

CONCEPT

VERMÖGENSMANAGEMENT

Paradigmenwechsel

Halbjahresbericht 2018

PARADIGMENWECHSEL

Selten hatte die Einschätzung, man lebe in bewegten Zeiten, so viel Realbezug wie heute. Während wirtschaftlich eigentlich vieles in guter Ordnung scheint, bricht auf dem politischen Parkett der Sturm los. Traditionelle, die Welt über Jahrzehnte prägende Allianzen werden ohne Not geopfert und Bündnisse, die bis heute unter ihrem Geburtstrauma leiden, entblößen Narben, die akut wieder aufzubrechen drohen. Ein destruktiver Wille zur Auseinandersetzung droht sich wie Mehltau über die Weltwirtschaft zu legen. Die Zukunft ist ungewiss. Selten wird uns das so bewusst, wie jetzt.

Der unsere Ausarbeitungen kennende Schnell-Leser ist an dieser Stelle ein vorgezogenes Fazit gewohnt. Darum hier knapp, aber bestimmt: Wir sehen Renditechancen in Teilbereichen. Diesen stehen durchaus gewichtige globale Risiken gegenüber. Wir erkennen derzeit nicht, dass die Marktteilnehmer das Gefährdungspotential hinreichend berücksichtigen.

DAS WACHSTUM ALLENTHALBEN ...

Das Weltwirtschaftswachstum liegt global nahe den langfristigen Durchschnittswerten, wie sie vor der Finanzkrise gemessen wurden und die Prognostiker setzen ihre Erwartungen weiter herauf. Die OECD schätzt das globale Wachstum für das laufende Jahr mit 3,8 % und für 2019 sogar mit 3,9 %. Das Welthandelsvolumen soll in diesem Jahr mit 4,7 % und im nächsten mit 4,5 % wachsen. Zunehmend ist der private Sektor die treibende Kraft des Wachstums. Die noch unterdurchschnittliche Kapazitätsauslastung macht weitere Zuwächse möglich, die Inflation zieht leicht an, bleibt aber derzeit gering, ebenso die Zinsen. Die Arbeitslosigkeit geht weltweit zurück und ist teilweise so niedrig wie seit Jahrzehnten nicht. Auch im Euroraum erreicht sie mit 8,4 % den niedrigsten Wert seit zehn Jahren. Die Umsätze, Margen und Gewinne der Unternehmen sind noch einmal angestiegen. Bislang ging darum die zurückliegend formulierte Erwartung von den Zinsanstieg überkompensierenden Gewinnzuwächsen in Erfüllung.

Damit ist beschrieben, was gegenwärtig sichtbar ist und die Kurse an den Aktienbörsen stützt. An der Börse wird jedoch die Zukunft gehandelt, so sagt man, und uns stellt sich die Frage, ob die der Zukunft innewohnende Ungewissheitskomponente derzeit hinreichend berücksichtigt wird. Die zurückliegende und lange Phase niedriger Zinsen und der bislang zweitlängste Aufschwung mit regelmäßigen Zuwächsen an Margen, Gewinnen, Dividenden und Kursen mögen die "Märkte" in gewisser Weise sediert haben. Bekanntermaßen sind Prognosen besonders schwierig, wenn sie die Zukunft betreffen. In Ermangelung hinreichender Gewissheit über bevorstehende Veränderungen von Wirkmechanismen neigen wir Menschen beim Versuch, die Zukunft zu erfassen, intuitiv dazu, die Standardmethode der Extrapolation anzuwenden. Demnach gleicht die Zukunft der Gegenwart; vielleicht ist sie ein bisschen größer, vielleicht ein bisschen kleiner. Eine mit hoher Eintrittswahrscheinlichkeit versehene Annahme, weshalb man wenig falsch macht, wenn man auf sie zurückgreift. Dagegen erscheint eine von der Standardabweichung weit entfernte Zukunftsvermutung riskant. Auch die Prognosen von Wirtschaftsforschern und Aktienanalysten unterliegen dem Prinzip der Extrapolation. Darum hat nahezu niemand die Immobilien- und die

*Die aktuellen Rahmendaten
erscheinen gut ...*

*... aber an der Börse wird die
Zukunft gehandelt.*

Die Märkte haben günstige Szenarien vorweggenommen.

Kleinere Überraschungen könnten größere Wirkungen entfalten.

Staatsschuldenkrise vorausgesehen, die wenig später das Weltfinanzsystem an den Rand des Kollaps' drängen sollte, kein Wirtschaftsforschungsinstitut jedenfalls. Das Wesen von Prognosen ist augenscheinlich, dass sie regelmäßig korrigiert werden müssen, was lediglich eine Umschreibung der Feststellung ist, dass sie sich häufig als falsch erweisen. Es empfiehlt sich darum, auch bei scheinbar besten Rahmenbedingungen wachsam zu bleiben.

