

# Finanzmarkt IM FOKUS

AKTUELLE INFORMATIONEN ZUM KAPITALMARKT

SEPTEMBER 2016

■ ■ ■ Brexit!  
Was bedeutet das?

Europäische Zentralbank: Nullzinspolitik – Was nun, Herr Draghi?  
Aktienmärkte: Kapitalmarktblasen – bleiben Sie ruhig!  
Rentenmärkte: Die lockere Geldmarktpolitik setzt sich fort.



# Editorial

## Verehrte Leserin, verehrter Leser,

Putschversuch in der Türkei, Zinserhöhungsspekulation in den USA, Krieg in Syrien, das Brexit-Referendum und die anhaltende Nullzinspolitik der Europäischen Zentralbank.

Die aktuelle Nachrichtenlage hält die Börsianer ganz schön auf Trapp.

Aktuell scheinen drei große Themen die Finanzmärkte besonders in Schach zu halten:

Stehen wir am Anfang einer Blase an den Kapitalmärkten und wenn ja, droht diese zu platzen? Wie entstehen eigentlich Kapitalmarktblasen? Woher kommen die aktuellen Sorgen? Man kann die Daten ja auch ganz anders interpretieren.

Als zweites finden wir es an der Zeit, uns an der ewig anhaltenden Diskussion über die Nullzinspolitik der EZB zu beteiligen. Wir machen einen, vielleicht nicht ganz ernst gemeinten, aber dennoch nicht ganz auszuschließenden Vorschlag, wie die Politik gemeinsam mit der EZB aus dem Würgegriff der hohen Staatsverschuldung und der Nullzinspolitik wieder heraus kommt.

Zu Beginn unseres Magazins widmen wir uns in unserem Leitartikel dem Thema Brexit. Mit zusammengerechnet über 25 Jahren Berufs- und Lebenszeit in der Britischen Hauptstadt London, haben wir vielleicht ein ganz gutes Verständnis, wie das Vereinigte Königreich tickt und was am Ende bei den Verhandlungen mit der Regierung in der Downing Street wohl heraus kommen wird.

Wir wünschen Ihnen wie immer viel Freude mit unserem Magazin.



Ihr  
**Oliver Heidecker**  
Vorstand



Ihr  
**Allan Valentiner**  
Vorstand



# Impressum

Verantwortlich für den Inhalt im Sinne des Presserechts (V.i.S.d.P.):  
Oliver Heidecker

## Herausgeber

AMF Capital AG  
Eschersheimer Landstrasse 55  
60322 Frankfurt am Main  
T. +49 (0) 69 509 512 512  
info@amf-capital.de

## Aufsichtsbehörde

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Postfach 50 01 54  
60391 Frankfurt

## Disclaimer

Den Artikeln, Grafiken und Tabellen dieser Publikation liegen Informationen zugrunde, die der Herausgeber für verlässlich hält, ohne für deren Richtigkeit und Vollständigkeit eine Garantie zu übernehmen. Diese Broschüre dient der Information und ist keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Geldanlagen und/oder eines Investments oder Fondsanteils. Historische Wertentwicklungen sind keine Garantie für Entwicklungen in der Zukunft. Wir weisen darauf hin, dass Wertpapiere, die in dieser Ausgabe erwähnt werden, auch in den von uns beratenen Sondervermögen enthalten sein können und Aktionen Dritter hier Kursveränderungen bewirken können. Die Fonds AMF Family & Brands Aktien (WKN: A1XBAM), AMF Active Allocation (A142YK, A142YJ) und der AMF Renten Welt (A1XBAR, A1XBAQ) sind in Luxemburg zugelassen. Weitere rechtliche Hinweise finden Sie unter [www.amf-capital.de](http://www.amf-capital.de)

Datum der ersten Veröffentlichung:  
23.09.2016

## Bildnachweis

istockphoto.com  
shutterstock.com

## Design und Umsetzung

Wirz & Hafner Werbeberatung GmbH

## Druck und Verarbeitung

Braun & Sohn, Maintal

# Inhaltsverzeichnis

■■■	<b>Leitartikel</b>	6
	Brexit heißt Brexit – doch was heißt das eigentlich?	
■■■	<b>Europäische Zentralbank</b>	12
	Was nun, Herr Draghi? Oder: Wie könnte die EZB aus der Nullzinsfalle wieder herauskommen?	
■■■	<b>Aktienmärkte</b>	16
	Kapitalmarktblasen – bleiben Sie ruhig!	
■■■	<b>Rentenmärkte</b>	21
	Die lockere Geldmarktpolitik setzt sich fort.	

# Brexit heißt Brexit – doch was heißt das eigentlich?



**Großbritannien hat abgestimmt. Doch was der Brexit für das Vereinigte Königreich und für Europa genau bedeuten wird, ist noch völlig offen. Wie könnte die zukünftige Zusammenarbeit aussehen, welche Kompromisse sind die Briten und die Europäer bereit, für die Zeit danach zu schließen und was passiert in der Übergangszeit bis zum endgültigen Austritt Großbritanniens aus der EU?**

Die Vorteile liegen aktuell ganz klar auf Seiten der Europäischen Union. Falls sie Ihre Karten jetzt richtig spielt, könnte Europa am Ende der große Gewinner des Brexit sein. Ob Großbritannien der große Verlierer sein wird, liegt in den Händen der Regierung in der Downing Street. Doch was muss jetzt schon von beiden Seiten beachtet oder angegangen werden, um am Ende des Prozesses als Gewinner dazustehen? Wagen wir gemeinsam einen Blick auf die aktuelle Situation.

Der Brexit war für viele internationale Unternehmen zunächst ein großer Schock. Großbritannien wurde in der Vergangenheit von internationalen Investoren immer besonders geschätzt, da es einen hervorragenden Zugang zum Europäischen Binnenmarkt mit sehr attraktiven Standortvorteilen kombinierte. Im Vereinigten Königreich, dem EU-Mitglied, entstanden in den letzten Jahrzehnten viele Unternehmen, die mit dem Handel oder der Produktion von Waren für den Europäischen Markt viel Geld verdienten. Multinationale Konzerne entdeckten die britische Insel für sich und weckten schon lange vergessene Industrien wieder zum Leben. BASF besitzt inzwischen zehn Produktionsstandorte im Vereinigten Königreich. Toyota, Ford, GM (Opel und Vauxhall) und BMW (Mini), sie alle produzieren heute Autos in Großbritan-

nien. Heute zählt die neu erstarke Automobilindustrie wieder zu den wichtigen Säulen der britischen Wirtschaft. Aber auch hier ist primär der europäische Markt der Fokus aller Aktivitäten: So werden aktuell bis zu zwei Drittel aller in Großbritannien hergestellten Fahrzeuge in die EU exportiert. Gleichzeitig entwickelte sich das Vereinigte Königreich zur führenden europäischen Nation im Bereich Versicherungs- und Finanzdienstleistungen. Voraussetzung für den Erfolg der Finanzindustrie war dabei das sogenannte „Passporting“, welches es Unternehmen eines Mitgliedstaates erlaubt, ihre Waren und Dienstleistungen ohne weitere Kontrolle EU-weit anzubieten. Versicherungsmakler, Banken und Investmentbanker dürfen aufgrund des Passportings Kunden in allen Mitgliedsstaaten der Europäischen Union (und auch des EWR) betreuen und dort ihr Geschäft ausüben. Ähnliches gilt für die ohnehin historisch starke britische Pharmaindustrie. Sie profitierte neben dem freien Zugang auch von großzügigen EU-Subventionen für Forschung und Entwicklung. Durch die Ansiedelung der „Europäische Arzneimittel-Agentur“ (EMA) in London, die für die Überwachung aller in Europa zugelassenen Medikamente verantwortlich ist, konnte sie sich zusätzlich einen erheblichen Wettbewerbsvorteil gegenüber Ihren kontinentaleuropäischen Konkurrenten sichern. All dies beruht auf dem Freihandel mit der Europäischen Union und dem „Passporting“, dem Recht alle in Großbritannien anerkannten und zugelassenen Waren oder Dienstleistungen in den anderen Mitgliedsstaaten der EU anbieten zu dürfen.

