

## „Marketview“

Krimkrise, US-Zinserhöhung und Draghis Verbriefungsbombe – welches ist die Mutter aller Mutproben?

### Global View

Seit einigen Wochen grassiert auf der Krim und in weiteren ukrainischen Gebieten ein Sturm, der die globalen politischen Kräfte absorbiert und noch für lange Zeit beschäftigen wird. Es geht dem Westen dabei wohl nicht einzig um die Krimbewohner oder das Wohl der übrigen Ukraine. Der russische Affront stellt künstliche Machtgebilde und geschützte Verteilungspfründe wie die EU, den IWF, die UNO, die NATO usw. vor eine heikle Zerreihsprobe, weil eine fehlende passende Antwort auf die russische Annexion der Krim auf Dauer die eigene Legitimation in Frage stellen wird. Aus ökonomischer Perspektive sollte auf kurze Sicht die Ankündigung der FED-Präsidentin Janet Yellen, den Leitzins in den USA im kommenden Jahr anheben zu wollen, für Kopfschmerzen sorgen, denn die EZB kämpft heute offenbar mit einer Deflation und ist bereit, bisher verschontes Tafelsilber aus der Munitionskiste herauszuholen. Doch der Reihe nach.

Der Westen und die NATO fanden bislang keine passende Antwort auf die russische Annexion der Krim. Eiligst haben Merkel und Obama dem russischen Machthaber Putin versichert, auf keinen Fall einen militärischen Schlag gegen Russland zu erwägen. Dabei geht es nicht um die Krim, sondern vielmehr um den grundsätzlichen Machtanspruch des Westens und Russlands in deren benachbarten Staaten und den zwischenstaatlichen Umgang mit diesem. Anders verhielte es sich nämlich mit dem NATO-Mitglied Georgien, das, im Gegensatz zum Nicht-NATO-Mitglied Ukraine, bei einer russischen Aggression Anspruch auf militärischen Schutz anmelden könnte. Hier käme der Westen und die NATO in *echte* Verlegenheit, würde genau so zurückhaltend gehandelt werden, wie im Falle der Ukraine. Bislang hat sich einzig die äusserst begrenzte Handlungsfähigkeit der westlich protegierten Gremien offenbart. Sie alle vermögen im Ernstfall einen kräftemässig ebenbürtigen Gegner wie Russland offenbar aber nicht die Stirn zu bieten. Das eigentliche Verbrechen der russischen Aggression besteht deshalb in der Enttarnung der Handlungsunfähigkeit westlicher, politischer Kunstgebilde.

Um den Krisenverlauf weiter einzuordnen, hilft der Rückgriff auf ein spieltheoretisches Konzept, das Feiglingsspiel (engl. Chicken Game). In diesem in der Literatur auch unter dem Namen „Brinkmanship“ bekannten Spiel geht es im Wesentlichen um das Szenario einer *Mutprobe*: Zwei Sportwagen fahren mit hoher Geschwindigkeit aufeinander zu. Wer ausweicht, beweist damit seine Angst und hat das Spiel verloren. Weicht keiner aus, haben beide Spieler zwar die Mutprobe bestanden, ziehen jedoch daraus keinen persönlichen Nutzen, weil sie durch den Zusammenprall ihr Leben verlieren. Ein solches Szenario war während des Kalten Kriegs etwa der präventive Atomschlag. Die Auszahlungen (in Nutzeinheiten) könnten wie in der folgenden Auszahlungsmatrix aussehen: Den größten Nutzen von 6 hat derjenige Spieler, der kaltblütig weiterfährt, während sein Mitspieler Angst bekommt und ausweicht. Der Ausweichende hat zwar die Mutprobe nicht bestanden, jedoch sein Leben behalten, was einem Nutzen von 2 entspricht. Weichen beide aus, so ist ihr Nutzen 4, da sie voreinander nicht ihr Gesicht verlieren und überleben.

