



Castell'scher Anlagebrief

Monatlicher Anlagebrief der Fürstlich Castell'schen Bank, April/Mai 2016

Nr. 15

Aktienrückkäufe – Vernunft oder Verzweiflung?

*Dr. Sebastian Klein
Vorsitzender des Vorstands der
Fürstlich Castell'schen Bank*



Die im breiten US-amerikanischen Standard & Poor's Index versammelten 500 Unternehmen steuern auf einen neuen Rekord zu: In diesem Quartal erreichen ihre Aktienrückkäufe mit knapp 170 Milliarden US-Dollar nahezu den historischen Höchstwert von 2007.

Investitionsentscheidung auf die Anleger mittels Aktienrückkäufen oder höheren Dividendenausüttungen vor.

Insbesondere in Zeiten niedriger oder gar negativer Nominalzinsen gewinnt dieses Instrument an Beliebtheit, da Unternehmen diese Aktienrückkäufe leicht und günstig durch Fremdkapital refinanzieren können. So ist gerade vor dem Hintergrund der Entscheidungen der EZB im März zu erwarten, dass auch in Europa Unternehmen verstärkt dieses Instrument einsetzen. Einige, wie beispielsweise Siemens, tun dies schon.

Aus Sicht eines Anlegers bedeutet ein Aktienrückkaufprogramm Licht und Schatten. Positive Aspekte sind ceteris paribus steigende Kurse, da durch den Aktienrückkauf zusätzliche Nachfrage nach den Aktien geschaffen wird. Darüber hinaus wird bei dem entsprechenden Einzug der gekauften Aktien der Unternehmensgewinn auf weniger Aktien verteilt. Somit steigt der Gewinn pro Aktie, auch dies spricht für steigende Kurse. Weiterhin kann verhaltenstheoretisch der Rückkauf eigener Aktien auch als positives Signal des Managements gesehen werden, das die Investition in eigene Aktien als lukrativer ansieht, als andere mögliche Investitionen – hier ist der Punkt, wo sich lange Schatten beginnen auf das Licht der Aktienrückkäufe zu werfen. Denn dann bedeuten Aktienrückkäufe auch, dass das Management keine unternehmerischen Investitionen sieht, die annähernd so profitabel sind wie die bislang getätigten.

Aber ist diese „Phantasielosigkeit“ des Managements wirklich so schlecht?

Im Gegenteil. Gerade bei so günstigen Zinsbedingungen sehen wir eher die Gefahr, dass das Management in Projekte investiert, die sich nur angesichts dieser niedrigen Zinsen rechnen, jedenfalls weniger profitabel sind als die in der Vergangenheit getätigten Investitionen. Dann ziehen wir die Verlagerung der

Von Notenbanken und Schleifen

*Dr. Achim Hammerschmitt, CFA,
Leiter Vermögensverwaltung & Fondsmanagement der
Fürstlich Castell'schen Bank*



Nachdem ein dramatisches Quartal zu Ende gegangen ist, macht es Sinn zurückzublicken und zu rekapitulieren, warum was passieren konnte und sich zu fragen, warum und wie es im kommenden Quartal ähnlich oder doch ganz anders kommen könnte.

Die heftigen Kursverluste an den weltweiten Aktienmärkten in den ersten sieben Wochen des Jahres kann man auf ein Zusammenspiel verschiedener Faktoren zurückführen: Zum ersten bestand die Befürchtung, dass die Volkswirtschaft Chinas in deutlich schlechterem Zustand ist, als offiziell zugegeben. Zum zweiten, dass der dramatisch verfallende Ölpreis anzeigt, dass von Seiten der Schwellenländer oder der G7-Staaten weiteres Ungemach droht, das bisher von manchen Seiten übersehen wurde. Und zum dritten, dass die US-Notenbank Fed, durch die avisierten Zinserhöhungen einen Fehler in der Geldpolitik begeht, der alles noch verschlimmert. Gewürzt wurde dieser Zustand, der durch schwache bis schlechte Wirtschaftsdaten belegt wurde, durch geopolitische Risiken wie Syrien und Terrorismus, aber auch durch politische Risiken wie den mögliche Austritt Großbritanniens aus der EU (BREXIT) und die Flüchtlingskrise.

