

# INVESTMENT OUTLOOK 2015

by Visual Finance

14. Januar 2015

## Welcome to the Danger Zone

Central Banks helped lifting Major Asset Classes to irrational Price Levels

### *Looking back to look forward*

Die Weltkonjunktur hielt sich 2014 tapfer. Der Pfad, auf dem die Wirtschaft wandert, ist jedoch nach wie vor holprig. Der Internationale Währungsfonds (IWF) sah sich daher, wie von uns erwartet, veranlasst, 2014 gleich mehrere Male die globalen Wachstumsprognosen nach unten zu korrigieren. Mit geschätzten realen Expansionsraten von +3.3% (2014) und +3.8% (2015) fallen die Prognosen allerdings immer noch ansprechend aus. Von Konjunkturabstürzen sehr grosser Wirtschaftsnationen blieb man trotz auseinanderlaufender Entwicklungen verschont. Von den G3-Staaten wuchs die USA zuletzt am kräftigsten. Nach einem einem kurzen, wetterbedingten Einbruch anfangs 2014 fand die USA schnell wieder Tritt und zurück auf einen starken Wachstumspfad. Japan hingegen ist weiterhin in einem konjunkturellen Zickzackkurs unterwegs und in Deutschland hat in jüngster Zeit die wirtschaftliche Dynamik stark nachgelassen. Von den BRIC-Nationen enttäuschten die beiden Grossen, China und Indien, trotz verschiedener Herausforderungen nicht und expandierten im hohen einstelligen Bereich. Indien glänzte gar nach einem Regierungswechsel, bei dem Narendra Modi zum neuen Premierminister gewählt wurde. Seine Reformversprechen stärkten die Rupie und liessen die Börse in Delhi kräftig ansteigen. Die beiden anderen aufstrebenden Märkte Brasilien und Russland enttäuschten, wobei Russland nach dem Konflikt mit der Ukraine, ausgelöst durch die militärische Einverleibung der Krim, von den westlichen Staaten in zunehmendem Masse wirtschaftlich isoliert wurde. Dies hinterliess tiefrote Spuren beim Rubel und der Moskauer Börse. Weiterhin leiden zahlreiche Volkswirtschaften unter zu hohen Schulden: Verschiedene Länderrückstufungen (Kreditratings) waren die Folge. Ganz besonders im Fokus der Gläubiger stehen neben Venezuela mit einem relativ kleinen (Schulden-)Gewicht, vor allem zwei Länder. Das eine Land, Argentinien, gibt sich weiterhin kämpferisch, wenn es um die Neuverhandlung von (Alt-)Schulden geht. Das andere Land, Griechenland, steht unter innenpolitischem Druck, den für eine Schuldenreduktion notwendigen Sparkurs aufzugeben. Auf der internationalen Politebene blieb, abgesehen von den Wahlen in Indien, vieles beim alten. Weltweit Sorge bereitet die vielerorts auf einem sehr hohen Niveau verharrende Arbeitslosigkeit; problembeladene Länder leiden besonders stark unter den