„Feiglingsspiel“		Spieler 2	
		Ausweichen	Weiterfahren
Spieler 1	Ausweichen	4/4	2/6
	Weiterfahren	6/2	0/0

Wenn das Spiel mit dem Untergang in der Realität gespielt wird, haben die Spieler natürlich mehr als nur zwei Optionen. So stehen sie nicht einfach vor der Entscheidung weiterzufahren oder auszuweichen, sondern sie können beispielsweise zu verschiedenen Zeitpunkten ausweichen. Des Weiteren kann ein *gleichzeitiges* Ausweichen in die gleiche Richtung auch zu einer Kollision führen. Außerdem haben sie vielleicht die Möglichkeit, vor der eigentlichen Mutprobe Handlungen auszuführen, die das Verhalten des Gegners beeinflussen, indem sie beispielsweise versuchen, den Gegner davon zu überzeugen, dass sie selbst keinesfalls ausweichen werden.

## „Marketview“

---

Krimkrise, US-Zinserhöhung und Draghis Verbriefungsbombe – welches ist die Mutter aller Mutproben?

Genau diese Situation machen die Krim-Krise, die angekündigte US-Zinserhöhung und Draghis Verbriefungsbombe gleichermassen brisant. Wenn es nämlich einem der Mitspieler gelingt, die Auszahlungen so zu verändern, dass für ihn ausweichen in jedem Fall zu einem niedrigeren Nutzen führt als weiterfahren, dann ist seine Ankündigung, in jedem Fall weiterzufahren, glaubwürdig. Sein Gegner kann sich sicher sein, dass sein (rationaler) Mitspieler seine Ankündigung wahr machen wird. Im Falle Russlands besteht das eigentliche Spielproblem nicht in der bereits vollzogenen Annexion, sondern in der fehlenden passenden Antwort des Westens und der NATO. Russland hat es als erstes gewagt, das scheinheilige Spiel der Zwangsgemeinschaften zu durchbrechen und nationale Partikularinteressen stärker zu gewichten. Kann eine solche Tendenz der EU, dem IWF, der UNO usw. zweckdienlich sein? Wohl kaum. Und wie werden diese Institutionen erst reagieren, sollte China derart unverblümt agiert?

Gerade weil die Eskalation auf der Krim eine geballte Ladung institutionellen Sprengstoff in sich birgt, glauben wir vorderhand nicht an eine durch den Westen geprägte militärische Eskalation auf der Krim, sondern viel eher an noch mehr Symbolpolitik, wie etwa der erfolgte temporäre Ausschluss Russlands aus den sowieso bedeutungslosen G-8 (wo ist hier China?). Auch die jüngste Truppenentsendung durch die NATO gehört in dieses Kapitel (Hermann Kahn's Eskalationsspirale lässt grüssen). Bleibt noch die perfide „Ausweichstrategie“ des „Stellvertreterkriegs“ zu nennen. Diese besteht darin, ähnlich wie im äusserst grausamen Afghanistankrieg 1979-1989, keine direkte, sondern eben „nur“ eine indirekte Konfrontation über bürgerkriegsähnliche Zustände zu suchen, wobei das westliche und das russische Lager die entsprechenden Milizen unterstützen, ohne selbst aktiv zu sein. Wir befürchten, dass sich der Konflikt in diese Richtung entwickelt und der Verlierer das ukrainische Volk sein wird. Wir hoffen dennoch, dass beide Seiten die Vorteile einer symbolischen Konfliktaustragung erkennen, denn im Gegensatz zu realen militärischen Auseinandersetzungen produzieren Symbolkriege keine toten Soldaten am heimischen Fernseher und lassen für lange Zeit die Möglichkeit der gegenseitigen Gesichtswahrung durch die Wahl der „Ausweichstrategie“

offen. Und kluge Spieler lassen sich in der Regel sämtliche Optionen so lange wie möglich offen.

### Bond View

Für die etwas unter Druck geratenen russischen Anleihen von Gazprom oder von Russian Railways sehen wir vorderhand keinen Handlungsbedarf. Sie sind faktisch in russischer Staatshand und ihre Liquidität nur bei einer direkten kriegerischen Auseinandersetzung zwischen Ost und West gefährdet.

