

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Paradigmenwechsel im Fokus: Welche Themen bestimmen die nächsten Jahre?

Als Investor muss man sich zuweilen mit eher langweiligen und operativen Details beschäftigen, um Portfolios auf der Erfolgsspur zu halten. Die wirklich wichtigen und langfristig besonders performancerelevanten Entscheidungen beruhen aber meistens auf grundsätzlichen Überlegungen und Einschätzungen, die über das Tagesgeschäft hinausgehen. So spielt es zwar eine Rolle, ob man statt einer Siemens-Aktie vielleicht eine GE-Aktie im Portfolio hält, aber noch viel wichtiger ist die Entscheidung darüber, ob man vor dem Hintergrund z.B. konjunktureller Entwicklungen überhaupt Aktien halten möchte. Noch grundsätzlicher als konjunkturelle Analysen sind Überlegungen darüber, ob Märkte innerhalb eines gewissen „Paradigmas“ funktionieren, das andere mögliche Einflussfaktoren überlagert. Eine solche Situation lag z.B. in der zweiten Hälfte der 90er Jahre vor und endete erst im Jahr 2000, als die Internetblase mit einem großen Knall platzte. Damals herrschte die Vorstellung, dass durch das Aufkommen des Internets und des allgemeinen technischen Fortschritts ein struktureller Bruch im Produktivitätswachstum entstanden sei, der dauerhaft zu mehr BIP- und zu mehr Gewinnwachstum führe. In der Folge wurden die „fairen“ Bewertungsniveaus von Aktien, vor allem im Technologiebereich nach oben angepasst, dementsprechend konnten auch Aktienindizes über den Zeitraum mehrerer Jahre erhebliche Zuwächse erzielen. So stieg der DAX von Anfang 1995 bis zum Höhepunkt im Jahr 2000 um fast unglaubliche 258%, während der S&P 500 als Kursindex (ohne Dividenden) knapp 150% zulegte. Wie außergewöhnlich diese Entwicklung war lässt sich auch daran erkennen, dass seit dem Höhepunkt im Jahr 2000 der DAX bis heute nur noch 32% zugelegt hat, während der S&P 500 etwa 39% angestiegen ist. Diese außergewöhnliche Entwicklung von 1995 bis 2000 hatte weniger mit konjunkturellen Daten zu tun, sondern mit dem übergeordneten Paradigma, das alle anderen Themen dominierte.

Vor dem Hintergrund dieser Beobachtung stellt sich die Frage, ob sich nicht auch in der heutigen Zeit Paradigmen oder Themen herauskristallisieren, die in den kommenden Jahren den Trend an den Kapitalmärkten dominieren könnten. Aus unserer Sicht kommen hier drei Sachverhalte in Betracht, wobei ein Thema aus unserer Sicht ganz klar dominiert. Die vermutlich etwas weniger bedeutsamen Themen sind aus unserer Sicht zum einen der (schleichende) Bedeutungsverlust internationaler Institutionen. Die UNO hat aus unserer Sicht in den letzten Jahren stark an Bedeutung und „Schlagkraft“ verloren, und auch Institutionen wie die Weltbank oder der IWF scheinen ihre besten Zeiten hinter sich zu haben. Der Brexit ist ein weiterer Hinweis darauf, dass Menschen das Vertrauen in komplexe surpanationale Organisationen eher verlieren und wieder mehr auf kleinere Einheiten setzen. Die verschiedensten Unabhängigkeitsbewegungen in diversen Ländern sind vermutlich als ein weiterer Hinweis dafür zu werten, und auch die schwierigen TTIP-Verhandlungen deuten in eine ähnliche Richtung. Sollte sich dieser Trend in den nächsten

