



EDITORIAL

Draghi gibt den Super-Mario, doch wer kennt die Folgen?

Liebe Leserin, lieber Leser,

vor Kurzem wurde im Börsenjahr 2014 zur Halbzeit gepfiffen. Bislang können sich die Optimisten unter den Investoren als Gewinner fühlen. Die Aktienbörsen legten ebenso zu wie die Renten- und Rohstoffmärkte. Der Weltaktienindex sattelte gut 7 % auf, während deutsche und amerikanische Staatsanleihen um 8 bzw. 5 % zulegten. Gold, in Euro gemessen, gewann mehr als 10 % an Wert; der CRB-Rohstoffindex schaffte immerhin einen Zuwachs von gut 7 %.

Ein solcher Gleichklang der Anlageklassen ist selten. In der Regel steigen die Preise für Aktien und Anleihen, was schlecht für Gold ist, oder Anleihen und Gold legen zu, während Aktien unter Druck geraten. Alternativ kann jeweils nur eine Anlageklasse Zugewinne verbuchen. Dass nun alle drei gleichzeitig aufwerten, erklärt sich weniger mit der wirtschaftlichen Entwicklung als mit den Entscheidungen der Notenbanken, allen voran die EZB.

Die Europäische Zentralbank hat in den vergangenen Monaten keinen Zweifel daran gelassen, dass sie gewillt ist, alles zu tun, um die Euro-Zone vor einer Deflation und die Krisenländer vor dem Schulden-Orkus zu bewahren. Dazu haben Draghi & Co im Juni ein Bündel von Maßnahmen beschlossen, das etwa den Kauf von Wertpapieren und langfristige Kredite an Geschäftsbanken zum Quasi-Nulltarif vorsieht. Damit stehen nun die Europäer bereit, um anstelle der US-Notenbank massiv Liquidität in die Märkte zu pumpen. Die Akteure dort haben das schnell begriffen und entsprechend investiert – mit den beschriebenen Effekten. Klar ist aber, dass damit auch die Bewertungen bestimmter Anlageklassen ambitionierter werden.



Vor diesem Hintergrund ist der jüngste Jahresbericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich ernst zu nehmen. Die BIZ, oft als Notenbank der Notenbanken bezeichnet, warnt vor Risiken an den Finanzmärkten, die von ihren Mitgliedern unter dem Druck der Regierungen durch die ultralockere Geldpolitik erzeugt würden. Wegen der sehr niedrigen Zinsen, so die BIZ, gehen Großinvestoren immer höhere Risiken ein – mit dem Ergebnis, dass sich die Bewertungen vom wirtschaftlichen Umfeld abkoppelten. Irgendwann wirke die Geldpolitik nicht mehr, die Nebenwirkungen aber nähmen zu. Am Ende könnte ein „sehr schmerzhafter Umschwung“ stehen, weshalb die BIZ den frühen Ausstieg aus dieser Geldpolitik fordert.

Wie wir die Entwicklung im vergangenen Quartal sehen und was wir für die nächsten Monate erwarten, erfahren Sie auf den folgenden Seiten – ebenso, warum wir die Steuerpläne der SPD für gefährlich halten. Eine erkenntnisreiche Lektüre wünscht

Stephan Albrech

Ausgabe 3 / Juli 2014

Rückblick: Dank der EZB schlagen die Anleger bei Anleihen von Krisenländern zu und hieven auch die Aktienkurse nach oben. S. 2

Ausblick: Die erwartete Korrektur am Aktienmarkt hat offenbar begonnen. Danach erwarten wir gute Kaufgelegenheiten. S. 3

Blickpunkt: Die SPD will Kapitalerträge mit dem individuellen Satz besteuern. Das wäre ein Angriff auf die private Vorsorge. S. 4

Impressum

Stephan Albrech (V.i.S.d.P.)
Albrech & Cie.
Vermögensverwaltung AG
Breitestraße 161 -167
50667 Köln



RÜCKBLICK

EZB treibt Risikobereitschaft hoch

Vor einem halben Jahr haben wir uns verhalten optimistisch für das laufende Jahr gezeigt: „Börsenampel steht auch 2014 tendenziell auf Grün“ lautete die Überschrift des Editorials. Unseren Optimismus gründeten wir auf bessere Konjunkturaussichten für die Weltwirtschaft und die Erwartung einer weiterhin sehr lockeren Geldpolitik der Notenbanken. Gleichzeitig rechneten wir mit einer deutlich höheren Volatilität als 2013. In der Tat standen die Finanzmärkte im zweiten Quartal erneut im Bann der Geldpolitik. Nachdem die Aktienmärkte von Januar bis April unter hohen Schwankungen seitwärts

