

CONCEPT

VERMÖGENSMANAGEMENT

Normalisierung des Ausnahmestands

Halbjahresbericht
Sommer 2015

NORMALISIERUNG DES AUSNAHMEZUSTANDS

"Copy & Paste" nennt man es im IT-Bereich, wenn Inhalte per "Copy"-Befehl in den Zwischenspeicher genommen und mittels "Paste" an anderer Stelle eingefügt werden. Oberflächlich betrachtet könnten wir es mit unserem Halbjahresbericht ähnlich halten und schlicht aus einem unserer vorangegangenen Berichte kopieren. Denn weiterhin überschwemmen die Zentralbanken die Kapitalmärkte mit Geld, halten die Zinsen niedrig und erlauben den Unternehmen die Ausweitung ihrer Margen auf im historischen Vergleich sehr hohe Niveaus. Im Ergebnis bleibt die Aktie weiterhin die Renditestütze eines gemischten Portfolios.

Unsere Empfehlung bleibt eine Übergewichtung in Aktien, bei gleichzeitiger Bremsbereitschaft.

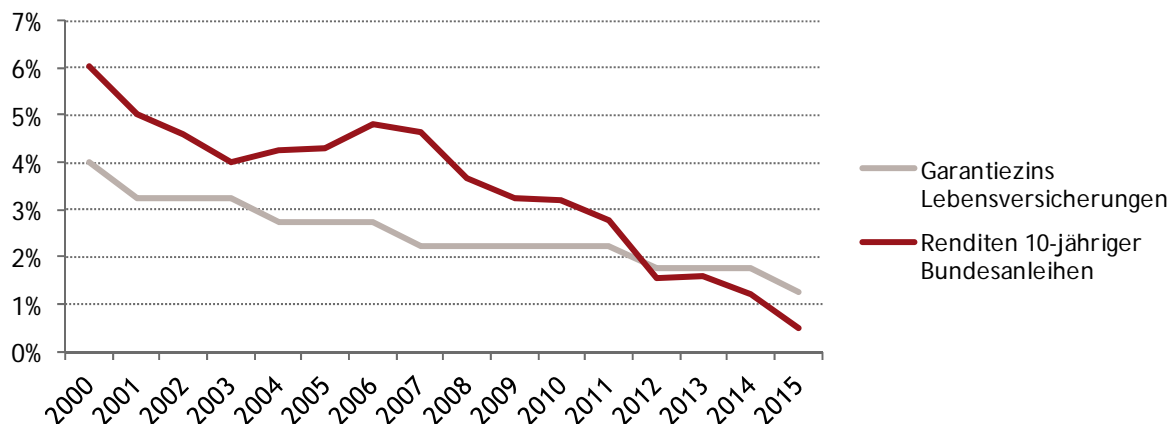
Mit jeder fällig werdenden Anleihe erhöht sich der Druck, die Vermögenszusammensetzung zu verändern.

Damit wäre das wesentliche Ergebnis unserer Analyse in gewohnter Weise vorangestellt, nämlich der Ankerpunkt in Bezug auf die Vermögensverteilung. In der Tat erwarten wir so bald keine Wende des Trends der sich weltweit weiter verstärkenden Investitionen in Aktien, aus dem einfachen Grund der mangelnden Alternativen. Dies als Ursache für die bisherigen und gleichzeitig als Argument für kommende Kursanstiege von Aktien auszumachen, ist jedoch alles andere als beruhigend. Wir müssen immerhin feststellen, dass die Märkte eine gewisse Höhe erreicht haben, von der aus der Fall lange dauern und der Aufprall schmerzlich sein kann. Der Satz von der vermeintlichen Alternativlosigkeit der Aktie wird das letzte Mal – und vermutlich am lautesten – gesagt werden, bevor der Trend dreht und in der Retrospektive deutlich wird, es hätte durchaus eine Alternative gegeben: Kasse bzw. ersatzweise kurz laufende Anleihen hoher Bonität.