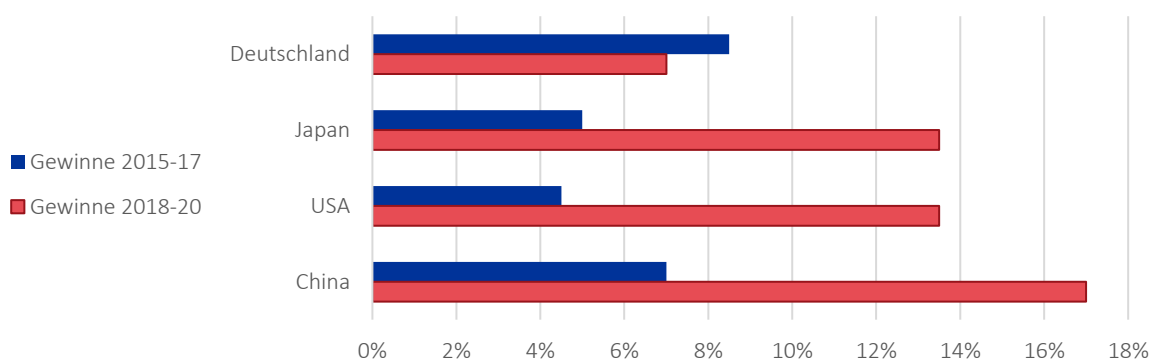
... VERFÜHRT ZUR SORGLOSIGKEIT

Wir sind nicht überzeugt, dass dies an den Märkten derzeit geschieht, denn die Börsen spiegeln bislang eine sehr günstige Zukunftsprognose wider und blenden Risiken entweder aus oder belegen sie zumindest mit einem geringen Wahrscheinlichkeitsfaktor. Wenn wir die für uns erfassbaren und denkbaren Variablen anschauen, finden wir derzeit kaum Alternativszenarien, die eine bessere Prognose erlauben, als die von den Märkten bereits eingepreiste. So wäre eine Beilegung des Handelsstreits eine positive Überraschung. Das halten wir aber für sehr unwahrscheinlich. Andererseits könnten schon kleinere negative Schocks durch unerwartete Ereignisse eine stärkere Wirkung entfalten, weil sie in einem Umfeld geringeren Unsicherheitsempfindens passierten.

Die relative Sorglosigkeit lässt sich beispielsweise ablesen an den steigenden Marktvolumina für Kapitalnehmer mäßiger bis schlechter Qualität¹ und an der Tendenz, von diesen Kapitalnehmern immer geringere Risikoaufschläge für ihre mäßig besicherten Anleihen zu verlangen. Sie ist ablesbar an den hohen Erwartungen fortgesetzt stark steigender Margen und Gewinne (Grafik 1). Hier wird offenbar im Quadrat extrapoliert, woraus sich so übertrieben optimistische Prognosen wie Gewinnzuwächse in Höhe von 13 % für die USA und Japan oder gar 17 % für China ergeben, per anno. Aber man kann auf Dauer nicht nur einatmen. Darum wird dem zurückliegenden Aufschwung ein

Übertriebene Gewinnerwartungen

Tatsächliche und erwartete Gewinnsteigerungen pro Jahr



Grafik 1

Quelle: Societe Generale (Studie über globale Analystenschätzungen)

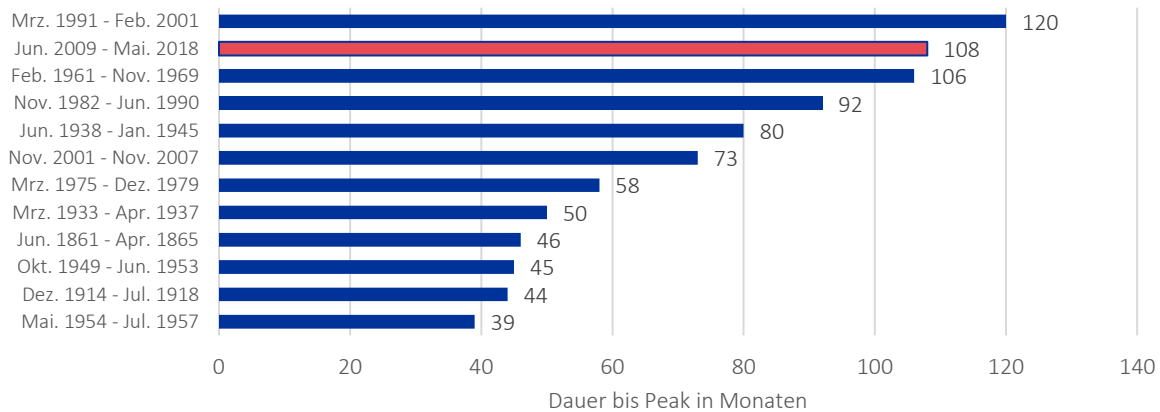
¹ Der Anteil von Anleihen mit Non-Investment-Grade an den gesamten Neuemissionen wuchs in Amerika von 52 % im Jahr 2016 auf 65 % im Jahr 2017, im Euroraum von 26 % auf 41 %.

