

**Stand**  
Ausgabe



**Punkt**  
IV. Quartal 2016

Ihr unabhängiger Finanzmarktkompass für erfolgreiche Kapitalanlage

STANDORTBESTIMMUNG

## **In der Sackgasse**

Der Geldpolitik ist die Schwerkraft abhandengekommen. Seit die Währungsbehörden im Krisenmodus agieren, also seit rund acht Jahren, hat Geld kaum noch einen Preis. In diversen Staaten, die zusammen knapp einen Viertel der weltwirtschaftlichen Produktion ausmachen, gelten gar negative Nominalzinsen.

### **Mangelnde internationale Koordination**

*Was nichts kostet, so weiß der Volksmund, ist auch nichts wert.*

...und mit Dingen ohne Wert geht man bisweilen fahrlässig um. Das ist beim Geld nicht anders: Wenn Bares zum Gratistarif verfügbar wird und Zinsen kein Risiko mehr signalisieren, gehorchen Investitionen laschen Regeln. Auf der verzweifelten Suche nach ein bisschen Rendite wird die Qualität eines Projekts oder Schuldners vernachlässigt. Zombie-Firmen, die bei einem „normalen“ Zinsniveau längst untergegangen wären, werden am Leben erhalten. An den Märkten für Aktien und Immobilien bilden sich Blasen, die weltweite Überschuldung – ein Hauptgrund für die anhaltende Finanzkrise – setzt sich ungebremst fort, zumal ein Leben mit geliehenem Geld dank Niedrigzinsen locker zu führen ist.

Diese Entwicklung ist mit Sorge zu beobachten. Je länger die anormale und historisch beispiellose Zinssituation anhält, desto größer werden die Verzerrungen an den Märkten und desto heftiger wird die – irgendwann unausweichliche – Korrektur ausfallen. Dennoch, das Ruder herumlegen wollen / können die Zentralbanken nicht. Von den großen Volkswirtschaften haben bisher erst die USA eine – sehr zaghafte – Zinswende eingeleitet. In der EUR-Zone und in Japan deuten die Zeichen dagegen unverändert in Richtung einer noch großzügigeren Geldversorgung. Auch andere Länder haben in den vergangenen zwölf Monaten die Geldpolitik weiter gelockert.

Die Zentralbanken stecken im Dilemma. Zwar wünschen sich die meisten Währungsbehörden wieder Zinsen in einem deutlich positiven Bereich. Dadurch ließen sich nicht nur die Übertreibungen und Fehlallokationen an den Immobilien- und Finanzmärkten korrigieren. Die Zentralbanken erhielten auch wieder etwas zinspolitischen Spielraum und nicht zuletzt ein Stück verlorener Glaubwürdigkeit zurück, um künftigen Schocks wirkungsvoll begegnen zu können.

Gleichwohl schrecken sie vor Zinserhöhungen zurück, denn in einer globalisierten Welt ziehen höhere Zinsen rasch Kapitalströme an. Das stärkt die heimische Währung, setzt die Exporteure unter Druck und gefährdet das inländische Wachstum. Daran hat niemand ein Interesse. Also setzt man darauf, dass sich der andere zuerst bewegt.

### **Einflussreiche Schuldner**

Der Konflikt verdeutlicht die Verantwortung der amerikanischen Notenbank als Hüterin über die (derzeit noch) international wichtigste Währung. Je zügiger das Federal Reserve Board die Normalisierung der Zinspolitik angeht, desto eher können sich auch andere Notenbanken aus der Deckung wagen. In Washington hat man aber wenig Interesse an einer Vorreiterrolle. Eine straffere Geldpolitik würde viel internationales Kapital anziehen und eine übermäßige Erstarkung des Dollars provozieren. Also agiert man weit zögerlicher als dies mit Blick auf die wirtschaftliche Erholung der USA wohl angebracht wäre.

Die Zentralbanken haben sich mit ihrer Tiefzinspolitik in eine Sackgasse manövriert. Weitere Lockerungen stimulieren die Realwirtschaft immer weniger. Immer deutlicher zeigen sich dafür die kontraproduktiven Folgen. Ein Beispiel: Weil der Aufbau von Alterskapital ohne soliden Zinseszineffekt massiv erschwert wird, sparen die Leute mehr. In Japan und Deutschland sind die Sparquoten seit der Einführung der Negativzinsen gestiegen. Dieses Verhalten ist aus Sicht des Sparers zwar rational, da mehr beiseitegelegt werden muss, um im Alter ein bestimmtes Auskommen zu haben. Im Sinne der Notenbanken ist es aber nicht und stimulierend für die Wirtschaft schon gar nicht.

Ein Ausweg aus der Zinsfalle wäre entsprechend dringlich. Eile ist aber nirgendwo erkennbar. Das hat seine Gründe: Die Schuldner als größte Profiteure ultratiefer Zinsen wehren sich gegen einen Exit. Weil Staaten die größten Schuldner sind, verfügen diese Nutznießer auch über entsprechend gewichtigen Einfluss. Diesem Einfluss steht formell zwar die Unabhängigkeit der Notenbanken gegenüber, faktisch dürften die politischen Pressionen aber nur schwer abzuwehren sein. So ist offenkundig, dass viele hochverschuldete Staaten eine Rückkehr zu „Vorkrisen“ Zinsniveaus kaum verkraften könnten, ganz zu schweigen von diversen, gehebelten Immobilienbesitzern.

