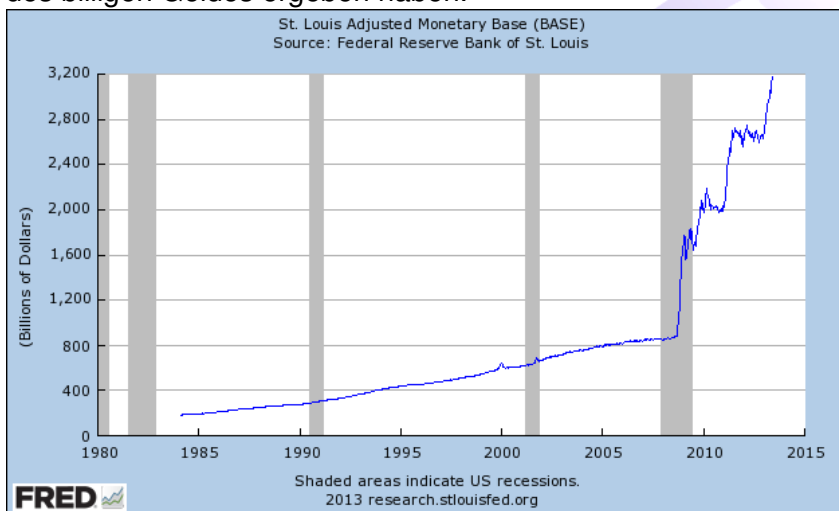


# Marktkommentar Oktober 2013

## Die Tücken des Tapering

Viele Themen, wie z.B. der Syrienkonflikt oder die Bundestagswahl, haben die Märkte in den letzten Monaten bewegt, doch das Tapering der amerikanischen Notenbank (Fed) war das zentrale Thema an den Finanzmärkten. Der Begriff ist vom englischen Begriff „Tapering“ („Reduktion“) abgeleitet. Während der letzten zwei oder drei Wochen vor einem Wettkampf reduzieren Ausdauersportler (z. B. Marathon, Schwimmen, Duathlon oder Triathlon) üblicherweise ihren Trainingsumfang und pausieren im Freizeitbereich manchmal auch tagelang völlig, damit sich der Körper vor der harten Belastung noch einmal erholen kann. Übertragen auf die amerikanische Notenbank wäre die harte Belastung der Entzug des billigen Geldes für die Märkte. Schon im Mai dieses Jahres hat der Chef der Fed Ben Bernanke die Marktteilnehmer (angeblich) auf dieses Szenario vorbereitet. Sämtliche Anlagemärkte hatten nervös reagiert, insbesondere die vom stetigen Geldzufluss verwöhnten Emerging Markets gerieten unter Abgabedruck. Die meisten Marktteilnehmer rechneten daher im September, nach dem Treffen des Offenmarktausschusses der Fed, mit einem Zurückfahren der Anleihekäufe. Doch „Helikopter-Ben“ machte seinem Namen alle Ehre und reduzierte den Aufkauf eigener Schulden erst einmal nicht (Anmerkung: Gegenüber seinen größten Kritikern hat Bernanke einmal angeregt, Dollars im Deflationsfall tatsächlich mit dem Hubschrauber abwerfen zu lassen, weswegen er in Finanzkreisen auch „Helikopter-Ben“ genannt wird).

Die Fed kauft also weiterhin für 85 Milliarden US-\$ monatlich eigene Schulden, wie US-Staatsanleihen oder Hypothekensicherheiten, auf. Folglich hat sich die Bilanzsumme auf über 3,2 Billionen US-\$ erhöht (Siehe Grafik). Doch nun geht es darum, die Zahnpasta quasi wieder in die Tube zu drücken. Dieses Unterfangen dürfte aber mit etlichen Tücken verbunden sein, da immer mehr Details offenbaren, welche Wirkungszusammenhänge sich aus der Politik des billigen Geldes ergeben haben.

