



## NUNTIUM NO. 30 | FRÜHJAHR 2017

EINE INFORMATION DER ARS PECUNIAE GMBH – AUTHOR: REGINA A. COSTELLO

### DYNAMIK IM VERBORGENEN

Aus globaler Sicht leben wir in einer Zeit großer Veränderungen, die alle Bereiche unseres Lebens und unserer Gesellschaftsstrukturen erreichen. Diese Veränderungen sind heute, wenn auch erst mit zeitlicher Verzögerung, präsent und werden angesprochen und diskutiert. Daneben verändern sich aber auch Strukturen, die als verborgene Eckpfeiler sichtbarer Systeme dienen, für die sie lebenswichtig sind. Ein praktisches Beispiel aus der Politik für derartige Menschen, Segmente oder auch Teilmärkte sind die Fachabteilungen, die den Ministern zuarbeiten. Sie werden als Sherpas bezeichnet, eine nicht unzutreffende Beschreibung ihrer unterstützenden Arbeit, ohne die eine Aufgabe nicht lösbar ist.

Der heutige NUNTIUM beschäftigt sich mit einem wichtigen Teil unserer finanzwirtschaftlichen Infrastruktur, dem US-Dollar. Als globale Reservewährung hat der US-Dollar viele Aufgaben zu erfüllen, die nicht nur Vorteile für die Vereinigten Staaten bringen. Das erkennt man auch daran, dass sich Fragen in den Vordergrund schieben, wie zum Beispiel, welche Auswirkungen eine starke, oder auch schwache, amerikanische Währung auf die Welt hat – sei es auf die Schwellenländer, das Preisverhalten der Rohstoffe oder den globalen Handel. Im globalen System hat der Dollar damit einen großen Wirkungsbereich, wobei die außerhalb der USA gelegenen Dollars als Eurodollar bezeichnet werden. Dieser Eurodollar-Markt ist ebenfalls eine Sherpa-Struktur, denn unser globales Wirtschafts- und Finanzsystem ist abhängig von seinem Funktionieren. Diese Zusammenhänge und die sich in den letzten 18 Monaten entwickelnden Dynamiken möchten wir heute zusammen mit Ihnen näher erkunden. Liquiditätsaspekte stehen dabei im Vordergrund. Und so ist es nicht verwunderlich, wenn uns bei unserem, diesmal etwas längeren und komplexen Ausflug eine Generation von Zentralbankern<sup>1</sup> begleitet, die im ersten Drittel des letzten Jahrhunderts großen Einfluss auf die damals außerordentlichen wirtschaftlichen Dynamiken hatten<sup>2</sup>.

### KREATIVITÄT AUS DER NOT GEBOREN

Informationen über den Eurodollar-Markt sind spärlich, da die Aktivitäten außerhalb des geregelten, traditionellen Bankensystems stattfinden. Als Teil des sogenannten Schattenbankensystems kann man diesen Markt mit einem virtuellen, globalen Großhandelsplatz vergleichen, der unabhängig von Bankeinlagen funktioniert. Der Referenzzins für Guthaben und Verbindlichkeiten in Eurodollar ist der LIBOR (London Interbank Offered Rate), dessen 30-jährige Entwicklung Sie nebenstehend verfolgen können. Über die



<sup>1</sup> Montagu Norman (Bank of England), Émile Moreau (Banque de France), Hjalmar Schacht (Reichsbank) und Benjamin Strong (Federal Reserve Bank of New York).

<sup>2</sup> Aus dem Buch von Liaquat Ahamed: „Lords of Finance“, Windmill Books, London, 2010.

