

CONCEPT

VERMÖGENSMANAGEMENT

Zins-Wende?

Jahresbericht

2015

ZINS-WENDE?

16.12.2008, New York - Nachdem die amerikanischen Zinsen im Zuge der Finanzkrise bereits dramatisch gefallen sind, senkt die US-Notenbank den Leitzins ein letztes Mal, und zwar auf eine Bandbreite zwischen 0,00 und 0,25 %. Dies geschah exakt sieben Jahre bevor nun, am 16.12.2015, die Zinsen zum ersten Mal wieder angehoben wurden. Wenn wir auch nicht erwarten können oder müssen, dass sieben äußerst mageren nun sieben fette Jahre folgen werden, so ergibt sich doch ein Wechsel, der zu näherem Hinsehen Veranlassung gibt.

*Weiterhin Aktien
übergewichten, aber hohe
Schwankungen einkalkulieren.*

Nach unserer Erwartung behält die Zins"wende" vorerst symbolischen Charakter. Aber die Wetterlage wird sich mit diesem kleinen Druckabfall im Zentrum des pekuniären Klimasystems ändern, dessen sind wir uns sicher. Der neue Richtungsimpuls der weltweit bedeutendsten Notenbank wird wohl wenig Einfluss auf die Realwirtschaft nehmen, vielmehr aber auf die Erwartungen der Marktteilnehmer, was letztlich für die Kapitalmärkte entscheidend ist.

Auch in diesem Jahr erwarten wir zwar den größten Performancebeitrag aus Aktien, gleichzeitig aber auch eine Ausweitung des ohnehin schon gedehnten Schwankungsbandes. Darum dürfte eine aktive Vermögensbewirtschaftung mit dem Mut zur zwischenzeitlichen Kassehaltung für ein erfolgreiches Anlagejahr 2016 ausschlaggebend sein.

Das Jahr 2015 war mit einigen Vorschusslorbeeren an den Start gegangen, von denen manche wieder kassiert werden mussten. Der IWF erwartete eine Zunahme von Welthandel und Welt-Bruttosozialprodukt um knapp 4 %; daraus wurden lediglich ca. 3 %. Den USA bläst der Gegenwind des starken Dollars ins Gesicht. Die Exporte sind rückläufig und können derzeit durch die noch verhaltene Binnennachfrage nicht kompensiert werden. Sowohl die Umsätze als auch – in geringerem Maße – die Gewinne der US-Unternehmen lagen im letzten Jahr unter den Vorjahresziffern. In Euro-Land beschleunigte sich die Konjunktur etwas rascher als vorausgesehen und der Aufschwung erscheint breiter angelegt.

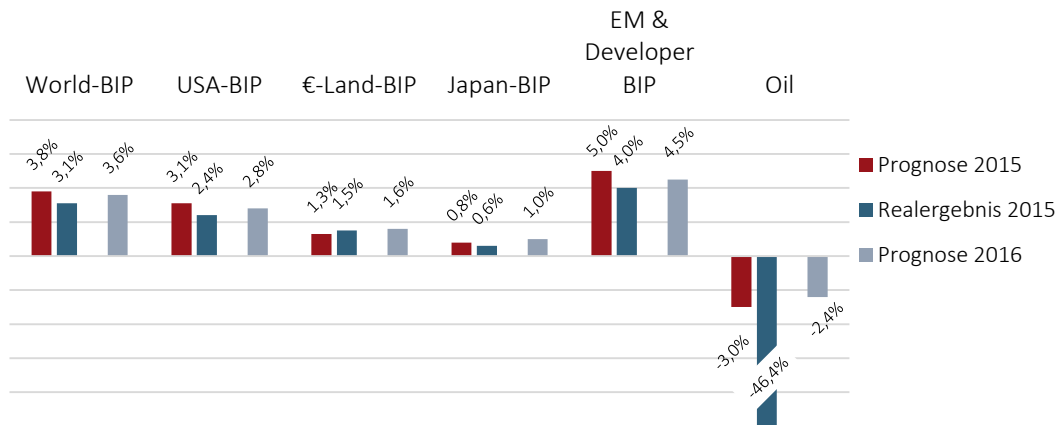
*Der Wachstums-Motor stottert,
die Schuldenkrise bleibt.*

China bleibt geprägt von Wachstumsverlangsamung. Das Bruttoinlandsprodukt ist in 2015 um knapp 7 % gewachsen, für 2016 werden 6 % geschätzt. Auch auf verminderter Basis bliebe China aber die am stärksten wachsende Region. Das japanische Experiment dagegen läuft weiterhin einem ungewissen Ausgang entgegen. Der Staat verschuldet sich mit wachsender Dynamik, dennoch entfaltet sich kein Wachstum. Trotz 8-Jahrestief des Yen gegenüber dem Dollar zieht auch der Export nicht an. Durch die Abwertung des Yen haben sich die Unternehmensgewinne seit 2012 zwar verdoppelt; gleichzeitig stagnieren aber die Investitionen.

