

Autor: Frank Milewski (Cash Online) / Patrick Picenoni (Altrafin/CONREN)

Datum: 30.06.2017

## Neuer langfristiger Bullenmarkt in Sicht

Posted By *Frank Milewski* On 30. Juni 2017 @ 07:10 In Berater,Investmentfonds,Kommentare,Meinung | [No Comments](#)

Der Vermögensverwalter CONREN hat sich auf die Betreuung langfristig orientierter Familienvermögen spezialisiert und offeriert drei vermögensverwaltende Fonds. CONREN's Blick auf die Welt ist dabei die Basis für die Entwicklung von Zukunftsszenarien, die Einordnung in Investmentzyklen sowie für die Entwicklung von drei bis sieben größere Investmentthemen. Patrick Picenoni, Gründer Altrafin und Fondsmanager der CONREN-Fonds, erläutert das aktuelle Hauptszenario des Vermögensverwalters.



Patrick Picenoni, Gründer von Altrafin und Fondsmanager der CONREN-Fonds

### Derzeit befinden sich zwei zentrale Zyklen in einem späten Stadium

1. Der Zinszyklus: Seit 35 Jahren werden Marktteilnehmer nunmehr darauf konditioniert, dass Zinsen immer weiter sinken: Staatsanleihen haben seit der Finanzkrise, und trotz der mittlerweile über 30-jährigen Hausse, eine beachtliche Performance erzielt. Die Wahrscheinlichkeit hat sich aber deutlich weiter erhöht, dass wir uns in den nächsten ein bis zwei Jahren diesbezüglich an einem Wendepunkt befinden. Anleihenrenditen werden – abgesehen von nicht auszuschließenden, kurzfristigen

---

Zwischentiefs – voraussichtlich wieder steigen und daher wird der Erwartungswert der Renditen (Performance für die nächsten drei bis fünf Jahre) für diesen Bereich negativ ausfallen.

2. Der Aktienzyklus: Im Gegenzug zu den sinkenden Zinsen und Käufen von Notenbanken steigen Vermögenswerte: seit nunmehr 98 Monaten klettert der S&P 500 und erreicht immer neue Höchststände.

### **Schon leichte absolute Zinsanstiege können große Auswirkungen auf Wirtschaft und Märkte haben**

In den Jahren der Nullzinspolitik gab es eine Anpassung der Vermögenspreise und Geschäftsmodelle an die niedrigen Zinsen. Käufer eines Eigenheims treffen beispielsweise ihre Entscheidungen auf Basis der Höhe der monatlichen Hypothekenzahlungen und die Unternehmen im S&P 500 (außerhalb des Finanzbereichs) haben die höchste Verschuldung seit 2007, als sie auf Rekordniveau lag. Ein Teil der Schulden wurde dazu verwendet, Aktien zurückzukaufen. Dass die aktuellen Marktbewertungen angemessen und nicht wie eine Blase erscheinen, ist nicht zuletzt auf die niedrigen Zinsen zurückzuführen.

### **Das Umfeld ist noch immer von den Folgen der Finanzkrise geprägt**

Das Eingreifen der Zentralbanken über Zinssenkungen und Quantitative Easing (QE) Operationen seit der Finanzkrise in den Jahren 2007 bis 2008 waren insbesondere zu Beginn der Krise notwendig und hoch effektiv. Durch eine rasche und ausreichende Liquiditätsversorgung der Finanzmärkte konnte eine Liquiditätsfalle und eine Kernschmelze des Finanzsystems vermieden werden.

Seit den nunmehr ca. acht Jahren seit der Finanzkrise werden Marktteilnehmer zunehmend auf ein „New Normal“ konditioniert, was so viel bedeutet wie anämisches Wachstum, niedrige Inflation und Niedrig-/Negativzinsen. Und last but not least wird suggeriert, dass Notenbanken jederzeit bereitstehen, alles zu tun, um den Tag für die Anleger zu retten. Der Markt bleibt durch die Aktivitäten der Notenbank extrem verzerrt. Was unter anderem an den teilweise ebenso extremen Marktreaktionen zu erkennen ist, wenn Notenbanken auch nur andeuteten Ankaufprogramme zu reduzieren.

Marktteilnehmer, Politiker und Zentralbanken akzeptieren zunehmend, dass die Zentralbanken fast keine Optionen mehr haben. Die Zentralbanken haben wenig Spielraum für Zinserhöhungen, und es setzt sich zunehmend die Erkenntnis durch, dass Negativzinsen nicht sinnvoll sind. Unkonventionelle Ansätze wie der Kauf von Unternehmensanleihen (EZB) und Aktien (BoJ) haben bisher keine wesentlichen Ergebnisse gezeigt. Konsumenten lassen sich über die Zentralbankenpolitik nicht zwingen mehr zu kaufen, und Unternehmen investieren auch bei diesen Niedrigstzinsen nicht zwingend mehr – im Gegenteil.