Entstehung des Marktes in den späten 50er bzw. frühen 60er Jahren des letzten Jahrhunderts gibt es keine gesicherten Erkenntnisse, aber einige aufschlussreiche<sup>3</sup> Geschichten. So soll die britische Midland Bank 1955 den ersten Währungs-Swap<sup>4</sup> zwischen Pfund und US-Dollar entwickelt haben, um von der Zinsdifferenz zwischen britischen Staatsanleihen und amerikanischem Geldmarkt zu profitieren. Andere Quellen schreiben die Entstehung des Marktes den Dollar-Devisen der Sowjetunion zu, die das Land zu Zeiten des kalten Krieges aus Sorge um US-Konfiszierung in London bzw. Zürich und Paris lagern ließ. Von Beginn an war das Volumen um ein Vielfaches höher als die Währungstransaktionen, die vor dem Zweiten Weltkrieg erfolgten.

Die Kreativität der Zentralbanken in der modernen Zeit (siehe auch unten zur heutigen Geldpolitik) konnte auch den Bankern in den 20er Jahren nicht abgesprochen werden. So griff die Bank de France Mitte der 20er Jahre zu Bilanzmanipulationen, um ihre erfolglosen Spekulationen zu vertuschen. In den frühen 60er Jahren trugen die Zentralbanken, ironischerweise, wesentlich zum schnellen Wachstum und der internationalen Akzeptanz des Dollar-Marktplatz bei, weil dieser nicht reguliert und damit sehr effizient und kompetitiv war. Um die Gold-Hinterlegungsquoten der Bretton Woods-Vereinbarung zu umgehen, tauschten die Zentralbanken erhaltene US-Dollar statt in schwer beschaffbares Gold in Eurodollar um. So konnte sich der Finanzplatz London mit einer geschickten Laissez-Faire-Politik als Zentrum des Eurodollar-Marktes etablieren, da zu dieser Zeit starke Restriktionen für ausländische Gelder sowohl in den USA als auch den kontinentaleuropäischen Ländern bestanden.

## LIQUIDITÄTSGESCHICHTE IM ZEITRAFFER

Während in den 20er Jahren der Goldstandard durch den Ersten Weltkrieg und eine technologische Revolution vor enormen Herausforderungen stand, übernahm der Eurodollar-Markt im Zuge seines Wachstums die Aufgabe, die ebenfalls rasant zunehmenden internationalen Finanz- und Kreditströme zu ermöglichen. Man schätzt, dass dieser Markt in den letzten Jahrzehnten bis zu 90 Prozent der globalen Finanzströme, d.h. Kapitalflüsse bzw. Guthaben und Finanzierungen abgewickelt hat. Mehr noch, über diesen virtuellen Geldmarkt verwalten die Banken weltweit ihre Liquiditätserfordernisse. Welchen Stellenwert das Eurodollar-System innerhalb der Finanzmärkte hat, kann daran abgelesen werden, dass die an der CME<sup>5</sup> gehandelten Eurodollar-Futures in weitaus größeren Volumina gehandelt werden als der 10-jährige US-Staatsanleihen-Kontrakt.

In den letzten 50 Jahren wirkten Globalisierung und eine von den Bretton Woods-Restriktionen losgelöste Weltwirtschaft ein signifikantes Wachstum der globalen Finanzströme. Zur Stabilisierung ihrer Wechselkurse, und nach den Erfahrungen in der Asienkrise, bauten auch die Schwellenländer ihre US-Devisenreserven (FX-Reserven) stark auf, sodass sich die weltweiten FX-Reserven heute auf gut \$10 Billiarden belaufen (vgl. auch Schaubild auf Seite 5). Die Mehrzahl der damit in Verbindung stehenden Transaktionen wird auf dem Eurodollar-Markt abgewickelt, der damit ein immens großer und für die globale Finanzarchitektur wichtiger virtueller Marktplatz ist. Entsprechend sehen einige Experten<sup>6</sup> die Ursache für die Finanzkrise 2008 und die starken Korrekturen in den Aktienmärkten in einem Liquiditätsengpass im Eurodollar-Markt begründet, durch den die Banken ihre notwendige Kreditaufnahme nicht befriedigen konnten. Wie konnte das passieren?

