

## Verzerrte Preis- und Bewertungssignale

# Monetäres Harakiri belastet Renditeaussichten

Christof Leisinger 12.1.2015



Die Brandung der monetären Liquiditätswelle wird für Anleger gefährlich. (Bild: Illustration Sebastien Thibault)

**Die Aktien- und Bondmärkte boomen aufgrund einer gigantischen Liquiditätswelle. Die hohe Bewertung lässt aber künftig vielfach nur noch unterdurchschnittliche Erträge erwarten.**

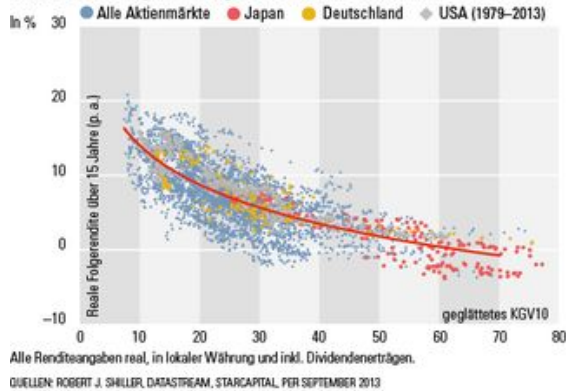
Nach einem holprigen Start ins Jahr 2015 tendieren die Kurse an den Börsen eher nach oben als nach unten, die Renditen von Bonds solider Schuldner verzeichnen Tiefststände in Serie, Erdöl kostet knapp die Hälfte dessen, was noch vor einem Jahr üblich war, und der Dollar zeigt relative Stärke.

Damit scheinen sich die meisten Trends der letzten Jahre ungeachtet aller Widersprüche fortzusetzen. Die Anleger lassen sich selbst von neuerlichen Turbulenzen in Griechenland nicht verunsichern. Offensichtlich gehen sie davon aus, dass Unternehmen die historisch unglaublich günstigen Refinanzierungsbedingungen in satte Gewinne umwandeln und in Form von Rückkäufen oder Ausschüttungen an die Aktionäre weitergeben können. Selbst nach starken Avancen und trotz den zum Teil anspruchsvollen Bewertungen vertrauen sie weiter auf die Zentralbanken. Verwöhnt von deren erklärter Strategie, die Vermögenspreise möglichst hoch zu halten, und von der Erfahrung, dass sie dann stabilisierend eingreifen, wenn aufgrund eines externen Schocks grössere Kursrückschläge oder gar ein Trendwechsel nach unten droht, werden solche nicht mehr als Risiko, sondern als Kaufgelegenheit wahrgenommen. Dieser Effekt hat längst dazu geführt, dass Baissiers im klassischen Sinne als ausgestorben gelten können.

### Baissiers sind rar geworden

Selbst ehemalige «Permabären» wie etwa David Rosenberg von Gluskin Sheff & Associates oder Hugh Hendry vom Hedge-Fund Eclectica Asset Management haben die Segel gestrichen und sind so etwas wie «bullish» geworden. Nur «Narren» versuchten, sich dem geldpolitisch fabrizierten Kursaufschwung entgegenzustellen, so Hendry.

## Hohe Bewertungen kündigen weltweit verlustreiche Dekaden an



Land	KGV10 aktuell	KGV10 <8	8-16	16-24	24-32	KGV10 >32
Australien	16,0	11,9	8,8	5,7	3,2	
Kanada	19,2	9,6	7,4	8,3	5,8	4,3
Frankreich	13,6	14,0	13,9	7,1	6,4	1,6
Deutschland	16,8	13,3	10,0	6,0	3,7	2,0
Hongkong	18,0		9,0	6,6	2,3	0,4
Italien	8,5			2,5	-0,8	-2,8
Japan	25,9		6,8	6,6	2,8	-1,8
Niederlande	15,9	16,8	9,5	3,5	0,6	-0,4
Norwegen	11,1	13,2	7,8	5,5	4,9	
Spanien	10,7		10,4	5,8	2,0	0,1
Schweiz	23,1	12,5	12,1	8,9	4,9	2,5
Grossbritannien	12,3	12,5	8,5	3,9	1,8	
USA (1979-2013)	27,8	13,1	11,4	6,6	3,6	2,1
Mittelwert		13,4	9,5	5,9	3,0	0,9

Er mag sich bestätigt fühlen, da die Zentralbanken offensichtlich alles unternehmen, um die Anleger bei Laune und ihren Risikoappetit hoch zu halten. Die amerikanische Notenbank hat erst in den vergangenen Tagen wieder beteuert, ihre extreme Geldpolitik allenfalls zögerlich zu straffen. In Europa hat Mario Draghi, der Präsident der Europäischen Zentralbank, das laufende Jahr mit der klaren Andeutung eingeleitet, die Zinsen über einen längeren Zeitraum auf niedrigem Niveau zu halten und trotz dem Verbot einer monetären Staatsfinanzierung möglicherweise bald mit dem Kauf von Obligationen in grösserem Stil zu beginnen. Er kann sich dabei unter anderem auf ein «mediales Trommelfeuer» berufen, welches undifferenziert vor den Gefahren einer scheinbar drohenden deflationären Spirale warnt.