Auch die internationale Schuldenkrise ist weiter existent: Seit 2010 sind die Schulden in allen wichtigen Industrieländern gestiegen, ausgenommen Island und Deutschland. Zum Teil ist dies erklärtes Ziel der Politik, so in Japan, China und – unter der Hand – in der europäischen Peripherie. Wie die OECD beklagt, sei der Reformeifer, wenn davon je die Rede sein konnte, längst wieder erlahmt. Die niedrigen Zinsen verlockten Verantwortliche in den Regierungen zu Geschenken an die Bevölkerung, was auch im Fall Deutschland kritisiert wird (Bsp. Rente mit 63). Während dagegen der Privatsektor in den meisten Ländern seine Verschuldung

mehr oder weniger deutlich zurückgeführt hat, scheinen sich die Staaten auf einer Tragfähigkeitsillusion auszuruhen und nicht wahrzunehmen, dass bei steigenden Zinsen der Schuldendienst sehr schnell eine erhebliche Belastung darstellen dürfte.

IWF-Konjunkturprognosen



Grafik 1

Quelle: IWF

Die konfuse Kommunikation der Notenbanken könnte das Vertrauen in ihre Handlungsfähigkeit schwächen.

FORWARD GUIDANCE?

Bemerkenswert war der im abgelaufenen Jahr zu registrierende Souveränitätsverlust der Notenbanken. Zunächst veranstalteten Chinas Regierung und Notenbank aus Sorge vor konjunktureller Abkühlung einige (geld)politische Experimente, bis in einem überraschenden Schritt im Juli die über Jahre als stabil gepriesene Währung um ca. 10 % abgewertet wurde. Die Fed-Gouverneure um Janet Yellen zeigten sich hinsichtlich der möglichen Auswirkungen auf die Weltwirtschaft derart verunsichert, dass die über Monate vorbereitete erste Zinserhöhung nach der Finanzkrise zur Überraschung der Marktteilnehmer zunächst ohne Vollzug blieb. Unterdessen wurde Mario Draghi, Chef der Europäischen Zentralbank (EZB) nicht müde, die Märkte auf eine Ausweitung seiner extrem lockeren Geldpolitik einzuschwören und kündigte einmal mehr den Einsatz aller verfügbaren Mittel zum Erreichen seines Inflationsziels an. Zum Verkündungstermin im Dezember wurde jedoch kaum eine der geweckten Erwartungen erfüllt. Forward Guidance, die einst versprochene abschätzbare Notenbankpolitik, sähe anders aus. Die konfuse Kommunikation der großen Notenbanken wäre geeignet, das Vertrauen in deren Durchblick und Handeln erodieren zu lassen, was wiederum kein gutes Vorzeichen für die Weltfinanzmärkte darstellte.

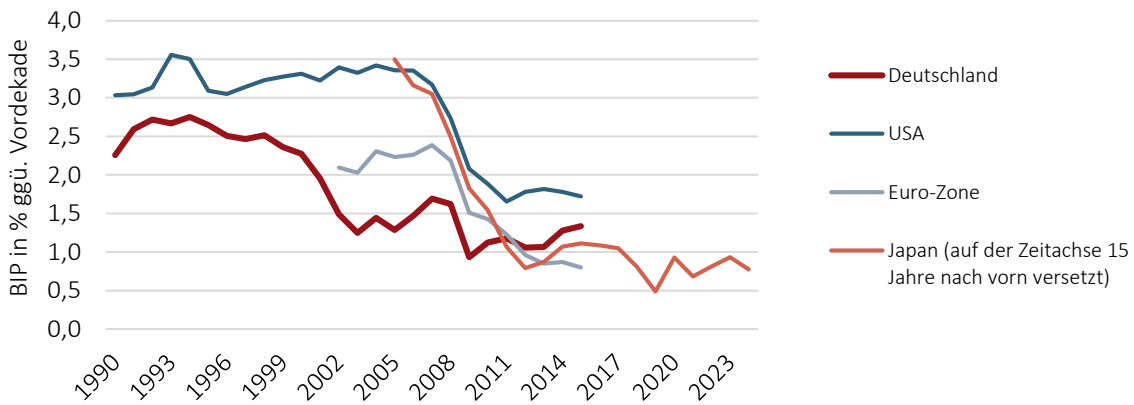
Die Zentralbanken stecken im bekannten Dilemma, eigentlich kaum noch etwas richtig machen zu können. Bei nüchterner Betrachtung will der Eindruck nicht weichen, sie hätten zwar in der Krise das Schlimmste verhindert, darüber hinaus aber keine konjunkturellen Stimuli entfalten können. Der Erholungszeitraum vom Ende der Krise bis zum Wiedererreichen des vormaligen wirtschaftlichen Outputs war in den USA und in Großbritannien mehr als doppelt so lang, wie nach vorangegangenen Krisen. In Euroland, auch in Deutschland, ist das Vorkrisenniveau auf inflationsbereinigter Basis bis heute nicht wieder erreicht.