Wie bei jedem Finanzierungsgeschäft müssen auch in diesem Finanzmarkt Sicherheiten gestellt werden. Als Sicherheit werden bei kurzfristigen Krediten, die insbesondere von den Banken für ihren Liquiditätsausgleich genutzt werden, i.d.R. erstklassige Wertpapiere wie Staatsanleihen gestellt. Ein solches Pfand (Collateral) wird für eine Vielzahl von Finanztransaktionen genutzt, z.B. beim Handel

<sup>3</sup> Die Studie von Catherine R. Schenk untersucht die folgenden Gründe: „The Origins of the Eurodollar Market in London: 1955 – 1963“, *Explorations in Econ. History*, Academic Press, 1998.

<sup>4</sup> Ein Swap ist ein Tausch von Verbindlichkeiten/Forderungen. Swaps haben sich als Alternativen zu direkten Finanzierungen an den internationalen Finanzmärkten als Quelle für kostengünstiges festverzinsliches Fremdkapital erwiesen. Zinsunterschiede zwischen den Währungen werden mit dem Swapsatz ausgeglichen. Man unterscheidet Zins- und Währungswraps ([www.boerse.ard.de](http://www.boerse.ard.de)).

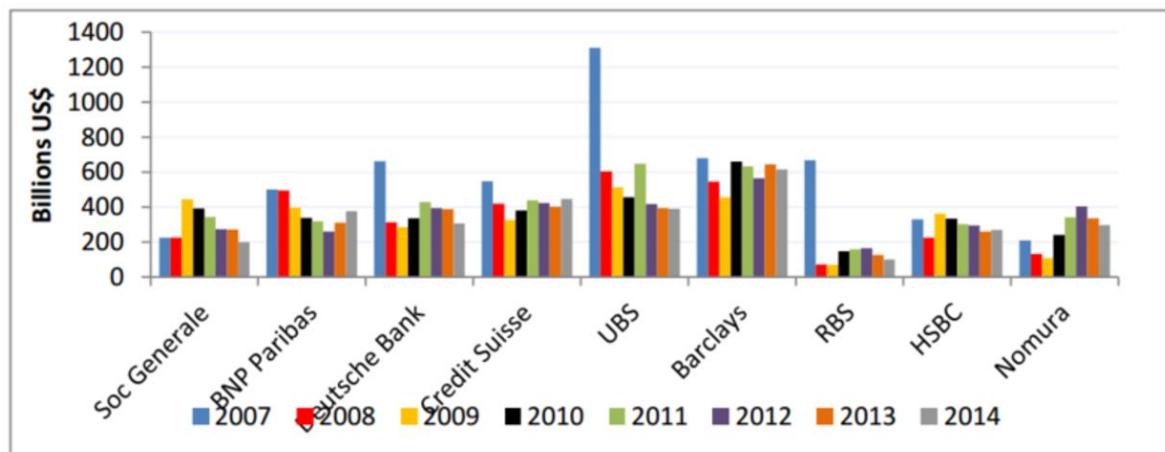
<sup>5</sup> Futures sind standardisierte Handelskontrakte, die an speziellen Börsen gehandelt werden. Die größte und älteste Börse ist die Chicago Mercantile Exchange (CME).

<sup>6</sup> In diversen Beiträgen von Manmohan Singh, Barry Eichengreen, Jeff Snyder und Daniel Want.

mit anderen Banken, abgesicherten Krediten mit Banken bzw. Zentralbanken oder zur Absicherung von außerbörslichen Derivaten<sup>7</sup> und damit in Verbindung stehenden Verpflichtungen. Zwischen 1980 und der Finanzkrise in 2008 nahm die Nutzung dieser Sicherheiten sowohl in den USA als auch im Eurodollar-Markt überproportional zu<sup>8</sup>. Dies konnte nur deshalb geschehen, weil nicht nur Staatsanleihen, sondern auch Unternehmensanleihen oder Pfandbriefe als Pfand akzeptiert wurden. Gerne bediente die Investmentbranche die Nachfrage nach erstklassigen Kollateralen, indem sie neue Arten von Pfandbriefen, wie den CMOs<sup>9</sup>, schuf. Diese konnten durch die Anwendung von finanzmathematischen Wahrscheinlichkeiten als unbedenkliche Sicherheiten eingestuft werden.