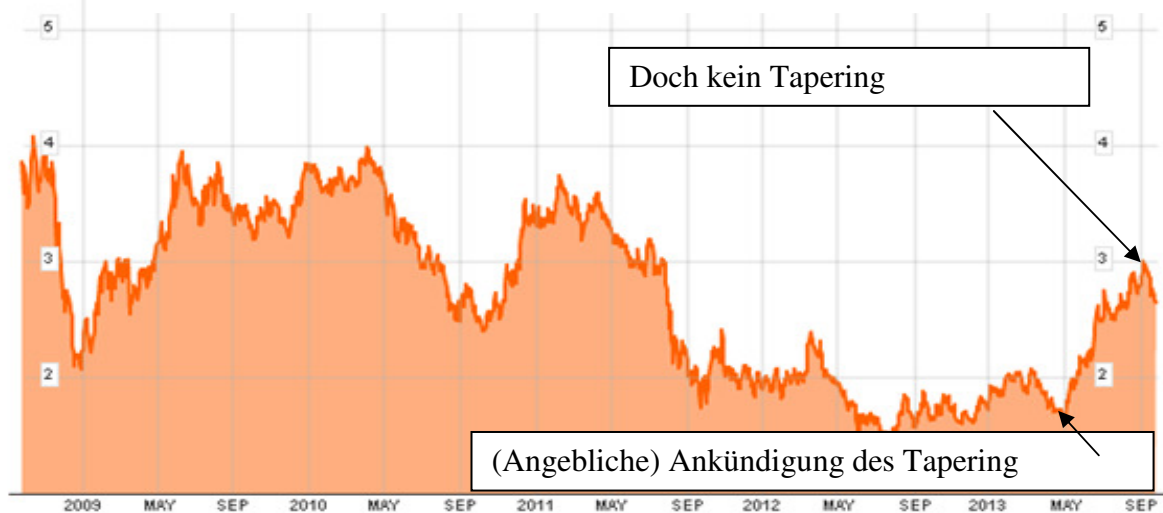


Die USA leben seit Jahrzehnten auf Kredit. Was für die Volkswirtschaft als Ganzes gilt, gilt auch für den US-Staatshaushalt. Jedes Jahr wird ein riesiges Defizit angehäuft, das vor allem von China, anderen asiatischen Staaten und seit der Finanzkrise in zunehmendem Maße auch über die Notenpresse finanziert wird. Wie Daten des US-Finanzministeriums (U.S. Department of the Treasury)

aus den vergangenen Monaten zeigen, scheinen ausländische Investoren aber den Geschmack an US-Staatsanleihen so langsam zu verlieren. Länder, wie China und Japan, verringern nämlich das Volumen ihrer US-Anleihebestände. Hinter dem in den vergangenen Monaten zu beobachtenden Renditeanstieg bei US-Staatsanleihen stecken also vor allem ausländische Investoren, die ihre Bestände deutlich verringern. Seit Anfang Mai ist die Rendite der zehnjährigen US-Staatsanleihen extrem stark von 1,66% auf in der Spitze 3% angestiegen (siehe Grafik Seite 2). Nicht wenige Experten sehen eine historische Trendwende am Anleihemarkt: Der seit Jahrzehnten bestehende Bullenmarkt (steigende Kurse, sinkende Renditen) würde demnach zu Ende gehen. Bei Anleihen entwickeln sich Kurs und Rendite

grundsätzlich gegenläufig zueinander. Der feste Zinssatz einer Anleihe bezieht sich nämlich immer auf den Nominalwert, während der Kurswert schwankt. Die Angst vor Kursverlusten durch eine Reduzierung der Fed-Anleihekäufe war auch der Hauptgrund, warum ausländische Investoren ihre Bestände an US-Staatsanleihen verringert haben. Doch genau an diesem Punkt wird es eben brisant, da die amerikanische Notenbank ja selber auch ihre in die Bücher aufgenommen Staatsanleihen verkaufen möchte, möglichst natürlich ohne die Zinsen in die Höhe zu treiben. Sollte sich nun bewahrheiten, dass Ausländer ihre US-Staatsanleihen weiterhin verkaufen, könnte der Fed aber möglicherweise gar nichts anderes übrig bleiben, als mit ihren Anleihekäufen fortzufahren, wie jetzt im September beschlossen, oder das Volumen sogar noch zu erhöhen, da sonst die Zinsen in den USA deutlich steigen würden. Ein solcher Zinsanstieg könnte aber die gerade erst wieder erblühende US-Konjunktur abwürgen, was die Fed kaum zulassen kann. Gut möglich, dass die US-Wirtschaft längst abhängig ist von der beständigen Unterstützung durch die Notenpresse. Das gilt vor allem, wenn ausländische Investoren ihre US-Anleihen in großem Stil verkaufen.

