

## TIEFE ZINSEN: FLUCH ODER SEGEN?



### Liebe Mandanten und Geschäftsfreunde,

die anhaltend tiefen Zinsen lösen derzeit zwiespältige Gefühle aus. Während sich der Häuslebauer über günstige Kreditzinsen freut, ärgert sich der Sparer über eine Geldmarktverzinsung, die zwischenzeitlich Richtung Null tendiert. Freud und Leid liegen also wieder einmal dicht

beieinander! Die Auswirkungen des künstlichen Zinstiefs sind aber für eine Volkswirtschaft deutlich tiefgreifender, als dieses polarisierende Praxis-Beispiel zeigt.

Blicken wir kurz zurück auf die Entstehung: Die Notenbanken bekämpften die drohenden Liquiditätsengpässe in der Finanz- und Schuldenkrise erfolgreich mit den ihnen zur Verfügung stehenden Mitteln: mit einem Sack voll Geld ohne entsprechende Kosten, d.h. zu null Zinsen. Nachdem die Nullzinspolitik allein nicht ausreichte, mussten weitere Instrumente her. Die US-Notenbank erwirbt bis heute Staatsanleihen und Pfandbriefe am Markt („Quantitative Easing“, siehe auch Seite 3, „Im Fokus“) und ist der größte Geldgeber des eigenen Staates. In Euro-Land ist eine Staatsfinanzierung durch die Geldhüter formal verboten. Macht aber nix, das Spiel klappt ja auch „über Bande“: So überschüttete die EZB die klammen südeuropäischen Banken mit unbegrenzter Liquidität zum Nulltarif, und diese wiederum investierten fleißig in italienische und spanische Staatsanleihen, die somit endlich wieder einen Abnehmer fanden. EZB-Chef Draghi kann sich auf die Schultern klopfen, denn entgegen den Warnungen der Deutschen Bundesbank hat das unkonventionelle Vorgehen etwas ins Rollen gebracht: Angesichts der Nullzinsen für deutsche Staatstitel sind die Anleihen der südeuropäischen Peripheriestaaten inzwischen bei allen Anlegerschichten von Banken über Pensionskassen bis hin zu Privatanlegern heiß begehrt. Die mächtige EZB hat also erreicht, dass auf der Suche nach etwas Zinsertrag die Risikobereitschaft der Anleger wieder zurückkehrte – „die Krisenängste scheinen verflogen, es wird bedenkenlos gekauft.“ Für unsere hoch verschuldeten Euro-Partner sind die rückläufigen Zinskosten natürlich eine riesige Entlastung, sie überdecken aber weiterhin so manches Haushaltsproblem. Vorwärts gedacht: Steigende Zinsen wären Gift für die Staatsfinanzen vieler Euro-Staaten.

### Die Perspektive des Sparers

Setzen wir nun wieder die Brille des Sparers auf: Sie kennen sicher die vielbeschriebene Rechnung, dass der (deutsche) Sparer mit dem erzwungenen Zinsverzicht die Sanierung der klammen Euro-Länder unterstützt. „Finanzielle Repression“ heißt das Schlagwort. Das ist in der Konsequenz durchaus richtig. Dennoch möchte ich an dieser Stelle keine neue Euro-

Diskussion entfachen, sondern vielmehr die Bedeutung des Sparens in den Vordergrund stellen. „Sparen muss sich lohnen“, denn Sparkapital ist wichtig für eine funktionsfähige Volkswirtschaft und erst Kapital ermöglicht Investitionen. Genau deswegen hat Bundesfinanzminister Wolfgang Schäuble jetzt für ein Ende der tiefen Zinsen plädiert: „Die Niedrigzinspolitik der Notenbanken kann nicht ewig so weitergehen.“