Die globalen Anleihen-, Aktien- und Rohstoffmärkte werden abseits der Krimkrise von einem zweiten Thema geprägt: Janet Yellen, die Vorsitzende des US-amerikanischen Federal Reserve Board (FED), hat für das zweite Quartal 2015 in sprachlich seltener Deutlichkeit eine Leitzinserhöhung in Aussicht gestellt und dem Markt „Ausweichen“ als keine dominante Spielstrategie der FED präsentiert. Und auch wenn Frau Yellen inzwischen zurückkriecht - der Geist ist aus der Flasche. Solche Äusserungen werden entgegen der breiten Wahrnehmung allerdings äusserst durchdacht vollzogen und müssen deshalb richtig eingeordnet werden: Bereits der Vorgänger, Ben Bernanke, hat im Mai letzten Jahres mit der blossen Ankündigung, das „Tapering“ zu reduzieren, die Anlehensätze steigen lassen, während die Aktienbörsen eine scharfe Korrektur erlebten. Sozusagen im Probemodus wurden die Marktreaktionen beobachtet und nun scheint es den Amerikanern aufgrund der relativ guten Wirtschaftslage ernst zu werden. Der angekündigte Zinsanhebungszyklus bedeutet unserer Meinung nach aber nicht zwingend die geldpolitische Umkehr für die übrigen Zentralbanken. Vielmehr könnte sich die Ankündigung als US-Experiment auf tönernen Füßen erweisen. Hierzu vier Argumente:

*Erstens* wissen wir bis heute noch nicht, ob und wie sich der US-Häusermarkt ohne die seit 2008 angeschnallten staatlichen Stützräder bewegt. Ein Wort zur Grössenordnung: Die beiden hauptsächlich vom Staat gestützten Unternehmen Freddie Mac und Fannie Mae wiesen 2012 eine Bilanzsumme von 1,989 Bio. USD bzw. von 3,222 Bio. USD auf, wobei sich die Summe der bis Mitte 2013 ausbezahlten staatlichen Unterstützung auf

## „Marketview“

Krimkrise, US-Zinserhöhung und Draghis Verbriefungsbombe – welches ist die Mutter aller Mutproben?

stolze 170 Mrd. USD belief.<sup>1</sup> Die unkontrollierte Implosion des Sektors würde die Wirtschaft auf unabsehbare Zeit lähmen. Kurz: was nicht sein darf, darf und wird nicht sein. Kleinste Verwerfungen am US-Immobilienmarkt werden unserer Meinung nach deshalb zur umgehenden Wiederaufnahme des Gelddruckprogramms führen.

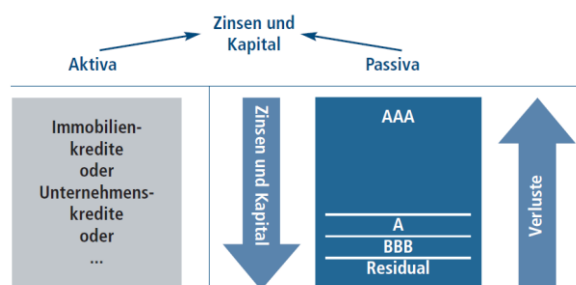
*Zweitens* bedeutet eine Zinserhöhung umgehend eine verteuerte Refinanzierung der seit Jahrzehnten ausufernden Staatsverschuldung am kurzen Ende. Aus eurozentristischer Sicht stellt sich die Frage, ob den Europäern und anderen wichtigen Handelspartnern wie Japan oder China, die ihrerseits im Eiltempo die eigene Valuta abwerten, die US-Geldpolitik aufgrund des massiven Aufwertungsdrucks am Ende nicht „nahegelegt“ wird – unabhängig davon, welche Folgekosten z.B. Europa für die noch immer desolote Wirtschaftssituation in Italien, Spanien und auch Frankreich zu tragen hätte. Schauen wir uns das etwas genauer an:

Natürlich, richtig ist, dass sich Europa eine schwache US-Binnenwirtschaft nicht erlauben kann, die durch die einseitige Aufwertung der US-Valuta etwa zu Gunsten des EUR herbeigeführt werden würde. Richtig ist aber auch, dass eine äquivalente europäische Zinserhöhung und Eindämmung der expansiven Geldpolitik den Schuldenrefinanzierungsgrad sämtlicher Länder Europas schlagartig erhöht – und dies bei stagnierender oder teilweise sogar negativer Wirtschaftsleistung und einer neuerdings deflationären Situation in Europa. In Deutschland rutschte die Inflation Ende März unter 1%, während Spanien bereits mitten in einer Deflation steckt (darunter versteht man einen allgemeinen Preiszerfall, der sowohl den Konsum als auch die Investitionen ausbremst, weil eben alle immer weniger haben), sodass sowohl der französisch präsidierte IWF als auch die europäische Zentralbank medienwirksam weitere geldpolitische Lockerungsmassnahmen diskutieren. Europa kann sich in den südperipheren Ländern (worunter unserer Meinung nach auch Frankreich zu rechnen ist...) keine deflationäre Wachstumsdelle leisten – eben weil sich die dortige realwirtschaftliche Si-

tuation so fragil, um nicht zu sagen desolat, darstellt. Länder wie Italien, Spanien und Frankreich brauchen dringend Investitionen – und genau diese fallen in einer Deflation weg, was wiederum die Abwärtsspirale verstärkt. Um schliesslich aus der Deflationsspirale auszubrechen, müssen ungeheure Kräfte freigesetzt werden. Das weiss auch Mario Draghi. Der EZB-Präsident will deshalb mit einer auf ein Jahr verteilten Geldspritze von gewaltigen EUR 1000 Mrd. ein Anleiheaufkaufprogramm starten, welches die europäische Inflationsrate gesamthaft um 0.2% bis 0.8% anheben soll. Das würde bedeuten, dass die europäische Geldpolitik im Gegensatz zur amerikanischen noch expansiver würde, denn an Hand der oben erwähnten Schätzungen wird bereits heute deutlich, welche gewaltigen Anstrengungen unternommen werden müssen, um überhaupt noch kleinste Wirkungsgrade zu erzielen. Und sollte Europa für ein so gewaltiges Anleiheaufkaufprogramm schlicht zu klein sein, möchte Draghi die Finanzierungsbedingungen von kleinen und mittelständischen Krediten erleichtern, indem der Markt für Kreditverbriefungen (Asset Backed Securities, ABS) belebt wird.

Spieltheoretisch gesprochen versucht Draghi den Märkten das klare Signal zu vermitteln, keinesfalls auszuweichen. Wir sind uns allerdings nicht sicher, ob der EZB-Präsident die richtigen Folterinstrumente aus der Waffenkammer gezogen hat, denn wir erinnern uns: Genau diese „Belebung“ hat 2008 in den USA die grösste Finanzmarktkrise seit der Grossen Depression ausgelöst und deren Lösung ist noch in weiter Ferne. Banken können, wie in der unteren Darstellung ersichtlich, mit ABS-Konstruktionen nämlich Sicherheiten wie mit Immobilien versehene Unternehmenskredite zu Paketen schnüren und am Finanzmarkt verkaufen.

Abbildung 1: Verbriefungsmechanismus



<sup>1</sup> <http://www.reuters.com/article/2011/08/05/us-fanniemae-idUSTRE7742HL20110805>

„Marketview“

Krimkrise, US-Zinserhöhung und Draghis Verbriefungsbombe – welches ist die Mutter aller Mutproben?

