



INFORMATIONEN DER SPIEKERMANN & CO AG

Marktkommentar Oktober 2015



Menschen und Kapital auf der Flucht

Die Globalisierung erstreckt sich über verschiedene Bereiche des alltäglichen Lebens, der Mensch ist von der Globalisierung heute vor allem im Bereich der Wirtschaft, Kultur und Gesellschaft betroffen. Kommunikation, Chancengleichheit oder eine Vielfalt im Warenangebot sind nur einige positive Errungenschaften. Doch derzeit zeigt die Globalisierung eine ihrer unangenehmen Seiten. Kapital und insbesondere Menschen setzen sich in Bewegung. Das Leid der Flüchtlinge aus den Krisenherden im Nahen Osten und in Nordafrika zieht im Moment die meiste Aufmerksamkeit auf sich. Aber dieser Flüchtlingsstrom wird auch von einer Welle eher wirtschaftlich motivierter Migration beispielsweise aus manchen Balkanländern und Westafrika begleitet. Zudem führt die Instabilität in einigen Schwellenländern dazu, dass wohlhabendere Bürger versuchen, Kapital in Sicherheit zu bringen. Dadurch kommt es an „sicheren“ Orten wie New York, London und Genf zu einem Anstieg der Immobilienpreise. Das lässt diese Städte zwar überaus wertvoll und dynamisch erscheinen, aber es bringt auch enorme Schwierigkeiten mit sich, da überhöhte Häuserpreise auch zu Platzmangel, längeren und umständlicheren Fahrten zur Arbeit sowie zu einer Verminderung der Lebensqualität der lokalen Bevölkerung führen.

Bislang haben die Industrieländer ihre wirtschaftlichen Herausforderungen einigermaßen effektiv bewältigt. Aber soziale Spannungen und Ressentiments nehmen wieder zu. Donald Trump ist es gelungen, das Thema Immigration ins Zentrum des US-Wahlkampfes zu rücken. Während die Angelegenheit in den USA im Großen und Ganzen noch ein bloßer Diskussionspunkt ist, wird sie für die Europäische Union rasch zu einer großen Herausforderung. Angesichts der Zerstörung politischer wie gesellschaftlicher Institutionen in gescheiterten Staaten wie Syrien, Irak, Afghanistan, Somalia und Libyen werden die Ausreisenden wohl nicht die Möglichkeit einer kurzfristigen Rückkehr in Betracht ziehen. Anders als in den vergangenen Jahren werden sich diese Menschen nicht in Flüchtlingslagern aufhalten lassen, um die weiteren Entwicklungen in ihren Heimatländern abzuwarten. Akut sind wir als Gesellschaft gefordert, eine klare Integration zu bewerkstelligen. Daraus ergeben sich Chancen, unseren negativen Trend in der demografischen Entwicklung zu stoppen. Mittel- bis langfristig sollte aber zudem eine saubere Aufarbeitung der Ursachen dieser Bewegungen erfolgen. Mögliche Antworten darauf sind wahrscheinlich sehr vielschichtig. Die Unruhen im Nahen Osten z. B. hängen möglicherweise auch mit dem gefallenem Ölpreis und mit dem demzufolge deutlich gesunkenen Wohlstandsniveau zusammen. Auch sollte die Außen- und Wirtschaftspolitik der wichtigsten Industrienationen einer kritischen Überprüfung unterzogen werden.

Die amerikanische Notenbank zögert – Aktien weltweit unter Druck

Monatelang war der 17. September das dominierende Thema an den Märkten. Erhöht die Chefin der amerikanischen Notenbank, Janet Yellen, die Zinsen, oder nicht? Das Fed hat die Zinsen nicht erhöht, womit das Spekulieren von neuem beginnt: Kommt die Zinserhöhung nun im Dezember 2015 oder erst im März 2016? Kommt sie überhaupt jemals? Yellen hat sich offenbar von der vielerorts geäußerten Warnung beeindrucken lassen, wonach eine Zinserhöhung in den USA die Schwellenländer von China bis Brasilien in ärgere Bedrängnis führt. Man muss sich diese paradoxe Situation einmal vor Augen führen: Die extrem expansive Geldpolitik, die das Fed seit 2009 betreibt, hat enorme Mengen an Kapital auf der Suche nach Rendite in die Schwellenländer fließen lassen. Und nun kann das Fed die Zinsen nicht erhöhen, weil das die Schwellenländer destabilisieren könnte. Die USA ist nur ein Beispiel, wie Währungshüter rund um den Globus eine expansive Geldpolitik verfolgen. Im laufenden Jahr haben mehr als 30 Zentralbanken zusammen 50 Zinssenkungen vollzogen. Dazu kommen Anleihenkaufprogramme, die die Bilanzen der Europäischen Zentralbank oder der Bank of Japan anschwellen lassen. Restriktiv wirkt einzig ein Abbau von Devisenreserven, wie das die chinesische Notenbank tut, um die eigene Währung zu stützen.