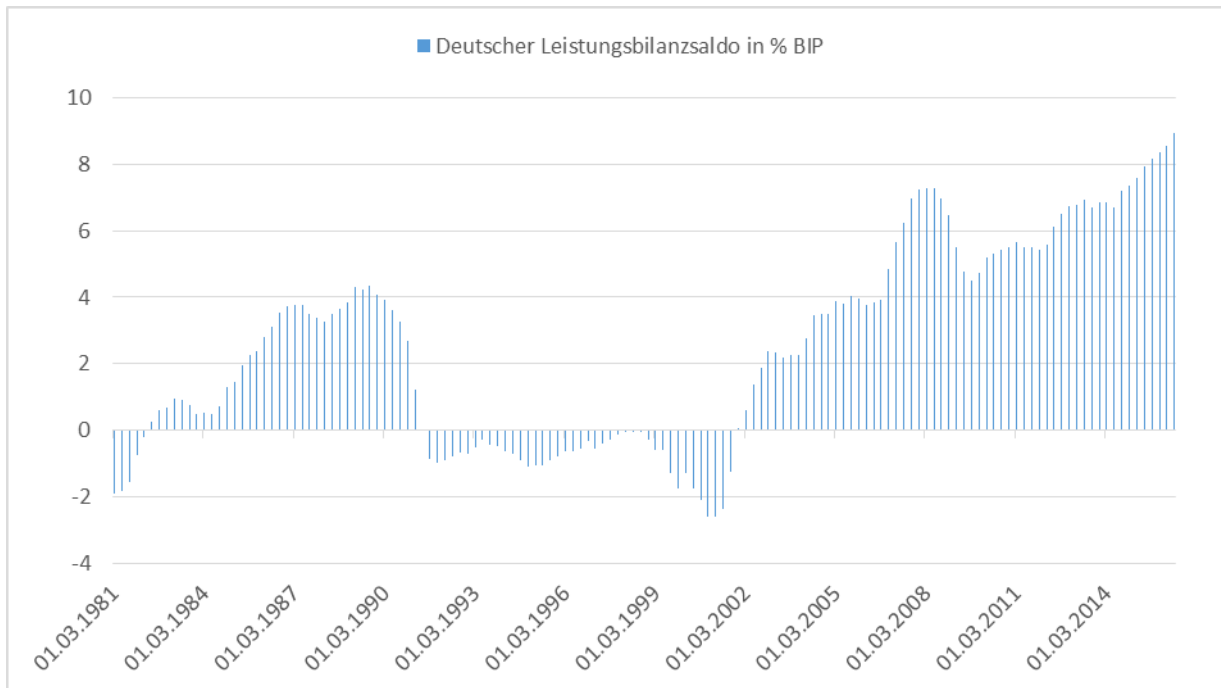
Also wird auf Zeit gespielt und eine Kurskorrektur auf die lange Bank geschoben. Das Zinsniveau steigt (derzeit noch) nicht, sondern nur die Fallhöhe bei Ausbruch der nächsten Krise. Wie ließe sich das Dilemma lösen? Notwendig wäre ein international koordiniertes Vorgehen. Geschehen wird dies wohl nicht.

### **AUSBLICK WÄHRUNGEN / EDELMETALLE**

Die Handelsspanne EUR/USD war im vergangenen Quartal mit nur 3,55% historisch niedrig. Diese enge Schwankungsbreite ist einerseits auf den deutlichen Leistungsbilanzüberschuss der EUR – Zone (ca. 3% des BIP) und vor allem Deutschlands (siehe Graphik – außergewöhnlich hoch mit ca. 9% des BIP) zurückzuführen (= EUR positiv).

Andererseits hat der USD aufgrund der deutlichen Zinsdifferenz zum EUR von ca. +1,5% p.a. in den Laufzeitbereichen bis zu 10 Jahren eine Sogwirkung für

Kapitalanlagen entwickelt (= EUR negativ). Im Endeffekt hat diese Konstellation zu den geringen Schwankungen der letzten Monate geführt.



Für das kommende 4. Quartal sollte man allerdings mit zurückkehrender Volatilität an den Devisenmärkten rechnen. Auch wenn viele Faktoren (Zinsdifferenz und EU – Disharmonie in vielen Politikbereichen) eher für einen schwächeren EUR Wechselkurs sprechen, kann es bei ansteigender Risikoaversion an den Finanzmärkten (nach US-Präsidentenwahl oder erneuter Abwertung des CNY?) zu erhöhter EUR – Nachfrage kommen. In diesem Falle wären Kurse im Bereich EUR/USD 1,18 bis 1,20 denkbar. Dies wäre sicher nicht im Sinne der EZB. Mit Blick auf die eher einseitige pro – USD Positionierung an den Märkten und der fundamentalen Nachfrage nach EUR (Leistungsbilanzüberschuss) können wir uns einen festeren EUR (handelsgewichtet) im letzten Quartal durchaus vorstellen.