Inspiziert von keynesianisch angehauchten Meinungsmachern wie dem Nobelpreisträger Paul Krugman, plädieren sie dafür, die Wirtschaft durch grosse staatliche Ausgabenprogramme auf Kredit zu beleben und die Notenbanken Geld in grossem Stile drucken zu lassen, um die Inflationserwartungen von Unternehmen und Konsumenten in Bewegung zu bringen. Nur mit massivsten Massnahmen dieser Art lasse sich ein lange währendes volkswirtschaftliches Malaise wie in Japan vermeiden. Dort habe man wirtschafts- und finanzpolitisch in den vergangenen 30 Jahren zwar das Richtige getan, nur nicht im notwendigen Ausmass, argumentieren sie unter Verweis auf oft sehr primitive Modellrechnungen.

Tatsächlich hat man in Japan zwar auf der geld- und fiskalpolitischen Seite viel versucht, um die Wirtschaft nach dem Platzen einer gigantischen Vermögenspreisblase neu zu beleben, die Strukturen aber wurden nie reformiert. An diesem Mangel droht auch die jüngste Episode derartiger Experimente – die Abenomics – zu scheitern. Diese haben in ihrer Gesamtheit praktisch zu nichts anderem geführt als zu einer unglaublich hohen Staatsverschuldung und zu ungedeckten Pensionen.

Selbst Richard Koo, ein Befürworter fiskalpolitischer Stimulierungsmassnahmen und der Chefökonom des Nomura-Research-Instituts, fürchtet, die Geldpolitik des Landes begeistere allenfalls die Anleger für kurze Zeit und bleibe sonst wirkungslos.

Unabhängige Fachleute können in Europa ohnehin kaum deflationäre Risiken ausmachen. Die Inflationsraten seien zwar tief, allerdings würden sie temporär von fallenden Energie- und Rohstoffpreisen verzerrt. Letztlich aber werde ein tiefer Erdölpreis in wenigen Monaten aus der Inflationsstatistik verschwunden sein, argumentieren sie und verweisen darauf, dass er in Europa wie eine Steuersenkung wirke und förderlich wie ein Konjunkturprogramm sei.

## Vorsicht Interventionshysterie

Kritische Marktbeobachter wie der ehemalige US-Regierungsbeamte und Publizist David Stockman halten es ohnehin für zweifelhaft, geld- und fiskalpolitische Massnahmen, welche in keynesianischem Sinne zum vorübergehenden Ausgleich zyklischer Schwächen vorgesehen waren, dauerhaft anzuwenden. Denn erstens vermindere sich so der politische Druck, wirtschaftliche Reformen durchzuführen. Zweitens seien zunehmende Schulden die logische Konsequenz. Drittens verzerre die extreme Geldpolitik die Preis- und Bewertungssignale an den Finanzmärkten. Längst könne ein Anleger mit einem Blick auf die Rendite einer Anleihe nicht mehr wenigstens grob abschätzen, welches Risiko er mit dem Kauf des Papiers eingehen würde. Wer glaube angesichts der erratischen Steuer- und Fiskalpolitik sowie ausbleibender Strukturreformen, dass eine Rendite von 0,78% die Inflations- und Bonitätsgefahren abdecke, welche etwa mit einem französischen Staatspapier mit

einer Laufzeit von zehn Jahren verbunden seien, fragt er rhetorisch. Italienische Papiere betrachtet er sogar noch skeptischer, obwohl sie bei vergleichbarer Laufzeit mit 1,85% rentieren.

### **Viele Märkte zu teuer**

Bei Aktien gibt der Blick auf die Bewertungen zu denken. Vergleicht man die Kursentwicklung an den Börsen mit einem über mehrere Zyklen hinweg geglätteten Niveau der Unternehmensgewinne (KGV10, siehe Grafik), so sind die Aktienmärkte der USA, Japans, der Schweiz, Kanadas und auch Hongkongs inzwischen recht teuer geworden. Wie eine quantitative Analyse der Fondsgesellschaft Starcapital zeigt, können die Aktienanleger in den nächsten 15 Jahren allenfalls unterdurchschnittliche Erträge erwarten, wenn sie heute Aktienpapiere in diesen Märkten erwerben. Analytiker Ed Easterling von Crestmont-Research kommt zumindest für die an der Wall Street gehandelten Papiere zu einem ähnlichen Ergebnis.

Was können Anleger angesichts des monetären Harakiri-Kurses und der permanenten Aufblähung der Staatsschulden tun? Fachleute wie jene von Starcapital raten davon ab, das Heil in riskanten Zinswetten und High-Yield-Anleihen zu suchen. Sie meiden länger laufende Papiere, umgehen Bonds bonitätsschwacher Emittenten, erhöhen die Bargeldbestände und greifen bei Unternehmenspapieren auf Dollarbasis sowie bei Anleihen aus Staaten mit hohen Zinsen selektiv zu.

Falsch sei es, jetzt überstürzt auf den Börsenzug aufzuspringen. Wer es mental nicht schaffe, grössere Korrekturen zum Einstieg zu nutzen, solle schrittweise über längere Zeit investieren. Chancen machen sie derzeit tendenziell in China, Indien und anderen asiatischen Schwellenländern aus.