

Gutmann Investment Mail – Juli 2013

Das langsame Ende der lockeren Geldpolitik in den USA und die Auswirkungen auf die Aktienmärkte: „QE Infinity“ ist wahrscheinlich doch endlich.

Die Überraschung hätte erträglich sein sollen und doch: Als Ben Bernanke, Präsident der US-Notenbank (FED), erstmals aussprach worüber schon seit geraumer Zeit im FED und an den Finanzmärkten diskutiert wurde, waren die Auswirkungen auf die Märkte deutlich spürbar.

Ben Bernanke stellte eine Verlangsamung, beginnend im Herbst, und letztlich ein Ende des Anleihekaufprogramms („Quantitative Easing“, kurz „QE“) in der ersten Hälfte des kommenden Jahres in Aussicht. Geknüpft ist dieser Plan allerdings an die Bedingung einer nachhaltigen Erholung der amerikanischen Wirtschaft. Wichtigstes Kriterium für das FED bleibt dabei die Arbeitslosenrate, die zumindest unter sieben Prozent fallen sollte, damit die angekündigten Maßnahmen auch in die Tat umgesetzt werden. Eine Erhöhung des Leitzinssatzes sollte frühestens 2015 erfolgen.

Eigentlich könnte man die Ankündigung Bernankes ja auch positiv interpretieren. Die Einschätzung des FED hinsichtlich der wirtschaftlichen Entwicklung der USA ist zuversichtlich genug, dass Liquiditätsspritzen auf mittlere Frist nicht mehr benötigt werden, um die Wirtschaft stabil zu halten. Mission erfüllt, Patient gerettet. Jetzt können wir uns wieder fundamentalem Wachstum widmen.

Tatsächlich fiel die Reaktion der Märkte auf die bevorstehende Drosselung der Liquiditätsspritze erst einmal vorsichtig aus. Aktien, Anleihen und vor allem auch Edelmetalle reagierten mit einer deutlichen Korrektur und preisten steigende Zinsen ein. Die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen stieg von Ende April bis Ende Juni um fast 90 Basispunkte auf etwas mehr als 2,5 Prozent, die Rendite 10-jähriger deutscher Staatsanleihen kletterte im gleichen Zeitraum um rund 55 Basispunkte auf 1,75 Prozent. Der Höhenflug an den Aktienmärkten war ebenfalls erst einmal vorbei. Immerhin schlossen die Aktienmärkte in den USA und Europa im genannten Zeitraum praktisch unverändert, die Volatilität nahm aber spürbar zu. Ist diese Reaktion überzogen?

Wie verhalten sich Aktien in einem Umfeld steigender Zinsen?

Zunächst sind steigende Zinsen grundsätzlich schlechte Nachrichten für Aktien. Sie erhöhen die Eigen- und Fremdkapitalkosten eines Unternehmens und verringern damit dessen Wert. In einem Umfeld steigender Zinsen müssen somit zunehmend höhere Gewinne erwartet werden, damit der Aktienkurs eines Unternehmens konstant bleibt.

Die Schlüsselfrage in der zweiten Jahreshälfte wird somit lauten, ob die konjunkturelle Entwicklung positiv genug sein wird, um die Effekte durch den Wegfall der Liquiditätsspritzen und die steilere Zinskurve wett zu machen. Das FED hat zwar deutlich gemacht, dass es beim Zurückfahren des monetären Stimulus sehr genau darauf achten wird die Konjunktur nicht

voreilig abzuwürgen, dies ändert aber nichts daran, dass die Katze aus dem Sack ist und das Ende von QE vom Markt eingepreist wird. Trotz aller Ängste vor einer voreiligen Straffung des Zinsumfelds, muss man sich vor Augen halten, dass es bis zu einer gänzlichen Normalisierung immer noch ein weiter Weg ist. Auf diesen Umstand wurde von vielen Notenbankern nach dem Bernanke-Statement auch wiederholt hingewiesen.