Mit Blick auf das zweite Halbjahr halten wir eine Übergewichtung in Aktien zwar weiterhin für angemessen, nehmen aber schon einmal den Fuß vom Gas und stellen Bremsbereitschaft her.

Die seit Jahren manipulierten und zwischenzeitlich auf die Null-Linie gefallen Zinsen treiben die Asset-Manager von Versicherungen in die Verzweiflung, denn sie erreichen heute nicht mehr die versprochenen oder gar gesetzlich vorgeschriebenen Verzinsungen. Der deutsche Gesetzgeber beispielsweise ist in den letzten Jahren zwar regelmäßig der Entwicklung der Marktrendite gefolgt, indem er den Garantiezins für neu abgeschlossene Lebensversicherungen ausgehend von 4% im Jahr 2000 auf zuletzt 1,25% gesenkt hat. Jedoch liegt die heute am Markt erzielbare Rendite auf 10-jährige Bundesanleihen seit einem Jahr unter diesem Niveau (Grafik 1). Ein Dilemma, in dem auch Pensionskassen von Firmen stecken sowie Verbände, die Pensionszusagen zu erfüllen haben, welche sie mit verzinslichen Papieren am Markt nicht verdienen können. Mit jeder fällig werdenden und gegen Niedrigstrenditen zu prolongierenden Anleihe vergrößert sich die Schieflage und erhöht sich der Druck, die Vermögenszusammensetzung zu verändern. Ein nicht auf Deutschland beschränktes, sondern weltweit verbreitetes Phänomen. Um dem Anlagenotstand zu begegnen, sehen sich Asset-Manager rund um den Globus gezwungen, die Bandbreiten

Garantiezins für Lebensversicherungen in Deutschland vs. Rendite 10-jähriger Bundesanleihen



Grafik 1

Quelle: CONCEPT Research

US-Zinsanhebung sollte marginal bleiben.

Relativ störungsfreies Konjunkturbild.

ihrer Anlagerichtlinien auszuschöpfen und mehr Risiko zu nehmen. Auch unsere Kunden kennen die Diskussionen um die Anpassung ihrer Asset-Allocation an Marktgegebenheiten, die von extremer politischer Manipulation gekennzeichnet sind. Denn die Renditen für Staatsanleihen sind seit dem Ausbruch der Finanzkrise 2007 um die Hälfte gefallen und pendeln sich auf historischen Tiefstständen ein. Dies, obwohl die Staatsschulden der größten Industrienationen (USA, Deutschland und Japan) im Verhältnis zu ihrem Volkseinkommen zusammengenommen mittlerweile weitere 40% auf das seinerzeitige Niveau aufgesattelt haben. Ein Perpetuum Paradoxon, das nur durch die permanente Zuführung von frischem Notenbankgeld aufrecht erhalten werden kann und – unsere Prämisse – aufrecht erhalten wird. Augenblicklich fließen monatlich 127 Mrd. USD frisches Geld in die Weltmärkte und beschleunigen den Wettlauf um Rendite. Um es vorweg zu nehmen: Die angekündigte Zinsanhebung in den USA wird kommen, vermutlich im späteren Jahresverlauf. Sie wird widerwillig erfolgen und in niedrigster Verabreichung gegeben werden, lediglich um den Ankündigungen, die lange im Raum standen, schließlich auch eine Aktion folgen zu lassen. Auf dem damit erreichten Niveau dürfte der US-Leitzins nach unserer Erwartung dann wiederum lange Zeit verharren. Zu groß wäre das Risiko, die ohnehin schwach laufende Konjunktur zu gefährden und – bedeutsamer – die Staatsbudgets an einer sehr empfindlich gewordenen Stelle zu treffen, nämlich dem Zinsdienst für das erreichte hohe Schuldenniveau.

