



Castell'scher Anlagebrief

Monatlicher Anlagebrief der Fürstlich Castell'schen Bank, Oktober/November 2018

Nr. 44

Droht uns eine Stagflation?

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



Vermehrt kann man dieser Tage über das Risiko einer Stagflation lesen. Aber was ist das eigentlich? Wie wahrscheinlich ist ein entsprechendes Szenario? Und wie schütze ich mein Vermögen vor den negativen Wirkungen der Stagflation?

Stagflation beschreibt eine gesamtwirtschaftliche Konstellation aus geringem bzw. null Wirtschaftswachstum und spürbar steigendem Preisniveau. Dass dies eine gefährliche, fast toxische Mischung ist, mag man daran erkennen, dass unter normalen Bedingungen Wirtschaftswachstum und Preisniveau positiv korreliert sind: Ein starkes Wirtschaftswachstum führt z. B. über die Lohn-Preis-Spirale zu steigenden Preisen. Gehen jedoch steigende Preise mit niedrigem oder zurückgehendem Wirtschaftswachstum einher, dann ist dafür meist ein externer Schock verantwortlich.

Ein prominentes Beispiel hierfür ist der Ölpreisschock in den 70er Jahren. Erratisch steigende Ölpreise übten einen wachstumsbremsenden Schock aus. Woher könnte ein solcher externer preistreibender Schock heute kommen? Vielleicht aus der Türkei mit ihrer rasanten Preisentwicklung; hier sehen wir allerdings aufgrund des geringen wirtschaftlichen Gewichts nur geringe globale Ansteckungsgefahren. Vielleicht aus den USA bei lahrender Konjunktur, aber nachzyklischem Preisauftrieb mit entsprechender Korrekturmaßnahmen der Notenbank, also mithin einer Koinzidenz von Zinserhöhung und Wach-

tumsverlangsamung/Rezession. Dies wäre sicherlich für die Weltwirtschaft bedrohlich, allerdings würden wir unterstellen, dass die FED mit ihrem dualen Mandat – Preisstabilität und Vollbeschäftigung – umsichtig agieren würde.

Vielleicht drittens als Folge eines ungeordneten Brexit. Die entsprechende Unsicherheit könnte zu erlahmendem Wirtschaftswachstum führen, wiederauflebende Zölle zu einer importierten Inflation. Aber auch hier glauben wir an den Sieg der politischen Vernunft, die einen unkontrollierten Brexit verhindern sollte. Ja, wir hegen sogar die Resthoffnung, dass es quasi in letzter Sekunde einen Exit vom Brexit geben könnte.

Stagflationsszenarien sind also heute durchaus vorstellbar, ihre Wirkung und/oder Wahrscheinlichkeit schätzen wir allerdings nicht sehr hoch ein. In unserem Basisszenario gehen wir weiterhin von einem robusten weltwirtschaftlichen Wachstum aus, wie es der IWF z. B. für dieses und kommendes Jahr mit 3,9 Prozent prognostiziert. Sollten sich dennoch deutliche Anzeichen für eine Stagflation zeigen, so sind wir bereit, die Portfolien deutlich konservativer auszurichten: Cash, Währungen, Gold, Rohstoffe und kurz laufende Wertpapiere von Staaten bester Bonität wären dann die Schwerpunkte eines robusten Portfolios. Unsere risikoorientierte Vermögensverwaltung wäre also auch für ein solches Szenario gewappnet.

Schwellenländer in der Krise?

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



Nach den schlechten Nachrichten aus der Türkei, die langsam auf Kapitalverkehrskontrollen zuläuft, häufen sich die negativen Schlagzeilen auch aus anderen Teilen der Welt. Wir fühlen uns dabei an die Vorgänge der letzten Schwellenländerkrisen erinnert, seien es die Peso-Krise Mexikos Mitte der 1990er Jahre oder die Zahlungsausfälle von Thailand und Russland am Ende derselben Dekade. Stehen wir vor ähnlich tiefen Einschnitten wie damals?

Wenn die Dominosteine zu fallen beginnen.

