



Castell'scher Anlagebrief

Sonderausgabe des Monatlichen Anlagebriefs der Fürstlich Castell'schen Bank

Nr. 45

Eine Dekade in der neuen Normalität – droht uns jetzt eine Wende?

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



Stellen Sie sich einen sonnigen Frühherbsttag vor. Kein Problem, denn seit April wissen wir ja, dass es in Deutschland nicht mehr regnet. Sie brauchen einen neuen Fön. Im ersten Geschäft kostet ihr Wunschmodell 89 Euro. Nur 10 Minuten Gehweg entfernt ist das Modell für 79 Euro im Angebot. Wie entscheiden Sie? Nehmen Sie den Fußweg von nur 10 Minuten in der Sonne auf sich?

Nur 2 Wochen später gibt auch noch Ihr Fernseher den Geist auf, natürlich wieder an einem sonnigen Tag. War ja sowieso Zeit für ein internetfähiges HD+ Modell. Wiederum stehen die beiden Geschäfte in 10 Minuten Entfernung zur Wahl. Der Preis Ihres Favoriten beträgt im ersten Geschäft 1099 Euro. Sie müssten 10 Minuten laufen, um im zweiten Laden das Modell für 1089 Euro zu erwerben. Wie entscheiden Sie sich beim Kauf des Fernsehers? Das kleine Experiment zeigt uns dreierlei »Fehleinschätzungen«:

**1.
Ist das Beispiel der Läden überhaupt zeitgemäß bei der wachsenden Bedeutung von Online Shopping?**

und

**2.
Kauft man überhaupt noch ein Fernsehgerät in Zeiten von Netflix?**

Auf beide – hier mehr scherzhaft gemeinte – Punkte kommen wir später immer mal wieder zurück.

**3.
Der dritte Punkt aber wird sich wie ein roter Faden in den nachfolgenden Gedanken wiederfinden:**

Wir Menschen als Wirtschaftsakteure handeln nicht immer vollständig rational, sondern als emotionsbegabte Wesen. Das ist der Kern der Behavioral Finance, ein recht neues Forschungsgebiet, wengleich einer der bekanntesten Vertreter, nämlich

Richard Thaler, für seine Arbeiten, die auf den psychologischen Untersuchungen von Kahnemann/Tversky aufsetzen, auf diesem Gebiet 2017 bereits einen Nobelpreis bekommen hat.

Behavioral Finance spielte auch eine große Rolle vor 10 Jahren. Am 15. September 2008 ging eine vergleichsweise kleine Investment Bank insolvent. Am Wochenende zuvor gab es im US-Finanzministerium intensive, faktenbasierte Diskussionen über die problematische Situation von Merrill Lynch und Lehman. Man entschied sich, die kleinere der beiden fallen zu lassen. Man dachte, die Auswirkungen sind beherrschbar – »too small to be saved« – so könnte man es kurz zusammenfassen.

Heute wissen wir, dass ganz viele schlaue Menschen damals falsch lagen. Der 15. September war der Katalysator für eine säkulare, globale Finanz- und Wirtschaftskrise, die in Europa in eine existenziell bedrohliche Staatsschuldenkrise überging. Initiiert durch die Pleite von Lehman Brothers machte sich eine massive Vertrauenskrise breit. Die Welt stand still, und Vermögenswerte wurden panikartig verkauft.

Letztlich haben die Notenbanken als »lender of last resort« mit kommunikativen – wer erinnert sich nicht an die verbale Feuerkraft des »whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.« Mario Draghis – sowie konventionellen (Zinssenkung) und nicht-konventionellen Maßnahmen (QE) versucht das System zu stabilisieren.

Aktien- und Rentenmärkte haben in der Folge eine beachtliche Performance hingelegt, allerdings immer wieder unter großen Schwankungen und mit Einschlägen von bis zu 30 Prozent am Aktienmarkt, z. B. in 2011.

So wäre es möglich gewesen, Millionär zu werden bei einer Investition in Aktien in Höhe von nur etwa 300.000 Euro zum Hochpunkt der Krise. Aber wenn man aus der Kirche kommt ..., und emotional wäre ein hohes Risikobudget und ein Anlagehorizont von zehn Jahren notwendig gewesen.

Apropos zehn, die Zahl steht ja generell für Wendepunkte, Entscheidungen, auch ist für Konjunkturzyklen ein Zeitraum von 8 bis 10 Jahren nicht ungewöhnlich.