gelaufen waren – hier spielte die verhaltene US-Konjunktur wegen des dort extrem kalten Winters eine Rolle –, dominierte im Mai und Juni die EZB das Geschehen: Die Zentralbank kündigte einige unkonventionelle Maßnahmen an, um die Wirtschaft anzukurbeln. Nach der US-Notenbank sind damit nun die Europäer bereit, neu geschaffenes Zentralbankgeld in die Märkte bzw. in die Banken zu pumpen. In der Folge zogen auch die Aktienkurse weiter an. Dies ist zum einen ein Reflex auf die weiter sinkenden Anleiherenditen (s. unten), zum anderen spiegelt es die wachsende Sorglosigkeit der Anleger wider.

Ölwerte und Versorger sind besonders gefragt

Unsere Erwartung, dass der Aktienmarkt ab Mai eine Korrektur von etwa 10 % starten wird, hat sich im 1. Halbjahr nicht erfüllt. Gleichwohl behalten wir eine gewisse Skepsis gegenüber dem jüngsten Anstieg seit Mai bei. Ein wichtiges Indiz sind die Sektoren im Euro Stoxx (plus 2 %), die im 1. Halbjahr am besten gelaufen sind. Dies sind mit Ölwerten (12 %) und Versorgern (15 %) zwei Branchen, die am Hoch des Börsenzyklus die stärksten Kurszuwächse verbuchen. Sie markieren ihr Top üblicherweise, bevor die Konjunktur ihren Zenit erreicht.

Edelmetall legt fünf Mal so stark zu wie der DAX

Still und leise erobert das Gold verlorengelanges Terrain zurück: Seit Anfang des Jahres hat das Edelmetall in Euro um 10 % zugelegt, während es der DAX bis Ende Juni 2014 lediglich auf rund 2 % Zuwachs brachte. Damit scheint Gold die desaströse Entwicklung aus dem Jahr 2013 abzuschließen. Stützend für den Preis dürfte nicht nur die Politik der EZB, sondern auch die anziehende physische Nachfrage aus Asien wirken. Eine Goldquote von 5 bis 10 % bleibt somit sinnvoll, zumal das Metall bei Aktienkorrekturen und Krisen das Depot stabilisiert.

Weniger Rendite fürs Risiko



Die Rendite spanischer Anleihen mit 10 Jahren Laufzeit ist seit Anfang 2014 von 4 auf 2,7 % gefallen.

Bild: investing.com

Schöner Schulden machen mit Draghi

Draghi sei Dank können sich die Regierungen der Euro-Krisenländer, aber auch die Bundesregierung zu noch geringeren Zinsen verschulden als zuvor. So sanken die Renditeaufschläge dieser Staaten gegenüber deutschen Bundesanleihen auf den tiefsten Stand seit dem Ausbruch der Finanzkrise – auch wenn diese Länder mehr Schulden machen als zuvor und ohne dass sich die wirtschaftlichen Aussichten deutlich verbessert hätten. Hintergrund waren unter anderem die Lockerungsmaßnahmen, die die EZB Anfang Juni beschlossen bzw. in Aussicht gestellt hatte. So

offeriert EZB-Präsident Draghi den Banken erneut langfristig eine Billion Euro für nur 0,25 %, wenn sie einen Teil als Kredit an die Realwirtschaft ausreichen. Wie zu erwarten, flossen in diesem Zuge nicht unwesentliche Summen in Staatsanleihen. Dabei sanken die Renditen 10-jähriger Anleihen Spaniens und Italiens Anfang Juni auf unter 3 % (s. Bild), während Bundesanleihen mit gleicher Laufzeit die rekordniedrige Marke von 1,3 % erreichten. Parallel dazu gingen die Renditen von Unternehmensanleihen, auch aus dem hochverzinslichen Segment, zurück.



Beginnt jetzt die erwartete Korrektur?

Längerfristig sind wir für Aktien positiv gestimmt: Sie sind noch nicht zu teuer, die Konjunktur zieht moderat an, und die Konkurrenz durch Anleihen ist gering. Kurzfristig jedoch bleiben wir bei unserer vorsichtigen Haltung (Querdenker 2/2014): Wir rechnen weiterhin mit einer Korrektur am breiten Aktienmarkt und schließen entsprechende Absicherungen daher nicht aus. Unsere Skepsis unterscheidet uns von etlichen Marktteilnehmern, die auch in der jüngsten Phase zu einem Ausbau der Aktienquote geraten haben. Das sehen wir aus zwei Gründen anders: Zum einen könnten die Erwartungen der Analysten an die Kon-

junktur- wie auch an die Gewinnentwicklung überzogen sein – so war etwa die deutsche Industrieproduktion im Mai wider Erwarten zum dritten Mal in Folge rückläufig. Zum anderen ließ uns die Markttechnik hellhörig werden, denn den neuen Rekordhochs in den Indizes konnten immer weniger Aktien folgen. Auch die Dynamik des Anstiegs ließ zu wünschen übrig. Nun scheint just bei Redaktionsschluss dieses Querdenkers die erwartete Korrektur zu beginnen. So notiert der DAX 4 % unter seinem Hoch, beim Euro Stoxx sind es 6 %. Auch die US-Indizes haben jüngst Federn gelassen.