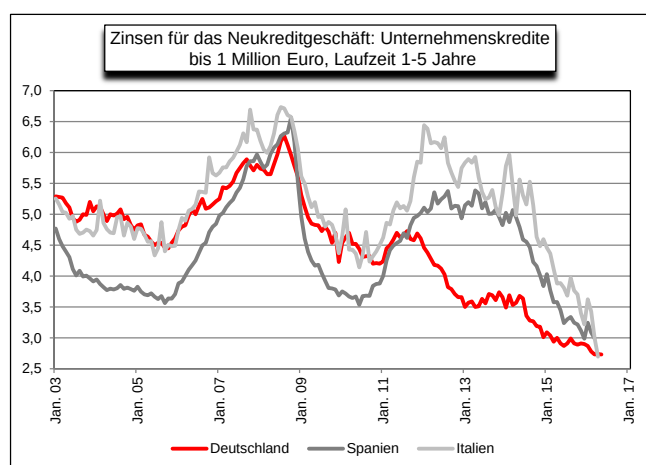
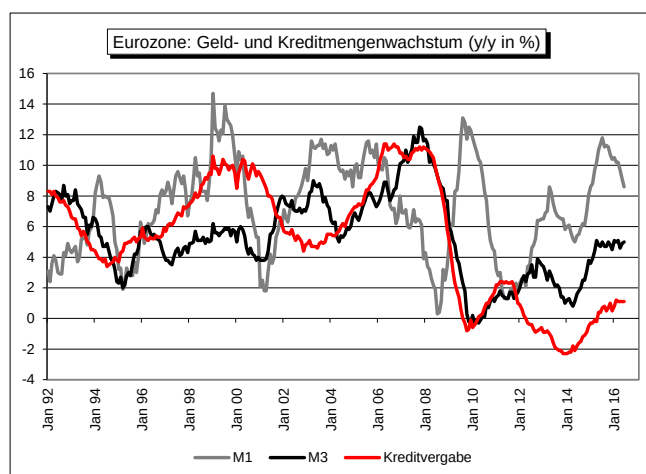
Jahren fortsetzen, führt dies eher zu mehr politischen Unsicherheiten, Komplikationen und einer möglichen Entschleunigung der Globalisierung. Der seit einiger Zeit mehr oder weniger stagnierende Welthandel ist vielleicht ebenfalls eine Bestätigung für diese These. Für die Märkte bedeutet dieser Sachverhalt isoliert betrachtet tendenziell etwas mehr Volatilität bei einer reduzierten Performanceerwartung für Aktien, da sich die Gewinnentwicklung multinationaler Unternehmen abschwächen wird.

Allerdings treibt uns ein weiteres großes Thema um, das in Kombination mit der ersten Beobachtung durchaus einen größeren Einfluss auf die Märkte entwickeln könnte. Dabei handelt es sich um die zu beobachtenden Verwerfungen in der arabischen Welt, die ein wenig an die Anfänge des Dreißigjährigen Krieges in Europa erinnern. In gewisser Weise ist dies u.a. die Spätfolge konfuser Grenzziehungen von Engländern und Franzosen nach dem Ersten Weltkrieg quer durch diverse Stämme, Sprachgebiete und Konfessionen, die sich nun in immer heftigeren Konflikten entladen und ein zunehmend bedeutsames geopolitisches Konfliktpotenzial in sich bergen.

Das langfristig mit Abstand wichtigste Thema für die Märkte ist aber aus unserer Sicht das nahezu unumkehrbare Ende der Geldpolitik, so wie wir sie bisher kannten. Das klassische Instrumentarium der Geldpolitik bestand in erster Linie aus der Steuerung der Giralgeldschöpfung. Die Schöpfung von Buchgeld geschieht über die Gewährung von Krediten und kann über das Zinsniveau sowie andere Instrumente wie z.B. Mindestreserveverpflichtungen und Auflagen zur Eigenkapitalhinterlegung gesteuert werden. Das Problem besteht nun darin, dass dieser Mechanismus inzwischen in vielen Ländern und Währungsräumen massiv gestört ist. Das hat viele Gründe. Zum einen brauchen Unternehmen heute weniger Kredite als früher, da sie auf der einen Seite selbst über erhebliche Cash Flows verfügen; zum anderen vergeben Banken zunehmend ungern Kredite, da durch die hohen Eigenkapitalanforderungen und andere Regulierungsvorgaben der wirtschaftliche Anreiz zur Vergabe von Krediten immer weniger gegeben ist. Auch die immer weiter fallenden Margen im Kreditgeschäft führen dazu, dass immer weniger Geschäftsbanken Interesse an der Vergabe von Krediten haben. Im Ergebnis führt dies dazu, dass die Notenbanken andere Wege einschlagen müssen, wenn sie die Geldmenge steuern wollen.