Infolge des Zusammenbruchs einiger Investmenthäuser und des US-Wohnimmobilienmarkts wurden dann allerdings Sicherheiten wertlos, die als einwandfrei eingeordnet waren. Schnell verbreitete sich Misstrauen bei den Akteuren, sowohl in die Werthaltigkeit anderer Kollaterale als auch in die Zahlungsfähigkeit der Gegenparteien. Der Kreditmarkt fror ein, was nur durch Adhoc-Maßnahmen der Zentralbanken abgedeckt werden konnte. Ein großer Teil der Sicherheiten stand durch Zahlungsverzug oder aber im Zuge der Notveräußerung liquider Anleihen zur Kompensation der Verluste anschließend nicht mehr zur Verfügung. Die Übersicht<sup>10</sup> zeigt anschaulich die dramatische Reduzierung der Sicherheiten der beteiligten Banken, von der sich diese auch nicht mehr erholt haben:

### III. Pledged Collateral Received by European Banks, and Nomura (2007–14)



### von Collaterals zum Kollateralschaden?

Die Geldpolitik ist eine Stellschraube, um das Wirtschafts- und Finanzgeschehen zu beeinflussen. Ziel aus Sicht der Zentralbanken sind dabei klassischerweise eine starke Wirtschaft und stabile Preise. Aber schon in den 20er und 30er Jahren des letzten Jahrhunderts wurden die Protagonisten in den Zentralbanken von Deutschland, Frankreich, Großbritannien und den USA damit konfrontiert, extreme Börsen- und Währungsentwicklungen ausbalancieren zu müssen. Damals mussten die Verantwortlichen schmerzlich erkennen, dass eine Rückkopplung ihrer Maßnahmen, durch die Abhängigkeit der Länder untereinander und die verzweigten Ströme des Finanzgeschehens, zu ungewollten und schädlichen Konsequenzen führten. Die heutige Generation der Zentralbanker hat mit derselben Problematik zu kämpfen, so dass das derzeitige Vertrauen in sie hinterfragt werden muss. Leider wirken die QE-Programme der Zentralbanken aus verschiedenen Gründen nicht wachstumsfördernd, sondern beeinflussen das Zinsniveau über eine künstlich hohe Nachfrage, die einerseits erstklassige Wertpapiere aus dem Markt nimmt und andererseits den „Preis“ bzw. den Zins so niedrig hält, dass die natürliche Auslese im Wirtschaftsprozess außer Kraft gesetzt wird.

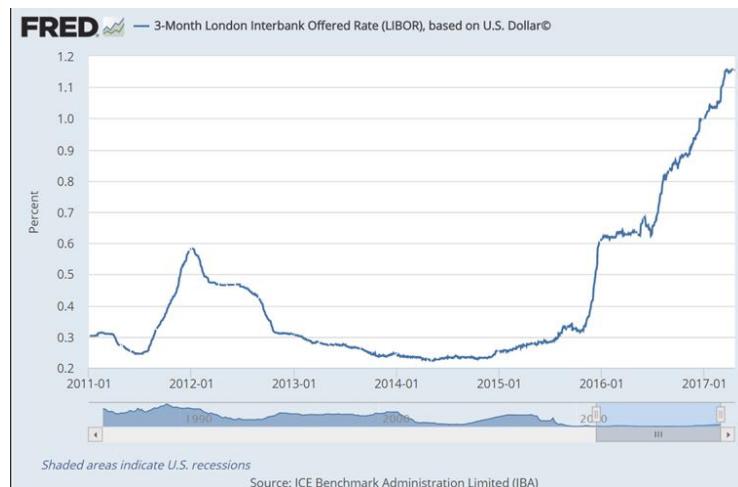
<sup>7</sup> Der Begriff Derivate bezieht sich auf Finanzinstrumente, deren Preis bzw. Kurs von einem ihnen jeweils zugrunde liegenden Marktgegenstand als Basiswert abgeleitet wird. Gabler Wirtschaftslexikon.