**Das Risiko dauerhafter
Wachstumsabschwächung ist
real.**

GEFAHR SÄKULARER STAGNATION

Es erscheint eben nicht folgerichtig, zu erwarten, dass bei fallenden Zinsen die Investitions- und Konsum- bzw. Verschuldungsneigung automatisch steigt. Vielmehr sorgt der gedrückte Zinseszins dafür, dass mehr Kapital für die Altersvorsorge gebildet werden muss. In die gleiche Richtung wirkt, dass die verschärften Bankbilanzierungs-Richtlinien indirekt eine zwangsläufige Entschuldung des privaten Sektors auslösen. Beide vorgenannten Phänomene sorgen für einen vermehrten Entzug von sonst für den Konsum zur Verfügung stehendem Kapital. Die geringere Konsumneigung verursacht geringere Investitionen und – ceteris paribus – eine gegen Null tendierende Inflation, welche wiederum die Konsumneigung hemmt. All das ist bester Humus für die so genannte säkulare Stagnation, eine Phase langfristigen Stillstands. Gleichzeitig wird die Kapitalakkumulation im Finanzsektor gefördert, Investoren nehmen mehr Risiko, die Finanzmärkte blähen sich weiter auf. Ab einem bestimmten Zeitpunkt ist die Geldpolitik machtlos, dem entgegenzuwirken. Im Gegenteil verpufft jede Maßnahme oder verschlimmert die Symptome: Eine Fortsetzung der geldpolitischen Erleichterungen ist gleichbedeutend mit ins Feuer gegossenem Öl. Der Entzug dagegen, also eine Rückkehr zur normalen Geldpolitik, ist mit der akuten Gefahr verbunden, eine ohnehin strukturell anfällige Wirtschaft abzuwürgen.

Auf Japans Spuren? – Weltweit schleichende Wachstumsabschwächung



Grafik 2

Quelle: Federal Reserve Economic Data

**Die Zinsanhebung der US-
Notenbank war folgerichtig und
ohne Alternative.**

Bei den Verantwortlichen unterstellen wir das Bewusstsein, dass 'Entzug' die einzig mögliche Therapie darstellt. Ein "weiter so" ließe das Weltfinanzsystem zwangsläufig eines Tages kollabieren. Darum erachten wir die erste Zinsanhebung der US-Notenbank nach sieben Jahren als folgerichtig und in gewisser Weise als alternativlos. Mit der Mini-Zinswende wirbt das Fed um Vertrauen, signalisiert Bewusstsein für das Dilemma billigen Geldes und übernimmt Verantwortung für die Sicherung des Finanzsystems. Der Vorgang trägt durchaus altruistische Züge, denn eine größere Zinsdivergenz könnte den Dollar weiter gegenüber Euro und Yen aufwerten lassen und die bereits heute messbare Beeinträchtigung der heimischen Konjunktur verstärken. Jedoch hat das Fed bereits im Dezember 2013 begonnen, die Wirtschaftssubjekte sehr langsam an eine Normalisierung der Zinspolitik heranzuführen. Seitdem ist der Dollar

gegen den Euro bereits um 20 % gestiegen und die US-Wirtschaft war leistungsfähig genug, das zu verkraften.

ZINSPARADIGMA IM WANDEL

Allerdings wankt der Fixpunkt "dauerhaft" niedriger Zinsen, welcher den Börsen bei der Navigation in unkartierten Gewässern noch immer Hilfestellung gewesen ist. Es ist durchaus ungewiss, wie stabil das Weltfinanzgebäude wirklich steht, wenn die Geldflut abebbt und die Auftriebskraft der Liquidität entweicht. Denn das billige Geld hat die Risikobereitschaft im Markt erhöht und Finanzierungsmodelle ermöglicht, die sich bei höheren Zinsen nicht gerechnet hätten. Nicht zuletzt der niedrigen Zinsen wegen haben die Übernahmeaktivitäten weltweit heute ein absolutes Spitzenniveau erreicht und US-Unternehmen Rekordsummen in die Rückkäufe eigener Aktien investieren lassen.

*Die Zinswende war überfällig.
Der Schwenk zu wirklich
steigenden Zinsen wird äußerst
behutsam erfolgen.*

Es ist naturgemäß besonders schwierig, die Auswirkungen eines Paradigmenwechsels zutreffend zu interpretieren. Allein die Frage, ob er bereits stattfindet, lässt sich heute nicht eindeutig beantworten: Denn während in Amerika der Zins sacht gelupft wird, pumpen die japanische und die europäische Notenbank Monat für Monat 120 Mrd. USD in die Märkte und halten Geld billig. Welchen Einfluss Zinswenden auf die Kapitalmärkte haben, wird immer auch von zwei Fragen berührt: Wurden die Marktteilnehmer unerwartet getroffen? Wird der erste Schritt in Kürze weitere nach sich ziehen? Sicher war kaum eine Zinsanhebung besser legitimiert, als die letztjährige. Darum wurde sie erwartet und hat niemanden überrascht. Um sich ihrer Entscheidung ganz sicher zu sein, hat die Notenbank jedoch gewartet, bis der Spätindikator "Erwerbstätigenzahl" Vollbeschäftigung signalisierte. Die Marktteilnehmer dagegen hatten eine bevorstehende Zinsanhebung bereits weit vor ihrer Umsetzung antizipiert.