Nach 108 Monaten ist der Aufschwung in die Jahre gekommen.

berinigender Abschwung folgen. Das mag im Augenblick des Erlebens nicht besonders angenehm sein. Aber es ist notwendig, um unwirtschaftliche und bisweilen unsinnige Geschäftsideen vom Markt zu verdrängen, nachhaltigen Geschäftsmodellen wieder mehr Luft zum Atmen zu geben und vagabundierendes Kapital wieder dort zu fokussieren, wo es benötigt wird, um Sinn für Fortschritt und Wohlstand zu stiften.

Der jetzige Aufschwung dauert seit nunmehr 108 Monaten, womit er der zweitlängste seit dem amerikanischen Bürgerkrieg ist (Grafik 2). Dies legt eine zunehmende Wahrscheinlichkeit nahe, der jetzige Aufschwung könnte seinem Höhepunkt entgegenstreben, wofür es erste Indizien gibt. Zum einen werden die Produktionsfaktoren knapper und/oder teurer. Das betrifft Rohstoffe ebenso wie Arbeitskräfte und Kapital. Der inflationierende Effekt auf die Fertigungskosten verengt die Margen und die derzeit nicht optimale Kapazitätsauslastung könnte den Kostendruck zusätzlich erhöhen. Eine Unterfütterung der Nachfrage durch zunehmende Beschäftigung ist vielerorts kaum noch möglich. Vielmehr wenden die Privathaushalte in etlichen Ländern – gerade in Europa und den USA – aufgrund der Preisexpansion bei Immobilien einen deutlich gestiegenen Anteil ihres Gesamtbudgets für Mieten oder Raten auf. Damit ist dieses Einkommen dem Konsumkreislauf entzogen. Eine in der Marktbreite sich vollziehende Fortsetzung der Umsatz- und Gewinnausweitung wie in den Vorjahren halten wir angesichts dessen für wenig wahrscheinlich.

Der zweitlängste Aufschwung seit dem amerikanischen Bürgerkrieg



Grafik 2

Quelle: National Bureau of Economic Research, Cambridge, USA

NEVER FIGHT THE FED

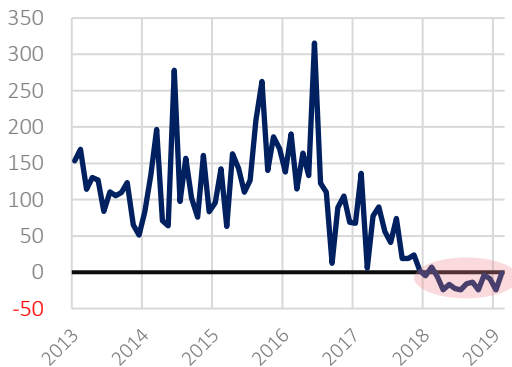
Den aktuellen Aufschwung kennzeichnet bekanntermaßen seine Prägung durch eine außergewöhnlich expansive und international abgestimmte Geld- und Verschuldungspolitik. Wirtschaftsaufschwünge, so lautet ein Bonmot, sterben nicht an Altersschwäche, sondern vielmehr an "Fehlern" der Notenbanken, welche die wirtschaftliche Aktivität so beeinträchtigen, dass kurzfristig kein Wachstum mehr erfolgt. Dieser einfache Wirkungsmechanismus trifft beeindruckend häufig zu, was gerade jetzt zu denken

Die Notenbanken haben den Aufschwung gestützt. Es kann passieren, dass sie ihn auch zu Grabe tragen.

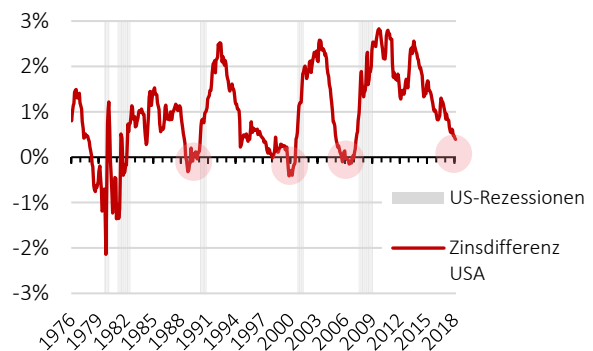
geben muss. Denn es sind die Notenbanken, die dem Aufschwung ihr Gepräge gegeben haben und nun Volten vollziehen. Vorangehend die US-Notenbank, die seit nunmehr drei Jahren keine Staatsanleihen mehr kauft und ab dem 4. Quartal 2018 monatlich 50 Mrd. USD in den Markt zurückgeben will. Auch die EZB wird schneller als bisher erwartet die Anleihenkäufe auf null reduzieren. Während die Notenbanken seit dem Beginn der Finanzkrise dauerhaft Geld in den Kreislauf gepumpt haben, wird ihm ab Q4/2018 also regelmäßig Liquidität entzogen (Grafik 3). Für diese auf zehnjährige Sauerstoffzufuhr folgende Apnoe gibt es kein historisches Beispiel. Flankiert wird der Liquiditätsentzug durch geplant steigende Zinsen. Ausgehend von 0,25 % in 12/2016 werden die Fed Funds² Ende 2019 voraussichtlich mit 3,25 % rentieren. Es hat eine gewisse Wahrscheinlichkeit, dass das Fed³ – dringend bestrebt, wieder Handlungsspielraum zu gewinnen – über das Ziel hinausschießt, indem es die Zinsen zu lange und zu stark anhebt. Immerhin zeigen sich die Marktteilnehmer deutlich konjunkturpessimistischer als die Notenbank, denn am von ihr unbeeinflussten langen Laufzeitenende steigen die Zinsen nur halb so schnell. Es droht eine so genannte inverse Zinsstrukturkurve⁴, ein bislang sehr verlässlicher Indikator für einen bevorstehenden Konjunkturrückgang (Grafik 4).