Wenn man über mögliche Krisenherde und Krisenauslöser, auch auf globaler Ebene nachdenkt, rücken seit einiger Zeit die Schwellenländer ins Blickfeld. Begonnen hat diese neue Entwicklung mit Venezuela, wo eine verfehlte, sozialistisch autoritäre Politik aus einem der ölreichsten Länder der Welt ein Armenhaus machte. Weiter ging es mit der Türkei und einer ebenfalls verfehlten, nationalistisch autoritären Politik, die aus Ignoranz darüber, was Ursache und Wirkung bei Währungs-, Geldpolitik und Inflation betrifft, das Land an die Wand fährt. Inzwischen dann meldete sich fast etwas überraschend Argentinien beim internationalen Währungsfonds und fragte Mittel nach, um einen neuerlichen Zusammenbruch und Zahlungsausfall vielleicht gerade noch vermeiden zu können. Angesichts dieser Krisenherde in den Nachbarländern kommt nun auch Brasilien, das sich gerade langsam von der tiefsten und längsten Rezession seiner Geschichte erholt und insgesamt noch auf schwachen Füßen steht, unter Druck. Dort stehen Wahlen vor der Tür, die gleichfalls einen Aufstieg der Populisten zeitigen könnten, wie wir es in Europa gerade in Schweden erlebt haben. Der Brand des Nationalmuseums und die damit einhergehende totale Vernichtung eines Großteils des kulturhistorischen Erbes könnten für die Zukunft des Landes zu einem bösen Omen werden. Für die nächste negative Überraschung sorgte Südafrika, das mit dem zweiten Quartal negativen Wachstums in Folge technisch in eine Rezession gerutscht ist. Die Abfolge – Venezuela, Türkei, Argentinien, Südafrika – lässt uns unwillkürlich an Dominosteine denken, die einer nach dem

anderen umfallen. Die logische Frage lautet also: Wer könnte der nächste sein und was könnte die Kette unterbrechen?

Was macht Schwellenländer verwundbar?

Damit wenden wir uns der Frage zu, was Schwellenländer verwundbar macht. Neben verfehlter Politik, wie im Falle von Venezuela und der Türkei, sind generell schwache wirtschaftliche Positionierungen und hohe Abhängigkeiten vom Ausland als Krisenursachen identifizierbar. Hierzu gehören vor allem auch die Verschuldung im Ausland in fremder Währung, ein Leistungsbilanzdefizit, starke, negative Veränderungen im Handel oder das Fehlen einer freien Währung. Die Verschuldung in fremder Währung war ein Hauptproblem bei der Krise 1998 und brachte damals auch Thailand zu Fall. Damals hatten die Schwellenländer – ohne China – Dollar-Schulden in Höhe von 14 Prozent ihres Bruttoinlandprodukts. Bis 2012 sank diese Fremdwährungsverschuldung dann auf ein gesünderes Maß von unter 10 Prozent. Die Lehren aus 1998 wurden in der Folge aber leider wieder ignoriert und die Dollar-Schulden betragen mittlerweile sogar knapp 16 Prozent des Bruttoinlandprodukts dieser Länder. Fremdwährungsschulden sind deshalb so gefährlich, weil eine Krise normalerweise mit einer Währungsabwertung einhergeht. Für den Schuldner bedeutet das, dass er höhere Beträge in der eigenen Währung aufwenden muss, um die Zinsen zu bedienen. Diese Situation setzt dann einen Teufelskreis aus nachlassender Wirtschaftsleistung, Währungsabwertung und höherem Schuldendienst in Gange, der ohne äußere Hilfe, wie z.B. vom Internationalen Währungsfonds, häufig zum Zahlungsausfall führt. Dies gilt auch für die Türkei, die sich allerdings aufgrund der Auseinandersetzung mit den USA, die der Hauptgeldgeber des IWF sind, andere Geldgeber suchen muss. Wahrscheinlich ist das der Grund für den plötzlichen Schmusekurs von Präsident Erdogan gegenüber Deutschland.