unbefriedigenden Perspektiven am Arbeitsmarkt. Seit Ausbruch der Finanzkrise (2008) wuchs die Zahl der Arbeitslosen laut der Internationalen Arbeitsorganisation (ILO) weltweit massiv von 177 Mio. Personen auf 202 Mio. Personen (2013), was einer Arbeitslosenquote von 6% entspricht. Aufgehellt hat sich die Situation im Bankensektor; hier konnten diverse Fortschritte erzielt werden. Die ganz grossen, systemrelevanten Banken vermochten insgesamt ihr Eigenkapital zu stärken. Zudem wurden bezüglich Bankenaufsicht und Bankenregulierung (inkl. Abwicklung) verschiedene Meilensteine einer prall gefüllten Agenda erreicht. Trotzdem bleibt noch eine Menge zu tun, um das Finanzsystem nachhaltig stabiler zu machen. Die risikoungewichteten Eigenkapitalquoten der Banken (*Leverage Ratios*) sind noch immer sehr dünn. Die bedeutendsten Aktienbörsen schlossen das Jahr 2014 freundlich ab. Kurskorrekturen nach unten wurden erstaunlich schnell – teilweise wie von Geisterhand geführt – wieder aufgeholt, um danach die Gewinne weiter auszubauen. Selbst die erschütternden Bilder von Hinrichtungen unschuldiger Menschen durch Kämpfer der Terrororganisation Islamischer Staat (IS) konnten die Finanzmärkte nicht destabilisieren. Im Gegenteil. Der U.S. Dollar erstarkte; er scheint Sinnbild der zurückgewonnenen (Macht-)Stellung der Vereinigten Staaten von Amerika zu sein (trotz gigantischem Schuldenstand). Auf den Zinsmärkten gaben sich die Marktteilnehmer mit Mikrozinsen oder sogar Negativrenditen zufrieden. Zur grossen Überraschung der Marktteilnehmer brach der Ölpreis ein; trotzdem wurden keine Angebotskürzungen beschlossen. Der Ölpreis fiel von über USD 100 auf unter USD 45 je Fass kurz nach dem Jahreswechsel 2014/2015, was für die Produzenten und Exportstaaten gravierende Folgen nach sich ziehen wird. Gold bewegte sich ohne klaren Trend in einem relativ engen Kursband zwischen den Marken USD 1'100 und USD 1'200 je Unze hin und her. In der Schweiz sorgte die Annahme der Initiative „Gegen Masseneinwanderung“ für rote Köpfe in Wirtschaft und Politik. Weiterhin in einem Ausnahmezustand befindet sich die Schweizerische Nationalbank (SNB): Sie bekräftigte mehrmals, den Mindestkurs von 1.20 Franken je Euro verteidigen zu wollen und beschloss gegen Jahresende die Einführung von Negativzinsen für Geschäftsbanken ab einer gewissen Kontohöhe (Zielband Libor neu: -0.75% - 0.25%), was in dieser Form eine Novität darstellt. Die Hypothekarzinsen verzeichnen die tiefsten Werte seit den Aufzeichnungen. Der historisch einmalige Zinsrückgang in der Schweiz, auf oder unter die Nullzinsgrenze, liess in den vergangenen Jahren die Preise von Obligationen, Aktien und Immobilien massiv ansteigen. Aus diesem Grund erhöhte sich gemäss Angaben der SNB das Reinvermögen der privaten Haushalte um satte CHF 157 Mrd. auf CHF 3'186 Mrd. (Jahr 2013/zuletzt publizierter Wert). Gemäss dem Wirtschaftsmagazin BILANZ dürfen die 300 Reichsten im Land im Jahr 2014 ein Vermögen in der Rekordhöhe von CHF 589 Mrd. ihr Eigen nennen. Auch für 2015 rechnet Visual Finance mit einer divergierenden Konjunkturentwicklung in den etablierten und aufstrebenden Nationen. Die angespannte Schulden- und Budgetsituation in vielen Ländern wird die Konsumentenstimmung dämpfen und die konjunkturellen Auftriebskräfte im Zaum halten. Visual Finance stuft die Wahrscheinlichkeit weiterer Prognoserückstufungen durch den IWF höher ein als entsprechende Aufwärtsrevisionen. Der starke US-

Dollar wird allmählich für die exportorientierten Wirtschaftszweige der USA zu einem Bremsklotz. Stark rückläufige Erdölpreise und hohe Staatsschulden werden zu zahlreichen Bonitätsrückstufungen und Zahlungsstörungen (inkl. Insolvenzen) führen. Die Visibilität für die nächsten Jahre erachten wir als gering. Grosse Sorgen bereitet Visual Finance die irrational hohe Bewertung wichtiger Finanzanlageklassen.