Müssen wir uns also jetzt auf holprigere Zeiten einstellen, wo lauern Risiken oder steht schon die nächste Krise vor der Tür? Ich will mich auf 5 Thesen hierzu beschränken, zehn wären schöner, aber vielleicht auch langweiliger. Woher könnten also Störfeuer kommen?

a.
Konjunkturelle Störfeuer werden auf Sicht nur kleine Flammen haben.

In den letzten Jahren haben wir ein Idealszenario eines globalen, synchronen Wachstums gesehen: Die Triade aus USA, Europa und Asien hat einen soliden Lauf hingelegt. Ökonomen erwarten »durch die Bank weg« Wachstumsraten von mehr als 3,5 Prozent für 2018 und 2019.

Wenngleich für einzelne Länder die Erwartungen etwas nach unten korrigiert werden, sollten wir nicht übersehen, dass selbst ehemalige Krisenländer wie Spanien und Griechenland zurück auf dem Wachstumspfad sind.

In Summe könnte die weltweite Konjunktur noch 2 bis 3 Jahre tragen, vielleicht länger bei weiter moderaten Zinsen und Produktivitätsgewinnen durch Digitalisierung.

b.
Zinswende als Störfeuer – be aware what you wish for

Es ist schon Wahnsinn, dass wir als Bank der EZB Geld zahlen, damit sie unsere Überschussliquidität aufnimmt oder dass die deutschen Sparer keine Zinsen mehr bekommen.

Klar, dass viele die Zinswende herbeirufen und -schreiben. Aber sie kommt in Europa seit einiger Zeit nicht. Ziemlich stabil bewegt sich die 10-jährige Bundesanleihe in einem Korridor zwischen 30 und 70 Basispunkte. Auch das Auslaufen von QE ab September wird daran nur dann substantiell etwas ändern, wenn der Finanzierungsbedarf der Unternehmen sprunghaft stiege. Jedenfalls werden erwartete Inflationsraten für die EMU von 1,3 bis 1,7 Prozent kaum die Zielmarke der EZB in 2018 oder 2019 erreichen. Und vergessen wir nicht, dass Mario Draghi sicher nicht im nächsten Jahr mit einem Policy Mistake aus dem Amt scheiden will.

Anders ist die Situation in den USA. Zehnjährige Staatsanleihen

notieren schon wieder über 3 Prozent. Die Inflationserwartungen um die 2,5 Prozent. Woher kommt dieser Unterschied: Na ja, wie so häufig, haben die Amerikaner die Welt an den Kosten der von Ihnen verursachten Subprime Krise clever beteiligt. Ein Vorlauf von etwa 3 Jahren in der expansiven Geldpolitik, die auch aufgrund des dualen Ziels der FED in den USA weniger dogmatisch ist, hat sich über einen niedrigen USD-Kurs für die USA ausgezahlt. Und nicht zuletzt unterstützen die Steuersenkungen der Trump-Administration die Wirtschaft.

In Europa hinken wir indes hinterher. Die EZB hat viel später die geldpolitischen Schleusen aufgemacht als die FED und damit der Wirtschaft weniger Stimulus gegeben. Deswegen sind uns die USA auch momentan im Zinszyklus voraus. Hinzu kamen natürlich auch noch die langen Jahre der Schuldenkrise und der Austerität, die gerade die südlichen Volkswirtschaften enorm belastet hat. On top mangelt es weiter, gerade in Italien, an Strukturreformen und die europäischen Banken sind viel zu langsam »aufgeräumt« worden und bei weitem nicht so profitabel wie ihre US-Wettbewerber.

Zurück nach Amerika und zur Geldpolitik, die ja von den Märkten mit Argusaugen beobachtet wird:

Auch für die FED sehen wir das Risiko eines Policy Mistakes als eher gering an, sie zeigt sich auch in der nach Yellen-Zeit überlegt und auch politikrobust. Im Gegenteil, es mehren sich die Zeichen, dass die Zinsdifferenz zwischen USA und EMU sich wieder nachvollziehbarer in einem niedrigeren Dollar niederschlägt, das wäre gut für unsere Exporte. Apropos Exporte, wie steht es eigentlich um den Zollkrieg?

c.
Störfeuer Zollkrieg – geringe Sorge um den wirtschaftlichen Trump

Ich erspare Ihnen und mir eine generelle Kommentierung von Herrn Trump in Verhaltens- und Stilfragen. Vielleicht nur so viel: Neuere Forschungen zeigen, dass das Erstarken nationalistischer Tendenzen nicht untypisch in der Verarbeitung von Finanzkrisen ist, sehr oft an deren Ende steht.

