



5. OKTOBER 2016

## NOTIZEN ZUM III. QUARTAL 2016

Zusätzlich zum Reporting erhalten Sie mit diesen Anlagenotizen Informationen zu Vermögensanlagen, Anlagephilosophien oder Branchen, die wir interessant finden und die Sie hoffentlich bereichern. In unseren regelmäßigen Gesprächen können wir dies gerne vertiefen.

Nach einem nervös zu Ende gegangenen Juni gingen die Kapitalmärkte im dritten Quartal in die Sommerpause. Die Aktienmärkte hatten sich innerhalb von drei Wochen vom Brexit-Schock erholt, so dass sich Kursschwankungen danach sehr in Grenzen hielten. Der amerikanische Aktienmarkt, traditionell weniger schwankungsintensiv als der DAX oder die europäischen Märkte generell, konnte sogar einen 80-jährigen Rekord einstellen: mehr als 40 Tage lang, d.h. acht Wochen, schwankten die US-Kurse nicht mehr als ein Prozent täglich. Offensichtlich ging die Anlegergemeinschaft schnell zum Tagesgeschäft über – oder aber selbst in die erwähnte Sommerpause. Mit Ausnahme eines noch Ende Juni stark schwächelnden britischen Pfund, das sich aber seit Juli bis in die letzten Tage hinein relativ konstant auf niedrigem Niveau hielt, war auch auf der Währungsseite nicht viel zu berichten. Interessanter verhielten sich die langlaufenden Staatsanleihen, sowohl in Deutschland als auch in den Vereinigten Staaten. Zum ersten Mal seit Mai 2015 konnte in der ersten Septemberhälfte eine merkbare Gegenbewegung zu den vorher stark fallenden Renditen verzeichnet werden. Wie wir in unseren letzten Informationen ausführten, halten wir diese Entwicklung für einen Teil der sich langsam abzeichnenden Bodenbildung nach 35 Jahren fallenden Zinsen. Sollte sich dies manifestieren, wird sich das Kapitalumfeld stark verändern.

### Statistiksplitter

Eine aktuelle Studie von EY (Ernst & Young) hat festgestellt, dass im ersten Halbjahr 2016 eine ungewöhnlich hohe Anzahl von im deutschen Prime Standard notierten Unternehmen (26 von 305 notierten Werten) ihre Umsatz- und Gewinnprognosen zurücknehmen mussten. Da traditionell solche Gewinnwarnungen vermehrt im zweiten Halbjahr erfolgen, erwartet man für das Jahr 2016 insgesamt eine weitaus höhere Anzahl von Ergebnissen, die nicht den Erwartungen von Management und Analysten entsprechen. Die Unternehmensberater führen dies auf wirtschaftliche und politische Turbulenzen sowie den starken Euro zurück. Die vielfach starke Konzentration deutscher Anleger auf heimatische Werte könnte in diesem Umfeld einer guten Wertentwicklung entgegenstehen.

Die Niedrigzinsen sind Gift für die Altersversorgung, und so auch für Pensionskassen. Der Unternehmensberater Willis Tower Watson stellte jetzt fest, dass das Gesamtvermögen der 300 größten Pensionseinrichtungen der Welt im Jahr 2015 um 3,4 Prozent auf 14,8 Billionen US-Dollar



schrumpfte. Auch die deutschen Versorgungseinrichtungen blieben nicht verschont, bei den größten Versorgungswerken verzeichnete man Rückgänge zwischen 8% bis bestenfalls 2,5%. In dem Report wurde betont, dass die deutsche Situation nicht nur durch das Zinsniveau, sondern durch strenge regulatorische und steuerliche Vorschriften verschärft wird.

**Deutsche Pensionskassen** Unter den größten Einrichtungen finden sich auch Konzern-Versorgungswerke

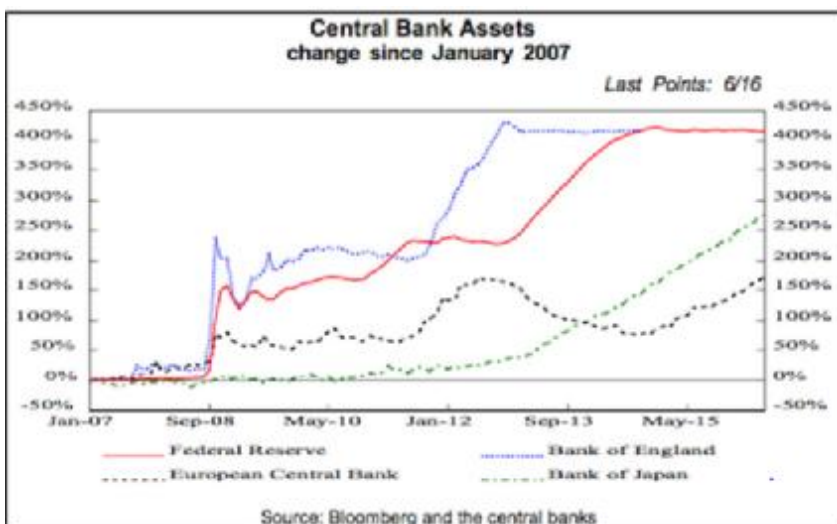
Name	Vermögen in Mrd. US-\$	
	2015	2014
Bay. Versorgungskammer	71,3	75,0
BVV	28,1	30,4
VBI	23,2	25,0
BASF	22,1	20,3
Daimler	18,8	19,3