Den vielleicht wichtigsten Schlüssel für die kommenden Quartale hält die Fed in Händen. Das liegt an folgenden Wirkmechanismen und Feed-Back-Schleifen: Stimmt die Fed für rasche und substantielle Zinserhöhungen, zum Beispiel für drei Erhöhungen in 2016, beginnen die Zinsen zu steigen, was wiederum den Dollar erstarren lässt. Ein stärkerer Dollar bremst jedoch, ebenso wie ein Zinsanstieg, die Gewinnaussichten der Unternehmen und das Wachstum der Volkswirtschaft. Verlangsamt sich das Wachstum, steigen Löhne weniger, der Inflationsdruck sinkt und die Fed dürfte die Zinsen nicht so schnell erhöhen, wie ursprünglich erwartet, wenn sie die Wirtschaft nicht abwürgen will. Verschiebt die Fed dann ihre Zinserhöhungen in die (ungewisse) Zukunft, fallen die Zinsen, der Dollar wird schwächer, die Gewinn- und Wachstumserwartungen für Unternehmen und die Volkswirtschaft steigen, es entsteht Lohndruck und

Inflationserwartungen und die Fed ist plötzlich wieder in der Position, die Zinsen doch etwas schneller zu erhöhen. Prekärer wird diese Feed-Back-Schleife dadurch, dass steigende US-Zinsen zu Repatriierungen von Kapital aus den Schwellenländern führt und deren Wechselkurs, Aktienmärkte und Wachstumsaussichten belastet, was wiederum negative Effekte auf die Umsätze und Gewinne der mittlerweile global agierenden Unternehmen hat. Als „Wildcard“ fungiert der Ölpreis, der mit seinem Absturz und seiner Volatilität noch zusätzlich Verunsicherung schafft. Denn wenn die globale Wirtschaft infolge des starken Dollars und der erhöhten US-Zinsen schwächelt, sinkt die Nachfrage nach Öl und der Preis fällt, was wiederum weitestgehend Schwellenländer trifft.

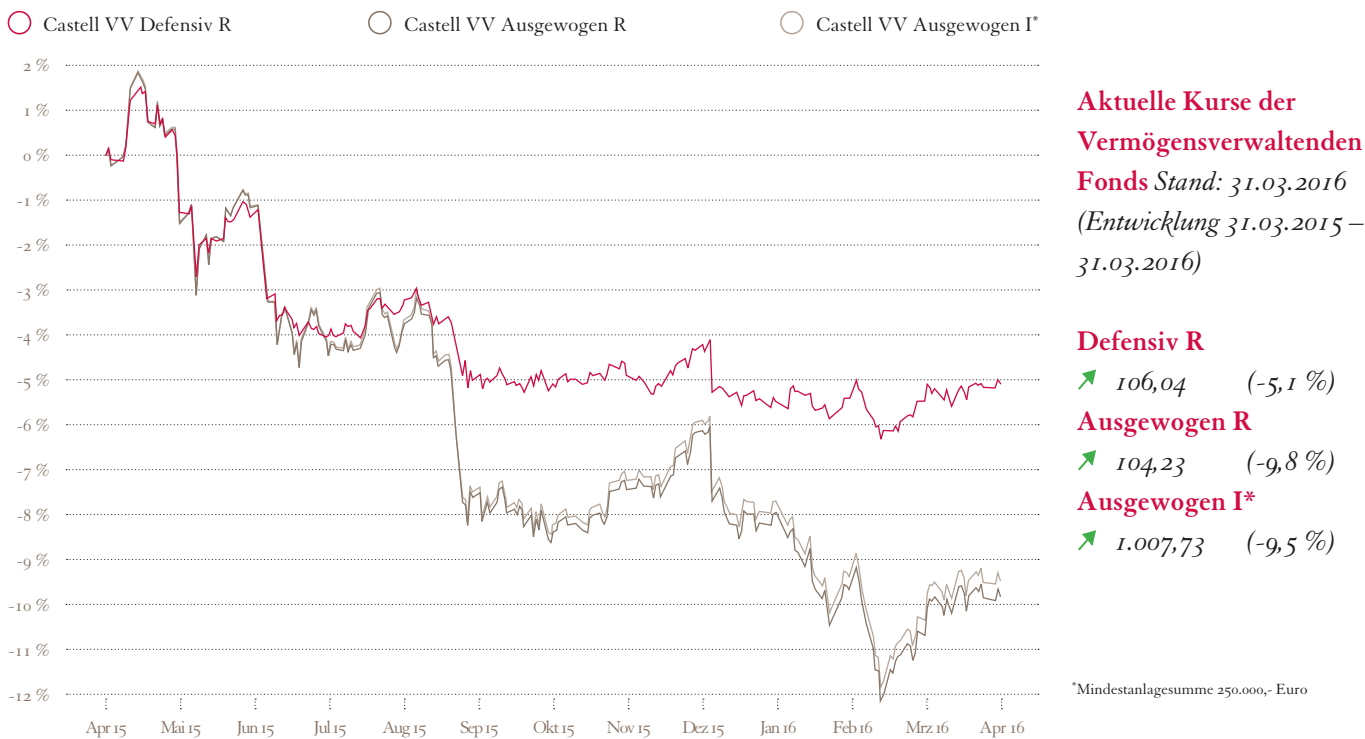
Vor diesem Hintergrund ist es verständlich, dass zur Jahreswende die Sorge groß war, dass die projektierten vier Zinserhöhungen der US-Notenbank Fed für 2016 zu viel für das fragile Weltwirtschaftswachstum sein könnten. Es ging die Angst vor einem „Policy Mistake“, einem Fehler in der Geldpolitik, um, der die USA und die Weltwirtschaft in eine Rezession stürzen könnte. Mittlerweile hat die Fed gezeigt, dass sie pragmatisch und nicht dogmatisch agieren wird, was die Sorge vor dem möglichen Fehler drastisch verringert. Beim Öl hilft jede Woche, in der der Ölpreis einigermaßen stabil bleibt und keine dramatischen Gewinnwarnungen die Welt erschüttern. Denn niedrige Ölpreise sind für die Breite der Wirtschaft gut, weil Rohstoff- und Energiekosten sinken. Und wenn die Angst vor Ansteckungsproblemen aus der erdölverarbeitenden Industrie verschwindet oder grundlos wird, fällt ein negativ verstärkender Effekt der obigen Feed-Back-Schleife weg.

