

## Der BRW-Infobrief.

03/2016



Braunschweig, 04. April 2016

### Sehr geehrte Geschäftspartner,

in Reaktion auf die im Jahr 1850 vorgeschlagene Niederbrennung von Paris zur Ankurbelung der französischen Wirtschaft reagierte der französische Ökonom *Frédéric Bastiat* mit einer sehr lesenswerten Abhandlung, welche den Titel „*That Which is Seen, and That Which is Not Seen*“ trägt. Hierin verdeutlicht er, dass jegliches Handeln eine Reihe von Folgen nach sich zieht, von denen lediglich die erste (mutmaßlich erwünschte) - mehr oder weniger – offensichtlich ist. Die übrigen bleiben dem einfachen Beobachter verborgen, sie dennoch zu erkennen und bei der eigenen Entscheidungsfindung zu berücksichtigen war aus Sicht von *Bastiat* kennzeichnend für gute Ökonomen/Politiker/Volkswirte.<sup>1</sup>

Die von *Bastiat* gewählte Unterscheidung in Offensichtliches (*That Which is Seen*) und Verborgenes (*That Which is Not Seen*) scheint uns hilfreich, um aktuelle Entwicklungen zu bewerten und Prognosen für die Zukunft zu erstellen. An möglichen Themen herrscht dabei nach einem turbulenten ersten Quartal kein Mangel, so dass wir uns in der Auswahl auf das wohl derzeit wichtigste Thema beschränken wollen: Die Politik der Zentralnotenbanken in Reaktion auf (scheinbar) zu geringe Inflationsraten.

### Offensichtliches oder *That Which is Seen*

Betrachtet man die Entwicklung der offiziellen Inflationsrate in den letzten Jahren, so ist der Trend klar abwärts gerichtet. Mit Werten um oder leicht über null Prozent (in Deutschland) bzw. sogar teilweise unter null Prozent (in anderen Ländern der EUR-Zone) ist die Abweichung zum offiziellen Zielwert der Europäischen Zentralbank, welcher unter, jedoch nahe zwei Prozent liegt, **offensichtlich**.



<sup>1</sup> <http://bastiat.org/en/twisatwins.html>

## Der BRW-Infobrief.

03/2016



Wie die vorstehende Grafik zeigt, waren solche Abweichungen jedoch auch früher schon an der Tagesordnung, stellten sogar eher den Regelfall als die Ausnahme dar.<sup>2</sup> Dies vor Augen erstaunt es durchaus, mit welcher Vehemenz die Europäische Zentralbank derzeit versucht, die Inflationsrate wieder auf Werte um zwei Prozent zu bringen. Doch das „gefährliche“ Gemisch aus **offensichtlich** weltweit schwachem, realwirtschaftlichen Wachstum und stark rückläufigen Rohölpreisen, rechtfertigt aus Sicht der Zentralnotenbanker offenbar den eingeschlagenen Kurs.

Wer sich die oben abgebildete Grafik genauer ansieht, wird die drei farbigen Linien bemerken, von denen eine (blaue) horizontal und zwei (grün und rot) vertikal verlaufen. Während die blaue Linie für die Zielvorgabe der Europäischen Zentralbank steht, heben die beiden anderen Linien auf bestimmte Zeitpunkte ab. Die rote und grüne Linie finden sich zudem auch in der nachfolgenden Grafik, welche die Entwicklung des Rohölpreises in den vergangenen 24 Jahren zeigt.<sup>3</sup>