### *The „Interest Rate Sin“*

Zahlreiche wichtige, internationale Referenzzinssätze wurden in der Vergangenheit von einigen Banken manipuliert und die Anleihenrenditen (direkt oder indirekt) von den Banken der Banken, den Zentralbanken, bis in den Negativbereich komprimiert bzw. gedrückt. Was von den Notenbanken und vielen Politikerinnen und Politikern einmal gut gemeint war, ist inzwischen zu einem äusserst giftigen Zinscocktail ohne Rezeptur gemischt worden. Die Vorsitzende der US-Notenbank, Janet L. Yellen, hat sich im Oktober letzten Jahres an der Konferenz zum Thema „*Economic Opportunity and Inequality*“ tief besorgt gezeigt über das Ausmass und den Anstieg der ökonomischen Ungleichheit in den USA. Nur die Top-5% zählen zu den klaren Gewinnern der letzten Jahre, und dies sowohl beim Einkommen als auch beim Vermögen: Die Geldmacher sind zurück! Die zehn Reichsten dieser Erde haben in den vergangenen Jahren enorm an Potenz zugelegt. Aufgrund ihrer Finanzkraft und Machtfülle sind sie als potenziell „systemgefährdend“ einzustufen. Die zehn Superreichsten könnten mit einem vom Wirtschaftsmagazin FORBES geschätzten Nettovermögen von USD 462.2 Mrd. locker Griechenland und Argentinien wieder auf eine gesunde (Schulden-)Basis stellen. Dies machen sie aber nicht. Ihr Reichtum ist grösser als das Bruttoinlandprodukt Österreichs. Zu einem wahren Geldmagneten hat sich auch die BlackRock-Gruppe (ehemals Blackstone) entwickelt. Die amerikanische Gesellschaft hat nicht einmal drei Jahrzehnte gebraucht, um zum grössten Vermögensverwalter der Welt emporzusteigen. Ihr Anlagevolumen ist derart hoch, dass Vermögensverschiebungen das globale Finanzsystem in Unruhe versetzen können. Aus diesem Grund nehmen wir BlackRock auf unsere „Beobachtungsliste“. Zu den Geldmachern zählen nun auch die Notenbanken. Während die Geschäftsbanken ihre immensen Bilanzsummen bzw. Risiken möglichst kontrolliert etwas zurückgefahren haben, haben die Zentralbanken ihr Geschäftsvolumen mächtig aufgeblasen. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat anfangs Januar 2015 einen sagenhaften Jahresgewinn in der Höhe von CHF 38 Mrd. in Aussicht gestellt. Dieser in nur einem einzigen Geschäftsjahr verdiente Gewinn entspricht ungefähr der Hälfte, der seit 1848 (Gründung der Eidgenossenschaft) angehäuften Anleihenschulden des Bundes. In keinem einzigen Geschäftsjahr haben die hiesigen Geschäftsbanken es in ihrer Gesamtheit geschafft, einen so hohen Jahresgewinn zu erzielen; selbst ein Personalbestand der hundertmal höher ist als derjenige der SNB hat dafür nicht ausgereicht. Die Notenbanken sind zu gigantischen, gefährlichen Geldmaschinen geworden. Sie sind nun selber wichtige Handelspartner und tonangebende Akteure auf den globalen