Mit stabileren Daten aus China scheint auch ein Zusammenbruch des Wachstums auf Seiten der Schwellenländer weniger wahrscheinlich. Und so kann sich das zweite Quartal im April und Mai durchaus durch eine generelle Stabilisierung der Wirtschaft und der Kapitalmärkte auszeichnen. Im Juni droht dann, neben einer Sitzung der Fed, die BREXIT-Abstimmung, die bei einem Austritt der Briten ein deutliches Signal gegen weitere

Integration und für eine Deglobalisierung ergäbe. Dann stehen die erreichten Gewinne der europäischen Konvergenz und der Globalisierung im Fokus und müssen neu bewertet werden. Für uns bedeutet dies, dass wir für die nächsten Wochen eher eine weitere Normalisierung der Märkte erwarten, bevor die

Ereignisse und Märkte wieder volatil werden können. Alles in allem erwarten wir Märkte, in denen wir, gemäß unseres risikobewussten Ansatzes, im besten Fall neutral, aber im Allgemeinen bei Risiken eher untergewichtet sein werden.

Indexierte Wertentwicklung der Vermögensverwaltenden Fonds für die vergangenen 12 Monate (31.03.2015–31.03.2016)



Wertentwicklung (kumuliert, brutto) in %

	lfd. Jahr	1 Jahr	3 Jahre	Seit Auflage	Seit Auflage p. a.
Defensiv R	0,4 %	-5,1 %	8,6 %	10,6 %	2,8 %
Ausgewogen R	-2,0 %	-9,8 %	6,9 %	10,3 %	2,7 %
Ausgewogen I*	-1,9 %	-9,5 %	–	4,4 %	1,9 %

Darstellungen und Angaben zu Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen.

**Fürstlich Castell'sche Bank,
Credit-Casse AG**
 Marktplatz 1
 97070 Würzburg

Telefon 0931 3083-0
 Telefax 0931 3083-995980
 info@castell-bank.de
 www.castell-bank.de

Sie erhalten den monatlichen Anlagebrief kostenlos in digitaler Form per E-Mail, sobald Sie sich auf der Homepage der Fürstlich Castell'schen Bank unter www.castell-bank.de dazu anmelden.



Disclaimer// Die vorstehenden Informationen sind Marketinginformationen und stellen keine Finanzanalyse i. S. d. § 34b WpHG und der Finanzanalyseverordnung (FinAnV) dar. Die Informationen genügen daher nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen. Die zur Verfügung gestellten Informationen, Wertpapierstammdaten und Wertpapierkurse bezieht die Bank aus öffentlichen Quellen und von Dritten, die sie für zuverlässig hält. Eine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen kann die Bank nicht übernehmen. Die Fürstlich Castell'sche Bank übernimmt keine Haftung für etwaige Schäden oder Verluste, die direkt oder indirekt aus der Verteilung oder Verwendung dieser

Broschüre oder ihrer Inhalte entstehen. Soweit die in dieser Broschüre enthaltenen Informationen Prognosen, Meinungsäußerungen oder Beurteilungen zur Marktsituation, zu Branchen, einzelnen Unternehmen oder Wertpapieren enthalten, ist eine individuelle Anlageempfehlung damit nicht verbunden. Insbesondere ersetzt diese Broschüre weder die Anlageberatung noch die individuelle, qualifizierte Steuerberatung. Etwaige Prognosen, Meinungen, Beurteilungen der Bank beruhen auf Einschätzungen der Bank zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Broschüre, die sich, auch im Hinblick auf die gegenwärtige Rechts- und Steuerlage, jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern können. Zu einer Mitteilung von künftigen Änderungen ist die Bank nicht verpflichtet.