

## Wenn die Stimmung zu gut ist ...

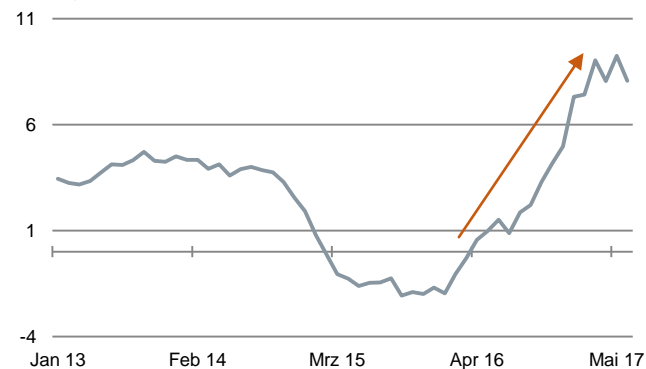
18. Oktober 2017

- Impressionen von den Jahrestagungen des Internationalen Währungsfonds und des Institutes of International Finance.
- Die Stimmung auf den internationalen Finanzmärkten war schon lange nicht mehr so gut. Kaum jemand ist auf eine Krise oder einen Einbruch vorbereitet.
- Keine Angst vor der Normalisierung der Geldpolitik. Sie könnte am Ende den Märkten nutzen.

Seit 25 Jahren besuche ich die Jahrestagungen des Internationalen Währungsfonds und des Institutes of International Finance in Washington (jeweils immer auch mit einem Abstecher in New York). Was ich in diesem Jahr erlebte, war eine ganz neue Erfahrung. Ich erinnere mich nicht, dass die Stimmung auf diesen Konferenzen je so durch und durch optimistisch war. Jeder redet zwar auch von Risiken. Aber so richtig ernst genommen werden sie nicht. Es kann noch lange dauern, bis sie schlagend werden. Ein Banker meinte sarkastisch, Australien habe seit 26 Jahren keine Rezession erlebt.

**DYNAMISCHE WELTKONJUNKTUR**

Brookings-FT TIGER-Index



Quelle: Brookings

Das ist eine gefährliche Konstellation. Einmal, weil alle einer Meinung sind und es wenig Gegenpositionen gibt. Zum anderen, weil niemand wirklich auf eine Krise oder einen größeren Einbruch vorbereitet ist. Die Zentralbanken machen zwar Stresstests, aber die zugrundeliegenden Annahmen sind eher harmlos. Zudem orientieren sie sich an den Szenarien der letzten Krise. Eine neue Krise wird aber ganz anders sein. Banken und Asset Manager sind bemüht, die gute Situation so lange wie möglich zu nutzen. Wenige kaufen Absicherungen. Die Preise dafür (= Volatilität) sind so niedrig wie schon lange nicht mehr.

Es erinnert ein wenig an das Kinderspiel der Reise nach Jerusalem. Solange die Musik spielt, musst Du tanzen – wenn die Musik aufhört, musst Du einen Stuhl finden. So sagte das Charles Prince, der frühere Chef der Citibank, in der großen Finanzkrise 2007 (und er gehörte zu denen, die

damals keinen Stuhl mehr fanden). Axel Weber, der Chairman von UBS, formuliert es heute etwas prosaischer: "Nutzen Sie die gute Situation solange sie anhält, denn sie wird nicht anhalten".

Hier ein paar anekdotische Eindrücke von der diesjährigen Tagung in Washington in der letzten Woche. Was macht die Situation so gut? Das Wirtschaftswachstum ist so hoch wie zuletzt 2011. Der Internationale Währungsfonds hat seine Prognose noch einmal nach oben revidiert (auf 3,6 % in 2017 und 3,7 % in 2018). Das Wachstum ist breit basiert. Es gibt in der Welt nur sechs Staaten, die sich in einer Rezession befinden (unter anderem Venezuela). Die Emerging Markets erholen sich. Die Banken haben eine bessere Kapitalausstattung.

Dagegen die Risiken: Die hohen Bilanzvolumina der Zentralbanken, die nicht so groß bleiben können. Die nach wie vor große Verschuldung von Staaten und Unternehmen. Die protektionistischen Gefahren. Die hohen Bewertungen an vielen Märkten. Die trotz der guten Konjunktur ausgeprägte Unzufriedenheit großer Teile der Bevölkerung. Sie führt zu Nationalismus und Populismus in der Politik und schafft Unsicherheit. Dazu kommen die bekannten internationalen Spannungen.

---

»Nutzen Sie die gute  
Situation solange sie anhält,  
denn sie wird nicht anhalten.  
(Axel Weber)«

---

Zur Geldpolitik: Keiner hat wirklich Angst vor der Normalisierung der Geldpolitik. Die meisten glauben, dass sie die Märkte eher positiv beeinflussen wird, weil die Zentralbanken außerordentlich vorsichtig vorgehen. Viel wird darüber diskutiert, wer neuer Präsident der Federal Reserve werden könnte. Aber kaum jemand glaubt, dass sich dadurch etwas an der grundsätzlichen Haltung der Notenbank ändern könnte. Der amerikanische Präsident kommt aus der Immobilienbranche, ist daher an niedrigen Zinsen interessiert und wird nur einen Fed-Präsidenten ernennen, der sich für niedrige Zinsen einsetzt.

