

Ein Korrekturtyp der neueren Art

Es ist nicht die Realwirtschaft, es ist das Design der Kapitalmärkte

China ist die Wiege der jüngsten Finanzkrise

In einem Punkt sind sich die vielen Kommentatoren der letzten Korrektur einig: Deren Ursprung liegt in China. Die grosse Mehrheit weist auf den schwächeren Datenkranz hin und betont die Tatsache, dass zwischen 2008 und 2013 rund 50% des Wachstums der Weltwirtschaft von China stammt. Rezessionsängste machen somit die Runde. Der wunde Punkt ist für uns nicht so sehr die Konjunktur, sondern vielmehr die Verfassung der chinesischen Kapitalmärkte. Hier besteht ein Teufelskreislauf von Platzen einer Spekulationsblase an der innerchinesischen Börse, Schattenbanking, Kapitalflucht und Währungsabwertung. Für den Anleger ist entscheidend, wie China aus dieser Negativspirale herausfindet und sich erfolgreich von einer Industrie- zu einer Konsum- und Dienstleistungsgesellschaft entwickeln wird. Leider haben wir auf diese Fragestellung keine endgültige Antwort. Wir wissen nur eines: Ein solcher Strukturwandel braucht mehr Zeit und Ressourcen als ursprünglich angenommen und wird nicht ohne Rückkoppelungen auf die Kapitalmärkte der entwickelten Länder geschehen.

Faktencheck zur Lage der Weltwirtschaft

Die Konjunkturabschwächung in China beeinflusst das Wachstum der Weltwirtschaft nur marginal. China erarbeitet in diesem Jahr ein BIP von USD 11'000 Mrd. Ein Wachstumseinbruch von 2% von rund 6% auf 4% entspricht 0,3% der globalen Wirtschaftsleistung. Das kann die Weltwirtschaft und die Börsen nicht aus dem Tritt werfen. Entscheidender sind die Kapitalströme. Der Privatsektor in China ist stark verschuldet. Ein Börsencrash führt in einem solchen Umfeld zu schwer abschätzbaren Kettenreaktionen. So sicher wie das Amen in der Kirche wird die Reaktion der chinesischen Elite ausfallen. Sie werden so reagieren wie es das FED seit Greenspan immer gemacht hat: Zinsen runter, Liquidität den Märkten über Offenmarkttransaktionen zuführen und Kapital wie z.B. PK Gelder zwangsmobilisieren. Das wird die Lage in China nach einer Übergangszeit beruhigen. Die Rückkehr zur Normalität an den globalen Kapitalmärkten dürfte nach dieser Korrektur etwas länger dauern und ein robustes, inflationsfreies Wachstum der Weltwirtschaft ebenso Wunschbild bleiben.

Die 6. Korrektur seit Januar 2014

Seit 2014 warten die Anleger auf die erste Zinserhöhung in den USA seit der grossen Finanzkrise von 2008. In dieser Periode haben wir schon sechs Aktienmarkt-Korrekturen mit fünf sehr schnellen Erholungen gesehen. In der jüngsten Korrektur gibt es ein paar Besonderheiten, die genauer interpretiert werden müssen:

- **Volatilität:** die implizite Volatilität erreichte in den USA Spitzenwerte über 50%. Dies ist markant höher als in früheren Korrekturen. Am 24. August eröffnete die US Börse NASDAQ um 9% tiefer als am Vorabend. Erinnerungen an die Ereignisse vom Oktober 2008 kamen hoch.
- **Hohe Liquidität:** Absicherungstransaktionen in jeder Höhe konnten problemlos abgewickelt werden. In den letztjährigen Korrekturen musste man verzweifelt Gegenparteien suchen. Nicht so am Montag.
- **Schwache Obligationenmärkte:** Am Montag stiegen die Zinsen ausser in der Schweiz an. Kapitalverluste an allen Fronten und geringe Diversifikationseffekte waren die Folge.
- **Schwacher Dollar - starker Euro:** Keine Flucht in den sicheren Hafen war zu erkennen. Der Franken bewegte sich kaum zum Euro.

Ausbleibende Diversifikationseffekte und überfallartige Volatilitätsexplosionen könnten Verhaltensmuster für zukünftige Korrekturen werden. Im Umfeld von Negativzinsen sind die Handlungsoptionen der Zentralbanken der entwickelten Länder als alleinige Retter in der Not beschränkt. Ein Aussitzen von Korrekturen dürfte sich in Zukunft nicht mehr als die idealste Strategie für Pensionskassen erweisen. Die Vorteile der Diversifikation könnten als stabilisierendes Element zukünftig an Bedeutung verlieren.