Märkten für Finanzanlagen. Das bringt neue Gefahrenherde mit sich. Die Bewertungen der zwei bedeutendsten Finanzanlageklassen (Obligationen und Aktien) drohen völlig aus dem Ruder zu laufen. Indirekt besteht das Risiko, dass auch Kredite und Immobilien falsch bewertet werden. Die Zinsen wurden derart stark nach unten gedrückt, dass jetzt nur noch sehr Vermögende von der aktuellen Zinssituation profitieren können (tiefe Gebühren, tiefe Transaktionskosten, tiefe Finanzierungskosten, tiefe Hürden für einen Domizilwechsel in eine steuergünstige Region). Die Kleinsparer mit ihren eingeschränkten Handlungsmöglichkeiten und „Fluchtmöglichkeiten“ werden auf der anderen Seite kontinuierlich durch Inflation und stark gestiegenen Bankgebühren „enteignet“. Ältere Personen sind aufgrund ihrer tieferen Risikotoleranz und ihrem Konsumverhalten (Konsumwarenkorb) ganz besonders von dieser Entwicklung betroffen. Wenn die noch im Arbeitsprozess befindlichen Bürgerinnen und Bürger der Unterschicht und unteren Mittelschicht es nicht schaffen, mit (Mehr-)Arbeit oder unter Inkaufnahme hoher Anlagerisiken mehr Geld zu erwirtschaften, wird sich ihre Vermögenssituation in den kommenden Jahren ziemlich sicher verschlechtern. Wie sieht die Zukunft für die Nationalbank aus? Ist eine weitere, schier unendliche grosse Aufblähung der SNB-Bilanz möglich (per Ende September 2014: CHF 522 Mrd.) und damit verbunden eine potenzielle Geldvermehrung *ad infinitum*? Nein, nicht auf unendliche Zeit hinaus! Die Finanzmärkte, auf denen die Notenbanken begonnen haben zu investieren, werden die mächtigen Notenbanken früher oder später disziplinieren, d. h. zurückbinden! Die Riesengewinne gründen auf den Sonderstatus der Notenbanken. Ihre geldschöpferische Möglichkeit (Geld drucken), ihr Einfluss auf die Zinsen und ihre regulatorischer Einfluss in Bezug auf die Liquiditätshaltung der Geschäftsbanken ermöglichen es der SNB (und anderen Notenbanken) eine ungewisse Zeit lang, sich beinahe zum Nulltarif (sogar zu Negativzinsen) Geldmittel für Ihre Börsenanlagen zu beschaffen, die bedeutend höhere Renditen (im langjährigen Durchschnitt) erwarten lassen als risikoarme Investments. Grundsätzlich werden der SNB – sofern die Börsenlage unverändert bleibt und die SNB die Bilanzsumme nicht verkürzt – noch eine ganze Weile lang sehr hohe Erträge in der Grössenordnung von umgerechnet CHF 8 Mrd. pro Jahr zufließen (in Abhängigkeit der jeweiligen Zinserträge auf den Obligationenanlagen und der Höhe der Dividendenausschüttungen auf den Aktienbeständen). Die Mehrheit der Erträge wird notabene im Ausland bzw. durch das Ausland erarbeitet. Dank den hohen Einkommensströmen werden sich in einem solchen Fall sowohl die Bilanzsumme als auch das Eigenkapital (auch Eigenmittelquote) der SNB kontinuierlich ausweiten. Ein steter Vermögenszuwachs durch ausländische Erträge würde zu einem aus heutiger Sicht Aufwärtsdruck beim Schweizer Franken führen und mit der Zeit wohl im Ausland argwöhnisch verfolgt und kommentiert werden. Nur falls die (Währungs-)Perspektiven für die wichtigsten Anlageländer dazumal noch positiver als für die Schweiz, bliebe die SNB bei unverändert hohen Erträgen von grossen Währungsverlusten auf ausländischen Wertpapierpositionen verschont. Was steht nun aber einer permanenten Notenbankbilanzsummenexpansion entgegen? Dagegen sprechen zeitverzögerte Reaktionen durch die Finanzmärkte (Bewertungsgründe) selbst und kurze Zeit später