Hinter dem Dezemberschauspiel von Fed und EZB wiederum lässt sich international abgestimmte Notenbankpolitik vermuten, welche auch die vermeintliche Enttäuschung durch den EZB-Präsidenten Draghi in einem anderen Licht und als mit der Fed-Politik kongruent erscheinen lässt. Perspektivisch ist darum zu erwarten, dass der Schwenk zu wirklich steigenden Zinsen äußerst behutsam und auf der Zeitachse weit gespreizt erfolgen wird, wozu es auch mit Blick auf die hohen Staatsschulden und die damit verbundenen Zinskosten keine Alternative gibt. Geld bekommt also wieder einen Preis, aber er wird lange sehr niedrig bleiben.

FUNDAMENTALDATEN MÜSSEN ÜBERZEUGEN

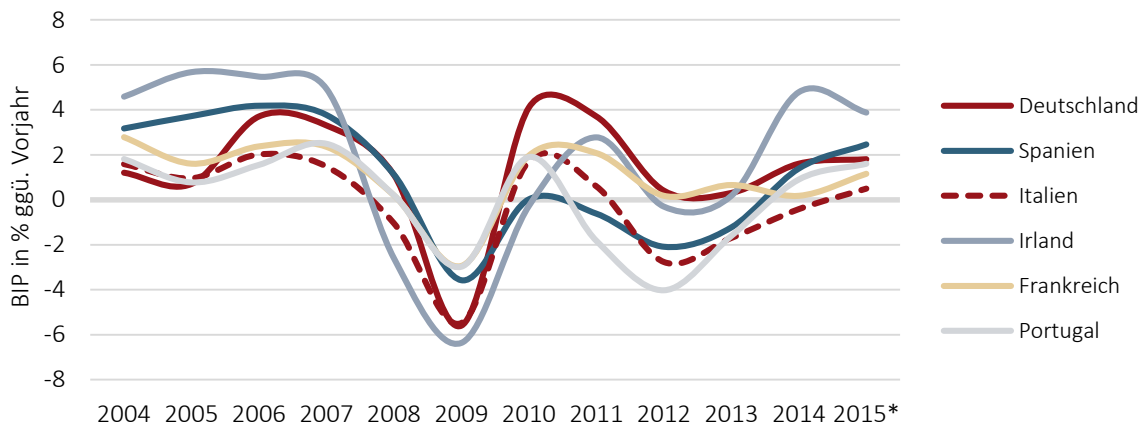
Für die Börsen bedeutet diese Perspektive eine Abkehr von der über die letzten Jahre kollektiv übernommenen Erfahrung, wonach schlechte Nachrichten für die Wirtschaft gleichzeitig immer auch gute Nachrichten für die Börse sind, weil sie die Erwartung weiteren Zustroms billigen Geldes rechtfertigen. Die US-Notenbank hat Glaubwürdigkeit zurückzugewinnen und wird dieses Missverständnis beim ersten Anlass klarstellen. Die Märkte werden sich wieder auf die Fundamentaldaten der Unternehmen besinnen (müssen) und andere, die Preisbildung verzerrende Einflüsse, werden an Bedeutung verlieren. Der nachhaltig zu erwartende Ertrag und seine Eintrittswahrscheinlichkeit bekommen mehr

Europa entwickelt noch wenig Schub aus günstigsten Antriebsbedingungen.

Gewicht und mit sich normalisierendem Zinsniveau geraten die Kapitalkosten wieder in den Blick. Wollen US-Unternehmen bei rückläufigen Margen trotzdem steigende Gewinne erzielen, so bedarf es weiteren Anschubs aus der Realwirtschaft, der die Umsatzschwäche des letzten Jahres umzukehren vermag. Dafür sind zaghafte Vorzeichen erkennbar: Die deutlich verbesserte Lage am Arbeitsmarkt und die wieder anziehende (Privat-)Kreditvergabe lassen einen Impuls von der Binnennachfrage erwarten. Ihr kommt bekanntermaßen in Amerika eine entscheidende konjunkturelle Bedeutung zu.