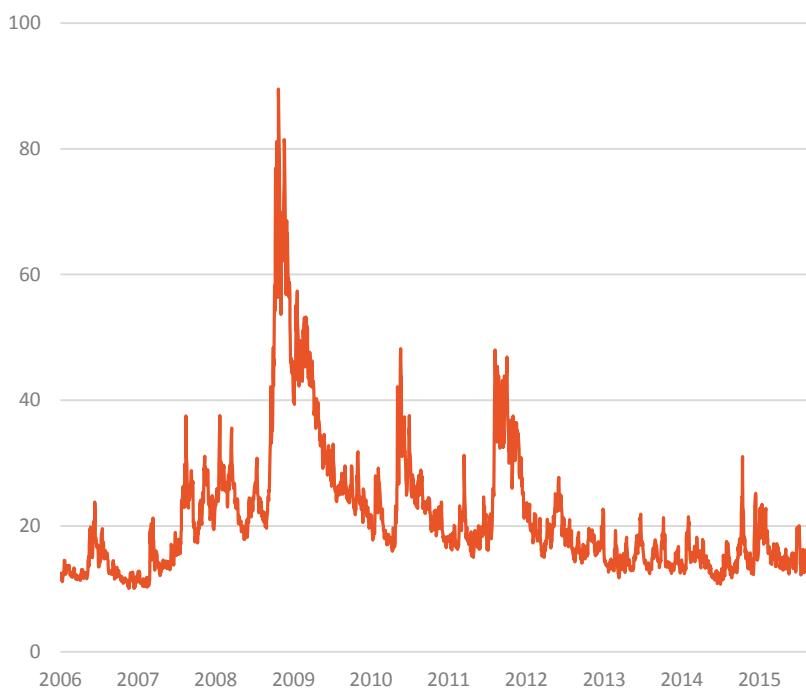
Was wussten wir vor dem „Schwarzen Montag“?

Unser Indikatorensystem zur Messung der Stabilität des Finanzsystems deutet schon seit längerem auf eine Zunahme der Labilität hin. Flächendeckend waren die Börsen vor dem Crash nicht in der Gefahrenzone. Nur einzelne Teilmärkte bewegten sich im instabilen Territorium. Die stetige Zunahme der Kreditaufschläge seit einem Jahr weist auch auf mehr Spannungen in den Anleihemärkten hin. Die erfolgreiche Zählung der Märkte durch die expansive Geldpolitik und QE Operationen aller Notenbanken befindet sich in der Endphase. Zudem sind die Zentralbanken nicht allmächtig und können nicht jederzeit die Investoren bei guter Laune halten. Die SNB hat das vordemonstriert. Steigende Geldmarktzinsen in den USA sind ein relativ sicheres Ereignis. Vor dem schwarzen Montag war auch die zunehmend schwierige Lage der Schwellenländer mit den Folgewirkungen von tieferen Rohstoffpreisen auf Stagflation, Zinserhöhung und Währungsabwertung bekannt. Dass all diese bekannten Faktoren nun am Schwarzen Montag zu einer explosionsartigen Entladung geführt haben, bleibt für uns auch in der Nachbetrachtung ein Buch mit 7 Siegeln. Flash Crash Gedanken kommen da hoch. Wie fast alle Kommentatoren gehen auch wir nicht von einem grundsätzlichen Stimmungswandel der Anleger aus und raten von Panikreaktionen oder grossen Umschichtungen generell ab. Eine schnelle Erholung mit neuen Höchstkursen wie in den letzten Korrekturen würde uns allerdings doch eher überraschen.

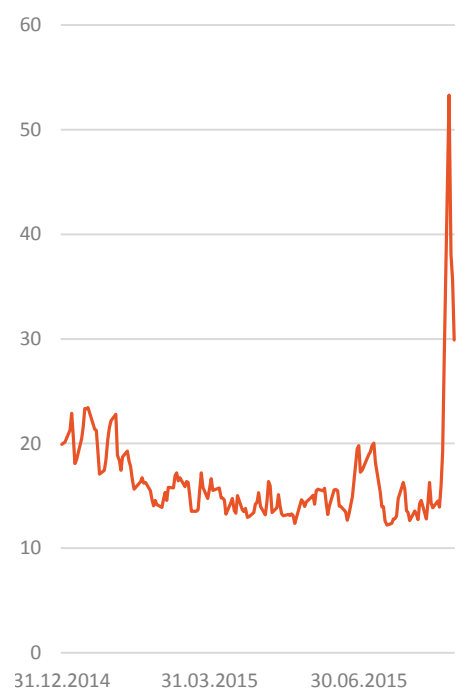
Risikoerhöhungen sind nicht angesagt

Die Aktienmarktkorrektur ist für uns wie die Negativzinsen auf den risikolosen Geldmarktanlagen keine Einladung zur Erhöhung der Anlagerisiken. Wir haben seit 2011 eine relativ ruhige und kräftige Markterholung an allen Fronten erlebt - dies trotz spannungsgeladenen politischen und ökonomischen Rahmenbedingungen. Der Zinszyklus in den USA hat schon seit längerem gedreht. Eine Tatsache, die gerne verdrängt wird. Die Aktienmarktbewertung liegt auch über dem historischen Durchschnitt und das Gewinnwachstum für 2016 dürfte schwächer als allgemein erwartet ausfallen. In einem solchen Umfeld hat Risikokontrolle und nicht gierige Ertragssteigerung Vorrang. Gegen Volatilitätsexplosionen wie wir sie am Montag erlebt haben, werden wir auch in Zukunft machtlos sein. In der Risikovorsorge und im Deckungsgrad-Schutz kann aber bei den Pensionskassen auf Stufe Anlageausschuss noch vieles verbessert werden. Wie bereits Perikles festgestellt hat, geht es nicht darum, die Zukunft vorauszusagen, sondern auf sie gut vorbereitet zu sein. Dies gilt besonders für Marktphasen mit erhöhten Schwankungen und unüblichen Verhaltensmustern.

Implizite Volatilität (high) - 10 Jahre



1 Jahr



Wetzikon, 28.08.2014