Das Problem ist die hohe Verschuldung. Überall liegt die Gesamtverschuldung von Staaten, Unternehmen und privaten Haushalten relativ zur Wirtschaftsleistung (BIP) höher als 2007. Neueste Zahlen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich unterstreichen die Dynamik. Deshalb geht die Diskussion der Zinsentwicklung zum Teil schon wieder in die andere Richtung. Nicht weniger, sondern mehr Geld wird gefordert. Negativzinsen und Bargeldverbot sind Themen, die uns vermehrt beschäftigen werden. Immer lauter wird deshalb die Forderung, die Notenbanken sollten die Staaten direkt finanzieren, damit diese mit Investitions- und Konjunkturprogrammen die Wirtschaft stärken. Indirekt tut das die EZB bereits, indem sie die neu ausgegebenen Anleihen der Europäischen Investitionsbank kauft. Geht es nach den Befürwortern dieser Idee, sollen die Notenbanken das Geld den Staaten jedoch nicht leihen, sondern schenken. Nur so würde die volle Wirkung erreicht. Idealerweise kombiniert mit einer Abschreibung der Staatsanleihen, die sich bereits im Besitz der Notenbanken befinden, auf Null. Der Vorschlag ist nur konsequent. In einer überschuldeten Welt gibt es nur wenige Wege der Sanierung: entweder den kalten Entzug mit Konkursen und Depression, die etwas weniger drastische Lösung über Besteuerung oder die Inflationierung. Dabei hat die Inflationierung nach wie vor die höhere Wahrscheinlichkeit. Und wenn die Zinsen, die quasi bisher einen Anker unseres Geldsystems darstellten, nicht steigen dürfen bzw. noch lange tief bleiben könnten, bleibt – trotz aller Schwankungen – die Aktie als langfristiger Vermögensbaustein wichtiger denn je.



Die Aktien standen allerdings im dritten Quartal weltweit massiv unter Druck, wie die Entwicklung des MSCI World aufzeigt (Grafik 1). Dieser breite Index bildet die Kursentwicklung der Aktien aus 23 Industrieländern ab. Seit Jahresanfang steht ein Minus von 8 % zu Buche. Inwieweit die eingetrübte wirtschaftliche Stimmung in China der wirkliche Grund für die Neubewertungen der globalen Aktien war, bleibt fraglich. Einen Teil hat diese Entwicklung sicherlich dazu beigetragen, sie ist aber nun auch nicht so neu. Euroinvestoren mussten in diesem Umfeld in den vergangenen Monaten vergleichsweise kräftige Rückschläge hinnehmen, da Aktien, Renten und die meisten Währungen zum Euro gleichzeitig fielen. Ob das auch zukünftig so sein wird, bleibt abzuwarten. Auffällig in den letzten Wochen war die hohe Schwankungsbreite. Vor allem der „Schwarze

Montag“ war mit extremen Verwerfungen verbunden. Insbesondere hatten Fonds den Kursrutsch ausgelöst, die nach festen Regeln verkaufen. Es gibt heute eine Vielzahl von regelgebundenen Anlagesystemen, die meist auf Verlustvermeidung in Abwärtsphasen abzielen. Wenn aber viel Geld gleichzeitig nach dem Ausgang sucht, wird es eng. Wenn die Märkte bestimmte Risikogrenzen überschreiten – gemessen an Volatilität (Schwankungsintensität) oder anderen gängigen Risikomaßen – verkaufen sie. Eine Überreaktion? Die Systeme haben letztlich so reagiert, wie sie programmiert wurden. Nur wenn alle das Gleiche machen, funktioniert das nicht reibungslos. Allein die regelgebundenen Fonds, die nach der Risk-Parity-Methode anlegen, verfügen mit Kreditlebel über ein geschätztes Volumen von über einer Billion. Unter besonderem Abgabedruck standen auch einige ETFs. Diese passiven Anlagen, die einen bestimmten Markt oder Index abbilden, erfreuen sich derzeit großer Beliebtheit. Allerdings gibt es einige aktuelle komplexe Entwicklungen zu bedenken. Die Bankenregulierung bewirkt höhere Eigenkapitalanforderungen und schränkt den Eigenhandel der Banken ein. Der Markt wird dadurch zunehmend durch Großanleger und ETFs bestimmt. Wenn nun in einem Krisenmoment ETFs verkauft werden, so fehlt die kaufende Gegenpartei und die Kursbewegungen beschleunigen sich. In den Krisentagen im August wurden manche USETFs mit einem Abschlag von 30 % von ihrem inneren Wert gehandelt. Da aktive Investoren zahlenmäßig abnehmen, bleiben die verkaufenden ETFs unter sich. Der Segen der ETFs wird so zu einem Fluch.