<sup>8</sup> Manmohan Singh vom IMF hat viele Untersuchungen hierzu durchgeführt.

<sup>9</sup> Collateralized Mortgage Obligations sind eine Art Pfandbrief, in denen Hypotheken verschiedener Bonitäten gebündelt werden. Mittlerweile ist das Finanzinstrument weiterentwickelt worden, um auch Autokredite und Studentenkredite verbrieft zu können.

<sup>10</sup> Manmohan Singh in seiner Präsentation vor der Federal Reserve Bank of Atlanta, Juni 2016.

Analysiert man die globalen Kapitalflüsse und die Kreditnachfrage, scheinen diese Aktionen der Zentralbanken aber noch einen ganz anderen Effekt zu haben, der wieder einmal im Verborgenen wirkt: den langsamen Abbau des immens hohen Derivatebestandes. Wie das? Nun, durch die Wertpapierkaufprogramme der Zentralbanken ist das noch frei verfügbare Volumen erstklassiger Sicherheiten seit 2007 fast um die Hälfte geschrumpft. Barry Eichengreen schätzt, dass die erstklassigen Collaterals von 60% des globalen BSP<sup>11</sup> im Jahr 2009 auf aktuell 30% geschrumpft sind. Dem Eurodollar-



Markt scheint also das Schmieröl bzw. genügend Sicherheiten für die globalen Transaktionen zu fehlen. So kann die Kreditnachfrage der Banken im Eurodollar-Markt nur teilweise befriedigt werden. Die Konsequenz ist ein signifikant steigender LIBOR, wie auf nebenstehender Abbildung erkennbar ist. Ein höherer Zins erschwert den Finanzinstituten das Liquiditätsmanagement und macht sie in Krisensituationen sehr anfällig.

Die größte Schwachstelle bei den Banken stellen die hohen Bestände

von Terminkontrakten (Derivate) dar, die nur zu einem Teil von den obengenannten Collaterals besichert werden. Das in den Derivaten verborgene asymmetrische Risiko des Totalverlusts kann bei großen Preisbewegungen durch die derzeitigen Sicherheits- und Bewertungsregelungen von keiner Bank aufgefangen werden. Verschiedene Analysten nehmen daher an, dass mit den überdimensionalen Wertpapierkäufen der Zentralbanken Sicherheiten aus dem Markt genommen werden, damit diese nicht zur Wiederverpfändung bei den Banken, und damit für neue Terminkontrakte, zur Verfügung stehen. Dies soll einen kontrollierten Abbau des immens hohen Derivatebestandes quasi erzwingen: Er beläuft sich aktuell auf das Siebenfache der globalen Wirtschaftsleistung (BSP)! Dieses verborgene Ziel der Geldpolitik soll dann die Volatilität der Finanzmärkte unterdrücken und durch eine erhöhte Geldmenge den Spielraum für die Banken erhöhen, um eine ordentliche Rückführung des Derivatebestandes zu ermöglichen. Trifft diese These zu, verfolgen die Zentralbanken ein nicht kommuniziertes Ziel auf Kosten eines erhöhten Schuldenaufbaus.

Ironischerweise haben die Zentralbanken durch diese Politik selbst enorme Risiken auf ihre Bilanzen genommen, da auch sie von den, angesichts der Größenordnung ihrer QE-Programme, begrenzt vorhandenen guten Collaterals betroffen sind. Die Zentralbanken als Hort der Stabilität sind zu großen Finanzmarkakteuren mit hohen Wertpapierbeständen geworden. Die Schweizer Zentralbank hält z.B. Aktien in Höhe von mehr als 500 Mrd. \$ und ist damit einer der Top 10 Investoren weltweit. Auch 2016 stieg der Aktienbestand um 16 Prozent<sup>12</sup>. Ähnlich sieht es bei der Bank of Japan aus, die aktuell die Hälfte des japanischen Aktienmarktes im Bestand hält.

