

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 96, Februar 2014

Die Meinung der Anderen

Das Börsenblatt ist einst entstanden, weil ein Kunde stets genau über den Zustand der Märkte informiert sein wollte unter Berücksichtigung des großen Ganzen der Zeitläufte. Also entstand das vorliegende Format, in welchem ich, möglichst weit ausholend, den Zustand der Finanzmärkte im Allgemeinen und - meist mehr angedeutet als ausbuchstabiert - die konkrete Umsetzung der Weltsicht in Kauf- und Verkaufsentscheidungen darlege.

Dabei wird mir allmonatlich klar, wie nah die Tätigkeit eines Investors mit der eines journalistischen Kommentators (oder Buchautors)

noch der andere einen Mehrwert und wird schnell überflüssig. Beide sind bemüht, sich an guten Quellen zu orientieren, deren Meinungen sie dann mehr oder minder schamlos übernehmen. So verarbeite ich etwa gerne, was John Authers, Martin Wolf, Gavyn Davies, Ray Dalio, Bill Gross, Michael Pettis, GaveKal, Longview Economics, der BCA, die BIZ, der IWF und so einige andere mehr von sich geben.

Und ich schaue natürlich auch gern, was andere Fondsmanager schreiben, sofern sie sich öffentlich äußern. Wir stehen in unmittelbarem



Hätte auch das Zeug zum Fondsmanager: Ulrich Mühe in *Das Leben der Anderen*.

verwandt ist. Beide machen sich ein Bild von der (politischen, kulturellen, wirtschaftlichen) Lage, formulieren ihre Meinung dazu (der eine in Worten, der andere in der Zusammenstellung seiner Wertpapiere) und hoffen, dass das Produkt sich in der Wirklichkeit bewährt - und dadurch Käufer findet. Beide sind oft versucht, sich in ein unbestimmtes Entweder-Oder zu ergehen, aber dadurch erzielt weder der eine,

Wettbewerb mit anderen Vermögensmanagern, und da weiß man immer gerne, warum die Fonds der anderen gerade besser oder schlechter laufen als die eigenen. Die Meinung der anderen spiegeln deren Portfolios ebenso wider wie meine Kommentare die Logik hinter unseren Anlageentscheidungen.

Und da ich lieber die Kommentare der Kollegen lese, die ihre Sache gut machen als die

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 96, Februar 2014

Rechtfertigungen von denen mit einem etwas weniger glücklichen Händchen, finde ich derzeit guten Grund die eigene Weltsicht zu überdenken - deckt sie sich doch nicht mit der Meinung der anderen.

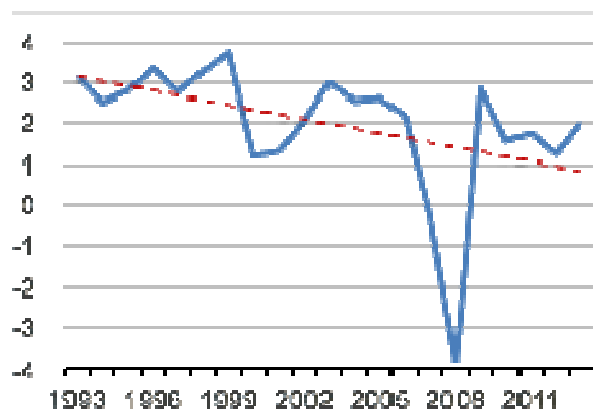
Die Gemeinde der Fondsmanager scheint derzeit in zwei Lager zu zerfallen: Die einen sehen durch die Politik der Zentralbanken einen möglicherweise erheblichen inflationären Druck auf uns zukommen. Durch Inflation wollen die Staaten die Schulden der letzten Jahrzehnte aus der Welt schaffen und das Anspringen der US-Konjunktur zeigt, dass sie damit wahrscheinlich auch Erfolg haben werden. Diese Verwalter mögen Gold und Aktien und halten es für gefährlich, auf dem gegenwärtigen Niveau Anleihen zu kaufen. Entsprechend sehen die Portfolios aus.

Das andere Lager sieht die Zentralbanken als einen windmühlenbekämpfenden Don Quijote an. Es hält deren Kampf für aussichtslos und auf ein irreales Ziel gerichtet. Sie glauben nicht, dass eine Zentralbank der Wirtschaft nachhaltig Leben einhauchen kann und sieht in deren Politik des billigen Geldes einen irregeleiteten Versuch, die natürlichen Konjunkturzyklen zu umgehen. Schulden müssen abgetragen und nicht durch neue ersetzt und vermehrt werden! Die Lieblingsmetapher in diesem Zusammenhang handelt vom gedopten Leistungssportler, der immer neue Aufputschmittel bekommt, bis diese nicht mehr wirken und er am Ende doch der Natur ihr Recht einräumt und zusammenbrechen muss. Diese Fondsmanager erkennt man gegenwärtig an ihrem Hang zum Pfandbrief.