### Zinsen 10-jähriger amerikanischer Staatsanleihen seit 2009



Die Verkäufe von US-Anleihen durch die großen Schwellenländer illustrieren zudem eine brisante Ironie: Nach der asiatischen Finanzkrise 1997 wurde der rasante Aufbau von Devisenreserven durch die Schwellenländer - allen voran die BRICS - stets als gutes Zeichen gewertet. Denn die wachsenden Währungsbestände - vornehmlich in Dollars gehalten - galten als Ausdruck neuer Finanzstärke. Nichts sollte die Emerging Markets mehr richtig erschüttern können. Doch jetzt erweisen sich die immensen Reserven als Bedrohung des Westens und seiner ohnehin wackligen Konjunktur. Denn die Notverkäufe von US-Anleihen in den Schwellenländern tragen dazu bei, unsere Zinsen nach oben zu treiben und die westliche Dämpfekonjunktur zusätzlich zu belasten.

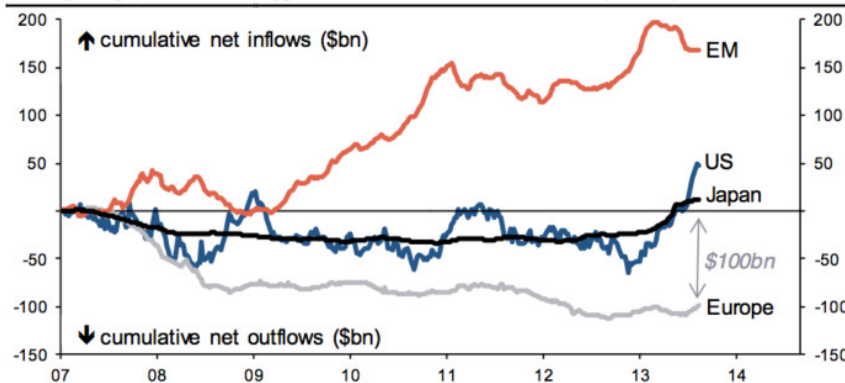
Diese komplex wirkende, aber eigentlich recht simple Situation soll verdeutlichen, dass der Ausstieg aus der Politik des billigen Geldes nicht so einfach sein wird, wie viele Marktteilnehmer dieses annehmen. Viel wahrscheinlicher ist, dass die Politik des billigen Geldes noch viel länger anhalten wird, um die Verschuldung der Staaten durch künstlich tief gehaltene Zinsen zu reduzieren. In Großbritannien besitzt die englische Notenbank bereits 30% der ausstehenden Staatsschulden. Im hochverschuldeten Japan muss die dortige Notenbank jeden Zinsanstieg durch Staatsanleihen-Käufe im Keim ersticken, da eine erhöhte Zinslast nie zu tragen wäre.

Wer mit seinem Kapital langfristig disponieren muss, kommt daher an einer Sachwertkomponente seines Anlagevermögens in Form von Aktien und Gold als Versicherung quasi nicht vorbei. Und solange die Masse der Anleger immer noch wie ein Kaninchen vor der (Aktien)-Schlange verharret, dürfte dies auch eine sinnvolle Strategie sein.