Aussichten für Gold hellen sich auf

Jetzt hat sich auch die EZB klar bekannt: Die Notenbank will die Inflationsrate im Euro-Raum nach oben ziehen, um einer drohenden Deflation vorzubeugen. Gleichzeitig sollen die Zinsen bis Ende 2016 niedrig bleiben. Bekommen Draghi und Co. beides hin, dürfte das gut für den Goldpreis sein. Denn wenn die nominalen Zinsen niedrig sind und die Inflation steigt, wird die Realverzinsung womöglich negativ. Dann gehen den Besitzern des Edelmetalls keine Erträge verloren, wäh-

rend sie durch das Edelmetall gleichzeitig Inflationsschutz genießen. Bereits jetzt deutet sich ein Comeback des Edelmetalls an: Seit Anfang 2014 sind die Kursanstiege dynamischer als die Abschwünge. Das gilt erst recht für die Aktien der Minenbetreiber, die dem Goldpreis in aller Regel vorauslaufen: Sie haben seither um bis zu 50 % zugelegt. Die Voraussetzung für mehr Gold-Optimismus wäre, dass die Marke von 1.000 Euro (1.400 Dollar) nachhaltig überwunden wird.

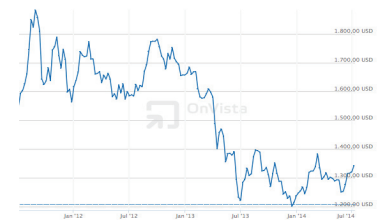
Emerging Markets sind besser als ihr Ruf

Nach dem Ausstieg ist vor dem Einstieg: So ließe sich unsere längerfristige Haltung gegenüber einigen Emerging Markets, insbesondere aus dem asiatischen Raum, auf den Punkt bringen. Wir glauben, dass sich nach den Turbulenzen im vergangenen Jahr die Spreu immer mehr vom Weizen trennt, so dass nach der von uns erwarteten Korrektur Positionen aufgebaut werden können. Für Investitionen in Asien sprechen nicht nur die Demografie und günstigere Wachstumsperspektiven, sondern auch solide Zahlungsbilanzen und die positive Gewinnentwicklung. Auch Unternehmen in Europa und den USA mit starken Marken sollten davon profitieren.

Staatsfonds kaufen zunehmend MegaCaps

Große Investoren wie die Abu Dhabi Investment Authority oder der norwegische Staatsfonds investieren Hunderte von Milliarden an den Finanzmärkten. Angesichts der immer niedrigeren Anleiherenditen fließt ein zunehmender Anteil in Aktien. Auch Notenbanken erwerben zunehmend Dividendenpapiere. Solche Großanleger kaufen entweder ganze Firmen oder Anteile von sehr großen und weltbekannten Unternehmen, da sie angesichts der Investitionssummen nur so ausreichend streuen können. Zu ihren Favoriten zählen Aktien aus dem Konsumgütersektor, der Pharmaindustrie, von Versorgern und anderen, wenig konjunkturanfälligen Branchen.

Goldpreis: Bald aufwärts?



Wenn der Goldpreis über 1.400 US-Dollar steigt, wäre der bisherige Abwärtstrend definitiv zu Ende. Bild: onvista



BLICKPUNKT

SPD-Plan bringt Steuerquote für Aktionäre auf 60 Prozent

Die SPD will unter dem Banner der Steuergerechtigkeit die pauschale Abgeltungssteuer von 25 Prozent abschaffen, weil auf Kapitaleinkünfte bislang weniger Steuern zu zahlen seien als auf Arbeitseinkommen – das sei ungerecht. Stattdessen fordern sozialdemokratische Finanzminister, Kapitalerträge mit dem persönlichen Steuersatz zu versteuern. Bei zu versteuernden Einkommen über 52.000 Euro müsste damit jeder zusätzlich eingenommene Euro inklusive Solidarzuschlag mit 44,3 Prozent versteuert werden.