Ja, ein Zollkrieg mit China oder der EU wäre sicher eine große Belastung für die Weltwirtschaft. Internationale Arbeitsteilung ist und bleibt essentiell. Aber bislang hat Herr Trump immer auch die Kapitalmärkte im Blick gehabt, da sie neben den Immobilienpreisen den gefühlten Wohlstand der amerikanischen Bevölkerung aufgrund des in weiten Teilen kapitalmarkt-basierten Rentensystems bestimmen. Und dann wird auch Herr

Trump erkennen müssen, dass China nicht nur Handelspartner, sondern mit 1200 Mrd. USD auch dominanter Financier des US-Defizits ist. Da sollte doch eine Einigung, wie jüngst mit Kanada, im Interesse beider Partner sein, damit die quasi symbiotische Beziehung keinen nachhaltigen Schaden nimmt.

d.

Wie stark ist Europa als Gemeinschaft?

Krisenspäzyklische Renationalisierungstendenzen, da ist Trump nicht allein. Der Brexit und das problematische Wahlergebnis in Italien sind die europäischen Spiegelbilder. Keine Petitesse, mitnichten, steht doch in gewisser Weise auch die historische Leistung der Europa-Gründungsväter aus ehemals verfeindeten Völkern befreundete Nachbarn zu machen, die miteinander Handel und Wandel betreiben, auf dem Spiel.

Die Debatte in UK zeigt jedoch, dass es gar nicht so einfach ist, sich aus dem europäischen Verbund zu lösen. Der Exit vom Brexit wäre eine große Erleichterung für alle, nur fehlt derzeit dafür eine politische Gallionsfigur. Und man müsste parallel die hinter der Brexit Entscheidung liegenden Generationen- und Stadt-Land-Konflikte angehen, übrigens nicht nur in UK, sondern überall in Europa.

Die Verteilung finanzieller Wohltaten bei steigendem Staatsdefizit, so wie es der Haushalt in Italien vorsieht, ist dabei keine tragfähige Lösung. Allerdings sollte bei aller Besorgnis um die italienische Staatsverschuldung nicht übersehen werden, dass das Geldvermögen pro Kopf in Italien über dem in Deutschland liegt und jedenfalls deutlich über den Schulden pro Kopf.

e.

Technologiesprünge und Selektion

Digitalisierung und Umweltfragen sind Megathemen. Sie sind aus wirtschaftlicher Sicht janusköpfig, positiv als Wachstumskatalysatoren, negativ durchaus mit zerstörerischer Kraft für Bestehendes, denken wir nur an die Automobilbranche oder aber auch die Bankbranche oder den stationären Handel für Fön und Fernseher. Hier hilft eine Anleihe bei Schumpeter, der gerade die Umbruchskraft als wesentliches Charakteristikum des erfolgreichen Unternehmertums sieht.

Die Umbrüche sind also mehr Chancen, denn Bedrohung, wenn sie zielgerichtet und aktiv gestaltet werden. Davon muss man sich ein Bild machen, wenn man zwischen Tesla und Daimler entscheiden will oder muss, um nur ein Beispiel zu nennen und nicht auf »Commerzbank vs. Wirecard« zu rekurrieren.

Was bleibt nun nach dieser Tour d'horizon. Sparen wird in naher Zukunft nicht mit deutlich höheren Zinsen belohnt werden, Investieren wird notwendig sein, um das reale Vermögen zu erhalten. Nach einer guten, wenngleich schwankungsreichen Dekade ist Vermögensverwaltung mehr denn je auch Risikomanagement. Und ihr persönliches Risikobudget eine wesentliche Vorgabe, denn Vermögen soll Ihnen nicht den Schlaf rauben, sondern Sie ruhig schlafen lassen. Dies ist der Leitgedanke unserer Vermögensverwaltung: Professionelles Handwerk in Risikomanagement und Asset Allokation vor dem Hintergrund des von Ihnen vorgegebenen Risikobudgets. So kommen die traditionelle Finanztheorie und die Behavioral Finance zusammen.

**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.