Der Liquiditätsentzug und eine sich ankündigende inverse Zinsstrukturkurve bilden ungünstige Vorzeichen

Monatliche Staatsanleihenkäufe der Notenbanken in Mrd. USD



Zinsdifferenz 10-jährige minus 2-jährige US-Staatsanleihen



Grafik 3, Quelle: Capital Economics

Grafik 4, Quelle: Federal Reserve Board

Eine ganze Generation Berufsbörsianer kennt nur in der Tendenz fallende Zinsen.

PARADIGMENWECHSEL

Auch wir haben uns schon vor einiger Zeit dem Kanon "die Zinsen bleiben lange niedrig" angeschlossen. Das wird im Vergleich zur Historie wohl zutreffen, besonders wenn die Notenbanken zu stark bremsen und wieder lockernd korrigieren müssen. Fakt ist aber auch, dass die Renditen seit nunmehr 35 Jahren das erste Mal in der Tendenz eben nicht weiter fallen. Das ist ein Paradigmenwechsel, der in seinen Auswirkungen nur schwer abschätzbar ist. Schließlich wurde das ganze Berufsleben einer Generation von Kapitalmarktakteuren – der Autor dieser Ausarbeitung eingeschlossen – von in der Tendenz fallenden Zinsen begleitet. Was tatsächlich geschehen wird, wenn sie wieder steigen, wissen wir nicht zu

² Mindestreserven der US-Kreditinstitute bei der Notenbank

³ Fed: Federal Reserve Board, US-amerikanische Notenbank

⁴ Kurze Laufzeiten rentieren höher als längere Laufzeiten

Das Emissionsvolumen schwach abgesicherter Anleihen steigt unaufhörlich. Dagegen verharren die Risikoaufschläge auf sehr niedrigem Niveau.

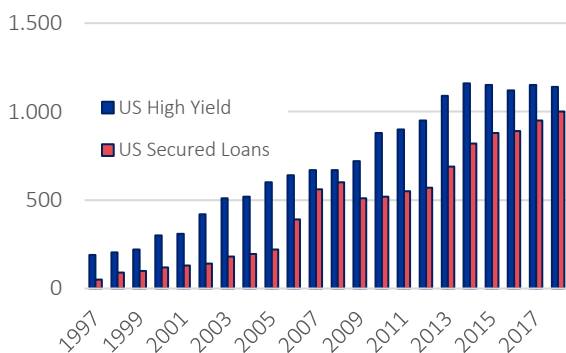
sagen, zumal es auch davon abhängen wird, wie lange der Anstieg dauert und wie weit er tragen wird.

Ungeachtet der Finanzkrise sind die weltweiten Schulden in den letzten Jahren weiter gewachsen und die Abhängigkeit vom leicht verfügbaren Geld ist groß. Auch die aufstrebenden Länder erlangten angesichts fallender Zinsen, steigender Rohstofflöse und eines über lange Zeit schwächeren US-Dollars leichteren Zugang zu den Kapitalmärkten, was sich letztlich in einer höheren Kreditvergabe niederschlug. In Amerika hingegen hat sich ein zweiter Junkbond-Markt⁵ mit so genannten Senior Secured Loans⁶ etabliert (Grafik 5). Auch dieses Marktsegment dürfte ein Auffangbecken für Unternehmen darstellen, deren Geschäftsmodell sich nur unter der Voraussetzung von beispiellos günstigen Kapitalkosten rechnet, aber vorausschaubar zusammenbricht, wenn die Zinsen steigen.