Ein unkonventioneller, aber seit vielen Jahren massiv praktizierter Weg besteht darin, als Notenbank in großem Umfang Wertpapiere aufzukaufen und damit Geld in den Umlauf zu bringen, das es vorher nicht gab. Der „Trick“ besteht darin, Wertpapiere mit Geld zu kaufen, dass vor der Transaktion nicht existierte. Es wird dem Verkäufer des Wertpapiers ein Betrag auf sein Konto überweisen, der auf Seite der Notenbank von keinem Konto geflossen ist. Die meisten Verkäufer der Wertpapiere sind und waren Banken. Die Hoffnung der Notenbanken bestand nun viele Jahre darin, dass die Geschäftsbanken die gewonnene Liquidität nutzen würden, um wiederum Kredite zu vergeben. Aber diese Hoffnung ist bisher kaum aufgegangen, und

zwar aus Gründen, die auch schon das „Ende“ der klassischen Giralgeldschöpfung erklären. Dieser Sachverhalt lässt sich auch an Zahlen gut ablesen. Beispielsweise wurde in Europa in den letzten Jahren in Folge der expansiven unkonventionellen Geldpolitik die Zentralbankgeldmenge massiv ausgeweitet, während die breite, wirklich nachfragerrelevante Geldmenge (die sog. Geldmenge M3) nur zögerlich gewachsen ist. Im Ergebnis bedeutet dies, dass die von der Notenbank geschaffene Geldmenge nur sehr langsam in die breite Volkswirtschaft „diffundiert“. Natürlich könnten Notenbanken auf die Idee kommen, die Dosis des Einsatzes zu erhöhen und noch mehr Anleihen oder sogar Aktien zu kaufen (einige Notenbanken tun dies schon jetzt). Trotzdem bleibt die Erkenntnis, dass diese geldpolitische „Waffe“ langsam stumpf zu werden droht. Dies könnte in letzter Konsequenz dazu führen, dass Notenbanken sogar ernsthaft den Einsatz von „Helikoptergeld“ in Erwägung ziehen. Dabei geht es darum eine Methode zu finden, neu geschaffene Liquidität direkt und ohne Umwege über die Geschäftsbanken nachfragewirksam werden zu lassen. Die Bezeichnung dieses Vorganges mit Helikoptergeld ist dabei durchaus passend, denn das Abwerfen von Geldbündeln über einer Stadt hätte genau diesen Effekt: Das Geld käme direkt bei den Endverbrauchern an und würde dort (vielleicht endlich) den erhofften geldpolitischen Effekt bringen.



In Wirklichkeit würde dieser Vorgang natürlich ein wenig eleganter gelöst und benötigte keine Hubschrauber, jedoch gibt es tatsächlich Mittel und Wege, die dem Helikoptergeld ökonomisch sehr nahe kommen würden.

Doch wäre eine solche Welt wirklich erstrebenswert? Fassen wir den Sachverhalt noch einmal zusammen: Die klassische Giralgeldschöpfung funktioniert (fast) nicht mehr, aber Zentralbanken werden sich hüten, die verbliebene restliche Funktionsfähigkeit durch steigende Zinsen komplett zu zerstören. Die Zinsen bleiben also sehr lange sehr niedrig. Gleichzeitig verlegt sich die Geldpolitik hinsichtlich der Geldmengensteuerung zunehmend auf direktere, unkonventionelle Maßnahmen, beginnend mit dem Aufkauf von Wertpapieren bis hin zu dem Einsatz einer Helikoptergeld-Variante. Selbst eine direkte monetäre Staatsfinanzierung scheint für die nächsten zehn Jahre nicht mehr komplett ausgeschlossen. Beispielsweise könnten Notenbanken auf die Idee kommen, auf eine Rückzahlung von zuvor gekauften Staatsanleihen zu verzichten – der Phantasie sind hier keine Grenzen mehr gesetzt.