Nun stellt der Brexit das alles in Frage! Theoretisch könnte der Freihandel mit der EU in zwei Jahren beendet sein und neue Zölle könnten die Produktion von Autos in Großbritannien für den europäischen Markt unattraktiv machen. Noch gravierender könnte der Einschnitt in der Finanzindustrie werden. Ohne das „Passporting“ könnte es für Finanzdienstleister verboten

sein, ihre Dienste von England aus ihren kontinentaleuropäischen Kunden anzubieten. Auch der Handel mit Wertpapieren in London könnte empfindliche Einbußen erleben. Werden aktuell alle Marktteilnehmer durch die Bank of England und indirekt durch die Europäische Zentralbank abgesichert, wäre in Zukunft allein die Bank of England in der Verantwortung, im Schadensfall einzuspringen. Der Handelsplatz London würde drastisch an Attraktivität für das internationale Geschäft verlieren. Ähnlich könnte sich das auch im Bereich der pharmazeutischen Industrie entwickeln. Der Wegfall europäischer Fördermittel könnte von der britischen Regierung möglicherweise kompensiert werden, auch wenn es aufgrund der schieren Höhe der Förderungen recht unwahrscheinlich ist, einen völligen Ausgleich zu schaffen. Der im Grunde unumgängliche Umzug der „Europäische Arzneimittel-Agentur“ (EMA) nach Kontinentaleuropa wird einen erheblichen Wettbewerbsvorteil der Briten aufheben. Nach wie vor offen ist auch, ob ein in Großbritannien entwickeltes Pharmazeutikum in Zukunft zwei Zulassungen, eine für den Heimatmarkt und eine für die EU beantragen muss. Dies würde zu erhebli-

chen Mehrkosten und Verzögerungen bei der Markteinführung neuer Medikamente führen. Zusammengefasst könnte der Brexit für einige der führenden Industriezweige des Königreichs mit erheblichen Veränderungen und Umsatzeinbußen einhergehen.

In Anbetracht der wirtschaftlichen Risiken, die der Brexit mit sich bringt, ist es nicht verwunderlich, dass Großbritannien zunächst alle Fakten und Optionen genau prüft und keine Eile zeigt, den Austritt aus der EU zu erklären. Hinter den Kulissen aber wird fieberhaft nach Lösungen gesucht, um die Folgen des Brexit abzufedern und die Verhandlungsbasis der Briten mit der EU zu verbessern. Genau wie die Regierung des Vereinigten Königreichs sollte auch die EU sich schon jetzt Gedanken machen, wie sie sich in den nächsten zwei Jahren auf den Brexit vorbereitet, um ihn für die Europäische Union so akzeptabel wie möglich zu gestalten. Denn die Europäische Wirtschaftsunion ist in erster Linie gegründet worden, um die wirtschaftliche Situation der Mitgliedstaaten zu verbessern und das Wachstum und damit den Wohlstand Ihrer Bürger zu



mehren. Großbritannien hat sich entschlossen, die Wirtschaftsunion zu verlassen. Daher ist es unumgänglich – auch wenn es zunächst politisch unkorrekt gegenüber dem Vereinigten Königreich klingt – dass die Europäische Union und Ihre Politiker versuchen, die günstigsten Lösungen für die verbleibenden Mitgliedsstaaten aus dem Brexit und den Verhandlungen mit Großbritannien zu erlangen.

In Anbetracht der Unsicherheit, welche zukünftigen Handelsabkommen nach einem Brexit in Großbritannien überhaupt bestehen werden, muss man zwangsläufig davon ausgehen, dass viele für das Vereinigte Königreich vorgesehene Investitionen zunächst auf Eis gelegt worden sind. Niemand investiert in ein Unternehmen, von dem man nicht weiß, ob es in zwei Jahren seinen Zweck noch erfüllt. Nur die Europäische Union kann auch für die Zukunft den freien Zugang zum europäischen Binnenmarkt garantieren. Dazu garantiert die freie Arbeitsplatzwahl innerhalb der EU auch weiterhin den Zugriff auf eine ausreichende Anzahl von Fachkräften für diese Unternehmen. Gezielte Investitionen und Förderprogramme der Europäischen Union könnten schon heute einen Teil der Kapitalströme auf den Kontinent locken und viele dieser Investitionen nach Portugal, Spanien oder die osteuropäischen EU-Mitgliedstaaten umlenken, welche sowohl von der Kostenstruktur als auch der Infrastruktur echte Alternativen für Investoren auf der Suche nach geeigneten Standorten darstellen.

Der Europäischen Union bleiben höchstens zwei Jahre, um sich auf den Austritt des Königreichs vorzubereiten. Aber neben Gewinnern wird es auch Verlierer innerhalb der EU geben, die mit sinkender Nachfrage nach ihren Produkten als Folge des Brexit rechnen müssen. Es ist daher dringend notwendig, schon heute jene Industrien zu identifizieren, die durch den Brexit mit Umsatz- oder Gewinneinbrüchen zu rechnen haben. Auch hier kann dem absehbaren wirtschaftlich negativen Effekt des Brexit durch gezielte Fördermaßnahmen der EU entgegengesteuert und dieser möglicherweise sogar kompensiert werden.

### Brexit heißt Brexit

Großbritannien will aus der EU austreten, um nicht mehr deren Regeln folgen zu müssen. Als Konsequenz kann und sollte die Europäische Union dann auch das „Passporting“ beenden. Die Europäische Union erlässt Gesetze

und Normen, welche für Bürger und Unternehmen verbindlich sind. Ein Land außerhalb der Union kann sich Gesetze und Normen auferlegen, die von den EU-Normen abweichen und nicht von der EU kontrolliert oder eingefordert werden können. Gerade in der Finanz- und Pharmaindustrie ist es wichtig, dass die vorgegebenen Regeln eingehalten und jederzeit von der EU kontrolliert werden können. „Passporting“ mit einem Nicht-EU-Mitglied würde den Grundsätzen jeder Regelung widersprechen, da die Regeln des Nichtmitglieds ohne eigene Kontrolle akzeptiert werden müssten. Wirtschaftlich eröffnen sich für die Europäische Union durch das Ende des „Passporting“ ungeahnte neue Möglichkeiten. Als Folge des Brexit könnten beachtliche Anteile des Umsatzes der Versicherungs-, Finanz- und der Pharmaindustrie aus Großbritannien in andere Mitgliedsstaaten der EU verlagert werden. Denn ohne „Passporting“ werden viele Unternehmen, die heute im Vereinigten Königreich ansässig sind, faktisch gezwungen, unter einer europäischen Lizenz auf dem Kontinent ansässig zu werden, um ihren Absatz in Europa beizubehalten, dort Arbeitsplätze zu schaffen und in der EU Steuern zu zahlen.

Die EU könnte einen erheblichen Teil der europäischen Finanztransaktionen, die aktuell in London gehandelt werden, wieder nach Kontinentaleuropa zurückführen. Denn auch aus regulatorischer Sicht ist es nicht akzeptabel, dass ein beachtlicher Teil der europäischen Finanzen nach einem Brexit ohne jegliche Kontrolle einer europäischen Finanzaufsicht außerhalb der EU gehandelt werden. Zusammenfasst lässt sich sagen, dass die Europäische Union durch den Wegfall des „Passporting“ für Großbritannien die einmalige Möglichkeit hat, erhebliche Anteile der britischen Pharma-Versicherungs- und Finanzindustrie nach Kontinentaleuropa zu verlagern. Dort könnten neue hochqualifizierte Arbeitsplätze geschaffen, die Wirtschaftsleistung der EU gesteigert und Steuereinnahmen erhöht werden. Schlecht für Großbritannien, gut für die EU.

