

Risiken 2014

# Fehlinterpretierte Risiken – Das Ende von QE



© Sergey Nivens\_Fotolia

Auch für das Jahr 2014 wird gelten: nie ruhige Zeiten am Aktienmarkt. Die äußerst positive Entwicklung der letzten Aktienjahre setzt zwar vereinzelt Optimismus frei, doch die Skepsis der Anleger ist noch längst nicht verschwunden – von Euphorie ist immer noch keine Spur. Dies wird durch die Diskussion der zahlreichen und vielfältigen „Risiken“ verdeutlicht, die immer wieder in den Mittelpunkt gerückt werden. Während zu speziellen Themen – wie der Schuldenobergrenze der USA oder der nicht ausgestandenen Eurokrise – bereits ein gewisser Gewöhnungseffekt eingesetzt hat, ist es vor allem das mögliche Ende der Anleihekäufe durch die amerikanische Notenbank FED, das den Anlegern Sorgenfalten auf die Stirn treibt. Kaum ein Thema beherrscht die aktuellen Diskussionen stärker und wird oftmals als entscheidender Faktor identifiziert, der den Bullenmarkt letztendlich aus der Bahn werfen könnte.

Die expansive Geldpolitik (auch Quantitative Easing oder QE genannt) soll schrittweise gedrosselt werden. Der gerade vollzogene Übergang an der FED-Spitze von Ben Bernanke zu Janet Yellen sorgt für zusätzliche Unklarheiten über den zukünftigen Kurs der amerikanischen Notenbank. An den Märkten hält sich dabei hartnäckig ein großes Missverständnis: Der Aufschwung an den Aktienmärkten sei lediglich eine rein „liquiditätsgetriebene Hausse“, ermöglicht durch die expansive Geldpolitik der Zentralbanken. Dies ist die nahezu einhellige Meinung in den Medien. Eine kollektive Fehleinschätzung!

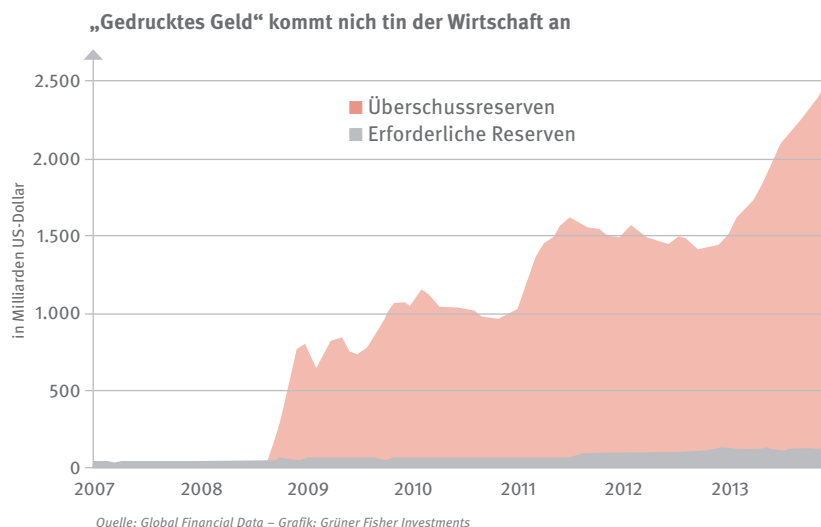
Die Banken nehmen das Angebot der Zentralbank zwar gern in Anspruch und leihen sich frisches Geld kurzfristig quasi zum „Nulltarif“. Doch dieses Geld kommt letztendlich kaum in der Realwirtschaft an. Weil die Banken vor allem bestrebt sind, ihre Überschussreserven zu erhöhen – um den regulatorischen Bedingungen zu genügen – und weil sie durch die abgeflachte Zinsstrukturkurve wenig zur Kreditvergabe motiviert werden. Die Überschussreserven betragen mittlerweile ein Mehrfaches der tatsächlich erforderlichen Reserven (siehe Grafik). Parallel dazu ist das Kreditwachstum seit 2009 nur unterdurchschnittlich und viel schwächer als in vorherigen Konjunkturaufschwüngen. Die Ursache für diese Entwicklung ist simpel: Die Anleihekäufe der FED drü-

cken die Zinsen am langen Ende und sorgen damit für eine flachere Zinsstrukturkurve. Der Zinsspread zwischen kurzen und langen Laufzeiten verringert sich. In der Folge werden die Kreditmarge der Banken und die Motivation zur Vergabe neuer Kredite kleiner. QE bremst also viel eher die Wirtschaft und wirkt längst nicht so expansiv wie allgemein erwartet!