Mit seiner Forderung hatte er sicher auch die Bedrohung für unsere Altersvorsorgesysteme im Blick, für die eine angemessene Verzinsung des Vorsorgekapitals die Grundlage schlechthin ist. Der Großteil der privaten Altersvorsorge von Versicherungen, Pensionskassen oder auch von direkten Vermögensanlagen besteht aus klassischen Zinsanlagen, deren Zinseszins-Effekt die erforderliche Kapitalbildung über Jahrzehnte ermöglichte. Wenn derzeit spekuliert wird, dass einige Versicherer in Schieflage gerieten, so ist dies kaum überraschend. Wie sollen diese dauerhaft Garantieleistungen erfüllen, wenn die Verzinsung ihrer Kapitalmarktanlagen das nicht hergibt? “

Ich könnte es mir jetzt einfach machen und nach meinem Plädoyer aus dem Vorjahr „Mehr Mut zur Aktienanlage“ als Ausweg für den Sparer ins gleiche Horn blasen. Das wäre aber zu kurzfristig, denn stabile Zinsanlagen gehören weiterhin genauso zu einer breit gestreuten Vermögensanlage wie Aktien, Immobilien oder Edelmetalle. Auch wenn heute die Bewertungen für Aktien im historischen Vergleich immer noch attraktiv sind, so lehrt uns die Vergangenheit: Kapital, das keine adäquate Verzinsung erfährt, führt traditionell zu Blasen am Immobilien- oder Aktienmarkt. Auch aus diesem Aspekt ist zu begrüßen, wenn die Zinsen sich wieder in höhere Regionen bewegen. Kurzfristig würde ein Zinsanstieg zwar die Aktien- oder Rentenanlagen belasten, aber für die langfristige Stabilität unserer Altersvorsorge ist dies ein kleiner Preis.

Was würde dies für unsere Euro-Partner bedeuten? Da wollen wir als skeptische Deutsche mit „perverser Angst“ (EZB-Präsident Draghi) doch einfach mal optimistisch hoffen, dass sie es sich nicht auf dem Ruhekissen der tiefen Zinsen bequem machen. Sie haben Bedenken? Lassen Sie mich mit einer abschließenden Aussage zur Anlagepolitik antworten: Die Unsicherheiten und künstlichen Marktverzerrungen der Notenbanken bleiben groß, und selbst die derzeitige Atempause in Sachen Euro-Krise bedeutet noch keine strukturelle Lösung der Ungleichgewichte. Bei allem Optimismus wollen wir somit auf ein paar Elemente in unserer Anlagestrategie nicht verzichten, die zur Sicherung des Vermögens beitragen – auch wenn dies kurzfristig die Rendite belastet.

Ihr

Claus Walter

## 2013 WAR EIN JAHR MIT EXTREMEN AUSREISSERN

**Claus Walter, Vorsitzender der FVM-Geschäftsleitung, erklärt, warum es trotz des starken Kursanstiegs bei Aktien keine Alternative zu einer ausgewogenen Anlagestrategie gibt.**

**Herr Walter, 2013 war ein Jahr mit außergewöhnlich divergierenden Entwicklungen: ein starker Aktienmarkt auf der einen Seite, ein starker Preisrückgang bei Gold und ein starker Euro auf der anderen Seite. Welche Folgen hatte das für eine ausgewogene Anlagestrategie?**

**Walter:** Sie haben Recht: 2013 war ein Jahr mit extremen Ausreißern in den einzelnen Anlageklassen. Positiv entwickelten sich die Aktienmärkte, die sich in einer überaus erfreulichen Performance unseres Aktienanteils niederschlugen. Allerdings zeigt sich schon hier ein sehr differenziertes Bild. Während sich die Wertentwicklung unserer „Dax-Engagements“ bei mehr als 20 Prozent bewegt, haben die globalen Wachstumsmärkte (MSCI Emerging Markets) auf Euro-Basis im Jahr 2013 nahezu zehn Prozent verloren!