Es wird immer offensichtlicher, dass Großbritannien nach dem Brexit den freien Zugang zum europäischen Binnenmarkt mehr benötigt, als die EU den freien Zugang zum britischen. Die Verhandlungsbasis der Europäer für die kommenden Gespräche ist schon jetzt deutlich besser als die der Briten. Auf starke Verbündete kann die EU dabei mit Schottland und Nordirland hoffen. Die Schotten sind mehrheitlich proeuropäisch und damit für freie Arbeitsplatz-

# EXIT



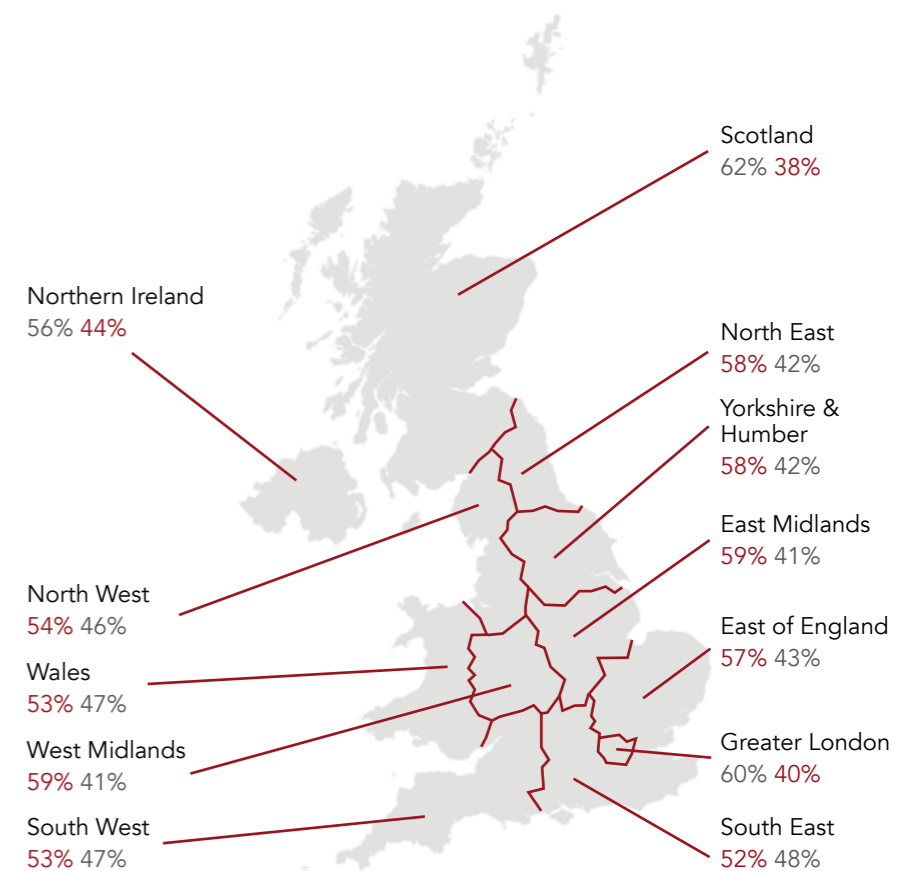
wahl und den Freihandel. Die Nordiren sehen durch die zu schließenden Grenzen zu dem EU-Mitglied „Republik Irland“ ihren Friedensprozess in ernster Gefahr und werden alles tun, um eine neue Eskalation der Gewalt zu verhindern. Niemand in Nordirland möchte zurück zu Wachttürmen und Straßensperren.

### Freihandel und freie Arbeitsplatzwahl

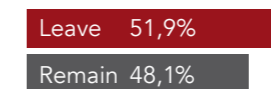
Langfristig ist es im Interesse aller Beteiligten, das die EU und Großbritannien auch nach einem Brexit wirtschaftlich eng verbunden bleiben und der freie Handel mit dem Vereinigten Königreich auch weiter bestehen bleibt. So wird es in den nächsten zwei Jahren zu freundlichen aber bestimmten Verhandlungen mit der EU kommen. Kernforderung und wahrscheinlich nicht verhandelbar sein wird dabei die freie Arbeitsplatzwahl aller Europäer in der EU und Großbritannien. Die Möglichkeit, dass ein Staat alle Vorteile der EU ohne Mitgliedschaft und gleichzeitig geschlossene Grenzen genießen kann, darf aus Sicht der EU schon aufgrund der Gefahr von Nachahmern nicht Teil des Brexit-Abkommens werden.

Entweder Großbritannien akzeptiert die Forderung der EU, dass ein Freihandel nur mit der freien Arbeitsplatzwahl einhergeht oder es wird keinen Freihandel mit der EU geben. Entscheidend für Downing Street ist dabei, dass es bei der Abstimmung am 23. Juni offiziell nur um die Frage der Zugehörigkeit zur Europäischen Union und nicht etwa um eine Schließung von Grenzen oder um die Abschaffung von Arbeitsmöglichkeiten für Ausländer in Großbritannien ging. Die britische Regierung hat daher noch Verhandlungsspielraum und wird diesen sicher nutzen. Schon jetzt werden erste Vorschläge der britischen Regierung in dieser Richtung öffentlich bekannt, bei denen wohl auch die

Reaktion der eigenen Bevölkerung getestet werden soll. Insgesamt muss man daher wohl davon ausgehen, dass Großbritannien auf die Forderungen der EU nach offenen Grenzen für ein Freihandelsabkommen eingehen wird.



### Verteilung der Stimmen des Brexit-Referendums



Als Kompromiss – und um den Brexit-Befürwortern entgegenzukommen – wird die britische Regierung versuchen den Anspruch auf Sozialleistungen für Ausländer im Königreich drastisch zu reduzieren. Die Premierministerin Theresa May sprach Anfang September erstmals öffentlich von einem „No job, no entry“ Immigrationsgesetz. Dadurch würde das Recht auf freie Arbeitsplatzwahl grundsätzlich bestehen bleiben, das Anrecht auf Sozialleistungen würde aber wieder zurück an das Heimatland delegiert werden. Als Nicht-EU-Mitglied ist die britische Sozialpolitik ja zukünftig einzig und allein eine Angelegenheit des Parlaments in Westminster und nicht mehr mit einem Veto-recht der EU ausgestattet. Der Sozialtourismus nach Großbritannien wäre beendet.

”  
**No job, no entry**  
 Theresa May, Premierminister  
 “

Die britische Regierung wird versuchen, ein Freihandelsabkommen inklusive „No job, no entry“ mit Europa zu schließen, das die wirtschaftlichen Folgen des Brexit so weit wie möglich abfedert. Dabei wird sie gleichzeitig für sich reklamieren, das Bestmögliche für Großbritannien in den Verhandlungen erreicht, und gleichzeitig neue Regeln für die Immigration durchgesetzt zu haben. Die Europäer hätten das Vereinigte Königreich wieder als Handelspartner an die EU gebunden, müssten aber akzeptieren, dass sie ihre arbeitslosen

Landsleute aus Großbritannien in Zukunft wieder durch die eigenen Sozialkassen auffangen. Ein Kompromiss, der bei den Geberländern möglicherweise auch als Blaupause für die EU begrüßt würde.

Der Preis, den Großbritannien am Ende bei den Verhandlungen bezahlen muss, wird aller Voraussicht nach aber der Verlust des „Passporting“ sein. Die EU würde mit dem Entzug des „Passporting“ zwei Fliegen mit einer Klappe schlagen: Einerseits könnte die EU den Brexit zum eigenen wirtschaftlichen Vorteil in der Pharma-, Finanz- und Versicherungsbranche nutzen und gleichzeitig genügend abschreckende Wirkung für andere Wackelkandidaten innerhalb der EU erzeugen.

Der Ausgang der Brexit-Verhandlungen in den nächsten beiden Jahren scheint eigentlich vorprogrammiert. Politiker sind aber nicht immer rational. Es erscheint grundsätzlich möglich für beide Seiten, einen Gesichtswahrenden Brexit mit am Ende leichtem Punktgewinn für die Europäische Union auszuhandeln. Sollte sich Großbritannien jedweder Vernunft verweigern und nicht auf die Forderungen der EU eingehen, könnte es aber auch zu einem „Hard Brexit“, einem Austritt ohne Freihandelsabkommen kommen. Es ist das aktuell unwahrscheinlichste Szenario; dennoch muss die Europäische Union auch darauf vorbereitet sein. Wenn die Europäische Union sich parallel auch auf den Worst Case in vollem Umfang vorbereitet, wäre sie auch für einen „Hard Brexit“ gut gewappnet. Für Großbritannien wäre der „Hard Brexit“ allerdings eine wirtschaftliche Katastrophe.