KONJUNKTUR

Zu unserem halbjährlichen Ausblick gehört üblicherweise die Erörterung wirtschaftlicher Rahmendaten. Die möchten wir nicht schuldig bleiben, sie aber zugunsten marktbezogener Betrachtungen, die wir für wesentlicher erachten, kurz halten und sozusagen lediglich nachrichtlich zur Kenntnis geben: Die Konjunkturen laufen weltweit zufriedenstellend, in Amerika aufgrund des starken US-Dollars etwas abgeschwächt, in Europa etwas besser und mit Schwerpunkt auf die nun durchatmende Peripherie (von Griechenland abgesehen). In Asien scheinen die

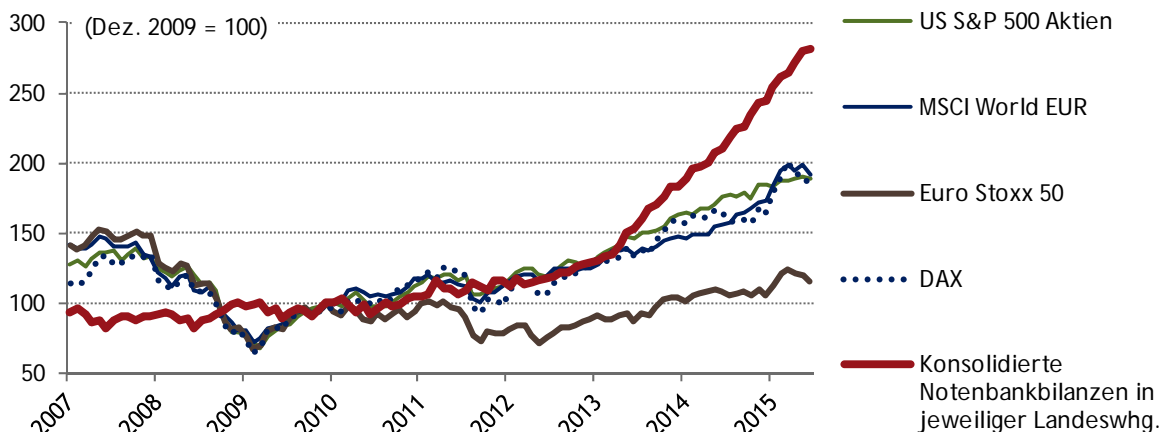
sehr hohen Wachstumsraten aufgrund des sich einstellenden Sättigungseffektes und der Abhängigkeit vom starken US-Dollar abzunehmen. Weltweit begünstigt das niedrige Zinsniveau in Verbindung mit dem schwachen Ölpreis die Wirtschaftsentwicklung und hält die Inflation niedrig; auch die Rohstoffpreise verharren auf recht komfortablem Niveau. Die Beschäftigtenzahlen steigen in vielen Regionen, ebenso die Vertrauensindikatoren. Griechenland wäre im Grunde eine Randepisode, hätte sie nicht das Potential, die Unumkehrbarkeit des Euro infrage zu stellen. Was immer dort geschieht, wird für viele Griechen wohl im persönlichen Desaster enden. Denn sollte es anlässlich einer irgendwann tickenden allerletzten Minute tatsächlich zu einer "Einigung" kommen (der EU-Gipfel vom 12.7. ist ja nur ein erster Schritt dorthin), wird die Wirtschaft im Sparzwang und an seinen Schulden ersticken. Mache Griechenland dagegen Pleite und schiede aus dem Euro aus, so würde sich der Exitus rascher einstellen. Das Land wäre wohl innerhalb kurzer Zeit zurückgeworfen auf eine binnenorientierte bäuerliche Kleinwirtschaft, aus der zu erwachsen lange dauern und nur mittels attraktivem Tourismus zu erreichen sein würde. Ein deutlich voluminöseres Ausmaß nimmt dagegen der Aktiencrash in China an, wo sich binnen drei Wochen mehr als das 10fache der jährlichen Wirtschaftsleistung Griechenlands in Form von Kursverlusten verflüchtigt hat. Bei genauerem Hinsehen bedient die Hysterie aber auch lediglich den Boulevard und ängstigt diejenigen Zocker, die noch zuletzt gutgläubig auf den Zug aufgesprungen sind. Denn der Markt hat lediglich die Performance der letzten 5 Monate zurückgenommen und reiht sich mit einem seit Jahresbeginn erreichten Plus von immer noch 8% seicht ein in die Reihe der Mitbewerber DAX mit 10% (Kursindex), S&P 500 mit minus 0,5%, und Nikkei mit plus 13% (Stand 11.7.2015).