## UNSICHTBARE STRATEGIEN

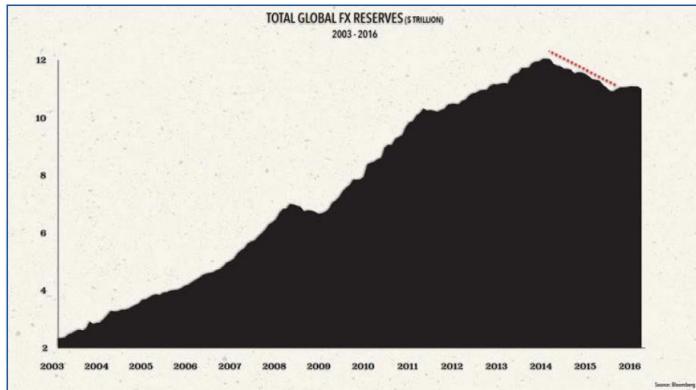
Das globale Ziel des konstanten Wirtschaftswachstums bedingt, dass das Land einer Reservewährung ein Zahlungsbilanzdefizit unterhalten muss, um die größer werdende Nachfrage nach Geldern befriedigen zu können. Historisch hat die jeweils führende globale Wirtschaftsnation diese Rolle eingenommen. Allerdings ist der Übergang meist sehr zäh und schwierig gewesen. So konnte sich die britische Zentralbank nach dem Ersten Weltkrieg nicht damit abfinden, den Stab an die USA weitergeben zu müssen. Dies wurde den Briten und allen europäischen Staaten Anfang der 30er Jahre zum Verhängnis: Die übermäßige Kreditvergabe zwang die Engländer nach Zahlungsschwierigkeiten der Gläubiger den Goldstandard abzuschaffen. Der daraus entstehende Dominoeffekt hatte eine lange

<sup>11</sup> Bruttosozialprodukt bzw. GDP.

<sup>12</sup> Reuters, Market News, Juni 2016 und FAZ, 27.4.2017.

und schwere Wirtschaftskrise zu Folge. Vielfach wird Chinas Aspiration nach Aufnahme des Yuan in den Währungskorb des IMF's im Oktober 2016 dahin interpretiert, dass der Yuan den US-Dollar als Reservewährung ablösen soll. Das ist jedoch nicht das langfristige Ziel des Landes, dessen Fokus auf der inneren Stabilität, und damit einem langsamen Wohlstandswachstum seiner Bevölkerung liegt.

Dafür muss China in drei Bereichen unabhängiger vom US-Dollar, und ggfs. daraus resultierenden inflationären Entwicklungen, werden: von den in US-\$ nominierten Importen wie die Mehrzahl der Rohstoffe, von seinem eigenen Export in die westliche Welt und von seinen mehrheitlich in US-Dollar existierenden Devisenreserven<sup>13</sup>. Das Land ist dabei sehr zielorientiert und verschiedene Entwicklungen spielen ihm zeitgleich in seine Hand. Der Preis für Öl, ein wichtiges Importgut der Chinesen, ist seit Mitte 2014 stark gefallen. Parallel zum Ansteigen des LIBORS, ebenfalls ab Mitte 2014, hat sich ein 70-jähriger Trend umgekehrt: Die globalen \$-Reserven (siehe nebenstehende Graphik) nehmen seit diesem Zeitpunkt ebenso ab wie eine starke Reduktion der chinesischen \$-Reserven festzustellen ist. Niedrigere FX-Reserven bedeuten aber auch, dass die USA mit weniger Nachfrage für ihre Staatsanleihen, und damit die Finanzierung ihrer Haushaltsdefizite, konfrontiert sind. Dies könnte mittelfristig ein weiterer Grund für steigende Zinsen sein (siehe unten).