### Das Pfund Sterling stürzt ab, Fluch oder Segen für die Briten?

Am 23. Juni 2016 stimmte die Mehrheit der Wähler Großbritanniens für einen Austritt aus der Europäischen Union. Seit diesem Tag konnte der FTSE-100 Aktienindex um 5,45%\* zulegen, das Verbrauchervertrauen konnte sich nach einem kurzen Schock wieder erholen. Der Einkaufsmangerindex des verarbeitenden Gewerbes (PMI) stieg um sensationelle 5 Punkte auf 53,3. Leider muss ein Großteil der Euphorie der Abwertung des Pfunds zugeschrieben werden. Nach aktuellen Untersuchungen werden über 75% der Umsätze von Unternehmen im FTSE100 außerhalb Großbritanniens erwirtschaftet. Seit der Abstimmung ist das britische Pfund gegenüber dem US-Dollar und dem Euro um 12%\* bzw. 11%\* eingebrochen, voraus sich im FTSE 100 mathematisch allein durch das schwache Pfund ein theoretisches durchschnittliches Umsatzplus von über 7% ergibt. (\*Stand 15. 09.2016)

Gleichzeitig profitieren die exportorientierten produzierenden Gewerbe des Vereinigten Königreichs von der relativen Abwertung ihrer Währung. Aktuell ist Großbritannien ja noch vollwertiges Mitglied der EU ist und kann damit den Vorteil einer günstigen Währung mit allen heute existierenden Handelsabkommen genießen. Der Anstieg des PMI ist daher nicht verwunderlich. Diese kurzfristig entstehenden positiven

Wirtschaftsdaten von der Insel können aber nicht von den langfristigen Auswirkungen des Brexit ablenken.

Aktuell werden zwei von drei in Großbritannien hergestellten Autos in die EU exportiert. Dies bringt durch den aktuellen Kursverfall des Pfunds nun deutlich mehr Profit. Sollte es in zwei Jahren aber zu einem Brexit ohne Freihandel mit Europa kommen, werden die Vorteile der günstigen Währung durch Zölle wieder hinfällig.

Der zweite große Nachteil des schwachen Pfunds wird sich aber schon deutlich früher bemerkbar machen. Großbritannien kauft viele Waren aus dem Ausland. Importierte Waren werden aufgrund des schlechten Umtauschkurses aber immer teurer und die Kaufkraft der Bürger sinkt. Die chemische Industrie, deren Rohstoffe meist in US-Dollar abgerechnet werden, wird in Kürze ihre Preise für Endprodukte in Großbritannien erhöhen. Preise für Energie und Benzin werden voraussichtlich steigen. Das Königreich importiert Inflation und leidet gleichzeitig an einem schwächelnden Binnenmarkt. Das Großbritannien der Zukunft könnte stark an das Großbritannien der 1980er und frühen 90er Jahre erinnern: Mäßiges Wirtschaftswachstum, hohe Inflation und hohe Zinsen. Dem Königreich droht Stagflation. Das bedeutet, nur in Verbindung mit einem starken Außenhandel wird sich das schwächelnde Pfund nicht als langfristiges Desaster für Britannien herausstellen.



# Was nun, Herr Draghi? Oder: Wie könnte die EZB aus der Nullzinsfalle wieder herauskommen?



**Die Europäische Zentralbank kauft seit geraumer Zeit europäische Staatsanleihen auf. Das monatliche Kaufprogramm ist mittlerweile auf ca. 80 Milliarden Euro angestiegen. Inzwischen besitzt die EZB Staatsanleihen der Euroländer in Höhe von über 1 Billion (1.000.000.000.000,00) Euro.**

Wie genau wird es mit dem Monetary Easing weitergehen? Wird die EZB auch in Zukunft der Hauptkäufer von Staatsanleihen und damit Staatsfinanzierer Nummer Eins sein? Kann sie das Ankaufprogramm überhaupt jemals beenden?

Versuchen wir doch einmal, alle Grundsätze aus Lehrbüchern und alle historischen Erfahrungen und Erkenntnisse hinter uns zu lassen und zu akzeptieren, dass es ein solches Szenario niemals zuvor gegeben hat und die Wissenschaft keine Antworten oder Lösungsvorschläge hat.

In wenigen Jahren wird die EZB vor einer grundlegenden Entscheidung stehen. Sie könnte gezwungen sein, zu akzeptieren, dass Ihre Nullzinspolitik und ihre Stabilisierungsmaßnahmen weder den erhofften wirtschaftlichen Aufschwung, die erhoffte Inflation oder die erhoffte Sanierung von Staatshaushalten gebracht haben. Stattdessen besitzt sie Staatsanleihen in Billionenhöhe von überschuldeten europäischen Ländern, die nicht in der Lage sind, aus eigener Kraft ihre Staatsverschuldung auf das vereinbarte Maastricht-Niveau von 60% des Bruttoinlandproduktes zu reduzieren.

Um die Geister, die die EZB mit ihrer Nullzinspolitik rief, wieder los zu werden, wird sie vielleicht langfristig an einem Schuldenschnitt nicht vorbeikommen. Ein Schuldenschnitt wäre aber gleichbedeutend mit einem massiven Vertrauensverlust der Investoren und einem drastischen Einbruch des Euro. So lehrt es uns die Wissenschaft und sagt uns auch der menschliche Verstand.

Doch was wenn es sich ganz anders verhält? Was wäre, wenn es erst durch einen massiven Schuldenschnitt überhaupt möglich wird, wieder Stabilität und gesundes Wirtschaftswachstum in ganz Europa zu erreichen? Was wäre, wenn es sogar die Möglichkeit gäbe, die grundlegenden Fehler, welche bei der Einführung des Euro in den 90er Jahren gemacht wurden, zu beheben?

## **Gehen wir einmal von einem rein hypothetischen Szenario aus:**

Die EZB einigt sich in enger Absprache mit den Zentralbanken aus England, Japan, der Schweiz, der Fed usw. darauf, dass alle Zentralbanken in einer koordinierten Maßnahme einen bestimmten Prozentsatz der in ihrem Besitz befindlichen Staatsanleihen auf ewig prolongieren und den Zins der Anleihen auf null setzen.

Damit würden die Zentralbanken de facto ihren Staaten einen Teil ihrer Schulden erlassen, ohne einen offiziellen Schuldenschnitt durchzuführen. Theoretisch könnten die Papiere sogar einen negativen Zinssatz aufweisen, was im Endeffekt zu einer automatischen Tilgung führen würde.





Das Besondere an dieser Form des Schuldenschnitts ist, dass kein normaler Gläubiger, der im Besitz von Staatsanleihen ist, einen Verlust tragen müsste. Alle Staatsanleihen würden theoretisch weiter bedient. Es kommt auch zu keinem Default. Die faktische, noch zu bedienende Staatsverschuldung würde aber durch eine solche Maßnahme auf eine beliebige Größe, sagen wir einmal 60 % (oder je nach Land auch weniger) des Bruttoinlandsproduktes gesenkt werden, was in Europa praktischerweise den Maastricht-Kriterien entsprechen würde. Für die europäischen Staaten bedeutet dies, dass sie über Nacht weniger Schulden zu bedienen und weniger Zinsen zu zahlen hätten. Ihre Bonität am Kapitalmarkt würde sich dramatisch verbessern.

### Schuldenkontrolle durch die EZB

Es besteht natürlich die Gefahr, dass die Politiken unverhofften Schuldenschnitt dafür nutzt, die Staatsausgaben zu erhöhen und einfach neue Schulden anzuhäufen. Doch hier könnten die Maastricht-Verträge die Grundlage für eine länderübergreifende Lösung darstellen. Denn dort haben sich alle Euroländer ja bereits verpflichtet ihre Staatsverschuldung auf höchstens 60% ihres Bruttoinlandsproduktes zu beschränken. Die Lösung wäre die Prolongierung eines erheblichen Anteils der Staatsverschuldung im Austausch gegen eine externe Kontrolle der 60-Prozent-Regelung. Einfach ausgedrückt bietet die EZB den „Schuldenschnitt“ nur jenen Staaten an, die bereit sind, die Kontrolle über die Neuemission von Staatsanleihen an die EZB oder eine andere europäische Institution abzugeben. Damit wäre die EZB oder die EU der Wächter über die Einhaltung der

60-Prozent-Regelung des Maastrichter Vertrags. Die EZB würde erstmalig die Kontrolle über die tatsächliche Geldmenge und die Stabilität des Euro übernehmen. Falls es in Krisenzeiten einen erhöhten Kreditbedarf der Staaten geben sollte, könnte theoretisch eine Anhebung der Staatsverschuldungsquote nur einstimmig im Währungsverbund durchgeführt werden. Es gäbe keine nationalen Alleingänge und die Stabilität der Währung wäre gesichert. Völlig anders als die Wissenschaft heute propagiert, könnte das Vertrauen in den Euro dank des Schuldenschnitts daher sogar deutlich zunehmen.