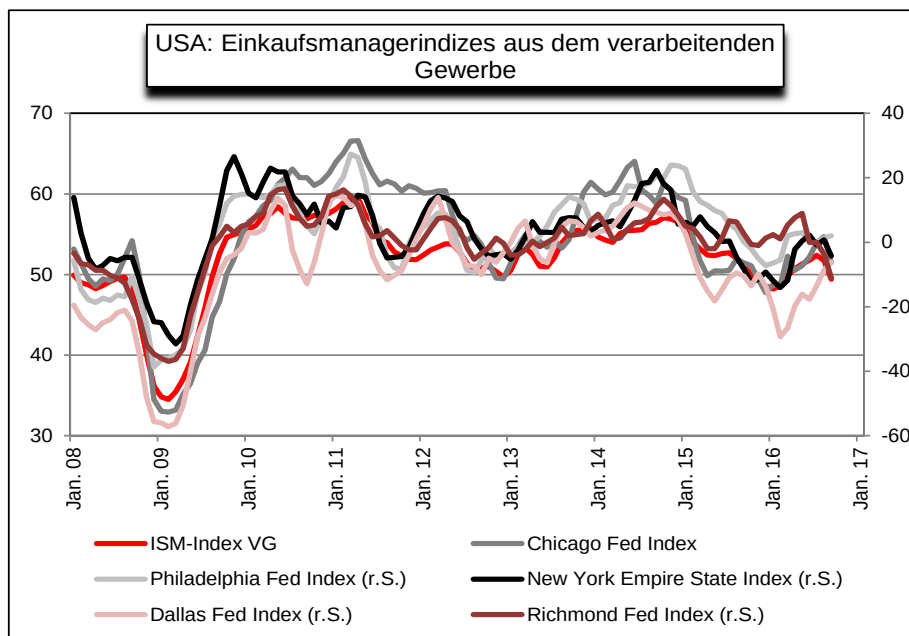
In einer solchen Nullzins-Welt mit starkem Liquiditätswachstum käme es auch an den Märkten zu einem Paradigmenwechsel. Die Bewertung von Aktien würde beispielsweise kaum noch eine Bedeutung haben, da bei dauerhafter Abwesenheit von Zinsen nicht klar wäre, wie der Barwert zukünftiger Gewinne einzuschätzen wäre. Gleichzeitig würden auch die Zinsen sehr risikobehafteter Anleihen vermutlich immer weiter Richtung Nullpunkt wandern, da Anleger in der schieren Verzweiflung auf der Suche nach Rendite die Risikoleiter immer weiter nach oben klettern müssten. Eine strategische Allokation mit einem hohen Aktienanteil sowie High-Yield-Anleihen mit langen Restlaufzeiten wäre die logische Konsequenz, und für Investoren mit einer hohen Risikotragfähigkeit ergäben sich vermutlich weiterhin attraktive Renditechancen.

Für den allgemeinen Wohlstand der betroffenen Volkswirtschaften fällt es allerdings schwer, eine positive Prognose abzugeben. Es mag vielleicht ein wenig vereinfachend klingen, aber letztlich funktionieren Volkswirtschaften heute auch nicht substanziell anders als landwirtschaftlich geprägte Gesellschaften vor 500 oder 1000 Jahren. Wer damals im Sommer hart arbeitete, konnte den Winter besser überstehen. Das Drucken von bunten Geldscheinen hätte die Landwirte früher nicht eine substanziell bessere Situation gebracht, und das gilt im Prinzip auch heute. Wir vermuten sogar, dass eine sehr lange Phase niedriger Zinsen in Kombination mit einer stark steigenden Geldmenge sogar komplett kontraproduktiv sein wird. Schließlich sinkt für Unternehmen der Anreiz, innovativ tätig zu sein, da aufgrund der günstigen Refinanzierung auch Unternehmen überleben, die unter normalen Umständen den Strukturwandel nicht überstehen würden. Der verlangsamte Strukturwandel senkt das Wachstum, und selbst der Staat verteilt – politökonomisch bedingt – lieber notenbankfinanzierte Geschenke, als sinnvolle Anreize zu setzen und Strukturformen durchzuführen. Ordnungspolitisch würde in einer solchen Welt so ziemlich alles schief laufen, was schief laufen kann, und aus einem scheinbaren Schlaraffenland wird zunehmend eine Horrorvorstellung. Erscheinen Ihnen solche Überlegungen zu weit hergeholt? Wir geben gerne zu, dass es uns vor einiger Zeit auch noch so ging, aber inzwischen würden wir nichts mehr ausschließen wollen. Der sich anbahnenden Paradigmenwechsel könnten die Welt, so wie wir sie kennen, stärker ändern als uns vielleicht lieb ist.