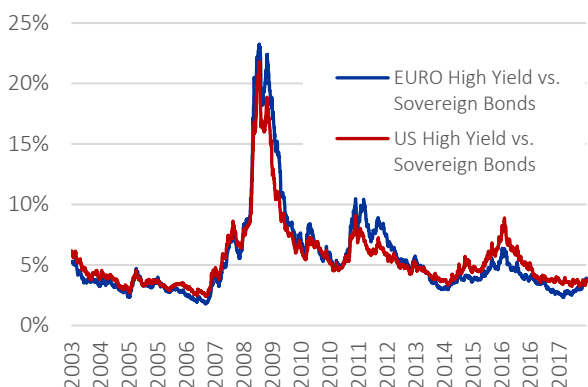
Sehr langsam steigende Zinsen können vermutlich relativ gut kompensiert werden. Aber es mag einen Steigungswinkel geben, von dem an die Prolongation auslaufender Kreditverpflichtungen für viele Schuldner nicht mehr gelingt. Dadurch könnte die Anzahl der Zahlungsausfälle sprunghaft ansteigen, mit ihnen die Sicherheitsaufschläge für Schuldner minderer Qualität und damit wiederum der Liquidierungsbedarf schwacher Kapitalmarktteilnehmer. Ein aus der jüngeren Vergangenheit bekanntes Panikmuster mit Parallelwirkungen auf alle anderen Segmente der Kapitalmärkte wäre vorstellbar. Derzeit jedoch wächst der Markt von Non-Investmentgrade-Anleihen und die Zinsaufschläge für schlechte Schuldner befinden sich auf historisch niedrigen Niveaus. Ganz offensichtlich antizipieren die Märkte derzeit keinen Test der Schuldnerqualität (Grafik 6).

Trotz wachsenden Volumens in Anleihen minderer Schuldnerqualität bleiben die Risikoaufschläge gering

Secured Loans überschreiten 1.000 Mrd. USD-Marke



Renditeaufschläge von High-Yield Bonds



Grafik 5, Quelle: Bank of America Merrill Lynch

Grafik 6, Quelle: Federal Reserve Board

Schauen wir in diesem Zusammenhang nach Europa. Hier ist die Lage komplexer, denn die Steuerungsmaßnahmen der EZB wurden flankiert von diversen politischen Deals wie Forderungsverzicht, zinslose Darlehen mit extrem langer Laufzeit oder vereinbarte Nichtachtung von

⁵ Anleihen schlechter Bonität ohne Investment-Grade (Rating BB bzw. Ba und schlechter)

⁶ Anleihen von Schuldnern mit deutlich unterdurchschnittlichem Rating, variabel verzinslich und mit dem Anlagevermögen des Schuldners besichert

Europa bleibt vielfach weiter hinter Vorkrisenniveau zurück.

Konvergenzkriterien. Wo finanzielle Schwächen bereits vorhanden waren, ist es leider zu weiteren Verschärfungen gekommen, die Staatsverschuldungen sind seit Beginn der Krise weiter angestiegen und die Arbeitslosenraten verharren noch deutlich über Vorkrisenniveau. Nur wenige Länder haben ihre Hausaufgaben in Angriff genommen, zum Beispiel Spanien und Griechenland. Im gewichteten Durchschnitt allerdings werden die Staatsetats in Europa von der augenblicklichen Zinsersparnis und dem guten Konjunkturverlauf alimentiert. Der Primärsaldo ist seit 2015 wieder negativ und die Anstrengungen zur Umsetzung von Reformvorhaben sind auf einen Tiefstand gesunken. Von einer Bewältigung der strukturellen Herausforderungen ist Europa unverändert weit entfernt.

Italien ist nicht Griechenland.

Und nun taumelt ausgerechnet Italien einem Zerwürfnis mit dem politischen Europa entgegen, in dem es nur Verlierer geben kann. Die neue antieuropäische Regierung negiert die Erfolge der letzten Jahre, die zu einem starken Wachstum, einer Halbierung des Haushaltsdefizits und einem spürbaren Rückgang der Arbeitslosigkeit geführt haben. Nun sollen für Grundeinkommen, Rentenalterverkürzung und Steuervergünstigungen 100 Mrd. Euro mehr Schulden gemacht und darüber hinaus von den EU-Partnern 250 Mrd. Euro Altschulden erlassen werden. Die kürzlichen Verhandlungen beim "Flüchtlingsgipfel" in Brüssel haben gezeigt, dass sich Italien der Kräfteverhältnisse in der EU sehr bewusst und sie zu nutzen in der Lage ist. Das bevorstehende Kräftemessen um die Finanzierung des italienischen Haushalts verspricht insofern nichts Gutes. Die Märkte haben bereits aufgezeigt, dass der zu erwartende Finanzierungssatz für Italien deutlich stiege, ließe sich das Land sehenden Auges in den Schlund höherer Staatsverschuldung fallen. Denn damit stünde die Feuertaufe Europas wohl noch bevor. Die Causa Griechenland ist entgegen anderer Behauptungen längst nicht vorbei. Aber das Drama ließ sich mit allerlei Geld, Schauspiel und Augenzudrücken übertünchen. Im Falle Italiens würde das größtenbedingt nicht funktionieren, weswegen sich am Ende umso ernster die Frage nach dem wirtschaftlichen Zusammenhalt in Europa stellen könnte.