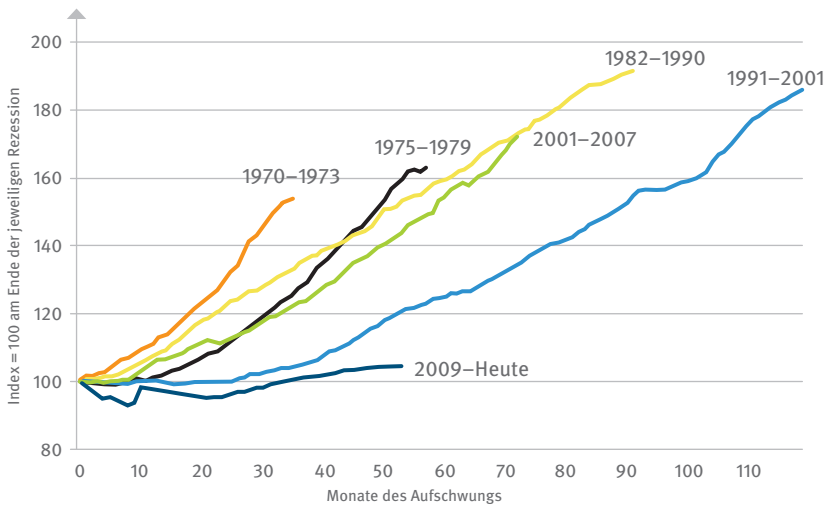
Weitreichend diskutierte und wohlbekannte Risiken verfügen nicht über das negative Überraschungspotenzial, um einen Bärenmarkt einzuleiten. Das Ende der expansiven Geldpolitik könnte sogar einen gegenteiligen Effekt entfalten: Sobald sich die Erkenntnis breitmacht, dass die Weltwirtschaft und die Märkte keinesfalls so stark wie vermutet auf die „Unterstützung“ der Zentralbanken angewiesen sind, sondern durch das Ende der expansiven Geldpolitik eher gestärkt werden – Großbritannien geht hier mit gutem Beispiel voran – kann sich enormes positives Überraschungspotenzial entfalten.

### Unterschätzte Risiken – Eine durch Gold hervorgerufene Panik?

Den wohlbekanntesten und weitreichend ausdiskutierten Problemen steht ein kaum diskutierter und deshalb unterschätzter Risikofaktor entgegen: die mögliche Panik, die durch eine negative Entwicklung des Goldpreises hervorgerufen werden

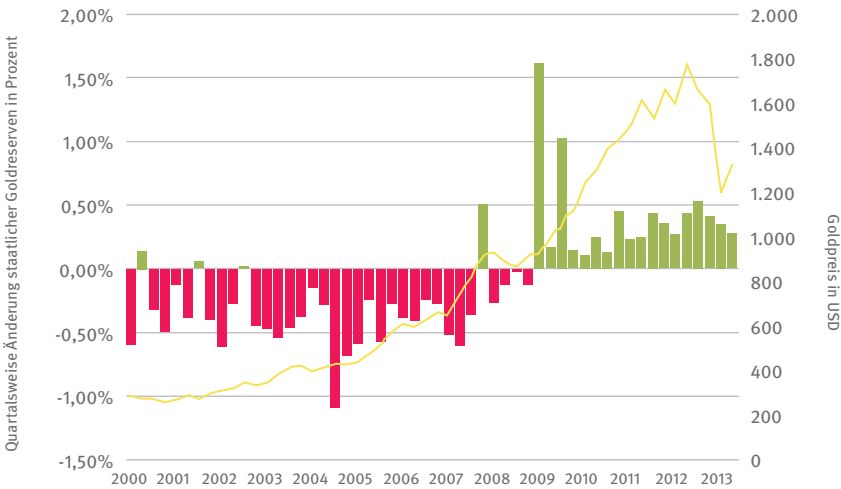


**Kumuliertes Kreditwachstum**



Quelle: World Gold Council – Grafik: Grüner Fisher Investments

**Staatliche Goldreserven und Goldpreis**



Quelle: World Gold Council – Grafik: Grüner Fisher Investments

könnte. Sicherlich ist dieses „PanikszENARIO“ momentan als recht unwahrscheinlich einzuschätzen, dennoch ist der Begriff „unterschätztes Risiko“ angebracht, denn: Medien und Analysten sprechen bei Gold einträchtig von einer Nachkaufchance, ein weiteres Abwärtsszenario wird kaum diskutiert.

Eine auftretende Panik könnte sich auf mehrere Arten entwickeln, die alle in genau diesem zentralen Punkt zusammenlaufen: Der Bärenmarkt beim Gold, beginnend im September