Der Plan zur Internationalisierung des Yuans sieht die Abwicklung der Zahlungsströme vermehrt in der eigenen Währung vor. Daher hat man weltweit Finanzdrehzscheiben an wichtigen Finanzplätzen gegründet, die Kreditlinien und Währungswaps anbieten. Gleichzeitig können Handelspartner (z.B. Öllieferanten wie Russland oder Saudi-Arabien) diese Yuan in Gold umtauschen. Die Shanghai Gold Exchange hat mittlerweile ein Umsatzvolumen erreicht, was nur wenig hinter demjenigen der Chicago Mercantile Exchange (CME) zurücksteht. Dies hat Ähnlichkeit mit einem angepassten neuen Bretton Woods-System, denn die chinesische Währung wird bildlich mit Gold unterlegt.

Vieles deutet darauf hin, dass wir uns in einem Paradigmenwechsel für das Währungssystem befinden. Eine ähnliche Situation wurde nach dem ersten Weltkrieg von den Zentralbankern nicht erkannt, sodass die forcierte Rückkehr zum Goldstandard den Wettbewerbsnachteil der europäischen Länder verstärkte und zu einem Zusammenbruch der internationalen Kooperation<sup>14</sup> führte. Das Konzept einer einzigen Reservewährung könnte heute einem neutralen Währungskorb weichen, der ohne weiteres auch Gold enthalten kann. Dann ist auch die, für einen politischen Insider ungewöhnliche, Äußerung des damaligen Weltbankchefs Zoellick im Jahr 2010 verständlich, der überraschenderweise für einen Korb von US-Dollar, Yen, Pfund, Euro, Yuan und Gold plädierte.

## OFFENSICHTLICHE ZUSAMMENHÄNGE AUF DEN ZWEITEN BLICK

So wie die Zentralbanker im letzten Jahrhundert vergeblich versuchten, die dynamischen Trends mit alten Systemen im Griff zu halten, so ist dies auch heute wieder zu beobachten. Zur Bekämpfung der wirtschaftlichen Schwierigkeiten zwischen den Weltkriegen hielten die Politiker in allen Ländern Eisen daran fest, Budgetdefizite zu vermeiden. Diese starre Politik hatte großen Anteil an der langen wirtschaftlichen Malaise in den westlichen Ländern. Die derzeitige Meinung der Zentralbanker, dass es durch die Geldpolitik gelungen ist, die Inflation in gewünschtem Ausmaß zu stimulieren und die deflationäre Entwicklung gestoppt ist, ist u.E. angreifbar. Kritische Stimmen<sup>15</sup> weisen darauf hin, dass die strukturellen Probleme, wie fallende Produktivität, Demographie und technologischer Wandel, zu stark sind. Die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes und die Liquiditätssituation (z.B. des Eurodollar-

<sup>13</sup> Barry Eichengreen: „The Renminbi goes global“, Foreign Affairs, March/April 2017.

<sup>14</sup> Dies begann mit der Einführung von Zöllen und endete in der sukzessiven Abschaffung des Goldstandards.

<sup>15</sup> Ed Yardeni auf [www.investing.com](http://www.investing.com), 13.4.2017 und Daniel Want in [www.valuewalk.com](http://www.valuewalk.com), Okt. 2016.

Marktes) würden die exakteren Signale für eine inflationäre oder deflationäre Entwicklung geben. Diese weisen eher auf eine weiterhin deflationäre Entwicklung hin, was die derzeitigen Inflationszeichen als vorübergehendes Phänomen einordnen würde.