Ein normalisiertes Zinsumfeld und die damit verbundene, teurere Finanzierung wird es Unternehmen schwerer machen ungünstig laufende Projekte – durch billige Finanzierungen – am Leben zu halten. Für Aktieninvestoren bedeutet dies, noch genauer auf Qualität und vernünftige Bewertungen zu achten.

Ein besonderer Blick gilt Dividendenaktien

Insbesondere bei Dividendenaktien ist ein kritischer Blick auf diese beiden Kriterien angebracht. Zum einen war die Outperformance von Dividendenwerten in den letzten Monaten in einigen Sektoren und Werten durchaus gerechtfertigt und fundamental unterstützt, zum anderen ist in diese Assetklassen in letzter Zeit aber wohl auch viel Geld – auf der Suche nach Rendite – geflossen. Es bleibt abzuwarten, ob Investoren, die aus dem zweiten Grund Dividendenwerte gekauft haben, mittelfristig auch tatsächlich mit der höheren Volatilität zurechtkommen (beziehungsweise diese Assetklasse in einem Umfeld steigender Zinsen auch weiterhin für attraktiv halten). Vor allem Werte aus den Sektoren “Nicht-zyklischer Konsum“ und “Gesundheitswesen“ handeln trotz einer kleinen Korrektur mit historisch hohen Bewertungskennzahlen.

Für den Investor bedeutet dies einmal mehr sich selbst zu fragen, aus welchen Gründen man (Dividenden-)Aktien hält und ob die Gewichtung dieser Assetklasse auch mit der eigenen Risikotoleranz kompatibel ist. Die Suche nach Rendite um jeden Preis sollte jedenfalls nicht das Kriterium sein.

Aus Sicht des Dividendeninvestors könnten die kommenden Monate entscheidend werden. Sollte die Konjunktur tatsächlich anziehen, wird der alleinige Umstand einer höheren Dividendenrendite nicht zu einer Outperformance führen. Wichtiger ist in jedem Fall die Qualität des Geschäftsmodells, um auch Wachstum generieren zu können. Für das langfristige Investment in Dividendenwerte werden daher die fundamentale Betrachtung des Geschäftsmodells und ein ausgeglichenes Verhältnis zwischen Gewinn-Reinvestition und Aktionärsausschüttung erneut bedeutender. Vor allem im Vergleich zur reinen Höhe der Dividendenrendite.

Kursrutsch der Emerging Markets in Folge des Bernanke-Statements – der Versuch einer Erklärung

Die Kursrückgänge der Anlageklassen Aktien, Renten und Fremdwährungen im Juni waren innerhalb der Emerging Markets besonders ausgeprägt. Dabei hätte diese Region gerade die-

jenige sein sollen, die nach allgemeiner Wahrnehmung am weitesten weg von vermeintlichen Notenbankexzessen in den Industrienationen ist. Auch überdurchschnittliche Wachstumsraten aus eigener Kraft waren ihr prognostiziert. Der Schlüssel zum Verständnis für die auffälligen Kursrückgänge liegt wohl darin, dass der Notenbankstimulus des US-FED durch das Niedrigzinsumfeld in der Vergangenheit de facto exportiert wurde. D.h. Ben Bernanke hat niemals nur Geldpolitik allein für die USA betrieben. Schlimmer noch: Es war stets Absicht des FED den privaten US-Haushalten den Deleveraging-Prozess so schmerzfrei wie möglich zu gestalten. Das wahrscheinlich geplante Ergebnis war wohl auch, dass irgendwo anders mit dem billigen Geld Verschuldung aufgebaut wurde. Ist nun ein Ende des außergewöhnlichen Notenbankstimulus in den USA absehbar, ist die Gefahr groß, dass auf die Kapitalflut in den Emerging Markets die Ebbe folgt.