Diesen Anstieg der Verschuldung nahmen wir in unseren Vermögensverwaltungen zum Anlass, Schwellenländer generell unterzugeschichtet und bei Schwellenländeraktien im

November 2017 auf einen defensiven Anlagestil zu setzen, der es 2018 vermeiden konnte, in die roten Zahlen zu rutschen.

Der hohe Stellenwert der Leistungsbilanz.

Negative Leistungsbilanzen bedeuten, dass ein Land mehr Güter, Investitionen und Dienstleistungen importiert als exportiert. Ist das Leistungsbilanzdefizit zu hoch, stellt sich für den ausländischen Lieferanten die Frage, wie das Land die Ware bezahlen kann. Tut es dies in eigener Währung, müssen Wirtschaft und Währung genügend stabil sein. Ist sie das nicht, wird der Handelspartner bzw. der Investor sein Vertrauen verlieren und sein Kapital abziehen oder keine Geschäfte in lokaler Währung, sondern nur noch in Hartwährung machen. Wenn wir also nach Ländern suchen, die sowohl eine hohe Verschuldung in harter Fremdwährung als auch ein hohes Leistungsbilanzdefizit haben, werden wir schnell fündig: Türkei, Argentinien und Südafrika zeigen da wie erwartet Schwäche. Weitere akut gefährdete Länder sind Kolumbien und Indonesien, gefolgt von anfälligen Ländern wie Mexiko, Chile oder Brasilien. Nicht umsonst einigte sich Mexiko schnell nach der Wahl mit den USA, indem es im Wesentlichen deren Forderungen (wonach?) akzeptierte.

Nachdem wir Anfang des letzten Monats einen weiteren kräftigen Verfall der indonesischen Rupie beobachten konnten und damit den nächsten Dominostein wanken sahen und zudem weiter fallende Gewinnerwartungen zu Kenntnis nehmen mussten, haben wir unsere gesamten Investments in Schwellenländer sowohl auf der Anleihe- als auch bei den Aktien vollständig abgebaut. Wir sehen noch weitere 10–20 Prozent Verlustpotential für Schwellenländeraktien, weil neben der gewachsenen Anfälligkeit und dem Taumeln und Sturz der ersten Dominosteine mit dem Handelskrieg der USA gegen

China auch die Voraussetzungen für einen Schock auf der Handelsseite gegeben sind.

Anders als 1997/98 haben die Schwellenländer aber eine höhere Bedeutung für das Weltwirtschaftswachstum und damit auch für die Kapitalmärkte. So ist es auch nicht verwunderlich, dass wir Europa aufgrund der bereits im letzten Monatsbericht erwähnten hohen Abhängigkeit europäischer Unternehmen von Nicht-Eurozonen Profiten, innerhalb der Aktien untergewichten. Ein großes Land, das am stärksten einer relativ abgeschlossenen Volkswirtschaft entspricht und dessen Unternehmen vergleichsweise unempfindlich sind, haben wir mittlerweile bei den Aktien kräftig übergewichtet: die USA.

USA versus China – wie geht es weiter?

Damit die Märkte wieder nachhaltig in Tritt kommen können, werden Fortschritte beim Handelskrieg zwischen den USA und China nötig sein. Wann und ob das geschieht, ist schwer vorhersehbar. In der Zwischenzeit werden wir, wie gegen Ende September mit einer kleinen Investition in chinesische Aktien getan, taktische und damit eher kurzfristige Chancen in den Schwellenländern suchen und ansonsten in stabile Unternehmen der entwickelten Länder investieren.

Fazit.

Mit unserem gut austarierten Portfolio sehen wir uns für die nächsten Wochen gut aufgestellt und halten es derzeit noch für zu früh, Aktien stark zu reduzieren. Wenn es anders kommt als wir in unserem Kernszenario erwarten, werden wir aber einem Kursverfall der Märkte nicht untätig zusehen, sondern entsprechend unserem Ansatz unsere Risikobudgets verteidigen und in »sichere Häfen« umschichten.

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

Telefon 0931 3083-0 info@castell-bank.de
Telefax 0931 3083-995980 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. § 85b 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.