### **Paradigmenwechsel zur Reflationierung via Fiskalpolitik (mit oder ohne Krise)**

Wenn die aggregierte Nachfrage (Haushalte, Unternehmen, Staat) nicht steigt, die Banken restriktiver bei der Geldschöpfung agieren und strukturelle Gegenkräfte auf der Angebotsseite (technologischer Fortschritt, Automatisierung etc.) wirken, dann führt eine expansive Geldpolitik eben nicht automatisch zu erhöhtem Wirtschaftswachstum und auch nicht zu höherer Inflation.

Die finanzielle Repression experimenteller Notenbankpolitik hat das Insolvenzrisiko fast abgeschafft. Anreize für Investitionen und die Erhöhung der Produktivität wurden unterdrückt. Investitionen benötigen ein Gefühl der Berechenbarkeit. Wenn Firmen aber nicht wissen, wohin die Reise geht, werden Investitionen in produktive, unternehmerische Kapazitäten eher zurückgestellt und freie Mittel lieber in Aktienrückkäufe und dergleichen investiert. Wenn Zentralbanken übermäßig stark an den Finanzmärkten intervenieren, erhöht sich zudem das Risiko, diese Anlagen für private und institutionelle Anleger mittelfristig negativ zu beeinflussen. Der nächste Versuch, die Wirtschaft anzukurbeln oder eine mögliche Marktkrise abzuwenden, muss wahrscheinlich mittels fiskalischer Maßnahmen erfolgen.

### **Fiskalmaßnahmen und Schuldentragfähigkeit**

Fiskalmaßnahmen führen zu höheren Staatsschulden und zu einem erhöhten Markt- und Kreditrisiko beim Besitz von Staatsanleihen. Das ungünstige Risiko-Rendite-Verhältnis von Staatsanleihen, die lediglich Renditen nahe Null bieten, dürfte Anleger in diesem Szenario davon abhalten, ihren Bestand an Staatsanleihen wesentlich aufzustocken.

Wenn es keine Käufer aus dem privaten Sektor gibt, können die Regierungen ihre Anleihen bei den Notenbanken platzieren. Höhere Staatsausgaben, die von den Zentralbanken finanziert werden, könnten zwar tatsächlich die Inflation anheizen, aber sie werden auch das Problem der Schuldentragfähigkeit verschärfen. Wenn die Investoren das Vertrauen verlieren, dass die Schulden jemals zurückgezahlt werden können, werden sie ihren Anleihebestand reduzieren und damit die Kosten für die Regierungen erhöhen oder aber die Notenbanken zu mehr Käufen zwingen.

Eine Reflation ist derzeit wahrscheinlicher als ein Japan-Szenario: Wir glauben nicht, dass in USA und Europa, für die nächsten Jahren ein "Japan-Szenario" mit über 25 Jahren deflationären Tendenzen zu erwarten ist.

Spätestens seit dem Sommer beziehungsweise Herbst letzten Jahres sehen wir deutliche Anzeichen eines zyklischen Aufschwungs: Das Vertrauen der Einkaufsmanager und Konsumenten steigt, das Wachstum steigt, Unternehmensgewinne steigen (nicht mehr vor allem aufgrund von Kostenreduktionen, sondern vor allem aufgrund steigender Umsätze), die Inflation steigt etc. Diesem Hauptszenario folgen wir seit Mitte des letzten Jahres und konnten auf dieser Basis gute Erfolge erzielen. Im 2. Quartal dieses Jahres hat sich die Dynamik der Reflation etwas abgeschwächt. Es ist nun sehr genau zu beobachten, ob dies nur ein kurzfristiger Knick oder eine Wende ist.

Der Weg zum Old Normal liegt auch im Paradigmenwechsel hin zu fiskalpolitischen Maßnahmen und dem zyklischen Wirtschaftsaufschwung. Das kann zu einem Umdenken bei den Wirtschaftsakteuren führen. Investitionstätigkeiten werden in diesem Umfeld ankurbelt, die aggregierte Nachfrage stimuliert und so die Inflationserwartung angehoben.

### **Wir sind längerfristig recht positiv gestimmt**

Während sich der zyklische Bullenmarkt in einem späten Stadium befindet und anfällig für eine mittelfristige Korrektur ist, ebnen die technologischen Fortschritte im Energiesektor, die zunehmende Bedeutung alternativer Energien und die digitale Revolution den Weg für einen neuen langfristigen Bullenmarkt.