Quelle: Willis Towers Watson

In der letzten Septemberwoche stützte die Welthandelsorganisation (WTO) ihre Wachstumsvoraussagen für den Welthandel signifikant. Für das Jahr 2016 sagt man jetzt ein Wachstum von nur 1,7% (nach 2,8% im April) voraus und für 2017 schätzt man ein Volumenwachstum von 1,8 – 3,1% (vorher 3,6%). Der Generaldirektor der Organisation sprach von einem Weckruf und der Gefahr, dass diese Verlangsamung falsche politische Signale hervorrufen könnte. Länder mit merkbar sinkenden Importen sind die Vereinigten Staaten sowie Brasilien und China durch langsamere Wachstumsraten. Auch der internationale Währungsfonds (IMF) hat jüngst die besorgniserregende Verlangsamung des Welthandels herausgestellt. Zusammen mit den vermehrten Diskussionen zu den Freihandelsabkommen wird ein sinkendes Wirtschaftswachstum in vielen Ländern zu mehr Protektionismus und der Konsolidierung von Lieferketten führen. Dies ist eine signifikante Entwicklung für Deutschland, das seine Wirtschaftsleistung zu 50% aus dem Export zieht und für das die USA und China wichtige Handelspartner sind.

## Zu Renditen und Trendwenden

Der große Zufluss von Anlagegeldern in Multi-Asset-Fonds (Fonds, die in alle Anlageklassen investieren können) zeigt die Unsicherheit der Anleger angesichts Negativzinsen, volatiler Aktienmärkte und hohem Verschuldungsgrad von Staaten, Unternehmen und vielen Privathaushalten. Die hohen Bewertungen von Anleihen, und damit niedrige Renditen, haben Anlagekonzepte offensichtlich auf den Kopf gestellt, denn derzeit wird in Anleihen für Kursgewinne und in Aktien für laufende Erträge investiert. Auch auf den Kopf gestellt ist offensichtlich das Empfinden der Marktteilnehmer, wenn es um das zukünftige Zinsniveau geht: Hatte man vor zwei Jahren eine zehnjährige Bundesanleihe mit 2%iger Rendite aus Angst vor Zinssteigerungen verschmäht, greift man heute bei einer Rendite desselben Papiers von minus 0,2% beherzt zu, denn das Niedrigstzinsniveau muss ja ewig wäh-





ren, wenn die Zentralbanken selbst große Käufer auf den Anleihenmärkten sind. Die obige Abbildung<sup>1</sup> zeigt die Entwicklung des Wertpapierbestands in den Bilanzen der vier großen Zentralbanken der Industrieländer, der vielen als eine Ursache für die ungesunde Zinsentwicklung gilt.

So darf jedoch gefragt werden, wenn es wider Erwarten anders kommt. Einige Aspekte seien hier genannt, die zur Vorsicht im Anleihe segment mahnen. Steigende Zinsen können Ausdruck einer sich verbessernden Weltwirtschaft sein. Gerade weil die Anlegergemeinde diesbezüglich sehr skeptisch ist, könnte eine zwischenzeitliche Wachstumserholung auftreten. Auch wir sind der Meinung, dass die strukturellen Hemmnisse für ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum zu groß sind - was jedoch eine Zwischenerholung nicht ausschließt. Anzeichen dazu würden wir dann in einer zeitweilig höheren Aktienquote umsetzen.

Steigende Zinsen bedeuten fallende Anleihekurse, dabei sind die Kursverluste eines Papiers umso größer, je später die Anleihe fällig wird. Anleger, vor allem in ETFs und Investmentfonds, werden verkaufen wollen - aber wer wird in einer solchen Dynamik als Käufer auftreten? Dies könnte die Kursverluste weiter vergrößern. Plötzliche, starke Kurskorrekturen sind daher in diesem Segment nicht auszuschließen und müssen in der Portfolioaufstellung berücksichtigt werden.

## Märkte und Einschätzungen

Das laufende Jahr hat an den Finanzmärkten wiederholt starke Korrekturen gesehen, aber auch Zeiten, die mehr Ruhe ausstrahlten als vielleicht gerechtfertigt ist. Warum sind wir dieser Meinung? Viel wurde über die Gründe der Korrekturen Anfang des Jahres und Ende Juni geschrieben, aber wir halten diese Einschätzungen für wenig zutreffend. Der Grund liegt unseres Erachtens in einem ganz anderen Bereich: einer europäischen Bankenkrise.

Vielleicht sollte es nicht verwundern, dass erst in den letzten Wochen vermehrt zu diesem Thema publiziert wird – ist doch die Gesundheit der Banken das Herz unseres modernen Finanzsystems. Und so kommt man nicht umhin festzustellen, dass der europäische Patient schwer herz-



krank ist. Nicht nur der Kurs von Europas zweitgrößter Bank, der Deutschen Bank, zeigt den langfristigen Verfall des Finanzinstituts. Die nebenstehende Graphik datiert von Mitte August, so dass die dramatischen Veränderungen der letzten Wochen noch nicht dargestellt sind. Wichtig ist jedoch ein Signal: nicht nur die Deutsche Bank steckt in ernststen Schwierigkeiten und die Gerüchte im Markt, dass von staatlicher Seite mit