Laut der Zeitung "Die Welt"<sup>2</sup> denkt Draghi allerdings sogar darüber nach, den Banken strukturierte Wertpapiere abzukaufen, damit diese wieder mehr Platz in ihrer Bilanz haben und so mehr Kredite an Unternehmen vergeben können. Ob die europäischen Firmenkreditverbriefungen im Gegensatz zu den amerikanischen Pendanten nun transparenter ausgestaltet sind oder nicht, spielt im Krisenfall dann auch keine Rolle mehr. Viel entscheidender ist die toxische Vernetzung von fragwürdig besicherten europäischen Staatsanleihen, den bis anhin als „Betongold“ gehandelten Immobilienkrediten, maroden Bankenbilanzen und einer Geldpolitik, die im Euroraum aller Voraussicht nach noch für lange Zeit expansiv bleiben muss. Sollte wahrhaftig eine Deflation in Europa zu einem Aufflackern oder schlimmstenfalls gar zu einer Ausweitung der Finanzmarktkrise führen, würden selbst die bis dato krisensicheren ABS-Immobilienwerte in den deflationären Abwärtsstrudel gerissen. In einem solchen Szenario würden wir *sämtliche* Assetklassen noch konsequenter auf eine klare Realwertstrategie ausrichten, die *nicht* in den Verbriefungsstrudel der „Retter“ einbezogen wurde – eben weil das verbrieft „Betongold“ als „Sicherheit“ für marode Staats- und Bankbilanzen herhalten muss. Wir empfehlen sowohl privaten Haushalten als auch Unternehmen deshalb schon heute in sämtlichen Kreditverträgen den sogenannten „Securities Lending“ Artikel ersatzlos zu streichen und im Wertschriftendepot eingekaufte Wertpapiere auf denselben Status zu überprüfen oder überprüfen zu lassen.

**Exkurs: ABS - was war das schon wieder?**

Es lassen sich drei ABS-Klassen unterscheiden: ABS im engeren Sinne, MBS (= Mortgage Backed Securites) und CDO (= Collateralized Debt Obligations).

ABS im engeren Sinne bezeichnet dabei die Verbriefung von Konsumentenforderungen, Kreditkartenforderungen und kurzfristigen Cashflows. MBS untergliedert sich in privatwirtschaftliche (RMBS = Residential MBS) und kommerziell genutzte Immobilien (CMBS = Commercial MBS). Bei den CDO unterscheidet man CLOs (= Collateralized Loan Obligations) und CBOs (= Collateralized Bond Obligations), je nachdem, ob es

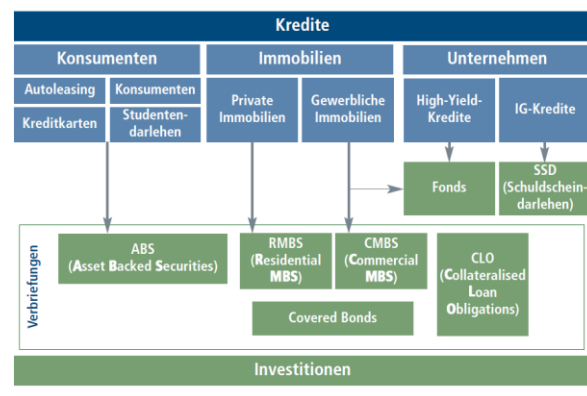
sich bei den zu Grunde liegenden Vermögenswerten um Kredite oder Anleihen handelt.

Zu unterscheiden ist außerdem zwischen „Synthetischer Verbriefung“ und „True Sale“:

Bei einer synthetischen Verbriefung werden die Forderungen nicht verkauft, sondern bleiben in der Bilanz der Bank. Lediglich die mit dem Portfolio verbundenen Ausfallrisiken werden mit Hilfe von Kreditderivaten auf Dritte übertragen.

Beim True Sale werden die Forderungen „echt“ an die Zweckgesellschaft (wie z.B. ein speziell von der EZB dafür geschaffenes Vehikel, das deren Garantie erhält) verkauft. Diese emittiert zur Finanzierung des Kaufpreises Anleihen, die von Investoren erworben werden. Der Verkäufer kann sich damit im Ergebnis unabhängig von seinem Bonitätsrisiko refinanzieren.