Wochenausblick für die Zeit vom 5. September bis 9. September 2016

	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	54,5	55,2	53,7	54,4	53,3		5. September
D: Auftragseingänge, m/m	-1,9%	0,1%	-0,4%	0,3%			6. September
D: Auftragseingänge, y/y	-0,5%	0,2%	-2,9%	-0,5%			6. September
D: Industrieproduktion, m/m	0,4%	-0,9%	0,8%	0,4%			7. September
D: Industrieproduktion, y/y	0,6%	-0,3%	0,5%	0,4%			7. September
D: Exporte, m/m	0,2%	-1,9%	0,2%	0,2%			9. September
D: Exporte, y/y	1,0%	-1,8%	-0,8%	-2,0%			9. September
D: Importe, m/m	-0,4%	0,1%	1,1%	0,3%			9. September
D: Importe, y/y	-1,9%	-2,3%	-1,0%	-2,2%			9. September
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	53,1	53,3	52,8	52,9	53,1		5. September
E-19: Einzelhandelsumsätze, m/m	0,2%	0,4%	0,0%	0,3%			5. September
E-19: Sentix	5,8	6,3	9,9	1,7	4,3	3,7	5. September

Chart der Woche: US-Frühindikatoren bleiben konfus



Es ist wie verhext: Immer wenn man glaubt, die US-Notenbank hätte genügend gute Gründe, um die Zinsen ein weiteres Mal zu erhöhen, kommt es anders als man denkt. So äußerten sich zuletzt einige FOMC-Mitglieder dahingehend, dass am Arbeitsmarkt nahezu Vollbeschäftigung erreicht sei, sodass man sich mit einem Zinsschritt nicht mehr allzu lange Zeit lassen solle. Und auch bei der Inflation sei die richtige Richtung erkennbar, nämlich das Erreichen der 2%-Marke. Allerdings hat Fed-Präsidentin Yellen sich auf ihrer jüngsten Rede in Jackson Hole eher bedeckt gehalten. Sie glaube, dass sich die Bedingungen für eine Zinserhöhung in den vergangenen Monaten verbessert hätten. Dennoch sei die Notenbank nicht festgelegt, ihre Entscheidungen blieben abhängig von der Entwicklung der Konjunkturdaten. Und genau diese entwickeln sich gerade jetzt wieder einmal so, dass eine Zinserhöhung auf der Sitzung am 20. und 21. September unwahrscheinlicher wird. Zwar kennen wir noch nicht die Ergebnisse des Arbeitsmarktberichtes für August, doch die für die Zinsentscheidung nicht minder wichtigen Frühindikatoren im

verarbeitenden Gewerbe drehen just wieder gen Süden: Von zehn Einkaufsmanagerindizes, die für den Monat August veröffentlicht wurden, haben sich nur zwei (marginal) verbessert, während sich die übrigen acht gegenüber dem Vormonat verschlechtert haben. Überraschend schwach fiel insbesondere der ISM-Index für das gesamte verarbeitende Gewerbe in den USA aus: Mit 49,4 Punkten lag dieser nicht nur unter der 50-Punkte-Marke, die die Schwelle zwischen Wachstum und Schrumpfung darstellt; es war zugleich auch der zweit-schwächste Wert in diesem Jahr. Besonders negativ entwickelte sich dabei der wichtigste Subindex: die Neuaufträge rutschen deutlich gegenüber den Vormonaten ab. Nachdem das US-Wachstum im 1. Halbjahr 2016 gerade einmal rund 1% betragen hatte, ist eine nachhaltige Wachstumsbeschleunigung unwahrscheinlich. Unseres Erachtens nach sind das keine Rahmenbedingungen, die für eine Zinserhöhung sprechen.