**Das heißt also auch, dass die Höchststände beim DAX über die tatsächliche Entwicklung an den Märkten hinwegtäuschen?**

**Walter:** Richtig. Dass die Krise noch nicht vorbei ist, zeigte sich gerade bei den Anleihen. Sie litten weiter unter der niedrigen Grundverzinsung und leichten Kursverlusten aufgrund des einsetzenden Anstiegs der langfristigen Zinsen. Hinzu kam, dass Fremdwährungsanleihen von der überraschenden Euro-Stärke und inflationsgeschützte Papiere durch rückläufige Inflationsraten ausgebremst wurden. Den größten Anteil der Aktiengewinne knabbert allerdings der Edelmetall-Anteil ab. Der Absturz des Goldpreises von mehr als 30 Prozent auf Euro-Basis führt selbst mit unserer reduzierten Quote zu einem Malus von ca. 2,5 Prozent.

**Inzwischen gibt es schon Diskussionen, ob eine Anlagestrategie, die auf einer ausgewogenen und breiten Streuung der Anlagen beruht, überhaupt noch möglich ist?**

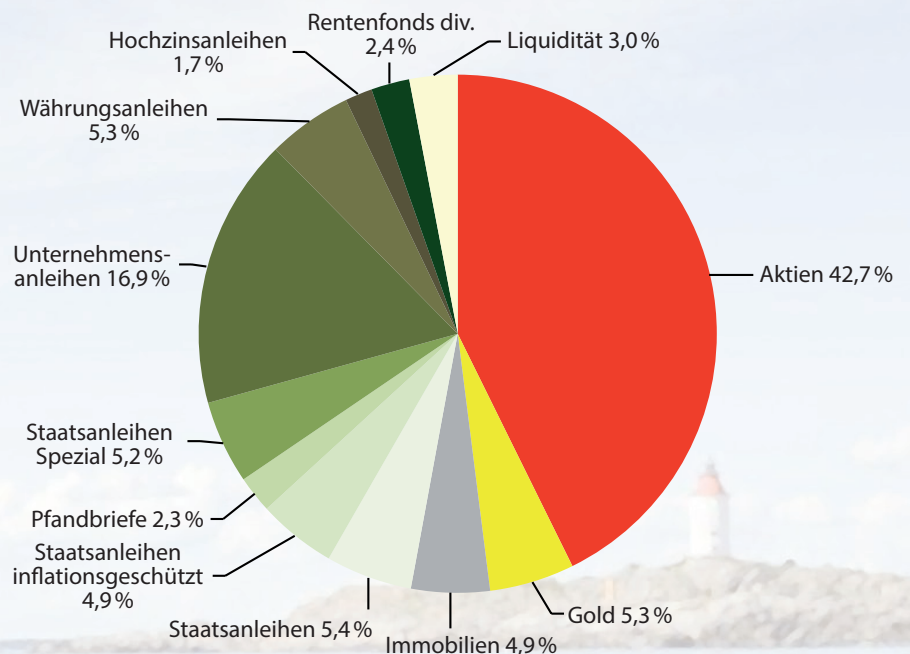
**Walter:** Mit Blick auf die Höchststände beim DAX erscheint das Gesamtergebnis ernüchternd – auch für uns. Es ist zwar menschlich nachvollziehbar, dass Anleger immer gerne nur die beste Anlageklasse im Depot haben, aber die Historie belegt, dass ein ständiger Wechsel der Anlageklassen nicht dauerhaft erfolgreich ist. Unerwartete Ereignisse oder Richtungswechsel sind leider eher die Regel als die Ausnahme. Wir sind daher nach wie vor davon überzeugt, dass eine breite Streuung die beste Absicherung gegen diese Unwägbarkeiten bietet. Unterm Strich resultiert das Gesamtergebnis eines gemischten Portfolios immer aus den Teilergebnissen sämtlicher Anlageklassen. 2013 war gewiss ein Jahr, in dem die Entwicklungen bei den „Sicherheitsanlagen“ einen ungewöhnlich starken Einfluss hatten.