Die EZB würde den einzelnen Staaten natürlich die Wahl lassen, ob sie die Souveränität Ihrer Staatsverschuldung gegen den Schuldenschnitt tauschen möchten. Das Angebot wäre für Geber- und Nehmerländer allerdings zu verlockend, um es abzulehnen. Für die Geberländer bedeutet es erstmalig eine glaubwürdige Überwachung des Europäischen Stabilitäts-Paktes, ein Ende der überhöhten Staatsverschuldungen der Nehmerländer sowie ein Ende der Hilfs- und Rettungspakete. In den Nehmerländern würden die Staatshaushalte über Nacht von der hohen Zinslast befreit, was dringend benötigte Mittel für Reformen freisetzen würde. Die europäische Sparpolitik wäre vom Tisch, gleichzeitig aber wäre die Neuaufnahme von Schulden auf 60% des BIPs begrenzt, sodass aus Sicht der Geber sichergestellt wäre, dass Reformen nach wie vor durchgeführt werden müssen. Sobald sich eine Mehrheit für das Angebot der EZB findet ergibt sich aber auch ein Gruppenzwang. Ein Land das sich gegen das Angebot der EZB entscheidet würde, müsste mittelfristig aus dem Euro austreten.

Nicht im Lehrbuch steht, dass die EZB durch Ihre Maßnahmen keine Verluste macht, dass keine Bank durch die Maßnahmen Abschreibungen vornehmen muss und dass die Geldmenge nicht über Nacht ansteigt und daher auch keine unmittelbare Inflation entsteht. Durch den koordinierten Schritt der großen Zentralbanken würden auch andere Länder Ihre Staatsverschuldung drastisch reduzieren, ohne Instabilität am Währungsmarkt zu verursachen. Einfach ausgedrückt: Den Anlegern und Spekulanten würden die Alternativen zum Euro, Dollar, Pfund oder Yen als Fluchtwährung fehlen. Durch die schlagartige Verbesserung der Bonität von Staatsanleihen würden die Zinsen in den jeweiligen Regionen wahrscheinlich sogar noch weiter sinken. Bei einer relevanten Staatsverschuldung von 60% würden griechische Staatsanleihen sicherlich keine 8% Rendite mehr anbieten. Wenn die Überwachung der Staatsverschuldung erst bei der EZB liegt, werden die Spreads europäischer Staatsanleihen sich deutlich einengen. Andererseits würde es auch keinen Sinn mehr machen, einen Negativzins für die bessere Bonität der Bundesrepublik zu zahlen.

Durch die niedrigere Zinslast, durch den faktischen Schuldenschnitt und durch günstigere Refinanzierungsmöglichkeiten würde es voraussichtlich zu einem wirtschaftlicher Aufschwung in Europa kommen, welcher wieder zu „normalen Verhältnissen“ mit 3 bis 4% Wachstum und 2 bis 3% Inflation führen könnte. Die Europäische Zentralbank wäre erstmals wieder in der Lage eine „normale“ Zinspolitik zu betreiben, ohne Rücksicht darauf, welchen Einfluss höhere Zinsen auf die Haushaltslage der Mitgliedsstaaten hätten. Die Phase der Nullzinspolitik wäre endgültig vorbei.

### Schöne neue Welt – zumindest in der Theorie. Denn die ganze Sache hat buchhalterisch einen Haken:

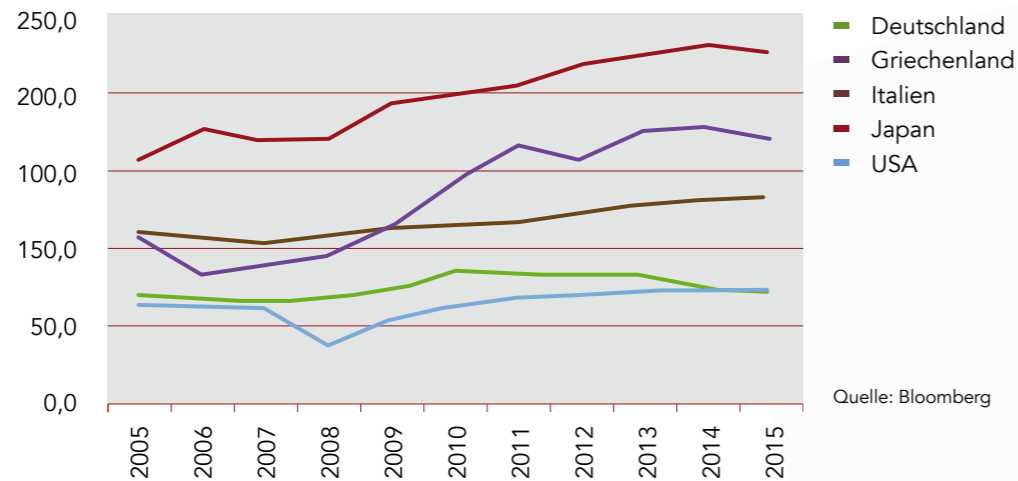
So behalten alle Länder in Wahrheit ihre aktuellen Quoten der Staatsverschuldung. Griechenland hätte auch weiterhin, obwohl der größte Teil keine Zinsen und Tilgung mehr erfordert, eine Verschuldung von über 175%. Gleichzeitig darf die EZB aktuell keine Staatsanleihen in Ihrem Besitz in Anleihen mit negativer Rendite haben. Das entspräche einer Staatsfinanzierung durch die EZB und ist nach den aktuellen Statuten verboten. Der Trick, ewig laufende Staatsanleihen mit negativen Zinsen herauszugeben, die sich quasi selbst abbezahlen, ist aktuell nicht möglich. Die echte Schuldenquote der Staaten kann nicht automatisch sinken.

Es ist schwer zu prognostizieren welche Schlussfolgerungen Rating-Agenturen aus der neuen Situation ziehen würden. Berechnen sie die Bonität eines Landes aufgrund der tatsächlich unveränderten Staatsverschuldung oder gehen sie pragmatisch vor und beurteilen nur die zu bedienenden Verpflichtungen? Die Zahlungsfähigkeit der Länder hat sich ja unverkennbar deutlich verbessert. Am Ende hängt die Entscheidung voraussichtlich vom politischen Willen der betroffenen Staaten und Institutionen ab. Ohne die Politik können weder die EZB noch Mario Draghi das Problem lösen. Von daher unterscheidet sich dieses Szenario nicht von der Situation von heute. Das Problem der viel zu hohen Staatsverschuldung kann nur mit dem dazugehörigen politischen Willen gelöst werden.

### Es bleibt also weiter spannend!



Staatsverschuldung in % des Bruttoinlandsprodukts.





# Kapitalmarktblasen – bleiben Sie ruhig!



Eine „Blase“ in einer Vermögensklasse wird als eine Überbewertung verstanden, deren Grundlage eine Form des „irrationalen Überschwangs“ widerspiegelt: Bewertungen erreichen ein Niveau, das sich weit von einem historisch und langfristig festgestellten Mittelwert, einer Art „Normal-Bewertung“, entfernt hat.

## Was heißt: eine Anlage „fundamental zu bewerten“?

Ganz generell werden Vermögensklassen bewertet, indem eine Relation aus erwartetem Wachstum (Gewinn und/oder Umsatz) und zu erwartender bzw. zu leistender Risikoprämie hergeleitet wird. Dazu werden die künftigen Gewinne oder Ausschüttungen bzw. Dividenden geschätzt und untersucht, was diese Erträge „heute wert wären“. Oft helfen hier mathematische Modelle, wie z. B. das „Dividend-Discount-Model“, in dem ein Zinssatz zur Diskontierung der Ausschüttungen gewählt wird. Damit erklärt sich exemplarisch der Zusammenhang zwischen Aktien- und Rentenmarkt, zwischen Kursbewegung und gesunkenen Zinsen.

Eine Aktie mit einem Wachstum von beispielsweise mehr als 200 Prozent ist im Prinzip sehr attraktiv. Gleichzeitig kann sie aber sehr „teuer“ sein, wenn etwa das mit einer Investition in Verbindung stehende Risiko bzw. die dafür zu zahlende Risikoprämie sehr hoch ist. Oder anders herum: Wenn eine nur einstellige Wachstumsrate auch nur mit einem geringen Risiko verbunden ist, kann dieses (geringe) Wachstum durchaus attraktiv sein. Mit dem Wachstumserfolg treten allerdings Wettbewerber in den Markt ein. Der Wettbewerbsdruck erhöht sich

mit fortschreitender Reife der Produkte, Kostendruck entsteht, z. B. durch steigende Preise der Input-Faktoren. All dies führt schließlich zu Margendruck, der sich negativ auf die Gewinnsituation auswirkt.