Keine Ansteckungseffekte durch Griechenland oder China.

ANTRIEBSKRÄFTE

All dies erscheint jedoch lediglich als lärmende (und gelegentlich ablenkende) Kulisse um ein die Grundausrichtung vorgebendes Metrum in Gestalt der regelmäßig den Kapitalmärkten zufließenden Liquidität. Sie ist der Haupttreiber für das Investitionsverhalten der Marktteilnehmer an den Aktienmärkten (Grafik 2).

Der Verlauf prominenter Aktienindizes vor dem Hintergrund stetiger Liquiditätszufuhr



Grafik 2

Quelle: US Federal Reserve, EZB, Bank of Japan, CONCEPT Research

Die Liquidität ist der Haupttreiber für das Investitionsverhalten der Marktteilnehmer.

Zwei weitere wichtige Parameter sind hinreichendes – aber nicht kräftiges – Wirtschaftswachstum und ein fortgesetzt niedriger Zins. In diesem Umfeld genießen Aktien als Anlagevehikel mit dem größten Renditepotential zwangsläufig weiterhin höchste Aufmerksamkeit. Sie bleiben eine Konkurrenz für Anleihen, welche auf dem erreichten Renditeniveau nun auch nennenswertes Risiko aufgebaut haben. Denn im abgelaufenen Quartal konnten wir die Erfahrung machen, wie empfindlich auch der Anleihenmarkt bei Renditen um die Null-Linie auf Veränderungen der Erwartungshaltung reagiert. Im vorliegenden Fall genügte die Erkenntnis, dass die Deflationsgefahren gebannt zu sein scheinen und sich – wenn auch geringe – Inflationstendenzen ablesen lassen. Der Kommentar von Draghi, man müsse nun wohl auch am Rentenmarkt mit höherer Volatilität rechnen, besorgte genau dieses. Der Rentenmarkt eröffnet auf dem erreichten Niveau augenscheinlich mehr Risiken als Chancen. Ein Grund mehr, stattdessen gleich in Aktien zu investieren? – Wir glauben, eine zunehmende Anzahl der Marktteilnehmer wird sich mit dem Verweis auf vermeintliche Zwangsläufigkeit tatsächlich für den Risk-On-Modus entscheiden. Das ließe Aktienkurse weiter steigen; allein die Erwartung dieses Marktverhaltens tut dies bereits. Die oben genannten positiveren Rahmendaten legitimieren zudem augenscheinlich eine höhere Gewichtung von Aktien.

BLAUER BRIEF AUS BASEL

"Wegkommen vom schuldenfinanzierten Wachstumsmodell, das als Ersatz für Strukturreformen gedient hat!"

Währenddessen kommt die BIZ¹ in ihrem kürzlich erschienenen Jahresbericht 2015 zu sehr prägnanten Schlussfolgerungen, die zu denken geben. Angesichts des bereits über lange Zeit niedrigen Zinsniveaus, das nur äußerst schwach mit wirtschaftlichen Fortschritten korreliert, sei an der Angemessenheit der derzeitigen Geldpolitik zu zweifeln, so die BIZ. Vermutlich sind auch den Notenbankern diese Gedanken schon gekommen. Zu einer Umkehr hat es bisher vielleicht deshalb nicht gereicht, weil der mit der Fortsetzung bisher schon nicht erfolgreicher Maßnahmen verbundene Imageverlust wohl als geringer eingeschätzt wird, als das Eingestehen von Fehlern in der Vergangenheit. Jedenfalls empfiehlt die BIZ, wegzukommen vom schuldenfinanzierten Wachstumsmodell, das als politischer und gesellschaftlicher Ersatz für produktivitätssteigernde Struktur-reformen (aus)gedient habe. Es steht zu vermuten, dass die politischen Akteure all dies wissen. Sie wissen aber eben auch um die inzwischen aufgebaute Abhängigkeit des am billigen Geld wie an einem Tropf hängenden Wirtschaftssystems. Für den Moment gilt darum: Gefährdungspotential ist unverändert vorhanden und es wird zu wenig getan, um es zu reduzieren. Jedoch werden die Herausforderungen, vor denen die Politik eigentlich steht, übertüncht durch die niedrigen Finanzierungskosten, die günstigen Rohstoffpreise, Konjunkturpakete, Notenbankliquidität und – für Europa – den schwachen Euro sowie die wieder steigende Kreditvergabe.

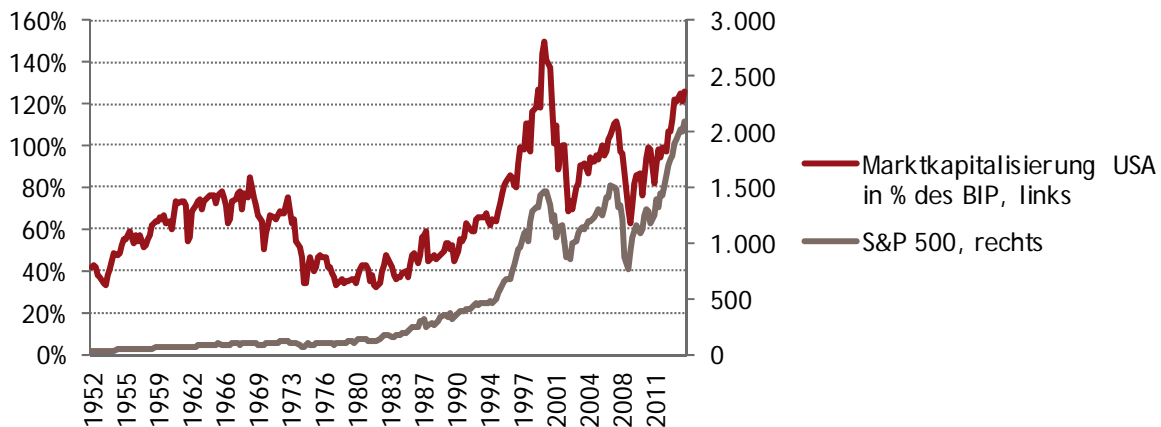
¹ BIZ: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich

PHYSIK DES AKTIENMARKTES

Die Weltaktienmärkte sind, gemessen an klassischen Bewertungsmaßstäben, mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von um 16 nicht günstig, aber auch nicht teuer. Bereinigt man die zweifellos gut gelaufenen Aktienindizes um die Inflation der letzten 15 Jahre, kann man sogar feststellen, dass US-Aktien erst kürzlich das Niveau aus dem Jahr 2000 wieder erreicht haben, wenngleich die Unternehmensgewinne das damalige Niveau um 45% und die Dividenden gar um 75% übersteigen (ebenfalls inflationsbereinigt)². In diesem Zusammenhang muss jedoch berücksichtigt werden, dass die Margen – gerade im tonangebenden amerikanischen Markt – aufgebläht sind durch niedrige Lohnquoten, Steueroptimierungsstrategien, günstigste Refinanzierungsbedingungen und immense Aktienrückkäufe. Bei genauerer Betrachtung geben denn auch einige Parameter durchaus Warnzeichen: Die Marktkapitalisierung in den USA erreicht inzwischen das 1,2fache des Bruttoinlandsprodukts, ein Wert, der bisher nur Ende der 90er Jahre getoppt wurde (Grafik 3). Auch das in den USA für Wertpapierkäufe aufgenommene Kreditvolumen überschreitet einen seit 1959 nicht gemessenen Spitzenwert von 3,3% des verfügbaren Einkommens. Amerikanische Aktien im S&P 500 werden aktuell mit dem 2,2fachen ihrer Umsätze bewertet, ebenfalls eine historische Bestmarke. Auch die Mergers- & Acquisitions-Aktivitäten haben hohe Niveaus erreicht, die zuletzt vor der Finanzkrise zu verzeichnen waren. Anzeichen, wir befänden uns in der neuerlichen Ausbildung einer Blase, sind also nicht von der Hand zu weisen und werden von uns nicht negiert.