Während die amerikanische Wirtschaft bereits die Kurve gekriegt hat, rollt Europa noch immer mit halbem Gas auf sie zu. Ein Grund für die verminderte Geschwindigkeit liegt im nicht eben ausgeprägten Reformwillen etlicher Länder, den wir an dieser Stelle schon öfter bemängelt haben. Umso besser, dass Länder wie Irland und Spanien, die ernst gemacht haben mit den notwendigen Strukturreformen, weit oben auf dem Treppchen stehen. Währenddessen entwickeln Frankreich, Italien und, ja, auch Deutschland wenig Kraft. Mehr Anschub als historisch niedrige Zinsen, niedrige Energie- und Rohstoffpreise und einen günstigen Wechselkurs kann man sich jedoch kaum wünschen. Mit dieser Kraft im Rücken erscheint das letztjährige Wachstum in Euroland um 1,6 % als äußerst mager. Das berechtigt zur Sorge, was denn geschähe, ließe eine der genannten Komponenten in ihrer Wirkung nach. In jedem Fall ist

Eurozone: Aufschwung gewinnt an geografischer Breite



Grafik 3

Quelle: IWF

Japan bleibt ein wirtschaftspolitisches Experimentierfeld.

positiv zu gewichten, dass der Aufschwung an Breite gewinnt und nahezu alle Länder in Europa erfasst hat. Auch die Kreditvergabe hat deutlich angezogen und die Stimmungsindikatoren drehen in den positiven Bereich. In der Summe gehen wir davon aus, dass die Impulse aus sich belebender Binnennachfrage, günstigen Finanzierungs- und Handelsbedingungen und sich zaghaft verbessernder Strukturpolitik auch in 2016 tragen werden.

Japan bleibt aus unserer Sicht ein wirtschaftspolitisches Experimentierfeld und mahnendes Beispiel für andere Industriestaaten. Dort wird deutlich, wie sehr ein Land durch Alterung beeinträchtigt wird. Seit 22 Jahren gibt Japan mehr aus, als es einnimmt, weil der Haushalt unter den wachsenden Rentenlasten ächzt. Das Haushaltsdefizit liegt seit der

Rohstoffpreise sollten Boden finden.

Finanzkrise im Mittel bei 8 %. Solange die Notenbank die Staatsschulden kauft und der schwache Yen die Unternehmen begünstigt, hat die Börse wenig zu befürchten. Ob der Impuls allerdings ausreicht, die Wirtschaft tatsächlich zu beschleunigen, bleibt fraglich. Ein Nachhaltigkeitspreis ist mit der gewählten Strategie jedenfalls nicht zu gewinnen.

Eine größere Bedeutung für die Weltwirtschaft als den Zinsen wird auch im kommenden Jahr der Rohstoffpreisentwicklung beizumessen sein. Die weltweit verhaltene Investitionsgüternachfrage und das nachlassende Wachstum im Rohstoffverbrauch Chinas stellen weiterhin preislimitierende Faktoren dar. Zusätzlicher Druck auf die Energiepreise wird durch den Versuch der OPEC-Staaten ausgeübt, neue Technologien wie Fracking und das Verwerten von ölhaltigem Schiefer nicht rentabel werden zu lassen. Jedoch haben diese Einflüsse erfahrungsgemäß kürzere Auswirkungen. Über lange Zeiträume ist dagegen die enge Koppelung der Rohstoffpreise an den USD zu beobachten, denn sie werden überwiegend in dieser Währung gehandelt. Ein festerer Dollar übt dabei regelmäßig Druck auf die Rohstoffpreise aus, während ein schwächerer Dollar Spielraum für Preissteigerungen gibt. Wir messen der Dollarentwicklung auch weiterhin den größeren Einfluss auf die Rohstoffpreise bei und erwarten, dass sich die Abwärtsbewegung nun in Bodennähe befindet.

Reife Märkte implizieren Risiken ...

CHANCEN UND RISIKEN – EINERSEITS UND ANDERERSEITS

Der Aufschwung nach der Finanzkrise geht ins achte Jahr und hat eine gewisse Reife erreicht. Damit steigt naturgemäß das Risiko rezessiver Tendenzen. Die Erörterung der die Märkte berührenden Risiken soll darum hier etwas breiteren Raum einnehmen. Wenn wir dabei oft auf Amerika reflektieren, so ist das dem Umstand geschuldet, dass die Gravitation dieses mit Abstand weltgrößten Kapitalmarkts ihn unverändert zum Orientierungspunkt für die Weltmärkte macht.

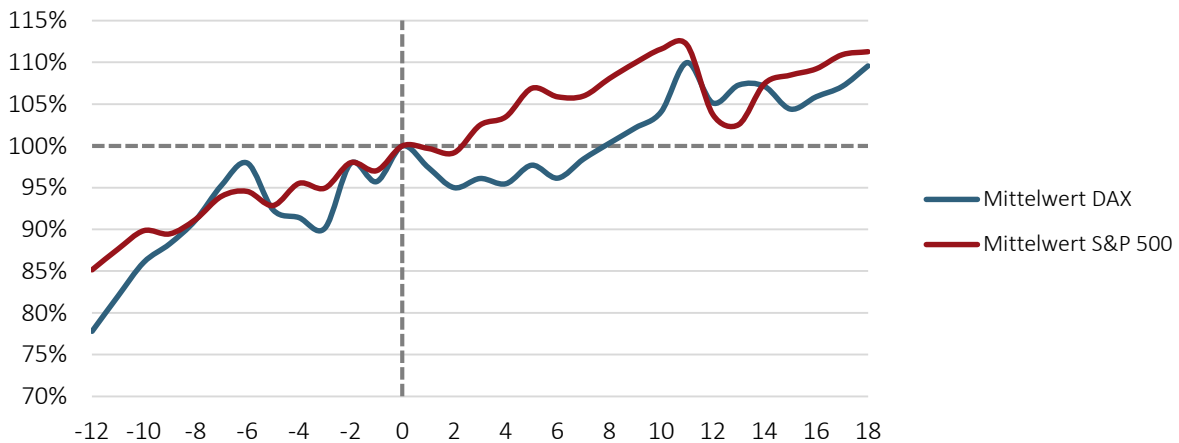
Aktienrückkäufe und M&A-Geschäfte werden weniger attraktiv.