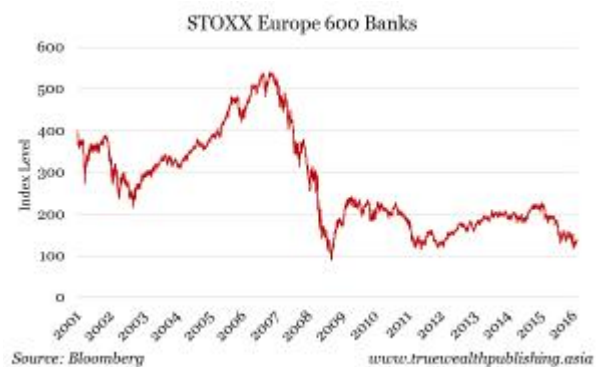
<sup>1</sup> aus Gary Shilling: "The Bond Rally of a Lifetime", INSIGHT Aug. 26<sup>th</sup>, 2016.



Worst-Case Szenarien geplant wird, lässt weitere Lasten auf den Steuerzahler absehbar erscheinen. Da die Deutsche Bank zu den weltweit zehn größten Banken zählt und die globale Vernetzung des Finanzwesens nie dagewesene Ausmaße angenommen hat, werden Probleme weltweit spürbar sein. Es ist aber ironisch, dass damit der „Musterknabe“ Deutschland unter Umständen als erstes Land nach Einführung der neuen EU-Regeln gezwungen sein wird, die Bank bei den mit Sicherheit zu Tage tretenden Schwierigkeiten zu retten. Man darf gespannt sein, zu welchen Lasten die europaweit festgelegte Eigenbeteiligung von Aktionären und Geldgebern, und damit auch Sparern der Bank, gehen wird. Man tut gut daran, die Grenze von € 100.000 bei wackelnden Instituten nicht zu überschreiten.

Damit nicht genug. Auch anderen europäischen Banken geht es nicht gut. So kann man den jüngsten Stresstest der europäischen Bankenaufsicht, dem wenig krisenrelevante Kriterien zugrunde lagen, als Beruhigungspille für den behandelnden Arzt bezeichnen. Gleichzeitig muss man sich über Führung und Aufsicht der italienischen Banken wundern, die zulässt, dass seine Banken Kredite vergeben, von denen derzeit 30% nicht mehr bedient werden. Italien ist systemrelevant für den Euro

und die Welt; nicht zuletzt da der Anleihemarkt Italiens der drittgrößte der Welt ist. Und die jetzt auf Dezember verschobenen Wahlen sind ein weiterer Grund, das Land im Auge zu behalten.



## Das Wesentliche

Nach einer ruhigen Sommerphase wirken die Kapitalmärkte anfällig angesichts der weiter zunehmenden geopolitischen, wirtschaftlichen und finanziellen globalen Spannungen. Es ist auffallend, dass einige Entwicklungen in den Kapitalmärkten gänzlich anders verlaufen, als die zugrundeliegenden Fakten es nahe legen. Beispielhaft ist die Stärke der japanischen Währung zu nennen, die in keiner Weise mit der heimischen Geld- und Finanzpolitik in Übereinstimmung gebracht werden kann. Diese Symptome legen unkonventionelles, kritisches Denken bei der Umsetzung von Anlagestrategien nahe, um den Anlageerfolg mittel- bis langfristig sicherzustellen. So können Marktverwerfungen für Anlageopportunitäten genutzt werden.

Es grüßt Sie das Team der Ars Pecuniae GmbH



5. OKTOBER 2016

## NOTIZEN ZUM III. QUARTAL 2016

Zusätzlich zum Reporting erhalten Sie mit diesen Anlagenotizen Informationen zu Vermögensanlagen, Anlagephilosophien oder Branchen, die wir interessant finden und die Sie hoffentlich bereichern. In unseren regelmäßigen Gesprächen können wir dies gerne vertiefen.

Nach einem nervös zu Ende gegangenen Juni gingen die Kapitalmärkte im dritten Quartal in die Sommerpause. Die Aktienmärkte hatten sich innerhalb von drei Wochen vom Brexit-Schock erholt, so dass sich Kursschwankungen danach sehr in Grenzen hielten. Der amerikanische Aktienmarkt, traditionell weniger schwankungsintensiv als der DAX oder die europäischen Märkte generell, konnte sogar einen 80-jährigen Rekord einstellen: mehr als 40 Tage lang, d.h. acht Wochen, schwankten die US-Kurse nicht mehr als ein Prozent täglich. Offensichtlich ging die Anlegergemeinschaft schnell zum Tagesgeschäft über – oder aber selbst in die erwähnte Sommerpause. Mit Ausnahme eines noch Ende Juni stark schwächelnden britischen Pfund, das sich aber seit Juli bis in die letzten Tage hinein relativ konstant auf niedrigem Niveau hielt, war auch auf der Währungsseite nicht viel zu berichten. Interessanter verhielten sich die langlaufenden Staatsanleihen, sowohl in Deutschland als auch in den Vereinigten Staaten. Zum ersten Mal seit Mai 2015 konnte in der ersten Septemberhälfte eine merkbare Gegenbewegung zu den vorher stark fallenden Renditen verzeichnet werden. Wie wir in unseren letzten Informationen ausführten, halten wir diese Entwicklung für einen Teil der sich langsam abzeichnenden Bodenbildung nach 35 Jahren fallenden Zinsen. Sollte sich dies manifestieren, wird sich das Kapitalumfeld stark verändern.