**Welche Möglichkeiten gibt es, solche Volatilitäten zu glätten, und wie haben Sie im Verlauf des vergangenen Jahres reagiert?**

**Walter:** Wir erleben nicht nur eine hohe Volatilität, sondern auch Übertreibungen. Das Grundproblem ist, dass klassische Zinsanlagen keine Zinserträge mehr abwerfen. Die Folge ist, dass viel Kapital auf der Suche nach ertragreichen Anlagen umherirrt. Dies hat 2013 dazu geführt, dass mehr Geld in die Aktienmärkte floss. Wir haben mit Bedacht darauf reagiert. So haben wir die Aktienquote nach und nach erhöht und den Goldanteil zum Jahresbeginn leicht reduziert. Und im Rentensegment haben wir den nahezu zinslosen „Sicherheitsanker“ zurückgefahren. So haben wir die Anteile von Staatsanleihen und inflationsgeschützten Bundesanleihen auf fünf Prozent verringert. Im Gegenzug bauten wir Positionen in höher verzinsten Anleihen südeuropäischer Staaten sowie Anleihen solider Unternehmen aus.

## STRATEGISCHE VERMÖGENSAUFTEILUNG ZUM 31.12.2013

Die nebenstehende Grafik zeigt die Vermögensaufteilung am Beispiel unserer Classic-Strategie.



**Da Aktien ja zu den Gewinnern gehörten, stellt sich die Frage, ob es nicht sinnvoll ist, den Aktienanteil auszubauen. Sie hatten zu Beginn 2013 auch für mehr Mut zur Aktienanlage plädiert (Kapitalmarktbericht 1/2013)?**

**Walter:** Aktien sind trotz des Kursanstiegs fundamental immer noch günstig bewertet und werfen hohe Dividendenrenditen ab. Von einer Aktienblase sind wir damit weit entfernt. Wir haben bei der Sitzung unseres Anlageausschusses im Dezember daher entschieden, die Aktienquote nochmals moderat und selektiv anzuheben. Dennoch werden wir das Kind nicht mit dem Bade ausschütten. Das heißt, wir bleiben unserer Linie treu und werden die anderen Anlageklassen nicht vernachlässigen.

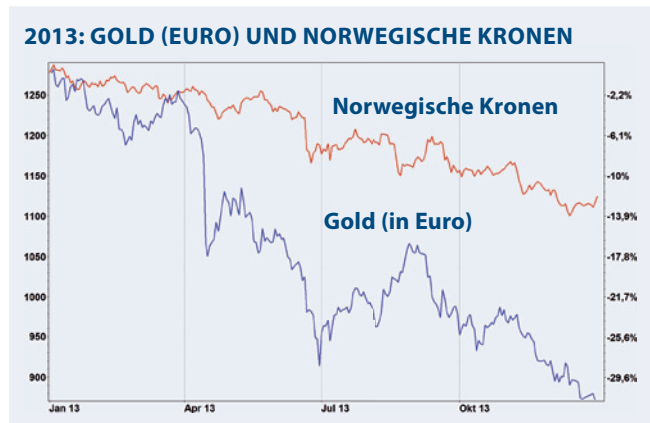
**Die große Überraschung bei den Währungen war, dass der Euro trotz des schwachen wirtschaftlichen Umfelds auch gegenüber starken Währungen wie der Norwegischen Krone zulegte. Wie konnte es dazu kommen?**

**Walter:** Die vorübergehende Entspannung bei der Finanzkrise hat zur deutlichen Aufwertung des Euro geführt, erstaunlicherweise in einer Höhe von über 13 Prozent auch gegenüber der Norwegischen Krone, die wir als Hartwährung in unserem Depot beigemischt haben. Aber hier gibt es aus unserer Sicht eine Übertreibung, denn der Kurs des Euro gegenüber der Krone liegt sogar über dem langfristigen Mittelwert von 8 bis 8,10 Kronen. Die Märkte tun also so, als gäbe es keine Probleme im Euro-Land. Für uns bleibt die Krone aber ein Sicherheitsanker, weil die Staatsschuldenprobleme und die strukturellen Verwerfungen im Euro-Raum noch nicht gelöst sind.