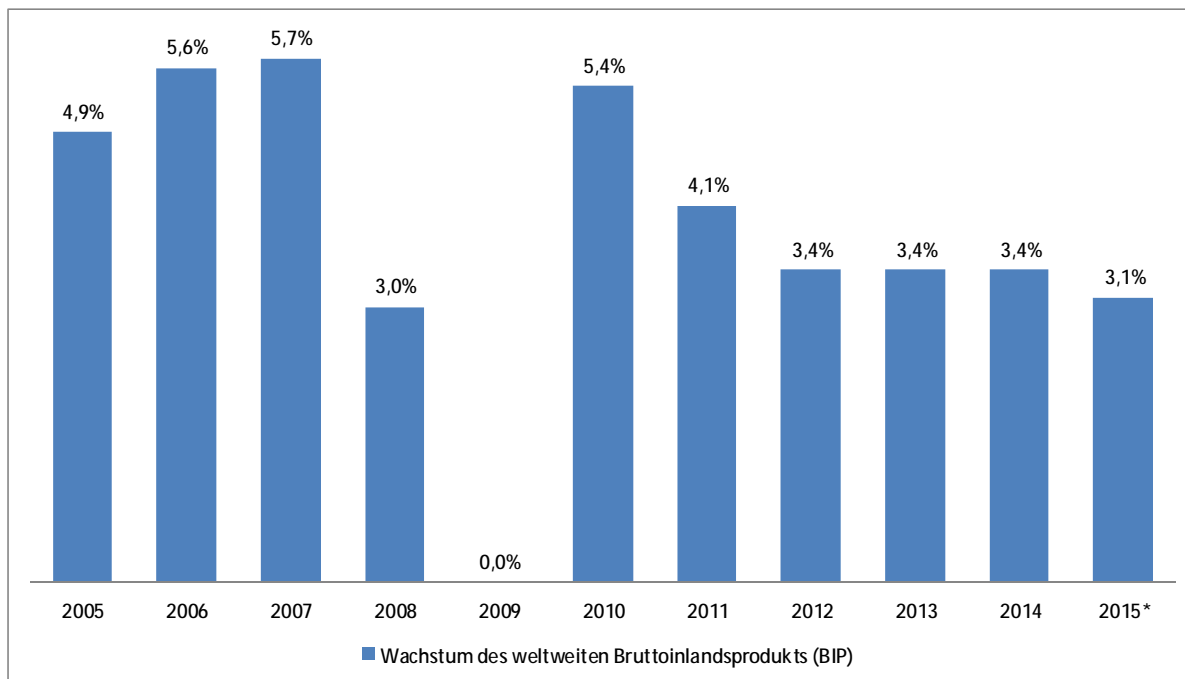


Der Zeitraum, welcher - in beiden Grafiken - von der grünen und roten Linie begrenzt wird, umfasst in etwa 1,5 Jahre, beginnend im Mai 2012 und endend im Februar 2014. Kennzeichnend für diesen Zeitraum waren **stabile** Rohölpreise sowie, wie die nachfolgende Grafik verrät, ein **stabiles** weltwirtschaftliches Wachstum von rund 3,4%.<sup>4</sup>

<sup>2</sup> Quelle: VWD

<sup>3</sup> Quelle: VWD

<sup>4</sup> <http://de.statista.com/statistik/daten/studie/197039/umfrage/veraenderung-des-weltweiten-bruttoinlandsprodukts/>



Ob diese Wachstumsrate dem weltweiten Potentialwachstum entsprach, oder ob mehr möglich gewesen wäre, ist für den Moment nicht von Bedeutung. Fakt ist, dass ungeachtet **stabiler** Rohölpreise und weltweit **stabilem** Wirtschaftswachstums die Inflationsrate im markierten Zeitraum bereits um mehr als 50%, kommend von 2,1% auf 1,00%, gefallen ist. Wie war das möglich? Die Beantwortung dieser Frage bedarf eines Perspektivwechsels.

### Verborgenes oder *That Which is Not Seen*

Nach offizieller Lesart ist es den Zentralnotenbanken in den vergangenen Jahren nicht gelungen, die Inflationsrate auf ein Niveau anzuheben, welches den eigenen Zielvorgaben entspricht. Diese Aussage stimmt und dennoch kann ihr nur bedingt zugestimmt werden. Zumindest dann, wenn man den Blickwinkel verändert und anstelle der deutschen Inflationsrate jene der Vereinigten Staaten von Amerika wählt, was in der nachfolgenden Grafik auf zweierlei Weise geschehen ist:

1. In Form der offiziellen Güterpreis-Inflationsrate, deren Verlauf anhand der gelben Linie zu erkennen ist und
2. mit Hilfe der US-Kerninflationsrate, welche preissensitive Güter wie Energie und Nahrungsmittel unberücksichtigt lässt und deren Entwicklung die weiße Linie aufzeigt.<sup>5</sup>

<sup>5</sup> Quelle: Bloomberg



Folgende Überlegungen lassen sich zu den unterschiedlichen Linienvläufen anstellen:

- Im April 2012 lagen die US-Inflations- und Kerninflationsrate gleich auf bei 2,3% und somit leicht **oberhalb** des Ziels der US-amerikanischen Notenbank.
- Von Mitte 2012 bis Anfang 2014 fiel die US-Kerninflationsrate um 30% und somit im Gleichschritt mit der deutschen Inflationsrate. Dieser Rückgang erfolgte zudem in zwei Schüben: Der erste von April 2012 bis August 2012 ließ die US-Kerninflationsrate binnen weniger Monate von 2,3% auf 1,9% fallen und bildet den Ausgangspunkt für eine weitere Runde geldpolitischer Lockerungsmaßnahmen der US-Notenbank. Diese starteten am 12. Dezember 2012; kurz danach ging die US-Kerninflationsrate erneut spürbar zurück.
- Seit Dezember 2014 verläuft die Entwicklung der US-Kerninflationsrate wieder stetig steigend. Zwei Monate zuvor hatte die FED ihre im Dezember 2012 begonnene quantitativen Lockungsmaßnahmen beendet.
- Heute hat die US-Kerninflationsrate wieder ein Niveau erreicht, welches dem von April des Jahres 2012 entspricht. Die offizielle US-Inflationsrate hingegen liegt weiterhin deutlich unterhalb des damaligen Niveaus, was größtenteils mit den gesunkenen Energiepreisen zusammenhängt.

## Der BRW-Infobrief.

03/2016



### Offensichtliches und Verborgenes im Zusammenspiel

Verbindet man nunmehr das Offensichtliche mit dem Verborgenen, so sind folgende Schlussfolgerungen naheliegend:

Der weltweit zu beobachtende Rückgang in den offiziellen Inflationsraten im Zeitraum von Mitte 2012 bis Anfang 2014 hatte seinen Ursprung - naturgemäß - nicht in stabilen Rohölpreisen, sondern lag wesentlich im globalen Kontext rückläufiger Kerninflationsraten begründet. Insbesondere in den USA entwickelt sich die Kerninflationsrate seit Anfang 2015 jedoch wieder stetig steigend; Gleiches gilt auch für zahlreiche andere Wirtschafts- und Währungsräume. Die offiziellen Inflationsraten spiegeln diesen (im Hintergrund) bereits zu erkennenden Trend jedoch bisher kaum wider, was hauptsächlich an den rückläufigen Energiepreisen liegt. Diese Entwicklung dauerhaft für die Zukunft anzunehmen, halten wir für wenig sinnvoll. Nur was passiert eigentlich, wenn Energie- und Rohstoffpreise aufhören zu fallen?

Dann würden sich die offizielle Inflationsrate und Kernrate annähern, das Ziel einer Inflationsrate um zwei Prozent wäre, zumindest für die USA, erreicht. Gleiches gilt, nach offizieller Lesart, auch für das zweite Ziel der US-Zentralnotenbank, welches die Sicherstellung eines hohen Beschäftigungsniveaus ist. Einer schrittweisen Normalisierung der US-Zinspolitik würde folglich kaum etwas im Wege stehen. Bezogen auf den EUR-Währungsraum ist Gleiches nicht zu erwarten. Allerdings würden stabile Rohstoff- und Energiepreise auch hier zu merklich höheren Inflationsraten führen, was der derzeitigen EZB-Politik, die eine schrittweise Ausweitung geldpolitischer Lockerungsmaßnahmen vorsieht, die Argumente entziehen würde. Spätestens dann wäre die Frage zu stellen, was genau die zahlreichen Maßnahmen der Zentralnotenbanken in den vergangenen Jahren überhaupt bewirkt haben?