	Stand	Veränderung zum			
	01.09.2016	25.08.2016	29.07.2016	31.05.2016	31.12.2015
	17:31	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	18327	-0,7%	-0,6%	3,0%	5,2%
S&P 500	2159	-0,6%	-0,7%	3,0%	5,6%
Nasdaq	5213	0,0%	1,0%	5,4%	4,1%
DAX	10526	0,0%	1,8%	2,6%	-2,0%
MDAX	21436	-0,2%	1,3%	3,2%	3,2%
TecDAX	1733	0,9%	0,9%	2,7%	-5,3%
EuroStoxx 50	3009	0,7%	0,6%	-1,8%	-7,9%
Stoxx 50	2849	0,1%	-1,0%	-2,0%	-8,1%
SMI (Swiss Market Index)	8133	-0,1%	0,1%	-1,0%	-7,8%
FTSE 100	6735	-1,2%	0,2%	8,1%	7,9%
Nikkei 225	16927	2,2%	2,2%	-1,8%	-11,1%
Brasilien BOVESPA	57881	0,3%	1,0%	19,4%	33,5%
Russland RTS	948	-1,9%	2,2%	4,9%	25,3%
Indien BSE 30	28423	2,1%	1,3%	6,6%	8,8%
China Shanghai Composite	3063	-0,2%	2,8%	5,0%	-13,5%
MSCI Welt (in €)	1720	0,4%	-0,8%	2,3%	0,6%
MSCI Emerging Markets (in €)	894	0,4%	1,6%	10,3%	9,5%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	167,41	-6	-40	344	949
Bobl-Future	133,63	9	-4	225	296
Schatz-Future	112,03	4	1	20	52
3 Monats Euribor	-0,30	0	0	-4	-17
3M Euribor Future, Dez 2016	-0,33	-1	0	-3	0
3 Monats \$ Libor	0,84	1	8	15	23
Fed Funds Future, Dez 2016	0,53	1	8	-9	0
10-jährige US Treasuries	1,57	-1	11	-26	-70
10-jährige Bunds	-0,07	7	11	-21	-70
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,03	5	14	8	-28
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,47	5	11	-16	-39
US Treas 10Y Performance	606,76	0,1%	-1,0%	2,5%	7,5%
Bund 10Y Performance	626,14	-0,1%	-0,5%	2,6%	8,2%
REX Performance Index	490,34	-0,1%	0,0%	1,3%	3,4%
Hypothekenzinsen USA	3,43	0	-5	-21	-58
IBOXX AA, €	0,38	0	1	-39	-90
IBOXX BBB, €	1,19	-1	-5	-54	-107
ML US High Yield	6,76	0	-32	-89	-214
JPM EMBI+, Index	812	0,1%	1,8%	7,3%	15,2%
Wandelanleihen Exane 25	6803	0,0%	1,0%	0,2%	-2,3%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	412,35	-1,5%	-1,9%	0,2%	8,7%
MG Base Metal Index	249,61	-0,1%	-1,6%	5,3%	7,5%
Rohöl Brent	45,82	-7,6%	8,0%	-8,5%	28,3%
Gold	1311,91	-0,8%	-2,8%	8,0%	23,5%
Silber	18,72	1,0%	-7,9%	16,8%	35,2%
Aluminium	1595,25	-2,2%	-2,5%	3,3%	6,3%
Kupfer	4605,75	-0,2%	-6,3%	-1,9%	-2,1%
Eisenerz	59,50	-3,3%	-1,7%	16,7%	35,8%
Frachtraten Baltic Dry Index	711	-1,0%	8,4%	16,2%	48,7%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1192	-0,9%	0,7%	0,3%	2,8%
EUR/ GBP	0,8416	-1,6%	-0,1%	10,0%	14,2%
EUR/ JPY	115,49	1,8%	0,6%	-6,7%	-11,9%
EUR/ CHF	1,0959	0,5%	1,3%	-0,8%	1,1%
USD/ CNY	6,6713	0,2%	0,6%	1,4%	2,7%
USD/ JPY	103,43	2,9%	1,3%	-6,6%	-14,0%
USD/ GBP	0,7522	-0,8%	-0,1%	9,5%	10,9%

Carsten Klude +49 40 3282-2572 cklude@mmwarburg.com
 Dr. Christian Jasperneite +49 40 3282-2439 cjasperneite@mmwarburg.com
 Martin Hasse +49 40 3282-2411 mhasse@mmwarburg.com
 Dr. Rebekka Haller +49 40 3282-2452 rhaller@mmwarburg.com

Diese Ausarbeitung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Die in dieser Ausarbeitung enthaltenen Informationen erheben nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und sind daher unverbindlich. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Ausarbeitung und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Ausarbeitung stellt ferner keinen Rat oder Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Ausarbeitung dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich.