

Die goldenen Jahre sind vorbei: Was Anleger jetzt beachten sollten

Anleger haben es schwer. Die Zinsen sind niedrig, Aktien teuer und Unsicherheiten gross. Das Fazit ist einfach: Die Welt der Investoren ist aus dem Gleichgewicht. Massiv. Schon lange. Irreversibel?



Von Jeffrey Hoegger, CFA, Anlagestratege Raiffeisen Schweiz

Dank massiver Verzerrungen durch die Notenbanken haben Anleger in den vergangenen Jahren an den Börsen gut verdient. Die vorhandene Imbalance dürfte sich in Zukunft aber in einer schwächeren Rendite und höheren Schwankungen äussern. Gründe dafür gibt es viele. Worauf Anleger achten sollten.

Grundsätzlich ist das Gleichgewicht der dominierende und gewünschte Zustand einer offenen Wirtschaft. Es findet sich von selbst, heisst es. Adam Smith sprach vor über 200 Jahren von der unsichtbaren Hand. Eine Intervention durch den Staat oder einen anderen Marktteilnehmer ist nicht nötig, der Austausch innerhalb der Wirtschaft geschieht freiwillig. Dabei stehen Angebot und Nachfrage sowie der wertsteigernde Tausch im Zentrum. Der Konsument bezahlt für ein Brot einen bestimmten Preis. Für den Käufer ist der Wert des Brots höher als der Gegenwert des Geldes. Aus Sicht des Bäckers ist es genau umgekehrt. Somit besitzt die Transaktion für beide einen Mehrwert.

Das Ende des freien Marktes

Vergleicht man Smiths Aussagen mit der aktuellen Lage, zeigen sich gleich mehrere Verletzungen seiner Theorie. Paradebeispiel sind die Zinsen. Seit Jahren werden diese künstlich tief gehalten. Egal ob Immobilien-, Finanz-, Euro- oder Corona-Krise, es war immer das von den Börsen gewünschte und von den Notenbanken breitwillig zur Verfügung gestellte Allerheilmittel. Daraus ist inzwischen eine regelrechte Droge geworden. Das ist zentral, letztlich sind Zinsen der Preis des Geldes und bestimmen die Bewertungen jeden Gutes, egal ob Anleihe, Aktie, Immobilie, Luxusuhr oder Oldtimer.

Weil die Interventionen der Notenbanken nicht in die Milliarden, sondern in die Billionen gehen, hat sich das Problem potenziert. Zu denken, dass das langfristig ohne Folgen bleibt, ist leichtsinnig und nur kurzfristig gedacht. Seit der Finanzkrise 2008/09 pumpen die Notenbanken weltweit schier unendlich viel Geld in die Wirtschaft, um sie am Leben zu erhalten. Der Grat wird

immer schmaler. Auch wenn das nicht unmittelbar zum Absturz führen muss, die Gefahren nehmen zu. Nur weil die Risiken ausgeblendet werden, heisst das nicht, dass sie nicht existieren.

Tina – «there is no alternative». Mit diesem Akronym, dass es vermeintlich keine Alternative gibt, werden Preisexzesse gerechtfertigt. Der Anlagenotstand bedeutet aber vor allem, dass das Risiko-Rendite-Verhältnis aus dem Ruder gelaufen ist. Klar, ein Umfeld von Null- und Negativzinsen limitiert die Anlagemöglichkeiten. Immerhin bescherten sinkende Zinsen Investoren, die Anleihen hielten, noch schöne Renditen. Das immer tiefer tendierende Zinsniveau spiegelte sich in einem höheren Wert des Investments. Auf dem gegenwärtigen Niveau ist der Spielraum jedoch ausgeschöpft. Sollten die Zinsen dereinst wieder steigen, tritt der umgekehrte Fall ein. Und das geht nicht spurlos an der Gesellschaft vorbei, denn via Pensionskasse, freiwilliger Altersvorsorge oder aufgrund eines niedrigeren Risikoappetits bei Anlagen ist die breite Bevölkerung davon betroffen. Viele sind sich dessen gar nicht bewusst.

Fessel der niedrigen Zinsen

Wie stark die Balance bei festverzinslichen Anlagen gestört ist, lässt sich an der längerfristigen Zinsentwicklung ablesen. Für 5jährige Obligationen der Eidgenossenschaft reduzierte sich die Rendite von über 6% in den 90er Jahren in den negativen Bereich. Während ein temporärer Rücksetzer noch kein Problem darstellen würde, so ist die aktuelle Situation eine andere. Seit Ende 2014 wirft die genannte Anleihe keinen Ertrag mehr ab. Eine Besserung ist nicht Sicht. Dass es sich dabei keineswegs um ein Schweizer Problem handelt, zeigt der Blick über die Grenze. Zwar lagen die Schweizer Zinsen in der Vergangenheit immer unter den internationalen Sätzen; aber ab 2005 began-

nen sie, sich einander anzunähern. Einen anderen Blickwinkel auf die Zinsen, der die Verzerrung des Marktes zeigt, eröffnet die US-Notenbank Fed. Obwohl der Leitzins in einer Bandbreite zwischen 0 und 0,25% eingefroren scheint, gehen die Währungshüter davon aus, dass der langfristig faire Wert bei 2,5% liegen sollte.

Für Aktien bedeutet das, dass die Bewertungen und die Kursziele entsprechend hoch bleiben werden, denn die Zinsen sind die Basis, um künftige Erträge abzudiskontieren. Je niedriger die Zinsen, umso höher ist der Wert der Erträge auf den heutigen Tag gerechnet. Deshalb scheint sich die Meinung durchgesetzt zu haben, dass nur Spielverderber nicht auf Dividendenpapiere setzen. Schwache Wirtschaftsdaten werden schon lange positiv interpretiert, da sie als Synonym für niedrige Zinsen stehen. Das mag zwar kurzfristig korrekt sein, bedeutet aber letztlich nur, dass die Manipulation der Wirtschaft anhält, der freie Markt weiter unterdrückt wird. Der Weg in die Normalität dauert noch länger, weil schlicht die Anlagealternativen auch künftig fehlen.

Aber die Eingriffe der Notenbanken haben noch ganz andere Implikationen. Wegen fehlender Anlagealternativen wagten sich Investoren zunehmend in Aktien – trotz der höheren Risiken. Es ist also davon auszugehen, dass eine Vielzahl von Anlegern nicht im Rahmen ihres Risikoprofils investiert ist, sondern das eigene Risikobudget deutlich überschritten wurde. Bislang spielte das zwar kaum eine Rolle, denn die Börsenindizes kletterten seit der Finanzkrise praktisch ohne Unterbruch von einem Hoch zum nächsten. Auch der Corona-bedingte Rückschlag ist bei Betrachtung einer längeren Zeitreihe kaum mehr auszumachen. Im Gegenteil: Die erneuten Massnahmen der Notenbanken weltweit haben die Kursbewegungen nach jeder Krise zusätzlich befeuert. Mittlerweile ist die Wirtschaft in diesem System gefangen, die Zinsen dürften deshalb noch länger niedrig bleiben.

Vielfältige Preisexzesse

Von niedrigen Zinsen profitierte auch die Nachfrage nach Immobilien. Sie bieten einen realen Gelderhalt, offerie-

ren eine ansehnliche Rendite und können bei niedrigen Zinsen günstiger finanziert werden. Ihr Preis verhält sich ähnlich wie derjenige einer Anleihe. Sinken die Zinsen, steigen die Preise. Ein zusätzlicher Grund für die höhere Rendite ist die reduzierte Liquidität. Das heisst, es ist deutlich schwieriger, ein Haus oder eine Wohnung zu verkaufen als ein paar Aktien des Nahrungsmittelmultis Nestlé. Während das im aktuellen Umfeld eine höhere Prämie verspricht, wird es zum Risiko, wenn sich mit steigenden Zinsen ein Angebotsüberhang bildet, der die Preise purzeln lässt. Immerhin haben sich viele Immobilienbesitzer langfristig niedrige Zinsen gesichert, weshalb ein unmittelbarer Crash kaum ein Thema ist.

Die Preisexzesse reichen aber noch weiter. Mittlerweile sind auch Whiskey, Oldtimer und Luxusuhren davon betroffen, obwohl diese keine Rendite abwerfen. Der Vorteil dieser Güter: Sie sind knapp. Steigt die Nachfrage, klettert der Preis. Diese Entwicklung ist aber davon abhängig, dass sich jemand findet, der für das besagte Gut einen noch höheren Preis bezahlt. Eine Bewertung ist schwierig, handelt es sich doch oft um Liebhaberstücke. Bleiben Sammler plötzlich aus, sinken die Preise. Deshalb sind solche Investitionen als Anlageklasse wenig geeignet. Der Markt ist in der Regel sehr eng und die Preisschwankungen hoch. Trotzdem lässt sich die starke Nachfrage erklären. Diese knapp verfügbaren Sammlerobjekte bilden das Gegenteil zum Notenbankgeld, welches schier unbegrenzt vorhanden scheint und hilft, die Immobilien-, Finanz-, Euro- oder Corona-Krise zu überstehen.

Die grösste Gefahr besteht darin, dass die absoluten Bewertungsmassstäbe in den Hintergrund rücken. Der relative Vergleich hingegen hinkt, denn im Vergleich zu den Zinsen sieht alles günstig aus. Haben Anleger also nur die Wahl, auf Rendite zu verzichten oder in äusserst risikoreiche Anlagen zu investieren? Nein. Aufgrund der besonderen Marktverfassung ist aber eine gewisse Vorsicht angebracht. Anleger sollten sich mittelfristig auf niedrigere Renditen und höhere Schwankungen einstellen. Die Börse ist keine Einbahnstrasse. Langfristig schwanken etwa Ak-

tienbewertungen um einen Mittelwert. Davon sind sie zurzeit weit entfernt.

Risiken richtig einschätzen

Aus diesen Gründen kommt der Bestimmung des Risikoprofils künftig noch grössere Bedeutung zu als ohnehin schon. Wer erst in den vergangenen Jahren an der Börse eingestiegen ist, ist mit Verlusten wenig vertraut. Gerade in einem steigenden Markt tendieren Investoren dazu, ihre Risikofähigkeit zu überschätzen. Sollten die Kurse einmal zu rutschen beginnen, droht Euphorie in Panik umzuschlagen und die Abwärtsbewegung zu beschleunigen. Erst wenn es an der Börse einmal scheinbar unkontrolliert südwärts geht, lässt sich bestimmen, welche Schwankungen Investoren tatsächlich locker ertragen. Trotzdem gilt, dass mit zunehmendem Anlagehorizont auch die Risikofähigkeit steigt.

Risiken schlummern aber auch scheinbar unbemerkt in einem Portfolio. Aktien, deren Wert allein dieses Jahr 20, 30 oder noch mehr Prozent zugelegt haben, sollten mindestens kritisch hinterfragt werden. Ist es plausibel, dass das Unternehmen seinen Wert tatsächlich so stark gesteigert hat? Je stärker sich die Kursavance von der fundamentalen Entwicklung entfernt, umso wahrscheinlicher ist es, dass auch eine Korrektur entsprechend ausgeprägter ausfällt.

Dass der Wert eines Portfolios auch einmal taucht, gehört zum Investieren dazu. Oder wie es André Kostolany, Investor und Spekulant, einmal formulierte: «Wer die Aktien nicht hat, wenn sie fallen, der hat sie auch nicht, wenn sie steigen.» Das heisst aber nicht, dass man blindlings Risiken eingehen sollte. Gerade weil viele Börsen auf Höchstständen notieren und festverzinsliche Anlagen keine Rendite abwerfen, drängt es sich auf, einen Teil der Gewinne zu realisieren und flüssig zu halten. Das reduziert das Risiko und schafft Handlungsspielraum, um günstig einzusteigen, wenn die Börsen korrigieren. Zudem ist an Gewinnmitnahmen noch niemand verarmt.

jeffrey.hochegger@raiffeisen.ch
www.raiffeisen.ch