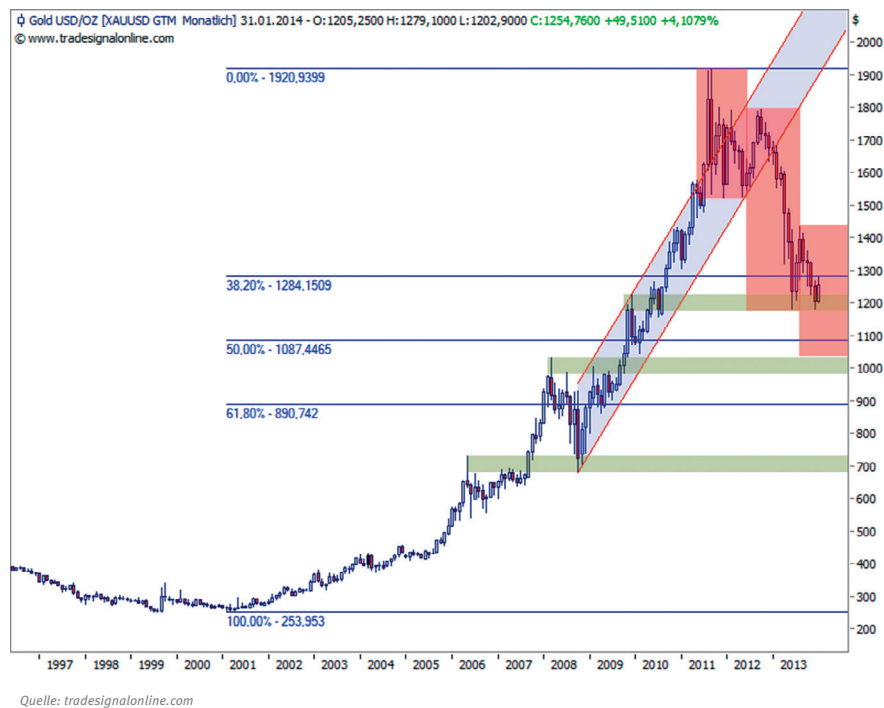
2011, setzt sich fort. Im Vergleich zum Höchststand des Jahres 2011 notierte Gold zum Jahresende 2013 rund 37 Prozent tiefer – die Höhe und zeitliche Länge dieser Abwärtsbewegung rechtfertigen die Definition eines Bärenmarktes. Dies allein ist noch nicht von hoher Bedeutung für die Aktienmärkte. Allerdings besteht die Möglichkeit, dass ein fortgesetzter Bärenmarkt die Liquidation offizieller Goldbestände und Reserven in Gang setzt – und Märkte für Währungen und Derivate beeinflusst werden könnten.

**Regierungspolitik ist kein guter Indikator!**

In den Jahren 2000–2001 begannen Staaten rund um den Globus, ihre Goldreserven zu verkaufen. Dieser Liquidationsprozess wurde bis ins Jahr 2009 fortgeführt, dabei wurden die Bestände insgesamt um mehr als 3000 Tonnen verringert. Interessanterweise begannen diese Liquidationen, kurz bevor der Goldpreis im Jahr 2001 sein Tief erreichte. Erst in der „späten“ Phase der Gold-Hausse, ab dem Jahr 2009, wurden die offiziellen Bestände per Saldo wieder erhöht – die Gold-Blase platzte

inmitten dieser Aufstockungsphase. Dies als warnendes Beispiel für alle Gold-Bullen, die sich an die Geschichte klammern, dass Goldkäufe von offizieller Seite einen Aufwärtstrend wiederbeleben!

Es stellt sich nun die Frage, wie Regierungen mit der Situation umgehen, dass sie ihre Goldreserven erhöht haben und diese Anlage anschließend Wertverluste erleidet. Besonders in den Emerging Markets sind konfuse politische Entschei-



dungen, die Edelmetalle, Währungen und Geldpolitik betreffen, immer wieder an der Tagesordnung. Regierungen in vielen Teilen der Welt verhalten sich oftmals nicht rational! Sollte ein Staat mit großen Goldbeständen – zum Beispiel Russland – sich dazu entschließen, einen Teil seines Bestandes zu liquidieren, könnten andere Nationen sich dazu verleitet fühlen, diesem Beispiel zu folgen.

Die technische Situation bleibt zudem angespannt. Ein Durchbruch unter die Tiefs des letzten Jahres im Bereich von 1180 US-Dollar würde schnell deutlich tiefere Kursziele auf die Tagesordnung bringen. Investoren würden schnell in Panik geraten, sollte dieser Fall eintreten. Dieses Anleger-

verhalten würde sich unmittelbar auch auf die alternativen Anlageklassen auswirken, inklusive den globalen Aktienmärkten. Es sind nicht die weitreichend diskutierten Risiken, die die Märkte in Gefahr bringen – es sind vielmehr die unterschätzten und wenig beachteten Risiken. Auch wenn die Wahrscheinlichkeit geringfügig erscheint und der Ausgang dieser eventuellen Panik nahezu unmöglich vorherzusagen ist, lohnt es sich also dennoch, dieses Szenario in Gedanken einmal durchzuspielen.

Das positive Überraschungspotenzial für das Jahr 2014 überwiegt, doch es schadet sicherlich nicht, gegen alle Eventualitäten gewappnet zu sein.



**Thomas Grüner** ist Gründer und geschäftsführender Gesellschafter von Grüner Fisher Investments ([www.gruener-fisher.de](http://www.gruener-fisher.de)). Die Vermögensverwaltung hat ihren Sitz im pfälzischen Rodenbach bei Kaiserslautern und unterhält ein Büro in Frankfurt am Main. Termine werden auch vor Ort beim Kunden wahrgenommen. Partner ist der amerikanische Milliardär Ken Fisher.

Die detaillierte Prognose für 2014 kann kostenlos unter [www.gruener-fisher.de](http://www.gruener-fisher.de) oder telefonisch unter 06374 9911-0 angefordert werden.