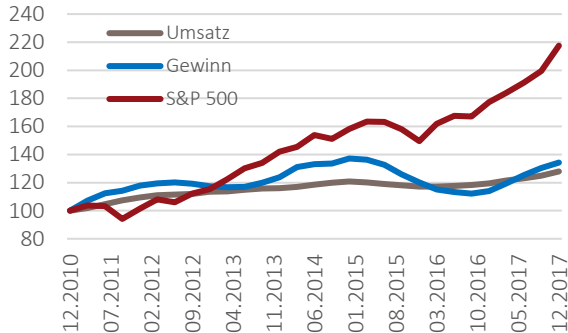
HOHE BEWERTUNGEN LIMITIEREN DAS POTENTIAL

Sind Aktien weiter "alternativlos"?

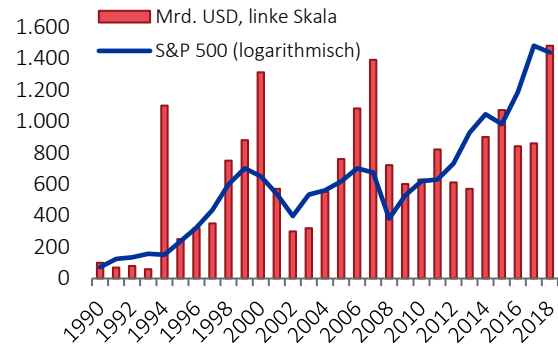
Vor dem Hintergrund seit Anfang der 80er Jahre rückläufiger Zinsen werden inzwischen auch für Aktien deutlich gestiegene Preise bewilligt. Zinsen auf einem Niveau nahe Null machten es für viele Investoren notwendig, Vermögen in großem Stil umzustrukturieren und mehr Risiko zu nehmen. Aktien wurden "alternativlos" und manch einer verstieg sich zur Behauptung, die Dividende sei der neue Zins. Im Zuge dessen haben sich Aktien im Verhältnis zur Umsatz- bzw. Gewinnentwicklung überproportional verteuert. Exemplarisch kann das am Beispiel des amerikanischen S&P 500 veranschaulicht werden, wo sich seit 2011 die Aktienkurse mehr als verdoppelt haben, während Gewinne und Umsätze im Durchschnitt lediglich um ein Drittel gewachsen sind (Grafik 7). Zu einem wesentlichen Teil ist diese Inflation mit den stark gefallen

Die Kurse teilen den Realdaten, während die Übernahmeaktivitäten historische Hochs erreichen

S&P 500 vs. Umsätze und Gewinne der Unternehmen (2010 = 100)



Globales M&A-Volumen (jeweils 1. Trimester in Mrd. USD)



Grafik 7, Quelle: Federal Reserve Board, www.multpl.com

Grafik 8, Quelle: Morgan Stanley

Die politische Szenerie bietet nicht gerade Unterstützung für die Märkte.

Anleihenrenditen zu erklären. Denn wo es keine Zinsen gibt, strebt das theoretisch zu bewilligende Aktien-KGV⁷ gegen unendlich. Bei 3 % Zins wiederum dürfte es 33 betragen. Heute liegt der US-Zins für Anleihen mit 10jähriger Laufzeit wieder bei 3 % und das Shiller-KGV⁸ liegt bei 32,4. Der weitere Spielraum scheint daher begrenzt. Auch die weltweite Aktivität in Mergers & Acquisitions erreicht einen bisher nicht gemessenen Höchststand und die historische Einordnung der bisherigen Spitzenstände (2000 und 2007) mahnt zur Zurückhaltung an den Aktienmärkten (Grafik 8).

In der Summe zeichnet der makroökonomische Abriss aktuell das Bild einer spätzyklischen Phase mit den ihr typischerweise innewohnenden Risiken. Nicht eben unterstützend wirkt in diesem Zusammenhang der geopolitische Beitrag, den die Weltoberen derzeit leisten. Frank Walter Steinmeier prägte kürzlich den Begriff der Entsolidarisierung. Der Bundespräsident bezog ihn zwar auf Deutschland, aber er beschreibt sehr zutreffend auch die globale Anamnese. Nationalismus, Egoismus und Populismus sind Triebfedern für die Verrohung der diplomatischen Sitten. Politische Partner werden zu Gegnern und nehmen das vermeintlich von ihnen vertretene Volk in Sippenhaft. Auch hier ist ein bedauernder Paradigmenwechsel geschehen, der sich, wie wir hoffen, nicht manifestiert.

DER HANDELSKONFLIKT ALS ÜBERLAGERENDES RISIKO

Dabei hat der blonde Mann im Weißen Haus ja Recht: China klaut Amerika geistiges Eigentum, wie den Europäern im Übrigen auch. Und Europa ist deutlich protektionistischer als Amerika. Dies empfindet Trump als "sehr unfair" und wer will ihm das verübeln.