In diesem Stadium wird es oft schwieriger, Kredite zu erhalten, weil Kreditgeber (die das schwierigere Umfeld auch wahrnehmen) ihre Kreditbedingungen erhöhen. Als Folge weiten sich die Risikoprämien („credit spreads“) und erhöhen weiter den Druck auf die Unternehmensgewinne. Als Schluss zeigt sich ein Ende des Gewinnzyklus. Während die Gewinnsituation unter Druck kommt, beginnt die Börse nachzugeben und Bewertungskennzahlen („multiples“) werden reduziert. An dieser Stelle erhöht sich das Risiko, dass eine Korrektur des Marktes erfolgt.

Spätestens wenn das erwartete Wachstum in markante und teils hochspekulative Höhen steigt (in Zeiten der „Tech-Bubble“ zur Jahrtausend-Wende wurden etwa „Klickzahlen“ auf Internet-Seiten als Bewertungsmaßstab für deren angebliches Wachstum herangezogen), muss sich ein Investor über das offensichtlich entstandene hohe Risiko im Klaren sein.

## Warum platzen Blasen?

Generell unterscheiden wir zwischen Marktkorrektur („Bärenmarkt“) und einem „Börsen-Crash“. Die Auslöser – und die Wirkung – unterscheiden sich deutlich: Eine Marktschwäche wird durch den Kredit- und damit auch Gewinnzyklus ausgelöst, während ein Börsen-Crash ein Liquiditätsereignis ist.

Marktabstürze oder ein Crash entstehen im Investitionszyklus oft in Zeiten überschüssiger Liquidität, in denen immer mehr günstiges



Geld in zukünftiges Wachstum investiert wird und gleichzeitig Bewertungsniveaus bis hin zur Unendlichkeit verlängert werden. „Normal“ sind Prognosen für Bewertungszeiträume bis etwa zehn Jahre; der zeitlich nachfolgende Ertragsanteil an einer Bewertung fließt nur mit einer kleinen Restgröße in das Ergebnis ein.

Neben der Liquiditätsseite verhalten sich Investoren auch auf der Finanzierungsseite vor einem Marktkollaps irrational: Zu Beginn eines Zyklus erfolgt zunächst eine abgesicherte Finanzierung. Die Einnahmen, die den Investitionen folgen, reichen aus, um die Kredite zurückzuzahlen. Erweist sich das Wirtschaftswachstum als stabil, erscheint eine spekulative(re) Finanzierung rentabel. Die Einnahmen reichen jetzt nur noch aus, um die Zinsen der aufgenommenen Kredite zu bedienen; die Kredite selbst dagegen werden durch neu aufgenommene Kredite ersetzt. Schließlich gehen die Investoren zu einem Schneeballsystem über: Nun werden sogar zur Finanzierung der Zinslast Kredite aufgenommen, da die Investoren immer noch darauf vertrauen, dass ganz zum Schluss die Einnahmen aus der Investition ausreichen, um alle aufgelaufenen Verpflichtungen erfüllen zu können. Insgesamt

wird die Wirtschaft immer labiler, bis es zu einem Platzen der Spekulationsblase und möglicherweise dem Ausbruch einer Finanzkrise kommt.

Die Intensität eines Marktabsturzes führt dazu, dass sich immer mehr Anleger des Risikos bewusst werden, es kritisch hinterfragen und plötzlich durch das gleiche „Schlüsselloch“ aus dem Markt hinaus wollen. Denn: Wollen viele verkaufen, diktieren die wenigen Käufer den Preis!

Daher verlangt gerade dieser Herdentrieb vom Vermögensverwalter „breite Schultern“, denn er muss sich – im Sinne seiner Kunden – gegen den Trend, gegen angeblich „leicht zu machendes Geld“ stemmen, wenn Bewertungen irrational erscheinen. Dies zu erkennen setzt einiges an Erfahrung und charakterlicher Stärke voraus.

## Gibt es aktuell gefährliche Tendenzen?

Derzeit befinden wir uns in einer Welt mit strukturell niedrigem Wachstum bei gleichzeitig niedriger Inflation. Dies bedeutet auch, dass

Wachsamkeit schützt vor zu viel Euphorie.

Die „Greater-Fool-Theorie“

Das ist die Krux des Investierens: Niemand möchte als erster die Party verlassen, jeder hofft darauf, als letzter durch die sich gerade schließende Tür zu kommen ... bevor die Party zu Ende ist. Oder anders gesagt: Jemand ist bereit, einen Vermögensgegenstand „über Wert“ zu kaufen, weil er davon ausgeht jemanden zu finden, der ihn zu einem noch höheren Kurs kaufen wird – der also ein noch größerer Dummkopf ist als man selbst.

sich Anleiherenditen – und damit Gewinnrenditen – am Markt im Vergleich zu ihrer langfristigen Historie auf einem niedrigeren Niveau befinden und sich derzeit kaum bewegen.

Im Aktiensegment haben wir zwei Schlüsselbereiche identifiziert, deren Bewertung aktuell zu hinterfragen ist.

Zum einen werden Aktien – absolut betrachtet – mit sehr hohen Kennzahl-Vielfachen („multiples“) gehandelt. Dies macht angesichts der niedrigen Anleiherenditen durchaus Sinn, schließlich refinanzieren sich Unternehmen preiswert(er) und können somit eine höhere Marge und höhere Gewinne erzielen. Gleichzeitig sollten gerade jetzt Makro-Risiken (etwa geo-politische Risiken oder der ökonomische Zustand von Teilen der Weltwirtschaft, wie der aufstrebenden Volkswirtschaften – „den emerging markets“) stärker in die Beurteilung der Gesamtsituation mit einfließen. Denn sie haben nicht unwesentlichen Einfluss darauf, ob diese erwarteten Erträge auch wirklich realisiert werden können.

Zum anderen handeln Aktien mit geringerem Gewinn- und Ertrags-Risiko („Value-Aktien“, „Witwen- und Waisen-Papiere“) mit einem deutlich höheren Multiple im Vergleich zum Rest des Marktes. Dies ist per se ebenfalls ver-

ständig, weil diese erwartete „höhere Sicherheit“ (also: das geringere Risiko) in Verbindung mit einem als konstant angenommenen Ertrag eine höhere Bewertung zulässt. Trotzdem fällt auf, dass einige dieser Firmen sehr früh angefangen haben, ihre Verschuldung zu erhöhen. (Fairerweise gesagt ist diese Verschuldung im Vergleich zu den „wilden Zeiten“ vor der Kreditkrise (2005-2008) zwar immer noch vergleichsweise niedrig, aber doch deutlich höher, als in der Phase der Marktberuhigung bzw. der „Kreditklemme“ ab etwa 2010.)

Der höhere Verschuldungsgrad wird dann kritisch, wenn anziehende Kreditzinsen oder eine schlechtere Kreditversorgung die Korrelation und Reagibilität zum Kreditmarkt erhöht, wenn also eine Abhängigkeit vom Kreditmarkt die Überlebensfähigkeit eines Unternehmens negativ beeinflussen kann. Sollten wir uns tatsächlich dem Ende des Niedrigzins-Zyklus nähern, würden sich diese Aktien – trotz erwarteter geringerer Volatilität, aber durch ihren höheren Verschuldungsgrad – tendenziell weniger gut entwickeln, als weniger stark verschuldete Unternehmen.