durch die Geschäftsbanken (Verhaltensänderung der Notenbankgläubiger)! Die Eigenmitteldecke der SNB konnte jüngst gestärkt werden; mit nur 15% ist sie allerdings gefährdet im Falle von schweren Krisen. Kracht es an den Obligationen- und Aktienmärkten, muss mit einer Ereignislawine gerechnet werden. Alles kann sehr schnell ablaufen. Die SNB gerät plötzlich von allen Seiten unter Druck. Wie Kartenhäuser drohen einzelne Notenbanken vielleicht sogar zusammenzubrechen. Verschiedene Teilnehmer, mit zum Teil völlig gegenläufigen Interessen, beginnen das Ausmass der Marktturbulenzen auf die Bilanz der Notenbanken abzuschätzen. Die Geschäftsbanken, die nun selber einem erhöhten Druck ihrer Kunden und den Abwärtsbewegungen an den Börsen ausgesetzt sind, müssen sehr rasch in der Lage sein, den verunsicherten Kunden viel Liquidität zur Verfügung stellen zu können (insbesondere in Form von Banknoten). Auf diese Weise stellen sie ihre Solidität und ihre jederzeitige Zahlungsbereitschaft unter Beweis. Auch die Geschäftsbanken sorgen sich um die Auswirkungen der Marktverwerfungen auf die SNB; sie zählen aufgrund ihrer enorm hohen Girokontobestände zu den Hauptgläubigern der Notenbank. Die Geschäftsbanken werden darum nicht nur einen Teil ihrer Guthaben in Noten und Münzen tauschen wollen, sondern im Ernstfall versuchen, ihre grossen Girobestände bei der SNB grundsätzlich zu reduzieren (Umschichtungen ausserhalb SNB). Die Notenpresse läuft nun auf Hochtouren, falls nicht schon ausreichend Notenreserven für Notfälle bereitstehen. Die SNB dürfte versuchen, die Finanzinstitute mit Anreizen und Appellen von „übertrieben“ hohen Kapitalbezügen abzuhalten, z. B. in Form eines speziellen Zinses („Risikozins“), was einen negativen Einfluss auf die SNB-Erfolgsrechnung hätte. Mit Blick auf die zu erwartende Wechselkursentwicklungen wird es im Falle von Marktturbulenzen von zentraler Bedeutung sein, ob es sich dabei um einen internationalen Schock handelt (Szenario: A) oder eher um eine isolierte, länderspezifische Krise (Szenario: B). Wesentliche Fragen hierzu sind: Kann die SNB den Mindestkurs verteidigen oder ist eine Intervention gar nicht nötig, weil sich der Schweizer Franken ohne Markteingriffe von selbst abschwächt? Das kommt auf das Eintrittszenario an. Eine weltweite Finanz- oder Wirtschaftskrise mit dem Auge des Orkans inmitten Europas oder der USA (gemeint ist der Ursprungsort der Verwerfungen) dürfte zu mindestens einer stark fallenden Hauptwährung führen (USD oder EUR) und wahrscheinlich zu einem harten Schweizer Franken (Szenario A). Wegen der Währungsanbindung zum Euro wäre insbesondere eine erneute Europakrise für die Schweiz verheerend! In diesem Negativszenario („Schwarzer Schwan“) müsste die Verteidigung des Mindestkurses von 1.20 Franken je Euro sehr wahrscheinlich aufgegeben werden. Zusammen mit den Verlusten auf den Wertpapieren würde das Eigenkapital der SNB in diesem Fall in kürzester Zeit wie Schnee an der Sonne schmelzen. Die heimische Notenbank könnte so in einen gefährlichen Abwärtsstrudel geraten und die schon angeschlagene Wirtschaft mit sich nach unten ziehen. Eine Rezession wäre wohl kaum mehr abzuwenden. Nur im Szenario B, wo sich der Schweizer Franken gegenüber den Haupt(bestandes)währungen abwertet, wie es bei einer landesspezifischen Krise wahrscheinlich ist (Platzen einer Immobilienblase, lokale Bankenkrise etc.), würde die SNB-Bilanz aufgrund zu erwartender Gewinne auf