Diese Auffassungen werden von durchaus ernst zu nehmenden und ihr Handwerk verstehenden Fondsmanagern vertreten (und die in den Fußnoten genannten gehören sicher dazu). Und da, wie oben dargelegt, ein guter Teil meiner Tätigkeit darin besteht, die Meinung der anderen zu rezipieren und mit der eigenen abzugleichen, fällt es dieser Tage doch deutlich auf, wie weit die eigene Weltsicht von derjenigen der beiden Hauptlager abweicht.

Wir gehen zwar davon aus, dass auch die gegenwärtige Krise nicht das ewige Leben haben wird und dass in den nächsten Jahren sich vieles normalisieren wird. Aber über weite Strecken wird diese Erholung sich bleiern anfühlen und kaum zu unterscheiden sein von einer Stagnation. Und unser Alternativszenario

Das Wachstum in den entwickelten Ländern wird immer schwächer



— BIP-Wachstum G7

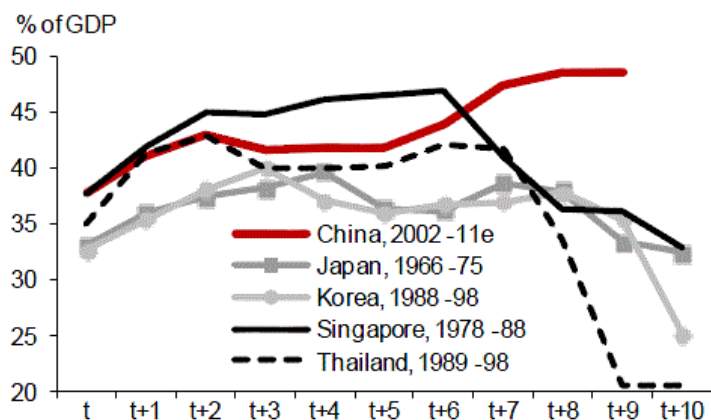
- für den Fall, dass nicht alles gut wird - geht daher auch unter dem Namen *secular stagnation* um (wie im letzten Börsenblatt beschrieben) was man am besten mit „Zeitalter der Stagnation“ übersetzt. Ich bin von Natur aus zögerlich mit dem Ausrufen von Zeitaltern, aber der Blick auf einige wichtige Daten legt es nahe, sich mit der Idee auseinander zu setzen. Und so sitzen wir zwischen den beiden (gefühlten) Mehrheitsmeinungen: Wir halten weder ein plötzliches Anspringen der Inflation für wahrscheinlich (und mögen daher kein Gold), noch sehen wir uns in einem Dopingrausch mit anschließender Deflation (weshalb wir keine Pfandbriefe haben).

Der Markt ist in der Tat unsicher geworden, aus dem Tritt geraten, aber nicht weil eingetreten wäre, was die Grundsatzpapiere zum Jahreswechsel gefüllt hatte. Das Gespenst einer Schwellenländerkrise geht um und legt die Nerven blank. Von Argentinien erwartet man nichts anderes als blanke Not, aber nun stehen auch die sonst so breitbeinig daher kommenden Türken auf zittrigen Füßchen, schwanken die rohstoffreichen WM-Ausrichter Südafrika und Brasilien, kehren die Russen zu einer Art Staatsmonopolkapitalismus zurück und hauchen ihr Wachstum aus. Die Schwellenländer sind nach wie vor darauf angewiesen, dass die Konsumenten in der ersten Welt ihre Rohstoffe und (Vor)Produkte abnehmen. Der Handel innerhalb der Schwellenländer ist nach wie vor nicht nennenswert genug, um die Schwäche der alten Welten aufzufangen.

Verschlimmert wird die Lage dadurch, dass den Chinesen die Luft ausgeht. China häuft

Das schreitet nach schmerzhafter Anpassung: China investiert zu viel und macht dafür zu viele Schulden

Fig. 7: Asian investment-to-GDP ratios – during economic take-off periods



Note: t=numbers of years from the starting year, eg. For China, the starting year is 2002. The data are in nominal terms and investment is the sum of public and private gross capital formation. Source: China Statistical Yearbook; CEIC and Nomura Global Economics.

fleißig Schulden auf, die das örtliche Bankensystem bald überfordern könnten, generiert mit dem geliehenen Geld aber immer weniger Wachstum, welches doch nötig ist, um die Gläubiger zu befriedigen. Da helfen dann auch alle Reserven der Zentralbank nichts: Wenn der Kredit im Landesinneren faul ist, leidet die Wirtschaft, die von dem kaputten Bankensystem nicht mehr richtig und effizient mit Geld versorgt wird. Die chinesische Wirtschaft hat das Potenzial, in einigen Jahren weniger zu wachsen als die USA.