Abbildung 2: Erweiterung des Anlageuniversums durch Verbriefungen



*Drittens* führt der amerikanische Liquiditätsentzug in den Emerging Markets und bei hochverzinslichen Anleihen, wie wir im vergangenen Jahr bereits gesehen haben, zu heftigem Schüttelfrost an den Aktien- und Anleihenmärkten. Diese Segmente werden in der Finanzindustrie mit hohem Leverage gefahren. Und da in einer global verzahnten Welt der Entzugseffekt eine umgehende Rückkopplung auf die heimische Wirtschaft hat (das gilt sowohl für die Schweiz, wie auch für Europa und die USA), gilt es die Entzugsfolgen sachte abzuwägen - dies gerade auch unter dem Gesichtspunkt einer neuen chinesischen Anleihenpolitik, welche nun den *Ausfall* von Anleihen ermöglicht. Man könnte vielleicht etwas spitzfindig bemerken, dass der von den USA seit Jahren geforderte Paradigmenwechsel hin zur chinesischen Marktliberalisierung im dümmsten Moment umgesetzt wird.

*Viertens* haben wir immer wieder auf die viel zu enge Verzahnung von Banken und Staaten hingewiesen. Sollte der Markt ein *wirkliches* Ende der

<sup>2</sup>[http://www.welt.de/print/die\\_welt/finanzen/article126548710/EZB-Chef-Draghi-ist-Meister-in-der-Kunst-des-Nichtstuns.html](http://www.welt.de/print/die_welt/finanzen/article126548710/EZB-Chef-Draghi-ist-Meister-in-der-Kunst-des-Nichtstuns.html)



## „Marketview“

Krimkrise, US-Zinserhöhung und Draghis Verbriefungsbombe – welches ist die Mutter aller Mutproben?

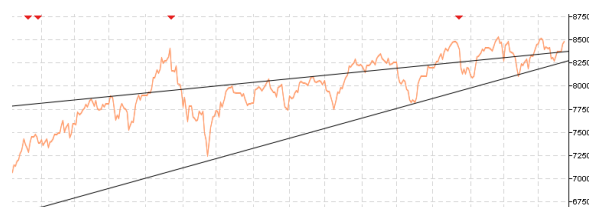
geldpolitischen Druckmanie antizipieren, kämen zahlreiche Finanzmärkte- und Bankinstitute unter starken Druck – eben weil sie noch immer mit starkem Leverage unterwegs sind und eben weil noch immer haufenweise problematische Kredite auf Bankbilanzen liegen, deren Abschreibung mit einer Zinserhöhung wahrscheinlicher werden: Denken Sie nur an spanische Banken mit maroden Krediten, deren Refinanzierung nun teurer werden oder an jene französische Banken, deren Bilanzen voll sind mit griechischen, zyprischen, spanischen und italienischen Anleihen; alles „werthaltig besichert“ und garantiert durch die EZB oder den Europäischen Rettungsfonds, der bekanntermassen ja zu zwei Drittel durch die grössten Gläubiger Italien, Spanien, Frankreich, Zypern etc. garantiert wird. Wollen wir hoffen, dass solche Risiken zu diesem Zeitpunkt nicht auch noch mit Draghis ABS Ideen besichert sein werden.