Einige Parameter senden Warnsignale.

Bewertung des US-Aktienmarktes in % des Bruttoinlandsprodukts



Grafik 3

Quelle: US Bureau of Economic Analysis, US Federal Reserve, CONCEPT Research

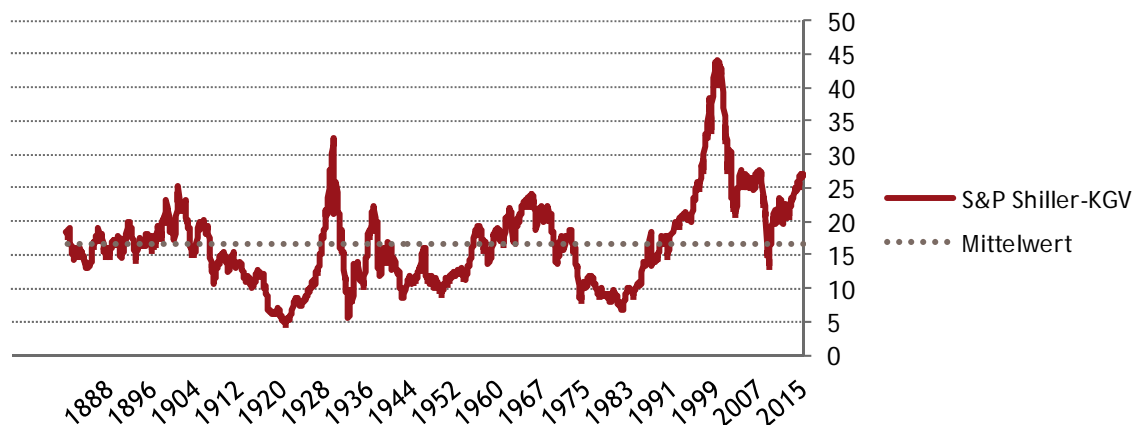
Jedoch: Der Blase an sich liegt das Wesen inne, lange – unter Umständen überraschend lange – zu wachsen, bevor schließlich am Kulminationspunkt die Luft mehr oder weniger heftig entweicht. Dies ist gut nachzuvollziehen am Shiller-KGV³. Die

² Quelle: LGT Capital

³ 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.

Kennzahl erreichte ihren augenblicklichen Wert von 27 für die USA zuletzt 2007. Überschritten wurde das heutige Niveau lediglich 1997 sowie Ende der 1920er Jahre. Nach 1997 verteuerten sich Aktien jedoch noch weitere drei Jahre, bevor das Maximum von 43 erreicht wurde und der Trend abrupt endete (Grafik 4). Physikalisch spielen bei Blasen zwei Parameter eine wesentliche