China ist für die Schwellenländer sehr wichtig, weil dort ein großer Teil der Rohstoffe verbraucht wird, die in deren Exportbilanz so prominent sind. Wenn China einen Schnupfen hat, müssen die *Emerging Markets* sich über Antibiotika Gedanken machen. Und China ist für die USA und Europa wichtig, weil sein Gewicht in der Weltwirtschaft mittlerweile so groß ist, dass ein Straucheln dort für uns direkt (und über allerlei Dominoeffekte) erhebliche Konsequenzen hätte.¹

Im Westen ist die Lage etwas rosiger. Die USA kommen wieder auf die Füße, sie haben zuletzt sehr viel richtig gemacht. Das Wachstum dort sieht schon fast aus wie ein "selbsttragender Aufschwung", verträgt also schon wie-

¹ Abgesehen von den wirtschaftlichen Risiken könnten wir auch besorgt sein um die politischen: Aufstrebende Länder mit wirtschaftlichen und damit innenpolitischen Problemen tendieren dazu, das Publikum über außenpolitische (d.h. kriegerische) Abenteuer abzulenken.

der höhere Zinsen, weshalb die Zentralbank nun langsam und vorsichtig ihre unkonventionellen Maßnahmen zurückdreht.

Die Eurozone stagniert zwar vor sich hin, leidet mittlerweile aber still und nach innen gekehrt, weil das Jammern, wie man in den letzten Jahren gemerkt hat, nur die Geldgeber verstört und die Dinge noch schlimmer macht. Also bemüht sich die Peripherie um Haltung und für den Moment jedenfalls danken es ihr die Märkte.

Die allgemein steigenden Zinsen bedeuten, dass die

dürren Zeiten für die Rentiers sich bald dem Ende zuneigen könnten. Denn nicht nur in den USA, sondern auch in China und den Schwellenländern steigt der Zins, was traurig für die Aktionäre ist (und gefährlich für Schwellenländer wie die Türkei), aber schön für die Gläubiger, die ihr Geld bald wieder zu günstigeren Konditionen anlegen können.

Zusammengefasst sieht es also so aus, als müsste uns nicht wirklich ins Bockshorn jagen, was derzeit in den Schwellenländern passiert. Zu typisch, zu vorhersagbar (und daher zu unbedeutend) sind die dortigen Probleme. China ist ein anderes Thema: Wenn dort die Lage außer Kontrolle gerät, könnten wir ein nachhaltiges, ekelhaftes Problem bekommen.

So sieht es nicht danach aus, als könnten die Aktienmärkte schnell wieder die Unbekümmertheit des Vorjahrs zurückgewinnen. Sie sind nicht mehr billig (jedenfalls nicht in den USA), sie sind nicht mehr alternativlos (wenn die Zinsen steigen und Anleihen attraktiver werden) und sie werden nicht mehr vom ganz billigen Geld getragen (wenn die quantitative Lockerung sich dem Ende zuneigt). Ein Rückschlag von 10% oder vielleicht auch 15% wäre in einer solchen Situation nichts außergewöhnliches.

Das aber wäre dann eine Kaufgelegenheit, denn die Wirtschaft erholt sich ja tatsächlich und eine lehmanartige Katastrophe ist - jedenfalls in den entwickelten Ländern, in denen wir investieren - nicht abzusehen.

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 96, Februar 2014

Aber sollte der Konsens - die Meinung der Anderen - plötzlich zur Panik neigen, wird es auch eine Panik geben. Panik gibt es, wenn genügend Schwachnervige beschließen, dass es Zeit ist dafür. Und dann gilt wie immer: *If you panic, panic before everybody else does.*

Jener Urleser, für dessen Fragen das Börsenblatt einst entstand, liest es nur noch sehr selten. Er hat sich ergeben in die Unberechenbarkeit der kurzfristigen Marktbewegungen und interessiert sich nur noch für die großen Linien. So ist ihm die Türkei heute recht egal, aber er liest viel über China.

Dr. Georg v. Wallwitz, CFA

DISCLAIMER: Dieser Artikel enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement GmbH. Diese Meinungen können sich jederzeit ändern, ohne dass dies mitgeteilt wird. Der Artikel dient der Unterhaltung und Belehrung und ist kein Anlagevorschlag bezüglich irgendeines Wertpapiers, eines Produkts oder einer Strategie. Die Informationen, die für diesen Artikel verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann. Die Quelle für die Grafiken ist, so weit nicht anders vermerkt, Bloomberg.