Sicherlich waren sie zu Beginn richtig und wichtig, um verlorengegangenes Vertrauen wieder herzustellen. Das gilt sowohl für jene geldpolitischen Maßnahmen in den USA, welche vor Juli des Jahres 2011 endeten, als auch für die von *Mario Draghi* im Juli des Jahres 2012 gewählten Worte, mit denen er die Bereitschaft der Europäischen Zentralbank unterstrich, alles in ihrer Macht stehende tun zu wollen, um den Euro zu erhalten. Spätere Maßnahmen indes erreichten vielfach das genaue Gegenteil von dem, was (vordergründig) eigentlich gewollt gewesen ist. Die künstliche Nachfrage nach langlaufenden Staatsanleihen führte, wie sollte es anders sein, zu entsprechenden Kursanstiegen dieser Papiere und folglich zu Zinsrückgängen. Was auf den ersten Blick gut klingen mag (öffentliche wie private Schuldner können sich günstiger refinanzieren) ist es tatsächlich nur, wenn man lediglich die eine **sichtbare** Nachfrage-Seite der Medaille bewertet. Die andere - stärker **verborgene** und erst mit zeitlichem Verzug wirkende - Angebots-Seite verkümmert hingegen mit fallenden Langfristzinsen und sich verringernden Zinsmargen im Zeitverlauf, und mit ihr die in der Realwirtschaft umlaufende Geldmenge. Hierin ist auch der - offenbar für viele **unsichtbare** - Grund zu erkennen, aus dem das realwirtschaftliche Wachstum in den Jahren 2012 bis 2014 unterhalb seines Potentials lag und insbesondere im Jahr 2015, nachdem die Europäische Zentralbank im

## Der BRW-Infobrief.

03/2016



Januar die geldpolitische Bazooka auspackte, nochmals nachgab. Ein Szenario, welches durch die schrittweise Normalisierung der US-Zinspolitik und keine weiteren Ausweitungen der unkonventionellen EZB-Maßnahmen gekennzeichnet ist, wäre realwirtschaftlich demnach sehr zu begrüßen - wenn auch sicherlich nicht von jedem gleichermaßen.

Denn in einem solchen Fall wäre auch damit zu rechnen, dass vor allem solche Anlagen, welche in den vergangenen Jahren über alle Maßen von der künstlich erzeugten Nachfrage profitiert haben, nun zu den Verlierern zählen würden. Zinssätze von 3,5 bis vier Prozent für 10-jährige US-Staatsanleihen oder zwei bis 2,5 Prozent für deutsche 10-Jahresanleihen sind für die meisten Marktteilnehmer heute kaum mehr vorstellbar. Sie wären jedoch in einem solchen Szenario angemessen und würden, ausgehend von den derzeitigen Niveaus von 1,8% (USA) bzw. 0,2% (Deutschland), zu Kursrückgängen von 15 Prozent und mehr führen. Anders als in den vergangenen Jahren, in denen es immer wieder mal zu kleineren Kursrückgängen solcher Anleihen gekommen ist, wären diese dann vermutlich von Dauer und somit keine bloße Volatilität.

**Ein solches Szenario dauerhaft niedrigerer Anleihekurse muss nicht zwangsweise eintreten, es scheint aus heutiger Sicht jedoch möglich und für uns sogar wahrscheinlich.**

Gleiches gilt auch, falls auf dem Weg zur Normalität plötzlich etwas Unerwartetes geschehen sollte, wie z.B. steigende Energie- und Rohstoffpreise, was offenbar für die meisten Marktteilnehmer heute unvorstellbar ist. Dadurch bedingte Inflationsraten von zwei, drei oder mehr Prozent würden Zentralnotenbanken weltweit vermutlich ins Schwitzen bringen und eine schnellere Anpassung der laxen Geldpolitik erfordern. Die Folgen, sprich **steigende Anleihezinsen und fallende -kurse**, wären vermutlich die gleichen wie in unserem Basis-Szenario, die Intensität der Bewegung jedoch nochmals stärker. Kursrückgänge von 20% und mehr in sicher geglaubten Anleihen scheinen - aus heutiger Sicht - auch eher dem Reich der Fantasie entsprungen, doch unwahrscheinlich heißt nicht unmöglich.