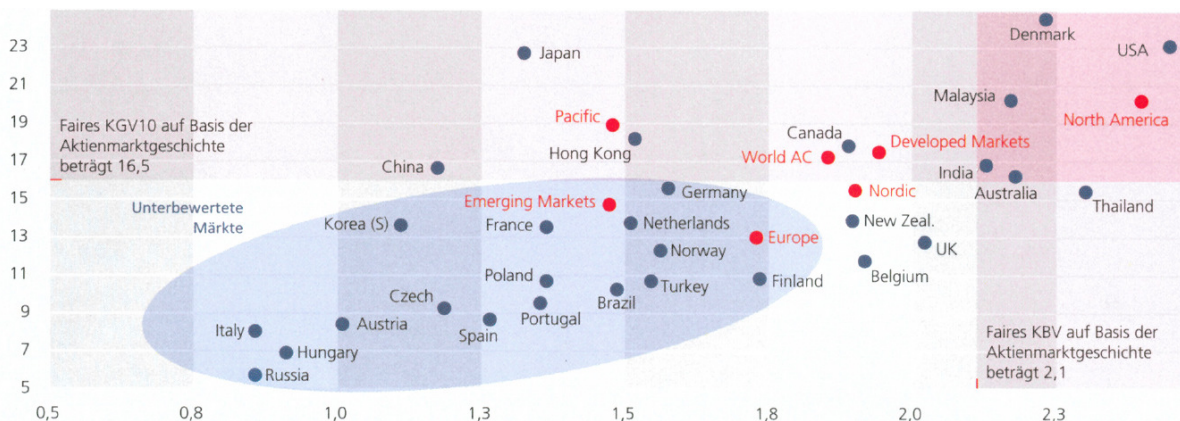
## Aktien – Europa mit erstem Comeback

Europas Aktienmärkte waren die letzten sechs Jahre geprägt von Kapitalabflüssen zu Gunsten anderer Märkte. In der Grafik wird ersichtlich, dass primär die Emerging Markets von Zuflüssen profitiert haben, aber auch Japan und die USA waren in letzter Zeit wieder begünstigt. Doch in den letzten Monaten kam es zum ersten Mal seit langer Zeit wieder zu einem positiven Kapitalfluss nach Europa. Sollten sich die Kapitalströme nur wieder normalisieren, spräche dies für ein deutliches Potential an den Europäischen Aktienmärkten (siehe Grafik der Kapitalströme in Aktien und die Lücke über 100 Mrd. \$).

Closing the gap since 2007 suggests \$100bn of net inflows into European equities



Untermauert wird diese Option durch wichtige Bewertungsfaktoren. Ob Aktienmärkte attraktiv bewertet sind, lässt sich anhand fundamentaler Bewertungsindikatoren, wie dem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) oder dem Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV), bestimmen. Diese Indikatoren messen, wie preiswert oder teuer ein Aktienmarkt im Verhältnis zu seinen zu Grunde liegenden Unternehmensgewinnen oder Buchwerten ist. Das historische KGV lag in den vergangenen Jahrzehnten bei etwa 17, das KBV um 2,1. Bei diesen Durchschnittswerten kann man von einer fairen Bewertung ausgehen. Die nächste Grafik (Quelle: Thomson Reuters Datastream) zeigt in der blau umkreisten Fläche die Aktienmärkte, die nach beiden Kriterien noch attraktiv erscheinen. Darunter befinden sich viele europäische Märkte, aber auch wieder die Emerging Markets. Am teuersten ist der amerikanische Aktienmarkt. Diese Überlegungen beziehen sich natürlich nur auf die Märkte im Allgemeinen und nicht auf einzelne Aktien. Zudem kann es auch Jahre dauern bis sich Unterbewertungen abbauen. Doch Geld ist die wichtigste Eigenschaft eines Investors.



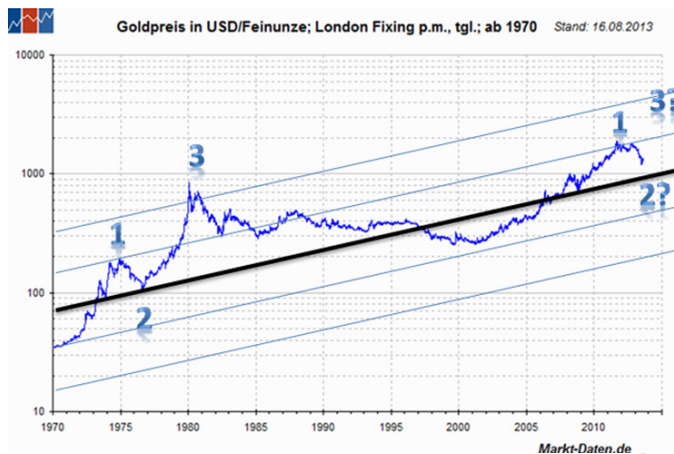
## Goldpreis mit leichter Stabilisierung

Bei Gold scheiden sich die Geister. Die Meinungen der Marktteilnehmer stehen sich zum Teil diametral gegenüber. Die eine Seite beschwört Gold als die ultimative Geldanlage, die schon jedes Papiergeldsystem überlebt hat und die andere Seite kann nicht nachvollziehen, warum man Gold unter hohen Förderkosten aus der Erde holt, nur damit es andere wieder in ihrem Garten vergraben.