In der Tat scheint sich der Zufluss an Kapital in die Emerging Markets abzuschwächen. Das Institute of International Finance (IIF, 06/2013) spricht in diesem Zusammenhang von einer Verminderung der „Push“- und der „Pull“-Faktoren. Ergebnis der ultra-expansiven Geldpolitik war einerseits das „Drücken“ von Kapital in höher rentierliche Anlageklassen, andererseits ziehen die Emerging Markets aufgrund eines leichten Wachstumseinbruchs nun auch weniger Kapital an. Die relative Attraktivität der Emerging Markets in Relation zu den Industrienationen lässt damit spürbar nach.

Änderungen der Kapitalströme können sich im Wesentlichen auf drei Kerngrößen einer Volkswirtschaft auswirken: den Wechselkurs, das Preisgefüge sowie das Zinsniveau. Die Auswirkungen einer Verlangsamung oder gar einer Umkehr des Kapitalstroms sind abhängig von der Zielsetzung der (monetären) Autoritäten im betreffenden Land. Meist geht eine Abschwächung des Kapitalzustroms mit einer Währungsabschwächung (wenn der Wechselkurs nicht verteidigt wird) oder mit einem Anstieg der Realzinsen (wenn die Notenbank interveniert und heimische Währung gegen Währungsreserven aufkauft) einher. Eine Währungsabschwächung kann mittel- bis langfristig positiv für die Wettbewerbsfähigkeit sein, kurzfristig ist aber die Verschuldungsstruktur (in Fremdwährung) im Auge zu behalten. Ein Anstieg der Realzinsen – sofern die betreffende Notenbank nicht liquiditätserhöhende Maßnahmen trifft – drosselt Kreditnachfrage, Wachstum und Preisanstiege.

Fazit: Emerging Markets sind alles andere als eine homogene Masse und die externen Verwundbarkeiten sind völlig unterschiedlich. Dennoch kann eine Fortsetzung dieses Trends vor allem Volkswirtschaften mit Leistungsbilanzdefiziten oder mit einem hohen Ausmaß an – in Hartwährungen – ausstehender Verschuldung gravierende Auswirkungen haben. Und genau diese haben ja zuletzt auch am stärksten nach unten korrigiert.

MMag. Christoph Olbrich, CFA, Gutmann Kapitalanlageaktiengesellschaft
Mag. Nikolaus Görg, CEFA, Bank Gutmann Aktiengesellschaft

Rückfragen:

Mag. Friedrich Strasser
Mitglied des Vorstandes und Partner
Bank Gutmann Aktiengesellschaft
Tel.: +43-1-502 20-216, friedrich.strasser@gutmann.at
www.gutmann.at

Renate Skoff, The Skills Group
Tel.: +43-1-505 26 25, skoff@skills.at
www.skills.at

Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert. Für deren Richtigkeit und Vollständigkeit sowie für das Eintreten von Prognosen wird jedoch keine Gewähr übernommen und jede Haftung ausgeschlossen. Gutmann KAG weist ausdrücklich darauf hin, dass diese Unterlage ausschließlich für den persönlichen Gebrauch und nur zur Information dienen soll. Eine Veröffentlichung, Vervielfältigung oder Weitergabe ist ohne die Zustimmung der Gutmann Kapitalanlageaktiengesellschaft untersagt. Der Inhalt dieser Unterlage stellt nicht auf die individuellen Bedürfnisse einzelner Anleger ab (gewünschter Ertrag, steuerliche Situation, Risikobereitschaft, etc.), sondern ist genereller Natur und basiert auf dem neuesten Wissenstand der mit der Erstellung betrauten Personen zu Redaktionsschluss. Diese Unterlage ist weder ein Angebot noch eine Einladung zur Angebotsstellung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren. Die erforderlichen Angaben zur Offenlegungspflicht gemäß § 25 Mediengesetz finden Sie unter folgender Website: <http://www.gutmannfonds.at/Impressum.412.0.html>

© Gutmann Kapitalanlageaktiengesellschaft, Schwarzenbergplatz 16, 1010 Wien, Österreich,
Tel.: +43-1-502 20-0, www.gutmannfonds.at

Juli 2013