Aus unserer Sicht führen diese Steuerpläne nicht nur zu mehr Ungerechtigkeit, sondern gefährden auch die schwach ausgeprägte Aktienkultur und damit die private Altersvorsorge. Denn schon jetzt zahlen Aktionäre auf Dividenden 48 Prozent an Steuern statt der kritisierten 25 Prozent. Der Grund: Bevor ein Aktionär auf den ersten Euro an Dividenden

Abgeltungssteuer entrichtet, zahlt das Unternehmen, dessen Miteigentümer er ist, rund 30 Prozent an Körperschaftssteuer und Gewerbesteuer. Damit sieht der Eigentümer von jedem Euro Gewinn, der ausgeschüttet wird, nur 70 Cent, die er sodann mit dem pauschalen Satz von 26,38 Prozent (inkl. Soli, ohne Kirchensteuer) zu versteuern hat. Damit bleiben ihm knapp 0,52 Euro, sodass die gesamte Steuerlast derzeit bereits 48 Prozent beträgt. Würde die Dividende nun mit 44,3 statt mit 26,38 Prozent besteuert, blieben pro verdienstem Euro gerade einmal 39 Cent in der Tasche des Eigentümers – die Steuerquote läge in der Spitze bei fast zwei Dritteln! Es ist für uns nicht nachvollziehbar, wie Politiker die Bürger zu privater Altersvorsorge auffordern können, wenn sie ihnen die Erträge wegbesteuern wollen. Der privaten Altersvorsorge erweisen sie so einen Bärendienst.

Geringe Einkommen ebenfalls betroffen

Die Pläne der SPD, die Abgeltungssteuer von 25 Prozent durch den individuellen Steuersatz zu ersetzen, betreffen nicht nur Anleger mit großen Depots, die meist hohe Steuersätze haben. Auch Bezieher niedrigerer Einkommen müssten mehr zahlen. Denn bereits ab einem zu versteuernden Einkommen von 20.000 Euro beträgt der Grenzsteuersatz laut Bundesfinanzministerium 26,95 Prozent – mehr, als solche Anleger bislang an Abgeltungssteuer zahlen. Dabei will die SPD angeblich Bezieher niedrigerer Einkommen entlasten!

Stephan Albrech über Inflation und Aktien am 4. Juli 2014 auf www.dasinvestment.com (gekürzt)

Ist Inflation immer gut für Aktien? Nur im Märchen!

Die EZB ist entschlossen: Die Notenbank will alles tun, um die Inflationsrate in der Euro-Zone auf ihren Zielwert von zwei Prozent zu hieven. Und der IWF fordert gar eine Inflationsrate von vier bis sechs Prozent, um die Schuldenlast in den Griff zu bekommen. Sollte es so kommen, stehen Aktionären gute Zeiten bevor, frohlocken die meisten Experten. Doch damit irren sie, denn bei Geldentwertung leidet der breite Aktienmarkt!

In der Realität haben viele Aktien bei steigenden Inflationsraten mehr Probleme, als behauptet wird. Grund Nummer eins: Dividendentitel konkurrieren mit Anleihen um die Gunst der Investoren. Sinkt die Kaufkraft der Währung, fordern die

Anleger für neue Anleihen höhere Zinsen, um diesen Schwund auszugleichen. Dieser höhere Zins führt dazu, dass das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) der Aktien sinken muss, damit es mit den höher verzinsten Anleihen mithalten kann. Doch selbst wenn der Aktienkurs nominal gleich bleibt, können Anleger real Geld verlieren. Das Paradebeispiel sind die USA von 1968 bis 1981, als zwei Inflationswellen durchs Land rollten. Über diese lange Zeitspanne verlor der Dow Jones in realen Preisen rund zwei Drittel seines Werts! Den zweiten Grund, warum viele Aktien in einem inflationären Umfeld eher schlecht abschneiden, lieferte Starinvestor Warren Buffett 1977,

als im Magazin „Fortune“ sein Beitrag „Wie Inflation den Aktieninvestor betrügt“ veröffentlicht wurde. Sein Kernargument: Die Rendite auf das Eigenkapital von US-Aktiengesellschaften bewegt sich über die Jahrzehnte erstaunlich stabil bei knapp zwölf Prozent – gleich, ob Inflation herrscht oder nicht. Eine höhere Inflation schmälert damit nur die Eigenkapitalrendite. Fazit: Es ist ein Märchen, dass Aktien generell der Inflation trotzen können. Manche Unternehmen, etwa aus dem Rohstoffsektor und mit ausreichender Preissetzungsmacht, mögen sich gut schlagen und einen gewissen Inflationsschutz bieten. Der breite Markt aber wird unter anziehender Inflation leiden.