### Statistiksplitter

Eine aktuelle Studie von EY (Ernst & Young) hat festgestellt, dass im ersten Halbjahr 2016 eine ungewöhnlich hohe Anzahl von im deutschen Prime Standard notierten Unternehmen (26 von 305 notierten Werten) ihre Umsatz- und Gewinnprognosen zurücknehmen mussten. Da traditionell solche Gewinnwarnungen vermehrt im zweiten Halbjahr erfolgen, erwartet man für das Jahr 2016 insgesamt eine weitaus höhere Anzahl von Ergebnissen, die nicht den Erwartungen von Management und Analysten entsprechen. Die Unternehmensberater führen dies auf wirtschaftliche und politische Turbulenzen sowie den starken Euro zurück. Die vielfach starke Konzentration deutscher Anleger auf heimatische Werte könnte in diesem Umfeld einer guten Wertentwicklung entgegenstehen.

Die Niedrigzinsen sind Gift für die Altersversorgung, und so auch für Pensionskassen. Der Unternehmensberater Willis Tower Watson stellte jetzt fest, dass das Gesamtvermögen der 300 größten Pensionseinrichtungen der Welt im Jahr 2015 um 3,4 Prozent auf 14,8 Billionen US-Dollar



schrumpfte. Auch die deutschen Versorgungseinrichtungen blieben nicht verschont, bei den größten Versorgungswerken verzeichnete man Rückgänge zwischen 8% bis bestenfalls 2,5%. In dem Report wurde betont, dass die deutsche Situation nicht nur durch das Zinsniveau, sondern durch strenge regulatorische und steuerliche Vorschriften verschärft wird.

**Deutsche Pensionskassen** Unter den größten Einrichtungen finden sich auch Konzern-Versorgungswerke

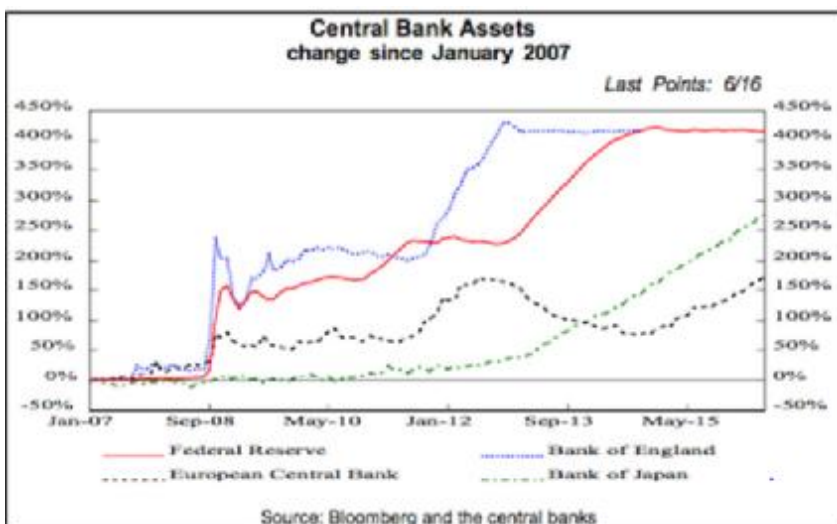
Name	Vermögen in Mrd. US-\$	
	2015	2014
Bay. Versorgungskammer	71,3	75,0
BVV	28,1	30,4
VBL	23,2	25,0
BASF	22,1	20,3
Daimler	18,8	19,3

Quelle: Willis Towers Watson

In der letzten Septemberwoche stützte die Welthandelsorganisation (WTO) ihre Wachstumsvoraussagen für den Welthandel signifikant. Für das Jahr 2016 sagt man jetzt ein Wachstum von nur 1,7% (nach 2,8% im April) voraus und für 2017 schätzt man ein Volumenwachstum von 1,8 – 3,1% (vorher 3,6%). Der Generaldirektor der Organisation sprach von einem Weckruf und der Gefahr, dass diese Verlangsamung falsche politische Signale hervorrufen könnte. Länder mit merkbar sinkenden Importen sind die Vereinigten Staaten sowie Brasilien und China durch langsamere Wachstumsraten. Auch der internationale Währungsfonds (IMF) hat jüngst die besorgniserregende Verlangsamung des Welthandels herausgestellt. Zusammen mit den vermehrten Diskussionen zu den Freihandelsabkommen wird ein sinkendes Wirtschaftswachstum in vielen Ländern zu mehr Protektionismus und der Konsolidierung von Lieferketten führen. Dies ist eine signifikante Entwicklung für Deutschland, das seine Wirtschaftsleistung zu 50% aus dem Export zieht und für das die USA und China wichtige Handelspartner sind.

## Zu Renditen und Trendwenden

Der große Zufluss von Anlagegeldern in Multi-Asset-Fonds (Fonds, die in alle Anlageklassen investieren können) zeigt die Unsicherheit der Anleger angesichts Negativzinsen, volatiler Aktienmärkte und hohem Verschuldungsgrad von Staaten, Unternehmen und vielen Privathaushalten. Die hohen Bewertungen von Anleihen, und damit niedrige Renditen, haben Anlagekonzepte offensichtlich auf den Kopf gestellt, denn derzeit wird in Anleihen für Kursgewinne und in Aktien für laufende Erträge investiert. Auch auf den Kopf gestellt ist offensichtlich das Empfinden der Marktteilnehmer, wenn es um das zukünftige Zinsniveau geht: Hatte man vor zwei Jahren eine zehnjährige Bundesanleihe mit 2%iger Rendite aus Angst vor Zinssteigerungen verschmäht, greift man heute bei einer Rendite desselben Papiers von minus 0,2% beherzt zu, denn das Niedrigstzinsniveau muss ja ewig wäh-





ren, wenn die Zentralbanken selbst große Käufer auf den Anleihenmärkten sind. Die obige Abbildung<sup>1</sup> zeigt die Entwicklung des Wertpapierbestands in den Bilanzen der vier großen Zentralbanken der Industrieländer, der vielen als eine Ursache für die ungesunde Zinsentwicklung gilt.

So darf jedoch gefragt werden, wenn es wider Erwarten anders kommt. Einige Aspekte seien hier genannt, die zur Vorsicht im Anleihe segment mahnen. Steigende Zinsen können Ausdruck einer sich verbessernden Weltwirtschaft sein. Gerade weil die Anlegergemeinde diesbezüglich sehr skeptisch ist, könnte eine zwischenzeitliche Wachstumserholung auftreten. Auch wir sind der Meinung, dass die strukturellen Hemmnisse für ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum zu groß sind - was jedoch eine Zwischenerholung nicht ausschließt. Anzeichen dazu würden wir dann in einer zeitweilig höheren Aktienquote umsetzen.

Steigende Zinsen bedeuten fallende Anleihekurse, dabei sind die Kursverluste eines Papiers umso größer, je später die Anleihe fällig wird. Anleger, vor allem in ETFs und Investmentfonds, werden verkaufen wollen - aber wer wird in einer solchen Dynamik als Käufer auftreten? Dies könnte die Kursverluste weiter vergrößern. Plötzliche, starke Kurskorrekturen sind daher in diesem Segment nicht auszuschließen und müssen in der Portfolioaufstellung berücksichtigt werden.

## Märkte und Einschätzungen

Das laufende Jahr hat an den Finanzmärkten wiederholt starke Korrekturen gesehen, aber auch Zeiten, die mehr Ruhe ausstrahlten als vielleicht gerechtfertigt ist. Warum sind wir dieser Meinung? Viel wurde über die Gründe der Korrekturen Anfang des Jahres und Ende Juni geschrieben, aber wir halten diese Einschätzungen für wenig zutreffend. Der Grund liegt unseres Erachtens in einem ganz anderen Bereich: einer europäischen Bankenkrise.

Vielleicht sollte es nicht verwundern, dass erst in den letzten Wochen vermehrt zu diesem Thema publiziert wird – ist doch die Gesundheit der Banken das Herz unseres modernen Finanzsystems. Und so kommt man nicht umhin festzustellen, dass der europäische Patient schwer herz-



krank ist. Nicht nur der Kurs von Europas zweitgrößter Bank, der Deutschen Bank, zeigt den langfristigen Verfall des Finanzinstituts. Die nebenstehende Graphik datiert von Mitte August, so dass die dramatischen Veränderungen der letzten Wochen noch nicht dargestellt sind. Wichtig ist jedoch ein Signal: nicht nur die Deutsche Bank steckt in ernststen Schwierigkeiten und die Gerüchte im Markt, dass von staatlicher Seite mit

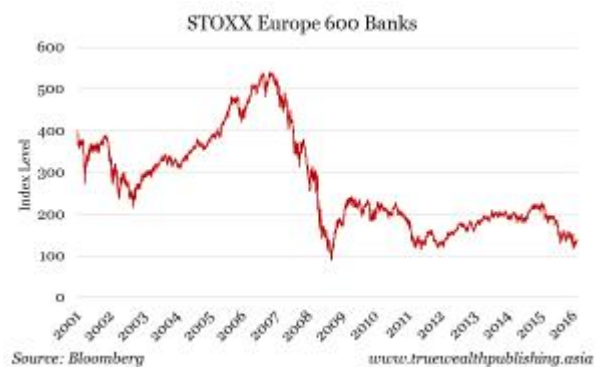
<sup>1</sup> aus Gary Shilling: "The Bond Rally of a Lifetime", INSIGHT Aug. 26<sup>th</sup>, 2016.



Worst-Case Szenarien geplant wird, lässt weitere Lasten auf den Steuerzahler absehbar erscheinen. Da die Deutsche Bank zu den weltweit zehn größten Banken zählt und die globale Vernetzung des Finanzwesens nie dagewesene Ausmaße angenommen hat, werden Probleme weltweit spürbar sein. Es ist aber ironisch, dass damit der „Musterknabe“ Deutschland unter Umständen als erstes Land nach Einführung der neuen EU-Regeln gezwungen sein wird, die Bank bei den mit Sicherheit zu Tage tretenden Schwierigkeiten zu retten. Man darf gespannt sein, zu welchen Lasten die europaweit festgelegte Eigenbeteiligung von Aktionären und Geldgebern, und damit auch Sparern der Bank, gehen wird. Man tut gut daran, die Grenze von € 100.000 bei wackelnden Instituten nicht zu überschreiten.

Damit nicht genug. Auch anderen europäischen Banken geht es nicht gut. So kann man den jüngsten Stresstest der europäischen Bankenaufsicht, dem wenig krisenrelevante Kriterien zugrunde lagen, als Beruhigungspille für den behandelnden Arzt bezeichnen. Gleichzeitig muss man sich über Führung und Aufsicht der italienischen Banken wundern, die zulässt, dass seine Banken Kredite vergeben, von denen derzeit 30% nicht mehr bedient werden. Italien ist systemrelevant für den Euro

und die Welt; nicht zuletzt da der Anleihemarkt Italiens der drittgrößte der Welt ist. Und die jetzt auf Dezember verschobenen Wahlen sind ein weiterer Grund, das Land im Auge zu behalten.



## Das Wesentliche

Nach einer ruhigen Sommerphase wirken die Kapitalmärkte anfällig angesichts der weiter zunehmenden geopolitischen, wirtschaftlichen und finanziellen globalen Spannungen. Es ist auffallend, dass einige Entwicklungen in den Kapitalmärkten gänzlich anders verlaufen, als die zugrundeliegenden Fakten es nahe legen. Beispielhaft ist die Stärke der japanischen Währung zu nennen, die in keiner Weise mit der heimischen Geld- und Finanzpolitik in Übereinstimmung gebracht werden kann. Diese Symptome legen unkonventionelles, kritisches Denken bei der Umsetzung von Anlagestrategien nahe, um den Anlageerfolg mittel- bis langfristig sicherzustellen. So können Marktverwerfungen für Anlageopportunitäten genutzt werden.

Es grüßt Sie das Team der Ars Pecuniae GmbH





5. OKTOBER 2016

## NOTIZEN ZUM III. QUARTAL 2016

Zusätzlich zum Reporting erhalten Sie mit diesen Anlagenotizen Informationen zu Vermögensanlagen, Anlagephilosophien oder Branchen, die wir interessant finden und die Sie hoffentlich bereichern. In unseren regelmäßigen Gesprächen können wir dies gerne vertiefen.

Nach einem nervös zu Ende gegangenen Juni gingen die Kapitalmärkte im dritten Quartal in die Sommerpause. Die Aktienmärkte hatten sich innerhalb von drei Wochen vom Brexit-Schock erholt, so dass sich Kursschwankungen danach sehr in Grenzen hielten. Der amerikanische Aktienmarkt, traditionell weniger schwankungsintensiv als der DAX oder die europäischen Märkte generell, konnte sogar einen 80-jährigen Rekord einstellen: mehr als 40 Tage lang, d.h. acht Wochen, schwankten die US-Kurse nicht mehr als ein Prozent täglich. Offensichtlich ging die Anlegergemeinschaft schnell zum Tagesgeschäft über – oder aber selbst in die erwähnte Sommerpause. Mit Ausnahme eines noch Ende Juni stark schwächelnden britischen Pfund, das sich aber seit Juli bis in die letzten Tage hinein relativ konstant auf niedrigem Niveau hielt, war auch auf der Währungsseite nicht viel zu berichten. Interessanter verhielten sich die langlaufenden Staatsanleihen, sowohl in Deutschland als auch in den Vereinigten Staaten. Zum ersten Mal seit Mai 2015 konnte in der ersten Septemberhälfte eine merkbare Gegenbewegung zu den vorher stark fallenden Renditen verzeichnet werden. Wie wir in unseren letzten Informationen ausführten, halten wir diese Entwicklung für einen Teil der sich langsam abzeichnenden Bodenbildung nach 35 Jahren fallenden Zinsen. Sollte sich dies manifestieren, wird sich das Kapitalumfeld stark verändern.

### Statistiksplitter

Eine aktuelle Studie von EY (Ernst & Young) hat festgestellt, dass im ersten Halbjahr 2016 eine ungewöhnlich hohe Anzahl von im deutschen Prime Standard notierten Unternehmen (26 von 305 notierten Werten) ihre Umsatz- und Gewinnprognosen zurücknehmen mussten. Da traditionell solche Gewinnwarnungen vermehrt im zweiten Halbjahr erfolgen, erwartet man für das Jahr 2016 insgesamt eine weitaus höhere Anzahl von Ergebnissen, die nicht den Erwartungen von Management und Analysten entsprechen. Die Unternehmensberater führen dies auf wirtschaftliche und politische Turbulenzen sowie den starken Euro zurück. Die vielfach starke Konzentration deutscher Anleger auf heimatische Werte könnte in diesem Umfeld einer guten Wertentwicklung entgegenstehen.

Die Niedrigzinsen sind Gift für die Altersversorgung, und so auch für Pensionskassen. Der Unternehmensberater Willis Tower Watson stellte jetzt fest, dass das Gesamtvermögen der 300 größten Pensionseinrichtungen der Welt im Jahr 2015 um 3,4 Prozent auf 14,8 Billionen US-Dollar



schrumpfte. Auch die deutschen Versorgungseinrichtungen blieben nicht verschont, bei den größten Versorgungswerken verzeichnete man Rückgänge zwischen 8% bis bestenfalls 2,5%. In dem Report wurde betont, dass die deutsche Situation nicht nur durch das Zinsniveau, sondern durch strenge regulatorische und steuerliche Vorschriften verschärft wird.

**Deutsche Pensionskassen** Unter den größten Einrichtungen finden sich auch Konzern-Versorgungswerke

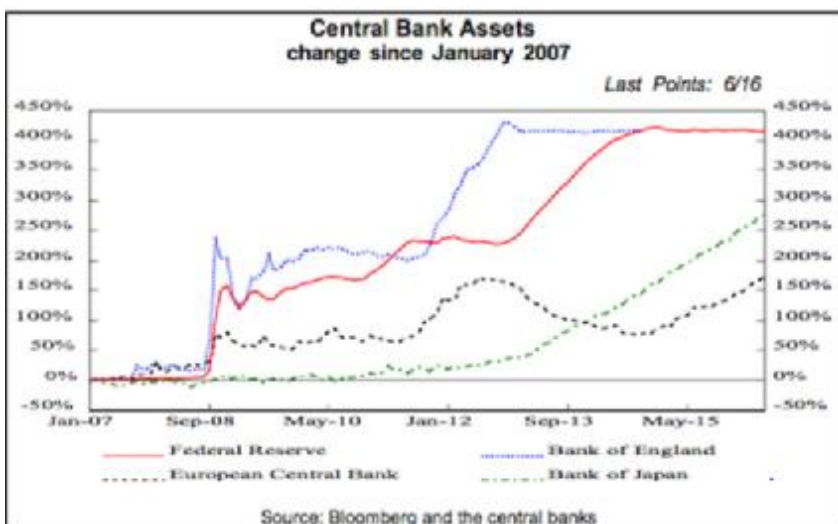
Name	Vermögen in Mrd. US-\$	
	2015	2014
Bay. Versorgungskammer	71,3	75,0
BVV	28,1	30,4
VBI	23,2	25,0
BASF	22,1	20,3
Daimler	18,8	19,3

Quelle: Willis Towers Watson

In der letzten Septemberwoche stützte die Welthandelsorganisation (WTO) ihre Wachstumsvoraussagen für den Welthandel signifikant. Für das Jahr 2016 sagt man jetzt ein Wachstum von nur 1,7% (nach 2,8% im April) voraus und für 2017 schätzt man ein Volumenwachstum von 1,8 – 3,1% (vorher 3,6%). Der Generaldirektor der Organisation sprach von einem Weckruf und der Gefahr, dass diese Verlangsamung falsche politische Signale hervorrufen könnte. Länder mit merkbar sinkenden Importen sind die Vereinigten Staaten sowie Brasilien und China durch langsamere Wachstumsraten. Auch der internationale Währungsfonds (IMF) hat jüngst die besorgniserregende Verlangsamung des Welthandels herausgestellt. Zusammen mit den vermehrten Diskussionen zu den Freihandelsabkommen wird ein sinkendes Wirtschaftswachstum in vielen Ländern zu mehr Protektionismus und der Konsolidierung von Lieferketten führen. Dies ist eine signifikante Entwicklung für Deutschland, das seine Wirtschaftsleistung zu 50% aus dem Export zieht und für das die USA und China wichtige Handelspartner sind.

## Zu Renditen und Trendwenden

Der große Zufluss von Anlagegeldern in Multi-Asset-Fonds (Fonds, die in alle Anlageklassen investieren können) zeigt die Unsicherheit der Anleger angesichts Negativzinsen, volatiler Aktienmärkte und hohem Verschuldungsgrad von Staaten, Unternehmen und vielen Privathaushalten. Die hohen Bewertungen von Anleihen, und damit niedrige Renditen, haben Anlagekonzepte offensichtlich auf den Kopf gestellt, denn derzeit wird in Anleihen für Kursgewinne und in Aktien für laufende Erträge investiert. Auch auf den Kopf gestellt ist offensichtlich das Empfinden der Marktteilnehmer, wenn es um das zukünftige Zinsniveau geht: Hatte man vor zwei Jahren eine zehnjährige Bundesanleihe mit 2%iger Rendite aus Angst vor Zinssteigerungen verschmäht, greift man heute bei einer Rendite desselben Papiers von minus 0,2% beherzt zu, denn das Niedrigstzinsniveau muss ja ewig wäh-





ren, wenn die Zentralbanken selbst große Käufer auf den Anleihenmärkten sind. Die obige Abbildung<sup>1</sup> zeigt die Entwicklung des Wertpapierbestands in den Bilanzen der vier großen Zentralbanken der Industrieländer, der vielen als eine Ursache für die ungesunde Zinsentwicklung gilt.

So darf jedoch gefragt werden, wenn es wider Erwarten anders kommt. Einige Aspekte seien hier genannt, die zur Vorsicht im Anleihe segment mahnen. Steigende Zinsen können Ausdruck einer sich verbessernden Weltwirtschaft sein. Gerade weil die Anlegergemeinde diesbezüglich sehr skeptisch ist, könnte eine zwischenzeitliche Wachstumserholung auftreten. Auch wir sind der Meinung, dass die strukturellen Hemmnisse für ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum zu groß sind - was jedoch eine Zwischenerholung nicht ausschließt. Anzeichen dazu würden wir dann in einer zeitweilig höheren Aktienquote umsetzen.

Steigende Zinsen bedeuten fallende Anleihekurse, dabei sind die Kursverluste eines Papiers umso größer, je später die Anleihe fällig wird. Anleger, vor allem in ETFs und Investmentfonds, werden verkaufen wollen - aber wer wird in einer solchen Dynamik als Käufer auftreten? Dies könnte die Kursverluste weiter vergrößern. Plötzliche, starke Kurskorrekturen sind daher in diesem Segment nicht auszuschließen und müssen in der Portfolioaufstellung berücksichtigt werden.