Auch im Rahmen der Geldanlage gibt es verschiedene Einordnungen der Assetklasse Gold. Sowohl die sehr einseitige Konzentration auf Gold als auch die totale Abneigung kommen

vor. Doch beide Extreme erscheinen wenig sinnvoll. Die einseitige Ausrichtung auf Gold bedeutet, auf andere Anlageformen zu verzichten, beispielsweise auf die Aktie. Aktien sollten aber die Basis für jedes sachwertorientierte Vermögen bilden, da sie langfristig am ehesten in der Lage sind, in einem planwirtschaftlich verordneten Zinstief über Ausschüttungen und Wertsteigerungen einen realen Kapitalerhalt zu erreichen. Auch eine konsequente Vermeidung von Gold erscheint kaum sinnvoll, da es eine gewisse Wahrscheinlichkeit gibt, dass sich Gold als heimliche Weltwährung etabliert, wie es der Herausgeber des Handelsblatts Gabor Steingart vor kurzem beschrieb.

William White, ehemaliger Chefvolkswirt der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), hält sowohl die Regierungsschulden als auch die Unternehmens- und Konsumentenschulden für fatal und nicht mehr tragfähig. Seit der weltweiten Wirtschaftskrise habe sich die Situation für niemanden wirklich verbessert. Die Schuldenquoten seien mittlerweile 30% höher als 2007. Ein Vertrauensverlust in das Papiergeldsystem kann somit langfristig nicht ausgeschlossen werden. Die Spiekermann & CO AG sieht Gold daher als legitime Versicherung und empfiehlt eine Gewichtung von 5-10% des Anlagevermögens, je nachdem wie groß der Absicherungswunsch ist. Das in den letzten zwei Jahren gesunkene Preisniveau macht Gold wieder deutlich interessanter.



Die immer wieder aufgeworfene Frage nach dem fairen Wert des Goldpreises ist eine sehr spannende. Niemand kann die Wahrscheinlichkeit einer finanziellen Katastrophe vorab berechnen und niemand kann den „richtigen“ Preis für Gold nennen. Das ist eine der Tatsachen, die das Gold so interessant und attraktiv machen. Es kann niemals Gegenstand einer statistischen Wertberechnung sein wie eine Rendite abwerfende Vermögensanlage. Auch können die Risiken, gegen die das Gold versichern soll, versicherungsmathematisch

nicht berechnet werden. Es gibt jedoch verschiedene Methoden der Analyse des Goldpreises, die interessanteste ist wohl die des Mittelwertes mit einfacher und doppelter Standardabweichung. Die Grafik zeigt den Goldpreis seit 1970 zusammen mit seiner Trendlinie. Die beiden dünnen Linien auf beiden Seiten der Trendlinie stehen für die einfache und doppelte Standardabweichung. Vor Beginn der ersten Manie war Gold um die einfache Standardabweichung unterbewertet, vor Beginn der zweiten ebenfalls. Auf dem Gipfel von 1980 lag der Preis um mehr als die zweieinhalbfache Standardabweichung über dem Trend. Nach dieser Messung ist Gold derzeit nur leicht überbewertet. Somit kann auch ein Rückfall auf seinen Mittelwert um 1000 US-\$ nicht ausgeschlossen werden. Folgt der Goldpreis aber dem Muster der letzten Goldpreishaube steht uns nach Abschluss der Konsolidierung die finale preislich ausgedehnteste Bewegung noch bevor.

### Fazit:

Die für möglich gehaltene Zinswende dürfte ausbleiben. Aktien bilden zumindest auf langfristige Sicht und solange die Masse dies noch nicht erkannt hat, die Basis eines sachwertorientierten Vermögens. Zudem sollte die unabhängige Meinung bzw. Sicht auf die Finanzmärkte, die die Spiekermann & CO AG vertritt, eine gute Grundlage bilden, in den nächsten Jahren durch die komplex wirkende Welt der Finanzmärkte zu steuern.

04.10.2013 Mirko Kohlbrecher – Spiekermann & CO AG