**Nicht nur die Norwegische Krone hat gelitten, auch der Goldpreis. Manche stimmen jetzt schon den Abgesang auf Gold ein?**

**Walter:** Dieser Abgesang ist sicher verfrüht. Wir haben schon vor der Finanzkrise in Gold investiert als Quasi-Risikoversicherung. Diese Motivation hat erst recht Gültigkeit in der Finanzkrise. Die Notenbanken drucken weiter fleißig Geld und ver-

wässern damit den Wert des Papiergeldes. In einem solchen Umfeld ist Gold werterhaltend. Wir hatten im vergangenen Jahr mit einer Konsolidierung nach dem starken Preisanstieg gerechnet, aber nicht mit einem Rückgang in der Größenordnung von 30 Prozent auf Euro-Basis. Im Sinne eines langfristigen Kapitalerhalts bleibt Gold bei uns mit einem Anteil von fünf Prozent im Depot gewichtet.



**Aufgrund der niedrigen Zinsen wird es auch 2014 nicht einfach sein, notwendige Ertragspotenziale zu erschließen. Wie sehen Sie die Perspektiven?**

**Walter:** Wir werden wieder einen breiten Spagat zwischen Diversifizierung und Performance eingehen müssen. Angesichts der strukturellen Probleme gerade in Europa erscheint es uns weiter vordringlich, mit unserer breit gestreuten Strategie den Erhalt der Vermögen unserer Kunden zu sichern und kurzfristige Performanceüberlegungen zurückzustellen. Insgesamt gehen wir davon aus, dass die Weltwirtschaft an Fahrt gewinnt und Europa ebenfalls gute Chancen hat, die Rezession hinter sich zu lassen. Das spricht natürlich weiter für Aktien. Eine bessere Konjunktur dürfte auch zu steigenden Zinsen führen, das Potenzial bleibt aber begrenzt.

**IM FOKUS: TAPERING**



**Seit Mitte des Jahres 2013 hält ein neuer Begriff die internationalen Finanzmärkte in Atem: „Tapering“. Der Begriff stammt aus dem Munde des scheidenden US-Notenbankchefs Ben Bernanke. Er umschreibt den Prozess, die ausufernde Liquiditätsversorgung der Märkte in den USA wieder zurückzuführen.**

Diese historisch einmalige Liquiditätsversorgung hat ihre Ursache in der Finanzkrise 2008. Bernanke hatte aus der großen Depression Anfang der 30iger Jahre des vergangenen Jahrhunderts die Lehre gezogen, dass nur eine aggressive Geldpolitik in der Lage ist, eine Depression zu verhindern. Nachdem die Fed die Leitzinsen zunächst auf Null bis 0,25 Prozent gesenkt hatte, ging sie im nächsten Schritt mit dem

Kauf von Anleihen zu einer direkten Liquiditätszufuhr über („Quantitative Easing“). Von 2008 bis 2011 kaufte sie zunächst US-Anleihen im Wert von zwei Billionen Dollar. Im Herbst 2012 beschloss sie monatliche Käufe von rund 85 Milliarden Dollar.

Die für die Konjunktur wichtigen langfristigen Zinsen sollten damit niedrig gehalten werden. Mit den besseren Konjunkturdaten war klar, dass die Fed diese Anleihekäufe einschränken wird. Und das geschah im Dezember 2013 mit dem Fed-Beschluss einer Reduzierung auf 75 Milliarden Dollar.

Unsere Einschätzung: Das Tapering bedeutet zunächst nur, dass der Prozess des Gelddrückens verlangsamt wird. Folgen weitere Schritte, ist das aber ein positives Zeichen, dass sich die US-Konjunktur und die Finanzmärkte auf dem Weg der Normalisierung befinden.



## SPENDEN FÜR GUTE ZWECKE

Zu unserem Selbstverständnis als mittelständisches Unternehmen gehört es, unserer gesellschaftlichen Verantwortung gerecht zu werden. Wir haben in diesem Jahr daher wieder Projekte und Aktionen für hilfsbedürftige Menschen unterstützt.