Vorsicht ja, aber kein Blasen-Risiko

Die Treiber für die Kapitalmärkte der vergangenen Jahre ließen sich leicht aufzählen: die Erwartung eines steigenden Wirtschaftswachstums in Kombination mit sinkenden Anleiherenditen ergab das positive Umfeld für Aktien. Aber dies kann nicht in die Unendlichkeit



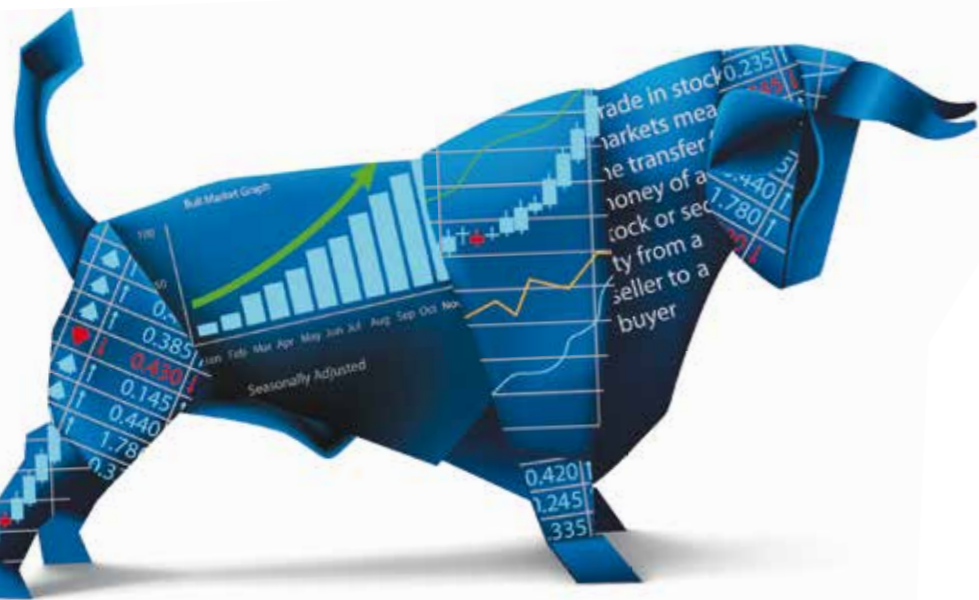
Komfortable Stabilität in unsicheren Zeiten

Insbesondere familiengeführte Unternehmen verfügen über eine niedrigere Verschuldung als andere Kapitalgesellschaften. Neben den Werten, für die Familien-Unternehmen stehen, wie Verlässlichkeit, Kontinuität und Vertrauen, sind sie ökonomisch meist sehr komfortabel aufgestellt. Dies hilft, in den möglicherweise vor uns liegenden schwieriger werdenden Zeiten den notwendigen unternehmerischen Freiraum zu erhalten, um profitabel agieren zu können.

fortgeschrieben werden: Derzeit wächst die Konjunktur eher verhalten, der Konsum schwächt, auch weil Arbeitsplätze häufig in niedrigen Gehaltsstufen entstehen. Investitionen geben wenig Impulse, weil viele Staaten sparen, um sich zu entschulden. Daneben fällt es der Industrie schwer, die fortschreitende Technologisierung in entsprechende Produktivitätsfortschritte umzusetzen. Die Frage bleibt, wie die Märkte einen Anstieg der Anleiherenditen kompensieren könnten. Denn auch wenn es noch einige Jahre dauern wird, irgendwann wird auch in Europa die Niedrigzinsphase zu Ende gehen. Bereits im Dezember 2015 erhöhte die US-Zentralbank die Zinsen leicht, die EZB wird sich hierfür sicherlich noch etwas Zeit lassen. Die Risikoprämien („credit spreads“) ziehen jedoch partiell bereits wieder an. Gleichzeitig bleibt das globale Gewinnwachstum auf vorerst vergleichsweise niedrigem Niveau, wobei die Volatilität am Markt phasenweise erheblich zugenommen hat.

Das Risiko für eine Korrektur hat sich somit tendenziell erhöht. Ein wichtiges Kriterium für eine Blase fehlt jedoch derzeit: Euphorie ist nicht feststellbar! Wir mögen Aktien hoher Qualität, mit stabiler Gewinn- und Umsatzgenerierung, idealerweise in Verbindung mit einem sich verbessernden fundamentalen Umfeld und einem nachhaltigen – weil: niedrigen – Verschuldungsniveau.

Das Qualitätskriterium ist sowohl bei familiengeführten Unternehmen als auch bei Firmen mit starken Marken eindeutig gegeben. Ihre Vorteile zeigen sich interessanterweise immer stärker in der Mitarbeiterzufriedenheit und bei der Arbeitgeberwahl: hier wird die Ausrichtung auf Nachhaltigkeit der Zielerreichung und Orientierung an Familienwerten honoriert. Diese erfolgversprechenden Unternehmen auch weiterhin für unsere Anleger zu finden ist eine der Hauptaufgaben unseres Portfoliomanagements.



**Der typische Verlauf von Spekulationsblasen wird z. B. durch das fünfstufige Modell der US-Ökonomen Hyman P. Minsky (1919-1996) und Charles P. Kindleberger (1910-2003) beschrieben.**

■ **Verlagerung („Displacement“)**

Blasen haben in der Regel einen realwirtschaftlichen Hintergrund: eine grundlegende Veränderung beeinflusst die Wirtschaft massiv. Ökonomen sprechen von einem „exogenen“, von außen kommenden Schock, z. B. durch Erfindungen wie die Dampfmaschine, Kunstdünger, die Eisenbahn oder das Internet. Auch Neuprodukte bzw. Veränderungen in der Beschaffung („Tulpen-Euphorie“ oder der Hype um Sport-Sammelkarten), eine finanzielle Liberalisierung oder Deregulierung oder ein Kriegsende können den Grundstein für einen Boom legen.

■ **Boom („Boom“)**

Während dieser Phase entsteht eine scheinbar überzeugende Argumentation, die das Anlagethema stützt (z. B.: „Immobilienpreise sind noch nie gefallen. Hier sind die Gewinne in Stein gemeißelt.“). Eine Finanzierung, oft in Form von Krediten, befeuert die Preise weiter, was der Argumentation rund um das Anlagethema zusätzliche Glaubwürdigkeit verleihen kann: ein positiver Rückkopplungseffekt entsteht.

■ **Euphorie („Euphoria“)**

Hiermit beginnt die gefährliche Phase. Anleger glauben, die Preise könnten nur noch steigen, die (möglichen oder realisierten) Erträge werden in die Zukunft fortgeschrieben. Eine oft gehörte Beruhigung in diesem Zusammenhang lautet: „Diesmal ist alles anders“. Bewährte Bewertungsgrundsätze werden als nicht mehr zeitgemäß belächelt. Da der Boom „ewig andauern wird“,

werden neue Kennzahlen erfunden oder Begründungen kreiert, um die nach oben schießenden Preise zu rechtfertigen. In Vermögensgegenstände wird nicht mehr wegen des erwarteten Ertrags investiert, sondern wegen der Aussicht, die Anlage zu einem höheren Preis weiterverkaufen zu können („Greater-Fool-Theorie“). Denn: Gewinne gibt es in dieser Phase quasi „geschenkt“. Auch die soziale Komponente trägt zur Ausbreitung der Hochstimmung bei: Wenn selbst „die Verkäuferin um die Ecke oder der Taxifahrer“ an einer Spekulationsblase Geld verdienen, braucht ein Anleger viel Rückgrat und „ruhiges Blut“, um sich nicht auch berauschen zu lassen. Denn wenig scheint schlimmer als zu sehen, wie „der Nachbar reich wird“ und man selbst ist bei der Party nicht dabei...

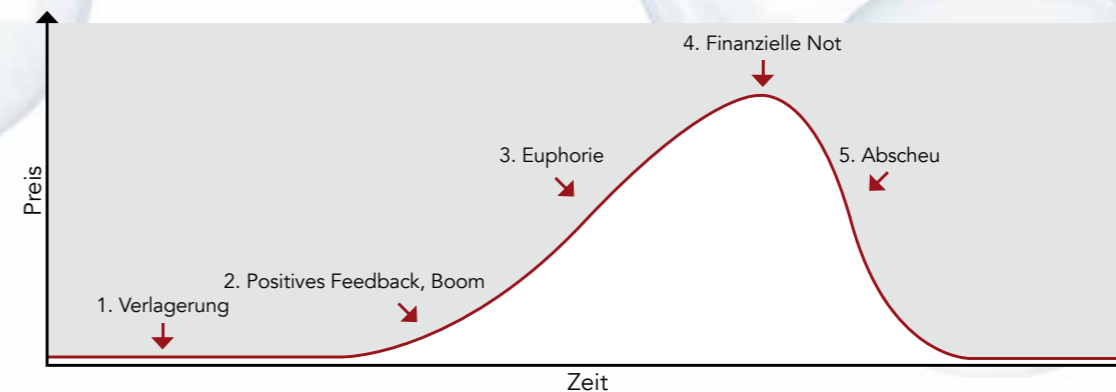
■ **Finanzielle Not („Crisis“)**

Oft bringt ein unscheinbares Ereignis die Blase zum Platzen: Ein Marktteilnehmer meldet Insolvenz an, Verkäufe durch Unternehmensinsider mehren sich. Die Kurse der Unternehmen steigen nicht mehr und bröckeln ab. Zu Beginn nutzen Anleger diese Rückschläge für Zukäufe. Doch dann geht es ganz schnell: die Kurse geraten unter Druck, erste Finanzierungen aus der Aufschwung-Phase geraten in Schwierigkeiten, Optionspositionen in den Aktien müssen liquidiert werden, um Portfolio-Risiken zu reduzieren und Liquidität zu gewinnen. Die Preise fallen noch stärker, eine Abwärtsspirale setzt ein. Oft kommen in dieser Phase sogar kriminelle Aktivitäten (Scheinumsätze, aufgeblähte Bilanzen, überhöhte Bewertungen, usw.) ans Licht.