Unser Fazit: Sollten die USA spieltheoretisch gesprochen „Ausweichen“ *wirklich* als unwählbare geldpolitische Strategie klassifizieren und der expansiven Geldpolitik abschwören, werden wir über kurz oder lang die daraus entstehenden volkswirtschaftlichen Kosten zu tragen haben. Daran zu glauben fällt uns allerdings sehr schwer, denn der bisherige Status quo der künstlich tief gehaltenen Zinsen schützt nicht nur die faktisch bankrotten südperipheren Staaten Europas, sondern ebenso die inzwischen unerhört aufgeblähten und die Produktivität hemmenden staatlichen und staatsnahen Schaltzentralen der Machtpolitik, bedient ihre Partikularinteressen und nährt ihre Verschwendungsprüfde. Wer will da noch ins unangenehme Bad der Zinserhöhung? Und weil Staaten und politische Kunstgebilde aus gierigem Eigeninteresse weiterhin marktverzerrend agieren, bleiben wir im Anleihenbereich erst recht bei unserer Empfehlungsformel: Corporate Bonds guter und mit globaler Präsenz Qualität (diese betreiben die deutlich bessere Aussenpolitik wie ihre Staatsdiener), kurze Laufzeiten, Core-Teil des Portfolios mit Investment-Grade strukturieren. Staatsanleihen meiden wir aufgrund der unkalkulierbaren politischen Risiken weiterhin konsequent. Bei Finanzinstituten (vor allem jenen mit Investmentbanken) und langen Laufzeiten setzen wir zunehmend Fragezeichen. Anleihen in Fremdwährungen empfehlen wir aufgrund der Währungsvolatilität einzig aus *stra-*

*tegischen* Sicherheitsüberlegungen (harte Währungen SEK, NOK, AUD, NZD, CYN; HKD, SGD, CHF). Das Potential von nachrangigen Anleihen im Investment Grade Bereich sowie von High Yield Anleihen ist durch die institutionell verordnete Marktverzerrung limitiert. Irritierend wirkt hier der Umstand, dass die Tiefzinspolitik die Anleihenkäufer dazu zwingt, überproportionale Risiken für erhaltene Rendite einzugehen - wehret den Anfängen - Principiis obsta! Hochverzinsliche Anleihen mit kurzer Laufzeit sind ein guter Lösungsansatz. Sie sollten unserer Meinung nach aber nur über breit gestreute und günstige Fondslösungen abgedeckt werden.

### Equity View

Der Fokus dieses Quartalsberichtes liegt auf der Obligationen- und Zinsthematik. Diese hat aber, wie vorgängig beschrieben, sehr direkte Einflüsse auf die Renditen der weltweiten Aktienmärkte. Auffallend sind die erhöhte Nervosität sowie der Einbruch bisheriger Spitzenreiter wie zum Beispiel den Biotechnologie-Titeln. Diese Veränderung mag etwas früh gekommen sein, doch man darf die Symbolkraft nicht verkennen. Vermutlich werden die Titel bis im Sommer noch einmal gut rentieren aber die gesehenen Höchststände nicht mehr erreichen. Die Marktbreite hat sehr schnell abgenommen und die Anzahl neuer Höchsts ist rückläufig. Wir gehen davon aus, dass wir im letzten Abschnitt vor einer scharfen Korrektur stehen. Durch die Turbulenzen in der Ukraine sowie den negativen Wirtschaftsdaten aus China könnte sich dieser Schlund sogar früher öffnen. Aktuell ist dies jedoch noch nicht der Fall und die etablierten Märkte sind noch im intakten Aufwärtsskanal.



Entwicklung SMI. Quelle: Swissquote.

Die Saisonalität wie auch die sich abzeichnenden kurzfristigen Schwächen an den Obligationenmärkten sprechen stark für den Durchbruch der

## „Marketview“

Krimkrise, US-Zinserhöhung und Draghis Verbriefungsbombe – welches ist die Mutter aller Mutproben?

Widerstandslinie und starke Aktienmonate. Sollte der Durchbruch nicht gelingen wird der Schweizer Markt 200 bis 300 Punkte einbüßen. Die untere Supportlinie ist steil und darf nicht durchbrochen werden. Geschieht dies, ist der Zeitpunkt da, sich für längere Zeit von Aktien zu verabschieden. Die hohen Bewertungen sprechen für das Risiko einer grösseren Korrektur. Andererseits halten die Firmen mit besseren Auftragseingängen, höheren Dividendenrenditen und guten Margen dagegen und rechtfertigen die höheren Bewertungen teilweise. Die Dividendenrendite des SMI konnte im vergangenen Jahr stark (ca. 8%) gesteigert werden was die KGV-Expansion etwas verkleinert aber nicht vollumfänglich auszugleichen vermag. Fazit ist, dass die Aktien noch immer teuer sind und die Luft nach oben je länger je dünner wird. Grösster Treiber für bessere Kurse im SMI könnte ein sich abschwächender Schweizer Franken oder im Falle von Deutschland ein sich abschwächender Euro sein.