Wann genau der Markt seinen Zenit erreicht haben wird und dauerhaft zu drehen beginnt, können wir nicht mit Bestimmtheit sagen. Bei Null- bzw. Negativzinsen und somit geringen oder gar negativen Opportunitätskosten scheint uns diese Überlegung jedoch auch nur von geringer Bedeutung. Vielmehr glauben wir, dass es auch diesmal wieder klug ist, dem Noah-Prinzip zu folgen, nach welchem der Bau der Arche wichtiger ist, als den genauen Zeitpunkt des Regens vorherzusagen. Dass dieser kommen wird, ist für uns wahrscheinlich - entsprechend sind wir bereits heute, auch auf eine mögliche Sintflut, vorbereitet.



# Der BRW-Infobrief.

03/2016



*Herzliche Grüße*



Thomas Ritterbusch



Bastian Bosse





## BRW – die Vermögensarchitekten.

BRW AG & Co. Vermögensmanagement KG  
 Wilhelmstorwall 31  
 38118 Braunschweig

Telefon +49 531 24339 0  
 Telefax +49 531 24339 40  
 info@brw-ag.de  
 www.brw-ag.de

p.h.G.: BRW Beteiligungs AG  
 Geschäftsleiter:  
 Kerstin Borchardt  
 Thomas Ritterbusch

Sitz der Gesellschaft: Braunschweig  
 Amtsgericht Braunschweig  
 HRA 200697  
 Steuer-Nr. 14/213/40027  
 Ust-ID Nr. DE815039850

Diese Veröffentlichung wurde von der BRW AG & Co. Vermögensmanagement KG erstellt. Sie dient ausschließlich der Information unserer Kunden und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe von Kauf-, Verkauf-, oder Zeichnungsaufträgen dar. Soweit nicht ausdrücklich Kauf-, Verkaufs- oder Halteempfehlungen ausgesprochen werden, stellen die hierin mitgeteilten Einschätzungen zu den Wertpapieren und sonstigen Titeln keine Anlageempfehlungen dar. Der/die Analyst/-in, der/die diesen Bericht erstellt hat/haben, bestätigt/bestätigen, dass die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen exakt die persönliche Meinung des/der Analysten/-in zu dem/den betreffenden Wertpapieren/ und Emittenten widerspiegeln und dass kein Teil seiner/ihrer Vergütung in direktem oder indirektem Zusammenhang mit bestimmten in diesem Bericht enthaltenen Empfehlungen oder Ansichten stand oder stehen wird. Anlagen können plötzlichen und erheblichen Wertverlusten unterworfen sein mit der Folge, dass der Anleger möglicherweise nicht den investierten Gesamtbetrag zurückerhält. Wechselkurschwankungen können sich negativ auf den Preis, Wert oder Ertrag einer Anlage auswirken. Bei Illiquidität des Wertpapiermarktes (bzw. einzelner Titel) kann es vorkommen, dass sich gewisse Anlageprodukte nicht sofort erwerben oder veräußern lassen. Aus diesem Grund ist es manchmal schwierig, den Wert Ihrer Anlage und die Risiken, denen sie ausgesetzt sind, zu quantifizieren. Die individuellen Anlageziele, die Finanzlage oder die besonderen Bedürfnisse einzelner Empfänger wurden nicht berücksichtigt. Die vergangene Entwicklung ist nicht notwendigerweise maßgeblich für die künftige Entwicklung. Die BRW AG & Co. Vermögensmanagement KG wird durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) beaufsichtigt. Die Vervielfältigung und Weiterverbreitung ist nicht erlaubt. Kein Teil darf (auch nicht auszugsweise) ohne unsere ausdrückliche vorherige schriftliche Genehmigung nachgedruckt oder in ein Informationssystem übertragen oder auf irgendeine Weise gespeichert werden, und zwar weder elektronisch, mechanisch, per Fotokopie noch auf andere Weise.