#### PAM-WERTINVEST (WKN A1WZ35)

Kommentar per 09/2016

Im vergangenen Monat haben sich die Aktienmärkte auf dem in den Sommermonaten erreichten Niveau konsolidiert. Vor diesem Hintergrund haben wir die Aktienquote des Fonds geringfügig reduziert, allerdings die Länder- / Sektorenallokation i. W. beibehalten.

Die durchschnittliche Laufzeit des Rentenportfolios haben wir im Verlauf des Monats erneut reduziert und die Positionen im variable-verzinslichen Laufzeitbereich weiter erhöht. Auch wenn die US-Notenbank anlässlich ihrer letzten Sitzung keine Zinsanhebung des Tagesgeldsatzes verkündete, ist ein Anstieg der US - Zinskurve im mittleren bis langfristigen Laufzeitbereich weiterhin zu erwarten. Die zuletzt veröffentlichten Inflationsdaten aus den USA sprechen dafür.

## Renten-Flopp, Aktien-Top

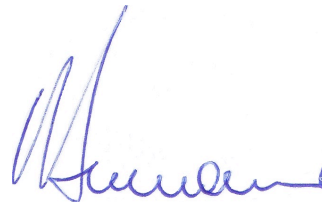
Wie in unserem letzten Quartalsbericht erwähnt, empfehlen wir keine Neuengagements in Renten. Daran dürfte sich in der nächsten Zeit nicht viel ändern. Daher raten wir für das letzte Quartal und darüber hinaus ausschließlich zu Aktienfonds. Langfristige Basisinvestments in den Sektoren Wasser, Agrar und Ernährung sowie Aquakultur (jeder 3. Fisch auf deutschen Tellern kommt aus der Fischzucht) gehören in ein breit gefächertes Depot. Bei zunehmender Stabilisierung des Ölmarktes würden wir Werte wie Shell oder Statoil aufnehmen, besonders dann, wenn sie ihre Dividendenzahlungen beibehalten.

Für Deutschland sehen die führenden ökonomischen Institute das stärkste Wachstum seit 5 Jahren für 2016 voraus (Herbstgutachten). Das Bruttoinlandsprodukt wurde von 1,6% auf 1,9% erhöht. Wachstumsgarant ist vor allem der Konsum. So sehen wir Engagements in solche Aktien wie Henkel, vielleicht Beiersdorf, Unilever und Nestlé sowie in den Nebenwerten Leifheit, Osram (China ist interessiert), Wacker Chemie („ausgebombter“ Titel) sowie Ströer, Wirecard als mögliche Auswahl. Für risikofreudige Anleger bietet das Bankhaus Vontobel eine Aktienanleihe mit einem Zinskupon von 10,5 % p.a. auf drei Banken (BNP Paribas, Commerzbank und Deutsche Bank) an. Die Barrieren liegen bei € 22,71 (BNP Paribas), € 3,02 (Commerzbank) sowie € 5,27 (Deutsche Bank). Notieren alle drei Titel während der Laufzeit bis 15.09.2017 oberhalb ihrer Barrieren, wird die Anleihe zu 100% plus Kupon zurückgezahlt, andernfalls werden Aktien der Bank angedient, die die Barriere unterschritten hat. Weiterhin halten wir die „Dividend Aristocrat“ – ETF's für Europa, Asien und USA, den Flossbach von Storch Fonds „Multiple Opportunity“ sowie, für Werte aus der zweiten Reihe, den MainFirst Germany Fund als attraktive Anlage.

Mit freundlichen Grüßen



Hans-Georg Kuhlmann



Michael P. Bornemann

### Privates Anlage Management GmbH & Co.

Jungfernstieg 44

D- 20354 Hamburg

Ruf: 040/ 35 53 02 0

E-Mail: [pam@pamanagement.de](mailto:pam@pamanagement.de)

Webseite: [www.pamanagement.de](http://www.pamanagement.de)

#### Disclaimer:

Die genannten Informationen sind weder als Angebot noch als Aufforderung zum Kauf bzw. Verkauf irgendwelcher Wertpapiere oder verwandter Finanzinstrumente zu verstehen. Alle Angaben dienen ausschließlich zu Informationszwecken und sind lediglich zum persönlichen Gebrauch des Empfängers bestimmt. Sie berücksichtigen weder die spezifischen oder künftigen Anlageziele noch steuerliche oder finanzielle Lage der individuellen Bedürfnisse des einzelnen Anlegers. Die vergangene Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Entwicklungen. Verschiedene Risiken, Unsicherheiten und andere Faktoren können dazu führen, dass sich zukunftsgerichtete Aussagen von den tatsächlichen Entwicklungen unterscheiden. Wir können keine Gewähr für die Richtigkeit der gemachten Angaben übernehmen.