Fremdwährungspositionen spürbar entlastet. Eines ist so oder so klar: Die Notenbanken, und insbesondere die SNB mit der höchsten Bilanzsumme verglichen mit dem Bruttoinlandprodukt (ca. 80%), sind zu gigantischen Anlagevehikeln mutiert. Damit ähneln sie nun den in Verruf geratenen Investmentbanken, die sich vor dem Beginn der Finanzkrise im Jahr 2008 günstig am Markt (re-)finanzierten (teilweise sehr kurzfristig), um das Geld in risikoreichere Finanzanlagen auf den Kapitalmärkten zu investieren (teilweise sehr langfristig). Verschiedene Investmentbanken mussten nach dem Platzen der Finanzblase gestützt werden, um die Institute vor einer Implosion zu bewahren und die Menschen von einem Sturm auf die Banken abzuhalten. Lehman Brothers Ltd. wurde fallen gelassen und ist damit zum Mahnmal für zu riskante bzw. zu aggressive Geschäftsstrategien geworden. Mit den nun immens aufgepumpten Notenbankbilanzen könnte sich die Geschichte eines Tages in verblüffend ähnlicher Art und Weise wiederholen; diesmal vielleicht mit noch viel schwerwiegenderen Folgen, wenn es einmal die Banken der Banken, die Notenbanken (auch noch) treffen sollte. Die Notenbanken könnten also dereinst zum Opfer ihrer eigenen Machenschaften, dem fast mechanischen (Mit-)Aufblähen von börsenkotierten Anlagen ohne Rücksicht auf deren Marktpreise, werden. Kommt hinzu, dass Zielkonflikte vorprogrammiert sind (Geldpolitik versus Anlagepolitik). Alles in allem kann festgehalten werden, dass sich die Geschäftstätigkeit bzw. das Anlageverhalten der Zentralbanken massiv verändert hat. Als Folge davon muss das Risikoprofil der Notenbanken neu beurteilt werden. Da die Zentralbanken nun sehr viel stärker als früher direkt mit den Börsenplätzen verwoben sind und sich dadurch den permanenten Marktbewertungen ausgesetzt haben, hat sich ihr Kreditrisikoprofil (Fundamentalanalyse) negativ verändert: Ob sie noch die gleiche, „unkorrelierte“ Stabilität in einer schweren Krise darstellen können wie in der Vergangenheit, ist zu bezweifeln. Viel mehr gehen nun auch von den Notenbanken gewaltige Risiken aus! Es wäre sehr unklug, wenn die Notenbanken weiter Finanzaktiva kaufen und deren Börsenwerte dadurch noch weiter, „künstlich“ nach oben treiben (*Asset Inflation*). Die teilweise völlig irrationalen Bewertungen werden früher oder später korrigiert werden müssen (siehe Anleihenmarkt mit einem hohen Anteil an Anleihen mit Negativrenditen). Der Moment der Bewährung steht uns bevor. Die Insider- und Trittbrettfahrerproblematik ist heute im Schatten riesiger Geldbewirtschafter maximal. Die Notenbanken dachten wohl, dass sich mit den substanziellen Zinssenkungen der Beschäftigungsgrad *UND* die Vermögenssituation in breiten Gesellschaftsschichten verbessern liessen. Gerade bei der Vermögenssituation dürfte am Schluss das Gegenteil der Fall sein. Wenn die „Zinssünde“ ein Ende nimmt, wird es kein schönes Ende geben! Von der amerikanischen Notenbank werden in der zweiten Hälfte graduelle Erhöhungen bei den Federal Funds Rates (Leitzinsen) erwartet. Die Gefahr von Schocks und Börsenstürzen ist auf den heutigen Bewertungsniveaus sehr gross. Wenn die Notenbanken selber bei ihren Börsenkäufen überhaupt nicht auf eine „gerechte“ Bewertung achten (*fares Pricing*), ist es gänzlich unmöglich, das von ihnen propagierte Ziel, nämlich eine verbesserte Finanzmarktstabilität, zu erreichen.

\*\*\*