Das Portfolio Management setzt auf die Sektoren der späten Zykliker, die Rohstoffe und immer noch auf die europäischen Versorgeraktien, die technisch kurzfristig etwas ausgereizt sind, aber von einem starken Momentum profitieren. Die Devisen lautet aber auch hier „Vorsicht walten lassen“ und gegebenenfalls die Aktiengewichtung drastisch zu reduzieren. Dies wird vermutlich im dritten Quartal notwendig werden.

Zudem zeichnet sich ein Favoritenwechsel der Small- und Midcaps zu Gunsten der Blue Chips ab. Hier werden einige Portfolioumschichtungen angestrebt und Titel die ihr Potential erreicht haben abgebaut.

### Precious Metal View

Die Metalle sind noch in Mitten einer Bärenmarkt-Rally, welche nicht so schnell zu Ende gehen wird. Die Verschnaufpause in den vergangenen Wochen hat die technische Sicht verbessert und sollte den Metallen einen guten Auftrieb geben. Vermutlich werden trotz der europäischen Deflationsbefürchtungen die globalen Inflationserwartungen in den kommenden Wochen und Monaten steigen, was den Metallen normalerweise Unterstützung bietet. Allerdings bedeutet dies eben

noch nicht, dass die aktuelle Kursentwicklung als neuer Trend gesehen werden darf, sondern einzig, dass es sich vorerst „nur“ um eine Gegenbewegung zu den starken Verlusten aus dem Jahr 2013 handelt. Wir gehen deshalb mittelfristig noch immer von schwächeren Kursen aus.

### Fazit:

Die Mutter aller Mutproben lässt sich heute freilich nicht bestimmen. Viel wichtiger ist aber zu verstehen, wie Politik und Notenbanken Szenarien am „Markt“ testen, um schliesslich eine plausible Spielstrategie einzuschlagen. Dabei wird immer getestet, wie sich relevante Anspruchsgruppen verhalten. Im Falle der Ukraine müssen die westlichen Kunstgremien eine adäquate spieltheoretische Antwort auf die russische Annexion finden. Draghi muss die zutiefst politisch durchtränkte Tiefzinspolitik legitimieren („Weiterfahren“ als dominante Strategie über das Thema Deflation weil sich die gesamte EU einen Zinsanstieg gar nicht leisten kann) und die amerikanische FED testet etwas cleverer, inwiefern der Markt „Ausweichen“ als legitime Strategieänderung zulässt.

Uns fehlt insgesamt noch die letzte grosse Euphorie vor einer wirklich scharfen Korrektur oder die politisch zureichende Begründung dieser. Diese könnte eine scharfe Berichtigung auslösen, ohne den fundamentalen Trend der Aktienhausse zu unterbrechen. Unser Hauptszenario bleibt deshalb langfristig eine anziehende Inflation (vorerst ausserhalb Europas) und *damit* einhergehend steigende Obligationenrenditen sowie stärkere Aktien- und Rohstoffpreise. Kurzfristig sollten Anleger nicht blind dem Markt nachlaufen, sondern sich lieber etwas zu früh verabschieden. Die Chancen für tiefere Einstiegskurse im Sinne einer spielstrategisch geformten Börsenkorrektur stehen relativ gut. Die drei diskutierten Beispiele riechen förmlich nach Problemstrukturen, die kurzfristig nicht gelöst werden können. „Krise“ als elementarer Bestandteil des Portfoliomanagements gehört unserer Meinung nach deshalb genauso zum Analyseteil des Portfoliomanagements wie die Erkenntnis, das real produzierende Unternehmen die vergangenen fünf Jahre äusserst gut gemeistert haben.

## **Kontakt**

Verbund Vermögensverwaltung Winterthur  
info@wintivv.ch