Zu den Fakten: Der Handelsüberschuss von China gegenüber den USA beträgt rund 350 Mrd. USD und Trump beklagt lautstark vor seinen

7 Das Kurs-Gewinn-Verhältnis setzt den Gewinn pro Aktie in Bezug zum Aktienkurs (KGV = Gewinn/Kurs). Ein niedriges KGV erhöht die Attraktivität einer Aktie. Behelfs- und vergleichsweise lässt sich so auch bei Anleihen rechnen (Zinskupon/Kurs). Bei einem Renditeniveau von 5% könnte das theoretische Aktien-KGV somit 20 betragen. Aufgrund des Kursrisikos von Aktien ist es i.d.R. geringer.
8 Shiller-KGV: Zwecks Glättung wird nicht nur der aktuelle Gewinn berücksichtigt, sondern der Durchschnitt der letzten 10 Jahre.

Stahlkochern und Automonteuren den Verlust von amerikanischen Arbeitsplätzen an die billige ausländische Konkurrenz. Wer die Zahlen kennt, weiß, dass Amerika so wenig Arbeitslose hat wie zuletzt vor 50 Jahren. Und deren Arbeitsplätze sind vermutlich nicht an billigere Arbeitskräfte in Asien verloren gegangen, sondern bei der mit Siebenmeilenstiefeln voranschreitenden Digitalisierung auf der Strecke geblieben, die ihre Triebfeder hauptsächlich in den USA und im befreundeten Israel hat.

Was nun Europa betrifft, so beträgt unser Handelsplus gegenüber den USA ca. 150 Mrd. Euro jährlich. Europäer zahlen ca. 5,7 Mrd. USD Zölle, die Amerikaner jährlich 7,1 Mrd. USD. Gleichzeitig sind die Zölle in Europa im gewichteten Durchschnitt um knapp die Hälfte höher, als die US-amerikanischen. Ihren Ursprung hat diese Schiefe bereits in den frühen 90er Jahren. Sie wurde im Rahmen der 8. GATT-Welthandelsrunde 1994 mit dem Marrakesch-Abkommen und der Gründung der World Trade Organisation (WTO) vereinbart. Davon, dass sein Vorgänger Obama sich von den Europäern habe über den Tisch ziehen lassen, wie es der "sehr gebildete" Präsident⁹ gern darstellt, kann also keine Rede sein.

Wie auch immer, bekanntermaßen sind Handelsbarrieren, die dem vermeintlichen Schutz heimischer Produzenten vor ausländischer Konkurrenz dienen, kontraproduktiv, innovationshemmend, preistreibend und damit in der Regel ein schlechter Dienst an den Menschen. Freihandel unter der Prämisse nachhaltigen Wirtschaftens wäre zweifelsohne die bessere Option. In einem lichten Moment formulierte Trump die Idee einer subventionslosen Welt ohne Handelshemmnisse und ohne Zölle. Und in der Tat, das wär's. Schade nur, dass er diese Idee nicht zu Ende denkt, wie überhaupt viele seiner Ideen. Schließlich ist er ein Mann der Tat. Und so donnert er Drohsalven in Richtung China, Europa und durchaus auch gegen engste Verbündete wie Kanada. Wie zu erwarten, schallt es aus dem Wald zurück, wie er hineinruft, und die herausgeforderten Länder reagieren prompt mit Gegenzöllen. Einem Mann wie Trump müsse man schließlich mit Härte begegnen. Aus nur einiger Entfernung betrachtet stellen sich dem Beobachter dieses Kindergartens allerdings viele Fragen. Die eine ist, warum Zölle in einem Land, das im Wesentlichen eine geschlossene Binnenwirtschaft darstellt¹⁰, angeblich eine so große Rolle spielen. Eine andere ist, wie über die Erhöhung von Zöllen das amerikanische Handelsbilanzdefizit reduziert werden soll, wenn doch Amerika gern mehr konsumiert als produziert und Made in USA nicht immer dem gewünschten Anspruch an Qualität und Design gerecht wird. Nicht zuletzt: Warum lassen sich Staatslenker in China und Europa auf das sehr bodennahe Niveau verbaler und wirtschaftlicher Kriegsführung herabziehen? Bis auf Einen weiß jeder, dass Handelskriege nicht einfach zu gewinnen sind¹¹. Im Gegenteil, sie verteuern Waren und Rohstoffe, stören die Wertschöpfungskette und kosten Arbeitsplätze, nicht zuletzt im Land des Kriegsführers. Die OECD hat kürzlich errechnet, dass unter einem sich weiter ausbreitenden Handelsstreit Amerika selbst am stärksten leiden würde. Eine These, die Trumps eigener Finanzminister ihm bereits als Bettelkürze empfohlen hat. Am Ende, wenn reichlich

Ein Handelsstreit ist der Gipfel der Unvernunft.

Er schadet allen und wird niemandem nutzen, am wenigsten dem Land des Initiators.

9 Trump über Trump: "I'm very highly educated."

10 Die USA importieren Waren im Wert von 15 % des Bruttoinlandsprodukts und exportieren 12 % ihres BIP. Zum Vergleich: Für Deutschland lauten die Zahlen 38 % bzw. 46 %.