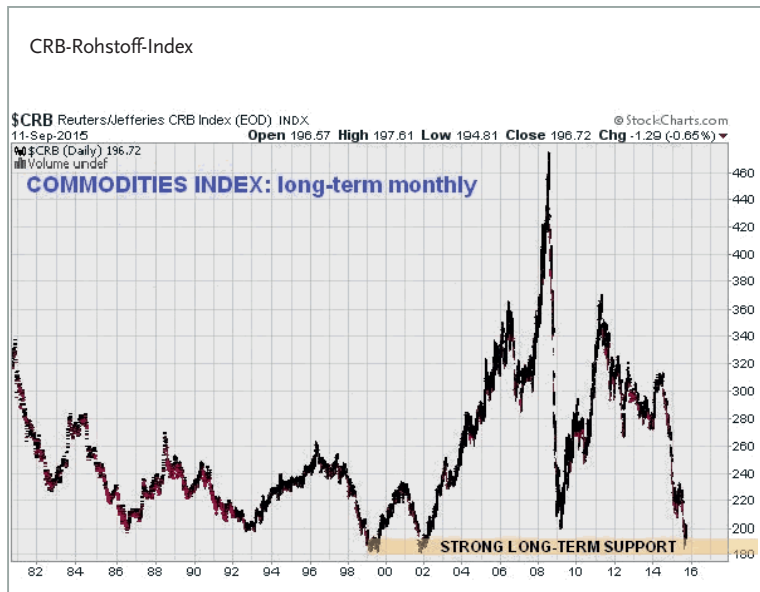
Mit Fundamentaldaten lassen sich solche Bewegungen nicht erklären. Halten wir zudem positiv fest, dass die Bewertung an den Aktienmärkten wieder deutlich günstiger geworden ist, auch gegenüber dem Jahresanfang. Wir haben jetzt sinkende Aktienkurse bei höheren Gewinnprognosen gesehen, so berichtet das Handelsblatt. Aktuell ist der DAX damit 15 % billiger als im langfristigen Mittel. Die erwartete Dividendenrendite für den DAX ist seit April von 2,5 % auf 3,3 % gestiegen

Wenn der jüngste Rückgang der Märkte etwas bewiesen hat, dann, dass niemand voraussagen kann, was die Märkte morgen vorhaben. „Beim Investieren ist die Zeit wichtiger als das Timing“, sagt Peter Lararoff, ein Finanzplaner, der für Plancorp Accounts ab zehn Millionen USD aufwärts betreut. „Ein Großteil der Bevölkerung glaubt, dass man die Bewegungen des Markts abzuspassen hätte, um Rendite zu erzielen. Die Investoren aber verstehen, dass die Zeit einer der wichtigsten Faktoren beim Vermögensaufbau ist.“

Rohstoffpreise unter Druck – Antizyklische Chancen

Die Entwicklung der Rohstoffpreise war immer schon dynamisch und schwankungsanfällig. Die Bewegungen in den letzten zwei Jahren waren jedoch von einer besonders negativen Dynamik geprägt. Dieses zeigt der CRB-Rohstoffindex, der die Entwicklung der 19 wichtigsten Rohstoffe abbildet (Grafik 2). Die möglichen Gründe lassen sich schnell finden. Beim Öl z. B. ein gestiegenes Angebot durch die Fracking-Technik in den USA und eine abnehmende Nachfrage insbesondere aus China. Natürlich wird uns diese Entwicklung noch lange beschäftigen, doch ist der Trend der Industrialisierung damit gänzlich vorbei?