Shiller-KGV USA



Grafik 4

Quelle: Multipl.com

Rolle: nämlich der Druck zuströmender Luft einerseits, und der umgebende Atmosphärendruck andererseits. Beide wirken gegensätzlich; der Innendruck extrahiert die Blase, der Außendruck verhindert eine Ausdehnung bis zum Platzen. In unserem Beispiel wird der Innendruck durch die permanent steigende Nachfrage in Anlagenot befindlicher Investoren erhöht, während die umgebende Atmosphäre in Gestalt immer neu zufließenden Kapitals genügend Kompensation darstellt, um ein voluminöses Ausdehnen bis zum Platzen zu verhindern. Wir unterstellen, dass dieser Liquiditätszufluss – unterfüttert durch die hohen Bargeldbestände bei Unternehmen und Pensionskassen zum einen, wie auch durch die monatlichen Notenbankspenden von über 120 Mrd. USD zum anderen – anhält und die Preise weiter treiben wird. Insofern ist noch kein Platzen wegen plötzlich abfallenden Atmosphärendrucks (abnehmende Liquidität) in Sicht. Auch eine Dekompression durch das Einlassventil über eine etwa rückläufige Investorennachfrage lässt sich derzeit nicht herleiten. Bei dieser Betrachtung einigermaßen irrelevant erscheint im Übrigen der Konjunkturverlauf, solange die Daten nicht "zu gut" werden, die Zinsen auf niedrigem Niveau verharren und Liquidität somit billig und verfügbar bleibt.

DER AUSNAHMEZUSTAND – DIE NEUE NORMALITÄT

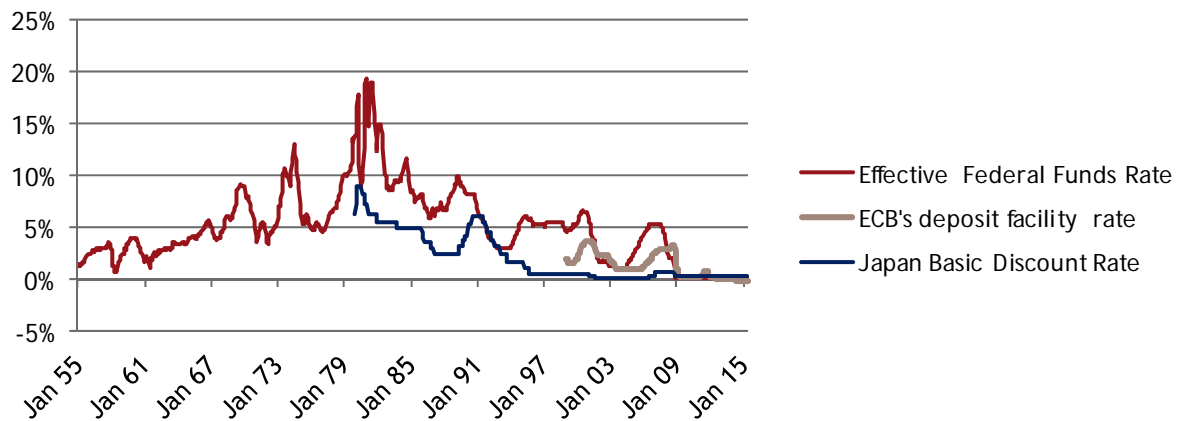
Nun ist das Zinsniveau weltweit augenblicklich so tief, wie im historischen Rückblick sehr selten und allenfalls in Kriegszeiten. Das verleiht unserer Blase extreme Widerstandskraft. Wenn wir oben auf die erkennbaren Warnzeichen hingewiesen haben, so relativieren sich diese noch vor dem Hintergrund niedriger bis negativer Zinsen, die für den Augenblick zur Normalität geworden sind. Da die Notenbanken diese Norm setzen, ist sie äußerst durchsetzungsstark. Kein anderer Marktteilnehmer

**Notenbanken diktieren die Normalität:
Niedrige Zinsen und permanenter Liquiditätszufluss.**

Zentralbanken werden lange stillhalten, bis sie steigende Zinsen zulassen.

verfügt über unbegrenzte Liquidität, die Notenbanken dagegen durchaus. Solange der politische Wille "whatever it takes" heißt, dürften aufkommende Gefahren mit der Notenpresse niedergewalzt werden (Grafik 5). Dabei spielt eine Rolle, dass die Unabhängigkeit der Zentralbanken längst geopfert wurde und sie inzwischen dem Primat der Politik gehorchen. Das gilt für Amerika, für Europa und in extremer Ausprägung für Japan. An diesem Punkt ist entscheidend, dass es für die Industriestaaten angesichts der hohen Verschuldung äußerst prekär würde, wenn die Zinsen stiegen. Der Zinsdienst könnte sich sehr schnell – wie in Griechenland – zum größten Ausgabenposten entwickeln. Insofern werden nach unserer Einschätzung die Notenbanken lange stillhalten, bis sie einen Anstieg der Zinsen zulassen. Das Konzept der finanziellen Repression beinhaltet nämlich vorangehend die Duldung höherer Teuerungsraten, um eine