Dies würde uns ein andauerndes Niedrigzinsniveau bescheren. Einige technisch orientierte Experten gehen jedoch von langfristig steigenden Zinsen aus. Das hört sich auf den ersten Blick nicht stimmig an. Aber zwei Aspekte zeigen, dass dies nicht außerhalb des Möglichen liegt. Die Notenbanken können die Zinsentwicklung mit ihren geldpolitischen Maßnahmen nur im kurzfristigen Zinsbereich beeinflussen. Langfristige Zinsentwicklungen sind zu weiten Teilen Ergebnis von Angebot und Nachfrage. Nicht nur die weiterhin hohe Verschuldung der Industriestaaten, auch die Demographie und die Verschiebung von Finanzströmen in den Yuan und in Gold deuten schon heute auf eine geringere Nachfrage nach US-Staatsanleihen hin. Der zweite Einflussfaktor kann ein Vertrauensschwund im Markt bzw. bei den Anlegern sein. Diesen Vertrauensschwund sehen wir schon in anderen Aspekten unserer Welt, z.B. durch BREXIT und die Trump-Wahl, manifestiert. Auch die aktuelle Situation des europäischen Projekts und des Euros ist ein klares Zeichen hierfür. Dann wäre es nur eine Frage der Zeit, wann dieser Vertrauensschwund sich auf die Finanzmärkte ausdehnt und sich in steigenden Risikoprämien, d.h. Zinsen äußert.

## ANLAGEPOLITISCHE KONSEQUENZEN

Daher ist eine genaue Beobachtung von Indikatoren zur Risikomessung in den Finanzmärkten ein wichtiger Bestandteil eines adäquaten Risikomanagements. Ein Gradmesser ist die derzeit geringe Zinsdifferenz zwischen der Rendite von Ramschanleihen und Investmentgrade-Anleihen, die aktuell ein sehr gering ausgebildetes Risikobewusstsein der Anlegerschaft offenbart. Die derzeit überaus positive Marktpsychologie ist ebenso Anzeichen dafür, dass die Börsen weiteres Aufwärtspotential haben. Dazu im Gegensatz steht unseres Erachtens der Zinstrend des Eurodollar-Marktes, auf dem die Gesundheit aller Finanz- und Wirtschaftsmärkte basiert. Die oben geschilderten Entwicklungen deuten darauf hin, dass der Stress für die Finanzmärkte zunimmt. Dieser, vor allem in den letzten 18 Monaten sichtbare Trend, aber auch die Entwicklungen der Jahre 2007 und 2008 zeigen, dass das Vertrauen auf Anleger- und Institutionenseite sehr fragil ist und genau verfolgt werden muss. Im Zweifel bedeutet dies eine flexible Anpassung der Anlagestrategie, um auf neue Entwicklungen richtig reagieren zu können. Wir haben seit Anfang des zweiten Jahrzehnts die Erfahrung gemacht, dass eine nicht unwesentliche Anpassung der Strategie etwa alle zwei Jahre notwendig ist.

Wir gehen von wohlmeinenden Aktienmärkten in den nächsten Monaten aus, auch wenn die berühmte „Mauer der Angst“, die uns so lange begleitet hat, kaum mehr bemerkbar ist. Um weniger von den Indizes abhängig zu sein, konzentrieren sich unsere Investments auf Sondersituationen, Small- und Mid-Caps, Technologie und wenig beliebte, aber preiswerte Anlagesegmente. Innerhalb der einzelnen Anlageklassen rechnen wir mit:

- einem langsamem Nachlassen der Inflationsdynamik und damit kaum steigenden Zinsen,
- positiven Aktienmärkten durch höhere Unternehmensgewinne, auch wenn die Qualität der ausgewiesenen Gewinne u.E. problematisch ist (Stichwort Finanzakrobistik),
- selektiv positiven Schwellenländern,
- einem eher neutralen US-Dollar und
- langsam steigenden Edelmetallkursen.

„Je mehr die Menschen danach streben, bei ihren Vorhaben wie Halb-Götter zu agieren, desto mehr werden sie zu Halb-Monstern“  
Nassim Nicholas Taleb