

Hat sich der Investment-Zyklus fundamental gewandelt?

Von Ad van Tiggelen

Senior Investment Specialist

ING Investment Management Europe

Der Wechsel der Anleger zu risikoreichen Assets und wieder zurück zu defensiven Anlageformen findet nicht mehr in jährlichen, sondern monatlichen Intervallen statt. Die Wechselphasen verlaufen ausserdem überraschend intensiv, bei gleichzeitig wesentlich höheren Korrelationen zwischen den Anlageklassen als je zuvor.

Nach unserer Einschätzung hat sich der Investment-Zyklus grundlegend gewandelt – vielleicht nicht für immer, aber zumindest für die nahe Zukunft. Grund sind die veränderten «Heilmittel», die zur Bekämpfung des wirtschaftlichen Abschwungs verwendet werden. Bei kurzfristigen Zinssätzen von nahe null greifen monetäre Massnahmen nicht mehr. Herkömmliche geldpolitische Anreize (Zinssenkung durch die Zentralbanken) können nur dann Wirkung entfalten, wenn die «Apotheke» zuvor mit Zinserhöhungen deutlich über 2% aufgestockt wurde. Damit ist in absehbarer Zeit nicht zu rechnen. Auch fiskalpolitische Anreize sind nicht in Sicht: Die Staatsverschuldung ist in den meisten westlichen Ländern zu hoch, um Steuern senken zu können. Da diese Instrumente ausfallen, bedienen sich die Zentralbanken einer neuen Methode, der quantitativen Lockerung (Quantitative Easing oder «QE»).

QE – Sucht- statt Heilmittel

Doch die Wirkungen des QE sind kurzlebiger als die der anderen Medikamente. Insofern fungiert QE eher als Suchtmittel denn als Heilmittel: Mit jeder weiteren Dosis verliert das Medikament an Wirkungskraft, was nach höheren Dosen in kürzeren Abständen verlangt. Tatsächlich hat bisher die Politik der quantitativen Lockerung dazu geführt, dass sich Perioden der Risikobereitschaft bzw. Risikoaversion etwa alle 6 Monate abwechseln. Diese kurzen Zyklen haben das vorherige Muster langer Zyklen mit Wachstumsphasen von mehreren Jahren und relativ kurzen Rezessionsphasen abgelöst.

QE ist für entwickelte Volkswirtschaften symptomatisch, die hohe Schuldenstände und eine fortschreitende Bevölkerungsalterung verkraften müssen. Dies sind langfristige Probleme, die das Wirtschafts-

wachstum in der entwickelten Welt auf längere Sicht belasten dürften. Insofern haben Banken- und Eurokrise die Sucht nach der Droge QE lediglich vorweggenommen – sie wäre ohnehin unvermeidlich gewesen. Und solange QE nicht zu einem wesentlichen Anstieg der Ausgaben in der Realwirtschaft führt, dürfte sich auch der Inflationsdruck in Grenzen halten. Und wenn Inflation kein Thema ist, kann das Suchtmittel ohne unmittelbare Konsequenzen verabreicht werden. Daher ist mit weiteren QE-Runden zu rechnen.

Vor diesem Hintergrund sollten Anleger wissen, welche Faktoren erneute QE-Massnahmen auslösen werden. Für die EZB könnte ein Anstieg der Zinssätze 10jähriger spanischer bzw. italienischer Anleihen auf ein gewichtetes Durchschnittsniveau von 7% eine solche Aktion nach sich ziehen. In den USA sind die auslösenden Faktoren wegen der divergierenden Meinungen im Offenmarktausschuss des Fed weniger leicht zu umreissen. Es ist indes wahrscheinlich, dass ein deutlicher Abschwung der US-Konjunktur das Fed zu einer 3. QE-Runde veranlassen könnte.

Was bedeutet das für Investoren?

Wir müssen uns darauf einstellen, dass neue QE-Runden und die damit verbundenen Wechselphasen bis auf Weiteres das Anlegerverhalten bestimmen werden. Das hat Konsequenzen. Erstens müssen Anleger – mehr als zuvor – äusserst wachsam und flexibel bleiben. Alternativ könnte man sich auch an einem sehr langen Investmenthorizont von mindestens 10 Jahren orientieren. Damit hätten Anleger eine reelle Chance, die hervorragenden Renditen, die risikoreiche Anlagen immer noch bieten, voll nutzen zu können. Zweitens müssen sich Investoren bewusst sein, dass die Korrelation zwischen Anlageklassen weiterhin hoch bleiben könnte. Bei nervösen Märkten gibt es kaum Schlupflöcher. Nur Staatsanleihen der leistungsfähigsten Länder, Papiere der defensivsten Multis und bestimmte Rohstoffe haben sich in der Vergangenheit als echte «sichere Häfen» bewährt.

Unsere Anlageklassen-Favoriten

Die aktuellen Aktienbewertungen spiegeln bereits viele konjunkturelle Unsicherheiten. In Europa sind die Bewertungen im Vergleich zu Staatsanleihen fast auf dem

Niveau direkt nach der Lehman-Krise. Das liegt natürlich ebenso sehr an den niedrigen Anleihenrenditen wie an den günstigen Aktienbewertungen. In einem von niedrigem Wachstum resp. Rezession geprägten Umfeld bewegen sich Anleihenrenditen und Aktien in die gleiche Richtung. Generell bevorzugen wir auf lange Sicht multinationale Grosskonzerne in Sektoren wie Technologie, Energie und Konsumgüter (mit begrenzter Zyklizität). In einem Umfeld mit wenig Spielraum für Gewinnsteigerungen fokussieren wir auf Dividentitel als attraktive Einkommensquelle. Im Mittelpunkt stehen hohe, stabile Dividenden, die reichlich durch Gewinne gedeckt sind.

Sowohl für Anleihen- als auch für Aktieninvestoren schrumpft das Potenzial signifikanter Kursgewinne. Daher steigt die Bedeutung von Anleiheninvestitionen als Einkommensquelle. Hier favorisieren wir nach wie vor u.a. Schwellenländeranleihen in harter Währung. Im Allgemeinen – und trotz jüngster Zweifel – sind die Aussichten für Schwellenländer besser als für Industrieländer. Aufgrund ihrer überlegenen Fundamentaldaten werden EM-Aktien nach unserem Dafürhalten positiv abschneiden. Voraussetzung dafür ist allerdings eine «weiche Landung» der chinesischen Volkswirtschaft.

Wir setzen ebenfalls auf High-Yield-Anleihen, eine Anlageklasse in der mittelständische US-Unternehmen dominieren. Diese Anlageform belohnt Investoren immer noch reichlich für das eingegangene Risiko. Die Unternehmensbilanzen sind in guter Verfassung und das Risiko einer tiefen Rezession in den USA sowie die Gefahr eines sprunghaften Anstiegs der Firmenpleiten ist beschränkt.

Doch wir bewegen uns immer noch in einem Umfeld, in dem Anleger kurzen, intensiven Zyklen ausgesetzt sind. Wirksame Risikostreuung gelingt nur, wenn man auch ertragsarme Staatsanleihen im Portfolio hält. Aber selbst dann wird Risikobereitschaft noch reichhaltig belohnt. Denn schliesslich bieten risikoreiche Anlageformen nicht nur attraktive Renditen, sondern auch einen gewissen Inflationsschutz. Das mag für Anleger, die sich diesbezüglich Sorgen machen, ein zusätzlicher Anreiz sein. Wir haben hier (noch) keine Befürchtungen.

ad.van.tiggelen@ingim.com

www.ingim.ch