- In der Spätphase des Zyklus angekommen, hat Amerika zuletzt bereits Bremsspuren bei Umsätzen wie auch bei Gewinnen gesehen. Der Aktienmarkt notiert deutlich über den Vorkrisen-Hochs und konnte im vergangenen Jahr nicht weiter zulegen. Nur dank der Kraft weniger Zugpferde wie Amazon und Google sowie durch Aktienrückkäufe der Unternehmen konnte die Börse auf Niveau gehalten werden. Zusammen mit den Rückkäufen eigener Aktien und Dividenden geben die US-Unternehmen derzeit 25 % mehr aus, als sie jährlich einnehmen. Die Hälfte der Unternehmen finanziert dies mit billigen Krediten. Ein Modell, das bei steigenden Kapitalkosten nicht durchzuhalten wäre. – Andererseits lässt sich allein daraus eine Korrektur noch nicht zwangsläufig ableiten. So war diese Divergenz zwischen 1995 und 2002 prozentual deutlich höher und hielt sich sieben Jahre lang, obwohl die Zinsen sich in dieser Zeit verdoppelten.
- In Europa kommt ein so zu bezeichnender Wirtschaftsaufschwung gerade erst an. Darum weisen die europäischen Börsen derzeit vergleichsweise attraktive Bewertungsrelationen auf. Jedoch stellt sich die Frage, wie viel Potential sich wird entfalten können, falls in Amerika der Aufschwung zum Erliegen kommt und gleichzeitig die Gewinnerwartungen deutlich reduziert werden müssen. – Andererseits hat die Analystenzunft genau diese Revision ihrer Gewinn-schätzungen bereits vorgenommen. Im Durchschnitt und über alle

Restrisiko schneller als erwartet steigender Zinsen.

- Industrieländer hinweg lagen die zuletzt für 2016 vorgenommenen Korrekturen bei minus 4 %. Die Prognose eines dennoch erreichbaren Zuwachses der Unternehmenserträge um 8 % geschieht insofern bereits auf nach unten berichtiger Basis.
- Einerseits könnte sich die Annahme "Die Zinsen bleiben lange niedrig" retrospektiv als Wunschgebäude herausstellen. Denn wenn in den USA aufgrund besserer Beschäftigung nicht nur der Konsum anzöge, sondern wegen Vollbeschäftigung auch die Lohnkosten deutlich zulegten, könnte das wider Erwarten einen Inflationsimpuls auslösen und die Notenbank veranlassen, die Zinsen doch schneller und stärker anzuheben. Dies würde aufgrund der steigenden Opportunitätskosten die Anlageklasse Aktien benachteiligen. – Andererseits wäre bei diesem Szenario wohl eine Aufwärtskorrektur der Konjunkturprognose vorzunehmen, ebenso der Umsätze und schließlich der Gewinne. So haben verbesserte Wirtschaftserwartungen in den letzten vier Phasen, in denen Zinsabschwünge endeten, keineswegs zu Korrekturen am Aktienmarkt geführt. Im Gegenteil: Im Schnitt sind die Aktienbörsen noch etwa ein Jahr lang weitergelaufen.

S&P 500 und DAX in vier Phasen von Zinswenden – Je 12 Monate vor und 18 Monate nach Zinsanhebung des Fed



Grafik 4

Quelle: CONCEPT Research

Korrelation zwischen US-Zins und US-Dollar ist nicht zwangsläufig.

- Zinspolitik übt naturgemäß einen bedeutenden Einfluss auf Währungen aus. Aufgrund der Erwartung weiter steigender Zinsen in den USA erschiene einerseits eine fortgesetzte Aufwärtsbewegung des US-Dollars durchaus folgerichtig. Zutreffendenfalls könnte sich dies für Amerika (Wettbewerbsfähigkeit, Margen) wie auch für die Emerging Markets (Bedienung ihrer USD-Schulden, Ratingabstufungen) äußerst negativ auswirken, was das Zeug hätte, eine globale Rezession zu initiieren. – Andererseits ist die Schlussfolgerung steigenden Dollars bei steigenden US-Zinsen überhaupt nicht zwangsläufig. In zurückliegenden Phasen, in denen die US-Notenbank im Alleingang die Zinsen anhub (so 1994 und 2004), hatte die Währung dies lange vorher zu antizipieren begonnen und tendierte anschließend zur Schwäche. Insofern könnte sich für den US-Markt aus dieser Richtung sogar Rückenwind und für die Schwellenländer Entspannung ergeben.