Zur Steuerreform in den USA: Sie wird durch die Bank positiv beurteilt. Sie dürfte das Wachstum in den Vereinigten Staaten auf 3 % hochschrauben. Es kommen vereinzelt wieder Hoffnungen auf Reflation-Trades auf. Allerdings sind viele skeptisch, ob die Steuerreform auch wirklich kommt. Denn für die Steuerausfälle von USD 1,5 Billionen über die nächsten zehn Jahre gibt es noch keine Gegenfinanzierung. Zu Trump: Ein Jahr nach seiner Wahl scheinen sich viele mit ihm zu arrangieren. Er wird zwar nicht geliebt. Viele sind aber stolz, dass das amerikanische politische System auch einen solchen Präsidenten aushält. Sein Plus ist, dass er die Wirtschaft in Ruhe lässt. Manche seiner Positionen werden übernommen. Zum Beispiel widerspricht heute niemand mehr der These, dass NAFTA neu verhandelt werden muss. Gefährlich könnte es sein, wenn eines der weltweiten politischen Risiken virulent wird. Dann ist man sich nicht sicher, ob er beruhigend wirken würde, oder ob er die Krise nicht noch verstärkt.

Zu den Wechselkursen: Sie spielten auf der Konferenz keine größere Rolle. Der US-Dollar wird gegenüber dem Euro weder als zu hoch als zu niedrig empfunden. Wenn es Bewegungen geben sollte, dann eher in Richtung eines stärkeren US-Dollars. Das passt nicht zu meinem persönlichen Eindruck nach den Tagen in den USA, wo das Leben gefühlt erheblich teurer geworden ist. Das ist natürlich nicht repräsentativ. Die Kaufkraftparität ist aber auch nach amtlichen Berechnungen in den letzten Jahren deutlich gestiegen (derzeit 1,33).

China entwickelt sich besser als erwartet. Die Analystin einer amerikanischen Bank spricht von einem "fantastischen" Gewinnwachstum. Die gesamtwirtschaftlichen Wachstumsraten werden in Zukunft stabiler sein. Der gerade laufende Parteikongress wird daran nichts ändern. Natürlich belastet die hohe Verschuldung. Man soll sie aber auch nicht überbewerten: Ihr steht eine sehr hohe private Ersparnis gegenüber, sie ist im Wesentlichen ein innerchinesisches Problem und zu einem großen Teil spielt sich die Verschuldung zwischen Institutionen der öffentlichen Hand ab, ist also Teil des öffentlichen Sektors.

## Für den Anleger

Die Fundamentaldaten sind so gut, dass die Rally noch weitergehen müsste. Andererseits ist der Oktober immer ein gefährlicher Monat. Zudem ist mir die Euphorie unter den Finanzinvestoren nicht ganz geheuer. Ich lege das Scherengewicht weiter auf europäische Werte. Ich gebe aber zu, dass ich die US-Märkte angesichts des schwachen Wachstums im bisherigen Verlauf des Jahres eher unterschätzt habe.

**Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: [martin.huefner@assenagon.com](mailto:martin.huefner@assenagon.com). Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com).**

Assenagon Asset Management S.A., Zweigniederlassung München, Prannerstraße 8, 80333 München, Deutschland

### Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und beinhaltet keine vertraglichen oder sonstigen Verpflichtungen. Es ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds zu verstehen. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden. Dennoch können die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassung sowie die Assenagon Schweiz GmbH und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon-Gruppe" genannt) trotz sorgfältiger Zusammenstellung der Informationen u. a. keine Gewähr oder Garantie für deren Richtigkeit, Vollständigkeit, Genauigkeit, Aktualität oder Verfügbarkeit übernehmen. Diese Informationen stellen rechtlich eine Werbemittelung dar, die nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen genügen und unterliegen nicht einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Alle Meinungsäußerungen geben nur die Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Assenagon-Gruppe entspricht. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich abhängig von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen. Die Informationen in dieser Darstellung wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. Die vorstehenden Informationen richten sich nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- oder Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über derartige Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen Personen, die unter Ausnahmeregelungen nach der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (die "Verordnung") fallen, wobei zu den relevanten Ausnahmeregelungen der Verordnung Artikel 49 der Verordnung (hochvermögende Unternehmen – High Net Worth Companies) zählt). Die Informationen in diesem Dokument sind weiterhin nicht für Gebietsansässige der Vereinigten Staaten oder andere Personen bestimmt, die als "US-Personen" im Sinne von Rule 902 in Regulation S des US Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieses Dokuments oder sonstiger Informationen, die den Anlegern ausgehändigt oder zur Verfügung gestellt wurden, bestätigt. Jede gegenteilige Äußerung stellt einen Straftatbestand dar. Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage der einschlägigen Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt und wesentliche Anlegerinformationen, welche in deutscher Sprache am Sitz der Assenagon Asset Management S.A. oder unter [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com) erhältlich sind) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung. Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Informationsversorgung und Informationsbereitstellung und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Die steuerlichen Hinweise in dieser Darstellung sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen. Sie können eine einzelfallbezogene Beratung durch einen Steuerberater nicht ersetzen. Die Assenagon-Gruppe kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Dieses Dokument ist nur für den Gebrauch der Personen bestimmt, an welche es gerichtet ist und darf nicht von anderen Personen verwendet werden. Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon-Gruppe weder kopiert noch weitergegeben, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke, in welcher Form auch immer, verwendet werden. Informationen in E-Mails sind vertraulich und ausschließlich für den Adressaten bestimmt. Jeglicher Zugriff auf E-Mails durch andere Personen als den Adressaten ist untersagt. Es kann nicht garantiert werden, dass E-Mail-Übertragungen sicher und frei von Fehlern erfolgen. Sofern Teile oder einzelne Formulierungen dieses Haftungsausschlusses der geltenden Rechtslage nicht, nicht mehr oder nicht vollständig entsprechen, bleiben die übrigen Teile in ihrem Inhalt und ihrer Gültigkeit unberührt.