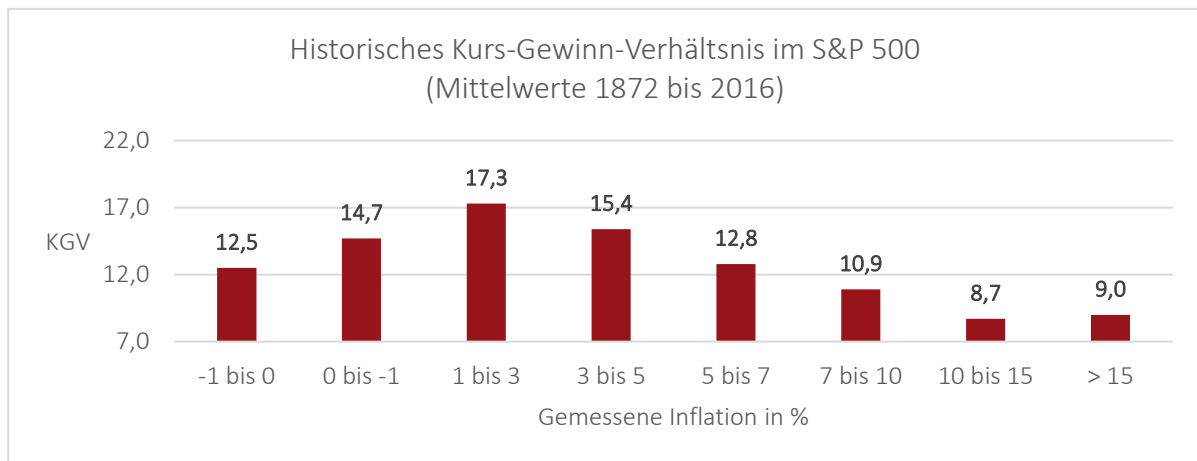
IN DER SUMME BLEIBEN DIE AMPELN AUF GRÜN

Die bis hierhin erörterten Aspekte berücksichtigend, finden wir uns überraschenderweise fast in einer für Kapitalmärkte "schönsten aller Welten" wieder. Diese ist folgendermaßen definiert:

Die schönste aller Welten

- Günstiges monetäres Umfeld (niedrige Zinsen, per Saldo expansive Notenbanken)
- Mäßiges Wirtschaftswachstum und steigende Unternehmensgewinne (weder Rezession noch Überhitzung)
- Unsichere Anleger (Sorgen, keine Überinvestitionen, keine Euphorie)

Höchste KGV's werden bei mäßiger Inflation bewilligt



Grafik 4

Quelle: J.P.Morgan Asset Management

Mögliche Investitionsquoten derzeit nicht ausgeschöpft, dennoch weiter optimistisch für Aktien.

Den letzten Punkt betreffend sind einige Abstriche zu machen, denn größere Verunsicherung lösen derzeit allenfalls die sattsam bekannten Akteure auf der politischen Weltbühne aus. Es spricht Bände, wenn der IWF sich genötigt sieht, wie ein Schiedsrichter anzumerken, "die Weltwirtschaft funktioniert viel besser im Sinne aller, wenn die politischen Führer in einem regelmäßigen Dialog stehen und im Rahmen vereinbarter Mechanismen daran arbeiten, Meinungsverschiedenheiten beizulegen". Die Kapitalmärkte hingegen hatten bis zum "Konjunkturversprecher" von Draghi bei äußerst geringer Volatilität zwischenzeitlich absolute Höchststände erreicht oder notieren in deren Nähe. Das vergrößert naturgemäß die Fallhöhe und die Wahrscheinlichkeit zwischenzeitlicher Rücksetzer. Aus diesem Grund schöpfen wir die Investitionsquoten in den von uns verwalteten Vermögen derzeit nicht aus. Gleichzeitig schrecken uns Höchstniveaus nicht, denn der langfristig Vermögen erhaltende Charakter von Aktieninvestitionen bedeutet systemimmanent, dass die Märkte immer wieder neue Höchststände herausbilden. Im Grundsatz halten wir die Märkte nicht für überbewertet und bleiben optimistisch für Aktien, erwarten allerdings aufgrund des mit dem "Wording" der Notenbanken verbundenen Verunsicherungspotentials zunehmende Nervosität. Diese kann Korrekturen auslösen, deren Zeitpunkt sich schlechterdings nicht timen lässt. Solche Phasen wären aus heutiger Sicht jedoch geeignet, die Investitionsquote in Aktien wieder zu erhöhen.

Bielefeld, 11. Juli 2017
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.