Nicht die chinesische Wirtschaft ist das Risiko, sondern die Unberechenbarkeit der chinesischen Politik.

Europas Strukturprobleme sind Risiko und Chance zugleich.

- Die Schwellenländer insbesondere in Lateinamerika, aber auch Russland, werden in vielen Prognosen als Wackelkandidaten gehandelt und schwarze Schwäne wurden dort gesichtet. Tatsächlich leiden viele Länder unter dem sich mit dem Dollar verteuernenden Zinsdienst auf ihre USD-Kredite und unter der Einnahmenerosion wegen der fallenden Rohstoffpreise. – Andererseits unterhalten die Schwellenländer heute deutlich größere Währungsreserven, als noch während der letzten Krise in den späten 1990ern. Dies eröffnet Handlungsmöglichkeiten, um Zahlungsschwierigkeiten abzufedern und die Kreditwürdigkeit zu erhalten. Zudem beinhalten die niedrigeren Währungsrelationen durchaus Exportchancen. Insofern könnte sich die vielerorts anzutreffende Beurteilung der Schwellenländer im Nachhinein als zu pessimistisch herausstellen.
- Zur Sorge veranlasst derzeit China, die Region mit der größten Wirtschaftsdynamik. Der Wandel von einseitig auf den Export ausgerichteter Wirtschaftsaktivität hin zu mehr Binnenorientierung und der Rückbau kapitalintensiver Industriezweige zugunsten von Dienstleistungsbranchen schwächt die Investitionsgüternachfrage. Dies kann nicht durch das Wachstum privatwirtschaftlicher Binnennachfrage kompensiert werden, zumal die Erwerbsbevölkerung sinkt. Das Wachstum dürfte sich darum perspektivisch unter 6 % entwickeln. All das wäre aber "in den Karten" und insofern keine Überraschung. Unkalkulierbar sind die Lenkungsversuche der Regierung und der Notenbank, die immer öfter Zweifel an der Fähigkeit der Politik wecken, das große Land zentralistisch zu dirigieren. Der Versuch, den Yuan nicht weiter abwerten zu lassen, hat eine weitere Front eröffnet, welche die Devisenreserven des Landes abschmelzen lässt. Die Märkte stehen vor der Frage, wie lange China sich seine Währung diesen Preis kosten lassen wird. Eine vollständige Freigabe der Währung wäre eine beunruhigende Option, die kurzfristig noch weitere Schrecksekunden verursachen kann. – Andererseits bleibt China auch auf verminderter Basis die am stärksten wachsende Region. Die Wirtschaftsleistung wächst jährlich um gut 1.000 Mrd. USD. Das ist mehr, als Dänemark und die Schweiz zusammen genommen überhaupt erwirtschaften. China wird ein auch für westliche Produkte und Dienstleistungen nachfragestarker Markt bleiben und sich marktwirtschaftlich öffnen.
- Europa bleibt weiter mit dem Problem ungelöster Sachfragen rund um die Schuldenkrise konfrontiert. Wo sich Einsicht durchsetzt und Handeln zur Konsequenz hat, quittiert der Wähler dies mit Abwahl der Reformen. Spanien steht nun vor einer komplizierten Regierungsbildung. In Frankreich gewinnen die extremen Parteien deutlich an Terrain. Ganz Griechenland scheint eine Protestpartei und im Falle Englands ist die Möglichkeit eines Austritts aus der Europäischen Union ein durchaus reales Risiko. – Andererseits kann eine sich bessernde Konjunktur mehr Spielraum für die letztendlich unabdingbare Durchsetzung von Reformen und Konsolidierungen eröffnen. Sichtbare Erfolge wie in Portugal und Irland mögen die Bereitschaft dafür erhöhen. Dies gilt auch vor dem Hintergrund der zusätzlichen Herausforderung, welche die Integration von Millionen von Flüchtlingen für Europa bedeutet.

Nie waren die Schulden so hoch und die Zinsen so niedrig wie heute.

Die Radikalisierung islamischer Ethnien stellt die größte Herausforderung für die Weltgemeinschaft dar.

Die Märkte kennen die Risiken; von Euphorie keine Spur.

Der größte Renditebeitrag ist weiterhin von Aktien zu erwarten. Im Jahresverlauf dürften die Schwankungen Kaufgelegenheiten bieten.