■ **Abscheu („Revulsion“)**

Während dieser letzten Phase wollen die Investoren endgültig von dem Anlagethema nichts mehr wissen und wenden sich ab. Das Ausmaß der Fehlinvestitionen – z. B. leerstehende Haus- und Wohnungskapazitäten oder Glasfasernetze, die niemand benötigt – wird langsam ersichtlich, die Preise fallen auf ein extrem tiefes Niveau.

Die Anatomie der Spekulationsblase nach Kindleberger/Minsky



Quelle: AMF Capital nach Minsky / Kindleberger

# Die lockere Geldmarktpolitik wird fortgesetzt



## Das erweiterte Anleihekaufprogramm der Europäischen Zentralbank zeigt Wirkung, zumindest an den Finanzmärkten.

Seit Juni kauft die EZB für Milliarden Euros neben Staatsanleihen und Finanztiteln nun auch Unternehmensanleihen. Sie hat so ihre monatlichen Anleihekäufe auf über 80 Milliarden Euro erhöht und plant, diese Käufe zumindest bis Ende März 2017 fortzusetzen. Ziel dieser Anleihekäufe (Quantitative Lockerung) ist es, die extrem niedrige Inflation der Eurozone durch Zuführung von viel Liquidität zu erhöhen. Inzwischen hat die EZB mehr als eine Billion Euro in die Märkte gepumpt. Dennoch ist die Notenbank ihrem Ziel, die Inflation anzukurbeln, kaum näher gekommen: Die Verbraucherpreise lagen zuletzt nur 0,2 Prozent über dem Vorjahresniveau. Auch die Kerninflationsrate – also die Teuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel – lag im August mit 0,8 Prozent unter dem Juli-Wert. Aus diesem Grund spekulieren die Finanzmärkte schon seit geraumer Zeit mit einer erneuten Ausweitung der Quantitativen Lockerung durch die EZB.

Während viele Analysten mit einer zeitlichen Verlängerung des Kaufprogramms rechnen, glaubt eine zunehmende Anzahl eher, dass die Notenbank die sich selbst auferlegten Regeln für den Erwerb von Anleihen aufweichen wird. Denn einige Wertpapiere werden angesichts der hohen Kaufvolumina inzwischen knapp. Neben den Bonitätsauflagen beim Erwerb von Anleihen besagen diese Regeln auch, dass die Notenbank lediglich 33 Prozent einer bestimmten Anleihe erwerben und nur solche Bonds kaufen darf, bei denen die Rendite nicht unter dem Einlagensatz für Kreditinstitute liegt,

derzeit bei – 0,4 Prozent. Außerdem besteht ein Kapitalschlüssel, nach dem sich die Anleihekäufe richten. Dieser richtet sich nach dem jeweiligen Anteil, den die nationalen Notenbanken des Eurosystems an der EZB halten. Viele Marktteilnehmer hatten damit gerechnet, dass die EZB schon Anfang September ihre Ausweitung des Programms ankündigen würde. Nun wartet man auf die nächste Sitzung im Oktober. Doch schon die Verschiebung der Ankündigung zeigt, wie sensibel der Kapitalmarkt auf den Zeitpunkt und das mögliche Ausmaß der nächsten Lockerung reagiert.

Während in Folge der geldpolitischen Maßnahmen der EZB die Renditen seit Jahresanfang kräftig fielen, führte die Nichtankündigung seitens der Notenbank zu einer deutlichen Kurskorrektur. Gut zu sehen ist dies an der Rendite der 10jährigen Bundesanleihe: Lag diese zu Beginn des Jahres noch bei 0,63 Prozent, fiel sie bis Anfang Juli auf ein Rekord-Niveau von nahezu – 0,20 Prozent, was einem Kursanstieg von über 7 Prozent entspricht (Sogar 15jährige Bundesanleihen handelten zeitweise mit einer negativen Rendite). Die Enttäuschung über die Nichtankündigung hat nun die Rendite der Anleihe wieder in den positiven Bereich steigen lassen. Doch nicht nur Staatsanleihen und Finanztitel haben vom Kaufprogramm profitiert. Seit Erweiterung des Programms auf Unternehmensanleihen sind davon Anleihen im Wert von mehr als 18 Milliarden Euro in den Besitz der EZB gelangt. Und auch diese Anleihen haben kräftige Kursanstiege und fallende Renditen zu verzeichnen.

Das „Leeren der Regale“ durch die Notenbank hat viele Anleger dazu verleitet, bei der Jagd nach Rendite auf Emittenten auszuweichen, die nicht von der EZB gekauft werden dürfen. Dazu

gehören natürlich insbesondere Anleihen aus dem Bereich „Non Investment Grade“. Während dieser Sektor noch im vergangenen Jahr von Investoren auf der Suche nach Sicherheit gemieden wurde, legten Bonds mit geringer Bonitätsqualität seit Beginn des Jahres eine erstaunlich gute Performance hin. Und das häufig ohne eine spürbare Bonitätsverbesserung bei den Emittenten. Während wir nach wie vor davon ausgehen, dass die EZB ihre Quantitative Lockerung erweitern wird, weil sie ihr Ziel der Ankurbelung der Inflation nicht erreicht hat – sehen wir die Auswirkung des Programms auf den Kapitalmarkt kritischer. Sicherlich freut sich jeder Anleger, wenn ein „großer Investor“ am Kapitalmarkt durch Käufe für steigende Kurse sorgt. Doch ein Ende oder eine Verschiebung dieser Aktivitäten kann auch schnell zu kräftigen Marktkorrekturen führen. Auch die Spekulation über die zukünftige Zinspolitik der Federal Reserve Bank der USA führt immer wieder zu Nervosität und steigender Volatilität an den Finanzmärkten. Selbst wenn wir nur mit kleinen, eher „symbolischen“ Zinsschritten seitens der Fed rechnen, werden die Diskussionen über mögliche Zinsschritte auch in Zukunft zu Turbulenzen an den Finanzmärkten führen.

## Chancen und Risiken

Wir gehen davon aus, dass der Leitzins in der Eurozone noch für geraume Zeit auf dem niedrigen Niveau verharren wird und die Maßnahmen der EZB auch weiterhin niedrige Renditen am langen Ende der Zinsstrukturkurve zur

Folge haben werden. Auch die zu erwartenden Zinsschritte der US-Notenbank werden wohl eher sehr moderat ausfallen. Gleichzeitig wird die hohe Volatilität weiter anhalten, wenn sie nicht sogar noch steigt. Insgesamt erwarten wir, dass die Renditen bei nahezu allen Anleiheklassen auf Grund der Käufe durch die EZB weiter fallen. Eine professionelle Bonitätseinschätzung wird in Zeiten von niedrigen Renditen immer wichtiger.

Um die anhaltend hohe Volatilität und somit die Risiken in unseren Portfolios zu verringern ziehen wir weiterhin eine Duration von knapp unter vier Jahren vor. Wir planen, an dieser Strategie auch weiterhin festzuhalten.

## Unsere AMF-Prinzipien behalten wir bei:

- Wir achten auf die Veränderung der Qualität bei den Schuldern (hohe Bonität).
- Wir erwerben nur liquide Wertpapiere (hohe Fungibilität).
- Wir streben eine größtmögliche und breite Diversifizierung an.

So wollen wir weiterhin sicherstellen, dass das eingesetzte Kapital erhalten bleibt und eine positive Rendite erwirtschaftet werden kann.