**Kinderhaus St. Raphael:** Diese Einrichtung in Freiburg-Littenweiler bietet seit 1961 Kindern aus schwierigen Verhältnissen ein neues Zuhause. Da uns die Arbeit von St. Raphael sehr am Herzen liegt, übergaben Gerlinde Wisser und Claus Walter im Dezember 2013 die schon traditionelle Weihnachtsspende an Christian Hirsch, den Leiter des Kinderhauses. Derzeit leben dort 18 Kinder.



**Glücksmomente:** Unter dem Motto „Schenken Sie Glücksmomente“ setzen sich die Initiatoren des Vereins „Wir helfen Kindern e.V.“ und die „Wilhelm Oberle-Stiftung“ dafür ein, Kindern aus sozial schwachen Familien eine Freude zu Weihnachten zu bereiten. Gerne haben wir uns mit einer Spende an dieser Aktion beteiligt. Rund 2.500 Kinder konnten sich an der Aufführung im Weihnachtzirkus Circolo erfreuen – sicher ein schöner Glücksmoment für alle!



**Drive to help:** Eine außergewöhnliche Initiative ist das Afrika-Projekt „Drive to help – Fahren, um zu helfen“. Die Helfer dieser Initiative fahren mit dem Lastwagen nach Banjul in Gambia, um dort ein kleines Krankenhaus mit dringend benötigten Medikamenten und Sachspenden zu versorgen. Da zwei uns sehr gut bekannte Studenten aus der Region mitmachen und wir zudem den Mut sowie das Engagement dieser jungen Menschen schätzen, haben wir diese Initiative ebenfalls unterstützt.

## NEU IM BERATERTEAM



Am 1. Oktober 2013 konnten wir Thomas Zipfel als neues Mitglied in unserem Beraterteam begrüßen. „Da wir ein stetiges Wachstum der Mandate verzeichnen, ist die Mitarbeit von Herrn Zipfel ein wichtiger Schritt für uns, die persönliche und qualifizierte Beratung unserer Kunden auch in Zukunft zu sichern“, betont Claus Walter, Vorsitzender der Geschäftsleitung.

Thomas Zipfel, gebürtiger Freiburger, bringt mehr als 20 Jahre Erfahrung in der Vermögensberatung mit. Zunächst betreute er vermögende Privatkunden im Private Banking der Deutschen Bank, anschließend erweiterte er seine Kompetenzen während seiner 12-jährigen Tätigkeit in der genossenschaftlichen Finanzgruppe, zuletzt als Führungskraft.

## FVM IN DEN MEDIEN

Unsere gute Arbeit spricht sich bei den Medien herum. Immer wieder werden wir zu aktuellen Entwicklungen an den Finanzmärkten befragt, wie die folgenden Beispiele zeigen:

**DIE WELT** Was Anleger jetzt mit ihrem Vermögen tun müssen, hieß es am 13.12.2013 in der „Welt“. Claus Walter vertrat in diesem Beitrag die Auffassung, dass Anleger die Risiken einer Zinswende für die Aktienmärkte nicht überbewerten sollten.

In einem Beitrag in der „Welt“ vom 18.11.2013 zu den Auswirkungen der Niedrigzinsphase verwies unser Senior-Berater Thomas Zipfel beim Thema Altersvorsorge darauf, dass die Versicherungen derzeit in einem echten Dilemma stecken. Denn trotz niedriger Zinserträge bei Rentenanlagen müssten sie ihre Garantieverpflichtungen bei Lebensversicherungen weiter erfüllen.

**DAS INVESTMENT** In einem Beitrag zum 25. Geburtstag des DAX in der Ausgabe 7/2013 befragte das Finanzmagazin „Investment“ Claus Walter nach seinen Erfahrungen mit dem DAX.

**SÜDKURIER** In der Südkurierausgabe vom 27.12.2013 rät Claus Walter Anlegern, im kommenden Jahr genau die Konjunkturdaten zu beachten. Mit Blick auf eine mögliche Zinswende empfiehlt er, „Anleihelaufzeiten von mehr als drei Jahren zu vermeiden“.

Die vollständigen Veröffentlichungen der Beiträge finden Sie unter <http://www.freiburger-vm.de/index.php/aktuelles>.