- Nicht zuletzt der Widerspruch zwischen dem labilen Weltfinanzsystem ohne Handlungsspielraum und dennoch gesteigener Risikotoleranz der Märkte drängt eigentlich nach Auflösung. Nie waren die Schulden so hoch und die Zinsen so niedrig wie heute. – Gleichwohl können die Kapitalmärkte, wie von einem Schwungrad getrieben, solche Divergenzen länger "aushalten", als wir vermuten. Denn würde jede Divergenz vom Markt sofort richtig bewertet, so gäbe es sie nicht, mithin auch keine Risiken, aber auch keine Chancen.
- Hinzu kommen existentielle Risiken, die keine Alternativszenarien greifbar scheinen lassen. So die nicht beendete Krise in der Ukraine, der unbewältigte Konflikt zwischen Israel und Palästina, das neuerliche Säbelrasseln im syrisch-türkischen Luftraum. Über allem das kaum auflösbare Knäuel um die miteinander verwobenen Interessen, welche sich mit der Radikalisierung islamischer Ethnien im asiatisch-afrikanischen Raum verbinden. Sie stellt die wohl größte Herausforderung für die Weltgemeinschaft dar und ihrer Bewältigung bedarf es Denkanstößen, die noch als tabuisiert gelten. Bisher erhöht sich noch immer das weltweite Konfliktpotential, dessen "Nebenwirkung" der gegen Jeden gerichtete Terror ist. Die Erfahrung mit den Anschlägen in New York 2001, Madrid '04, London '05 und zuletzt Paris hat gezeigt, dass selbst diese schrecklichen Ereignisse bislang jeweils nur kurzzeitige Schocks ausgelöst, nicht aber die grundlegenden Wirtschaftstrends beeinflusst haben. Es ist nicht absehbar, wie sich das Verhalten der Wirtschaftssubjekte veränderte, würden sich Anschläge häufen und an Regelmäßigkeit zunehmen.

EMPFEHLUNG

Es gibt an den Kapitalmärkten keine errechenbare Zukunft. Uns bleibt nur die Möglichkeit, nach eingehender Analyse wahrscheinliche Entwicklungen abzuschätzen, gegen die Erwartungen anderer Marktteilnehmer abzugleichen, eine geeignete Handlungsempfehlung zu formulieren und diese dann diszipliniert, gleichzeitig aber flexibel auf Veränderungen reagierend, umzusetzen. Die Risiken haben in der Summe zugenommen, was die Formulierungen unserer Erwartungen nicht erleichtert. Aber wir können beobachten, dass auch andere Marktteilnehmer die Risiken benennen und sich mit ihnen auseinandersetzen. Eine die Gefahren ignorierende Euphorie ist nicht auszumachen; die Mauer der Sorgen vor größeren Rückschlägen steht. Sich gegen sie zu immunisieren, ist nur unter Aufgabe aller Renditechancen möglich und insofern für die langfristige Vermögenssteuerung keine angemessene Option.

Wir halten es aufgrund der dargestellten Einschätzungen für sehr wahrscheinlich, dass auch in 2016 der größte Renditebeitrag durch die Anlage in Aktien beigesteuert wird. Jedoch mag die Schwankungsintensität der Aktienmärkte ein Ausmaß annehmen, welches Investoren davon abhält, das Auf und Ab der Kurse in vollem Umfang erdulden zu wollen. Kontoguthaben bietet keinen Zins; dennoch empfehlen wir, auch Liquidität als wichtige strategische Ressource einzusetzen.

Wir rechnen mit sich bietenden Kaufgelegenheiten im Jahresverlauf und erachten aus regionaler Perspektive das Nachholpotential im Euroraum noch immer als attraktiv. Im Hinblick auf die USA raten wir eher zur Reduktion, da der Konjunktur- und Gewinnzyklus weit fortgeschritten zu

Im Falle der Kumulation von Einzelrisiken bewährt sich Gold.

sein scheint. Sofern die Energie- und Rohstoffpreise Boden finden, wovon wir ausgehen, halten wir Anlagen in diesem Bereich auf der erreichten, stark ermäßigten Basis für interessant. Schwellenländer werden aktuell eher gemieden und sind deshalb günstig bewertet. Insofern besteht die Chance, für das durchaus höhere Risiko angemessen entgolten zu werden. Das Anleihensegment betreffend sehen wir weiterhin Anlagemöglichkeiten in europäischen Unternehmensanleihen guter Adressen. Bei dieser Gelegenheit seien Wandelanleihen als Beimischung zu Aktieninvestments benannt, da deren asymmetrisches Risikoprofil einen Teil größerer Rückschläge abzufedern vermag.

Die uns umgebenden Risiken sind vielfältig, was die Eintrittswahrscheinlichkeit einzelner Szenarien erhöht. Nach unserer Einschätzung wird dies zwar von den Märkten durchaus berücksichtigt, die Gefahr einer Kumulation mehrerer Einzelrisiken dagegen nicht. Auch dies begründet unsere vorsichtigeren Haltung bei Aktien und lässt uns weiterhin dazu raten, einen nominell konstanten Teil des Anlagevolumens in Edelmetallen zu belassen. Denn aller Erfahrung nach spiegelt sich der Eintritt von Extremereignissen in steigenden Edelmetallnotierungen wider.

*Bielefeld, 13. Januar 2016
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.