Jahrhundertlang konzentrierte sich der Hauptteil der weltweiten Wirtschaft auf Landwirtschaft und den Handel mit Waren. Aber dieser Fokus änderte sich dank der industriellen Revolution, die im Jahre 1780 in England ihren Anfang nahm. Diese Revolution breitete sich auf der ganzen Welt aus, aber die Industrialisierung – oder die Massenfertigung – hat in Asien erst in den letzten Jahrzehnten Fuß gefasst. Diese Nationen entwickelten sich daher schnell und diese Entwicklung erforderte natürliche Ressourcen wie Erdgas, Eisenerz und Kupfer. Damit wurde das Wachstum der Rohstoffproduzenten angetrieben. Obwohl sich die Wachstumsraten abkühlen, was einen großen Einfluss auf die Gewinne der Rohstoffproduzenten hat, ist die weltweite Industrialisierung letztlich nicht zu stoppen. Im Moment jedoch sind die Zeiten im Rohstoffsektor hart. Obwohl die Wachstumsraten der Nationen an der



Schwelle zur Industrialisierung, wie Indien und China, in den letzten Jahren geringer geworden sind, wachsen beide Länder immer noch. Dies sollte die Nachfrage nach Schlüsselrohstoffen wie Kupfer, Eisenerz und Erdgas, auch wieder steigen lassen.

Öl- und Rohstoffaktien sind derzeit wohl die am skeptischsten gesehene Aktienklasse. Überproduktion, stark rückläufige Preise und Gewinneinbrüche bei den Unternehmen sind für jeden sichtbar. Doch sollte daraus eine einseitig negative Schlussfolgerung gezogen werden? Dieser Wirtschaftszweig unterliegt dem sogenannten Schweinezyklus. Steigen die Rohstoffpreise und boomen die Unternehmensgewinne, wird viel Geld in die Erschließung neuer Vorkommen gesteckt. Diese Phase dauert in der Regel aber mehrere Jahre. Gehen die neuen Minen in Betrieb, entsteht oft eine Überproduktion und die Preise sinken. Die übliche Bereinigung beginnt. Es kommt zu einer Konsolidierung, bei der die

Investitionen drastisch gekürzt und schwache Wettbewerber aus dem Markt gedrängt werden. In diesem Stadium befinden wir uns wohl heute. Selbstverständlich verschwindet der Angebotsüberhang nicht über Nacht. Bei Kupfer zum Beispiel rechnet man erst ab 2018 mit einer Normalisierung der Lage, bevor das Ganze in einen deutlichen Nachfrageüberhang umschlägt. Doch wenn man so lange wartet, bis die Preise sich wieder erholen, kommt man womöglich zu spät. Entscheidend bei einer Investition dürfte der Zeitfaktor sein. Die düsteren kurzfristigen Prognosen sind für die einen schon ein Ausschlusskriterium, während es für die langfristig orientierten Anleger immer noch eine Perspektive gibt. Das kommt daher, dass trotz der Chinapanik die langfristigen Aussichten für Investitionen in die Infrastruktur und daher die Nachfrage im Osten wie im Westen relativ gut sind. Eine Studie von Oxford Economics und PWC legt sogar nahe, dass der Jahresgesamtwert dieser Investitionen bis 2025 neun Billionen USD erreichen könnte, was fast das Doppelte des heutigen Wertes wäre. Mit Studien wie diesen ist es schwer, den Ernst der aktuellen Lage nicht in Frage zu stellen. Ist die aktuelle Situation das Ergebnis einer Neubewertung durch die Investoren oder ist das nur die Kurzsichtigkeit der Anleger? Die Wahrheit liegt vermutlich irgendwo dazwischen. Da aber die Aktienkurse und -bewertungen quer durch den ganzen Sektor gerade auf Finanzkrisenniveau stehen, hat sich das Chance-Risiko-Verhältnis für Investoren deutlich verbessert.

Fazit:

Den Zeitpunkt, den Kurs der Geldpolitik zu ändern, haben wir möglicherweise schon vor Jahren verpasst. Die Zinsen könnten vor diesem Hintergrund noch längere Zeit strukturell tief bleiben. Die Diskussion über negative Zinsen oder höhere Besteuerung von Immobilien hat gezeigt, dass Sicherheit relativ geworden ist. Wichtiger denn je bleibt eine individuelle und weitsichtige Aufteilung des Vermögens nach Anlageklassen. Für den Aktionär bleibt die hohe Schwankungsbreite die größte Herausforderung.