Notenbank-Zinsen USA, Japan, EU



Grafik 5

Quelle: EZB, Bundesbank, Bank of Japan, CONCEPT Research
 Fed-Funds: Verzinsung unter Banken in den USA, ECB deposit facility rate: Lombardsatz Eurozone

Die eigentliche Blase hat sich in einem völlig überbewerteten Anleihenmarkt gebildet.

raschere Entschuldung über die Inflation zu erreichen. Dieses Szenario beginnt am Horizont schemenhaft Kontur anzunehmen; aber wir werden noch einiges an Wegstrecke zurücklegen, bis es Realität wird.

Befinden wir uns in einer Blase der Glückseligkeit? Augenscheinlich ja, gleichwohl beruhigt diese Analyse nicht unbedingt, solange man ein Teil ihrer ist. Die zunehmende Volatilität – am Aktien- wie am Anleihenmarkt gleichermaßen – zeigt deutlich, wie anfällig die Märkte gegenüber kleinsten Abweichungen vom perfekten Szenario geworden sind, welches jedoch auch sofort wieder gespielt wird, wenn die Störfaktoren weichen oder auch nur zu weichen scheinen. Die Kapitalmärkte haben eine gewisse Fallhöhe erreicht, die Spielraum für durchaus größere Korrekturen freisetzt, käme aus irgendeiner Richtung Ungemach. Und dies wird nicht die Richtung sein, auf die die meisten schauen, womit China und Griechenland als Krisenauslöser de facto bereits ausscheiden. Die eigentliche Blase hat sich in einem völlig überbewerteten, weil politisch gesteuerten, Anleihenmarkt gebildet. Hier wird seit der Finanzkrise unter den Schutzmechanismen des Ausnahmezustands operiert. Darum beobachten wir mit großer Aufmerksamkeit die deutlich geringer gewordene Markttiefe in

diesem Marktsegment, die in Verbindung mit der Angebotsverknappung durch die Notenbank-Käufe das Absorptionsvermögen gegen größere Verkäufe deutlich beeinträchtigt. Kritischen Blickes beobachten wir auch die Entwicklung der Inflation, deren womögliche Wiederkehr noch die wenigsten "auf dem Schirm" haben. Allein der Basiseffekt sich im Vorjahr deutlich ermäßigender Ölpreise, was sich so offenbar nicht fortsetzt, sorgt für eine höhere Empfindlichkeit dieser Kennziffer. Auch der Arbeitskostenindex in den USA zeigt mit einem in dieser Höhe zuletzt Anfang 2008 gesehenen Anstieg, dass Amerika auf Quasi-Vollbeschäftigung zusteuert und es schwierig sein dürfte, wie in der Vergangenheit die Lohnkosten gering zu halten. Eine stärker als bisher unterstellt steigende Inflationsrate könnte den Zins unerwartet stark steigen lassen und die Aufnahmefähigkeit des Rentenmarktes hart testen.

Aus vorgenannten Gründen bleiben wir investiert, setzen uns aber näher an den Ausgang. Nach unserer Einschätzung werden die Schwankungen an den Märkten weiter zunehmen und die Anforderungen an das Vermögensmanagement wachsen, was eine höhere Flexibilität und die fortwährende Überprüfung der eigenen Marktmeinung erfordert – auch dieser hier formulierten. Das wird unsere Herausforderung im zweiten Halbjahr dieses Jahres sein.

*Bielefeld, 14. Juli 2015
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.