11 Twittereintrag @realDonaldTrump vom 12.03.2018: "... trade wars are good, and easy to win."

Porzellan und über Jahrzehnte aufgebautes Vertrauen zerschlagen ist, werden Gespräche notwendig sein und auch stattfinden. Darum wäre dringend zu wünschen, der Umweg über die wirtschaftliche Kriegsführung würde nicht gegangen und man träte stattdessen jetzt bereits in den Dialog über eine Bestandsaufnahme und das Ziel fairen Handels ein. Denn ein "Handelskrieg" stellt das derzeit größte Risiko für die Volkswirtschaften, die Arbeitsplätze, den Wohlstand und nicht zuletzt für die Börsen dar. Die Abhängigkeit dieses Prozesses von Personen, deren Handeln sich kaum aus rationalen Erwägungen erschließt, macht das Risiko sehr schlecht kalkulierbar.

FAZIT: ZURÜCKHALTUNG

Im Vergleich zum Jahresbeginn hat sich makroökonomisch nur wenig verändert. Die Gewinne wachsen weiter und die Zinsen steigen nicht unerwartet, wenngleich die US-Notenbank das Tempo leicht angezogen hat. Allerdings hat das geopolitische Störpotential die Spannung deutlich erhöht, worauf nach unserer Beobachtung bisher lediglich die Märkte in China angemessen deutlich reagiert haben. Die niedrigen Zinsen und extrem geringe Schwankungen haben die Marktteilnehmer weltweit über lange Zeit auf hohe Risiken konditioniert und die extrem geringe Volatilität gibt dieser Risikoneigung bislang Recht. Daraus ergibt sich für Investoren eine gewisse Fallhöhe, sollte es zu einer abrupten Neubewertung an den Märkten kommen. Auslöser dafür könnten plötzlich stärker steigende Renditen, die hohen Erwartungen nicht erfüllende Gewinnausweise der Unternehmen, höhere Risikoaufschläge für Fremdkapital, ein Anstieg der sehr niedrigen Kreditausfallraten und nicht zuletzt geopolitische Eskalationen jedweder vorstellbaren Art sein. Angesichts der augenscheinlichen Unbekümmertheit der Marktteilnehmer wäre das Überraschungsmoment recht hoch und könnte stärkere Marktbewegungen auslösen.

Darum behalten wir die über unsere letzten Berichte ablesbare Linie der fortgesetzten Verminderung der Aktienquote im Allgemeinen bei, was jedoch nicht zwangsläufig bedeutet, dass wir keine aus unserer Sicht attraktiven Investments mehr sehen. Diese finden wir zum Beispiel bei der Digitalisierung vorantreibenden Unternehmen, wo nachvollziehbar weiter starke Umsatzzuwächse zu erwarten sind. Aber auch dividendenstarke Titel mit überlebensfähigen Geschäftsmodellen bleiben weiter im Fokus unserer Anlageüberlegungen. Wir haben an dieser Stelle schon einmal darauf hingewiesen, dass auch Liquidität ein taktisches Asset sein kann, das es nicht zu vernachlässigen gilt. Im Übrigen finden wir fortgesetzt Anlagemöglichkeiten bei Unternehmensanleihen erster Güte in Euro sowie vereinzelt in US-Dollar. Vor dem Hintergrund der diskutierten Risiken bleibt selbstverständlich auch Gold eine sehr sinnvolle strategische Investition.

Bielefeld, 4. Juli 2018
Matthias Steinhauer

*Die Marktteilnehmer
erscheinen mehrheitlich
unbekümmert. Das könnte das
Momentum von
Überraschungen vergrößern.*

*Auch Liquidität ist ein
taktisches Asset.*

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.

Information zum Datenschutz gemäß EU-Datenschutz-Grundverordnung (DSGVO):

CONCEPT Vermögensmanagement verarbeitet personenbezogene Daten der Empfänger dieser Ausarbeitung (Name, Vorname, ggf. Titel, Anschrift und ggf. E-Mail-Adresse). Gemäß Art. 6 der DSGVO erfolgt die Verarbeitung der Daten aufgrund Einwilligung des Empfängers oder aufgrund berechtigten Interesses des Verantwortlichen rechtmäßig. CONCEPT Vermögensmanagement verwendet die Daten vertraulich und wird sie nicht an Dritte weitergeben. Der Empfänger kann dem Bezug dieser Information und der Verwendung seiner Daten jederzeit widersprechen. Der Widerspruch ist zu richten an:

CONCEPT Vermögensmanagement GmbH & Co. KG, Welle 15, 33602 Bielefeld, Tel./FAX: 0521-9259970 / 0521-92599719, E-Mail: info@c-vm.com.

Die Datenschutzerklärung von CONCEPT Vermögensmanagement ist einsehbar unter <http://c-vm.com/de/misc/datenschutzerklaerung.html>.