## Märkte und Einschätzungen

Das laufende Jahr hat an den Finanzmärkten wiederholt starke Korrekturen gesehen, aber auch Zeiten, die mehr Ruhe ausstrahlten als vielleicht gerechtfertigt ist. Warum sind wir dieser Meinung? Viel wurde über die Gründe der Korrekturen Anfang des Jahres und Ende Juni geschrieben, aber wir halten diese Einschätzungen für wenig zutreffend. Der Grund liegt unseres Erachtens in einem ganz anderen Bereich: einer europäischen Bankenkrise.

Vielleicht sollte es nicht verwundern, dass erst in den letzten Wochen vermehrt zu diesem Thema publiziert wird – ist doch die Gesundheit der Banken das Herz unseres modernen Finanzsystems. Und so kommt man nicht umhin festzustellen, dass der europäische Patient schwer herz-



krank ist. Nicht nur der Kurs von Europas zweitgrößter Bank, der Deutschen Bank, zeigt den langfristigen Verfall des Finanzinstituts. Die nebenstehende Graphik datiert von Mitte August, so dass die dramatischen Veränderungen der letzten Wochen noch nicht dargestellt sind. Wichtig ist jedoch ein Signal: nicht nur die Deutsche Bank steckt in ernststen Schwierigkeiten und die Gerüchte im Markt, dass von staatlicher Seite mit

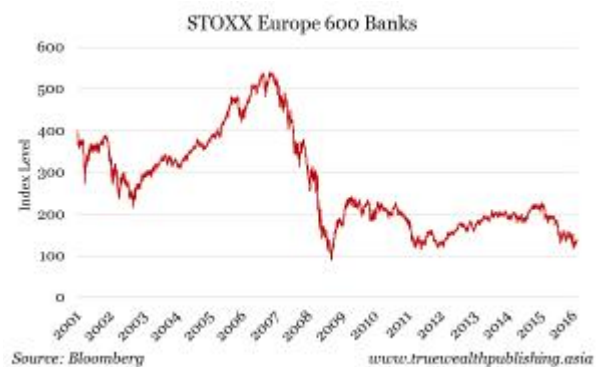
<sup>1</sup> aus Gary Shilling: "The Bond Rally of a Lifetime", INSIGHT Aug. 26<sup>th</sup>, 2016.



Worst-Case Szenarien geplant wird, lässt weitere Lasten auf den Steuerzahler absehbar erscheinen. Da die Deutsche Bank zu den weltweit zehn größten Banken zählt und die globale Vernetzung des Finanzwesens nie dagewesene Ausmaße angenommen hat, werden Probleme weltweit spürbar sein. Es ist aber ironisch, dass damit der „Musterknabe“ Deutschland unter Umständen als erstes Land nach Einführung der neuen EU-Regeln gezwungen sein wird, die Bank bei den mit Sicherheit zu Tage tretenden Schwierigkeiten zu retten. Man darf gespannt sein, zu welchen Lasten die europaweit festgelegte Eigenbeteiligung von Aktionären und Geldgebern, und damit auch Sparern der Bank, gehen wird. Man tut gut daran, die Grenze von € 100.000 bei wackelnden Instituten nicht zu überschreiten.

Damit nicht genug. Auch anderen europäischen Banken geht es nicht gut. So kann man den jüngsten Stresstest der europäischen Bankenaufsicht, dem wenig krisenrelevante Kriterien zugrunde lagen, als Beruhigungspille für den behandelnden Arzt bezeichnen. Gleichzeitig muss man sich über Führung und Aufsicht der italienischen Banken wundern, die zulässt, dass seine Banken Kredite vergeben, von denen derzeit 30% nicht mehr bedient werden. Italien ist systemrelevant für den Euro

und die Welt; nicht zuletzt da der Anleihemarkt Italiens der drittgrößte der Welt ist. Und die jetzt auf Dezember verschobenen Wahlen sind ein weiterer Grund, das Land im Auge zu behalten.



## Das Wesentliche

Nach einer ruhigen Sommerphase wirken die Kapitalmärkte anfällig angesichts der weiter zunehmenden geopolitischen, wirtschaftlichen und finanziellen globalen Spannungen. Es ist auffallend, dass einige Entwicklungen in den Kapitalmärkten gänzlich anders verlaufen, als die zugrundeliegenden Fakten es nahe legen. Beispielhaft ist die Stärke der japanischen Währung zu nennen, die in keiner Weise mit der heimischen Geld- und Finanzpolitik in Übereinstimmung gebracht werden kann. Diese Symptome legen unkonventionelles, kritisches Denken bei der Umsetzung von Anlagestrategien nahe, um den Anlageerfolg mittel- bis langfristig sicherzustellen. So können Marktverwerfungen für Anlageopportunitäten genutzt werden.

Es grüßt Sie das Team der Ars Pecuniae GmbH



5. OKTOBER 2016

## NOTIZEN ZUM III. QUARTAL 2016

Zusätzlich zum Reporting erhalten Sie mit diesen Anlagenotizen Informationen zu Vermögensanlagen, Anlagephilosophien oder Branchen, die wir interessant finden und die Sie hoffentlich bereichern. In unseren regelmäßigen Gesprächen können wir dies gerne vertiefen.

Nach einem nervös zu Ende gegangenen Juni gingen die Kapitalmärkte im dritten Quartal in die Sommerpause. Die Aktienmärkte hatten sich innerhalb von drei Wochen vom Brexit-Schock erholt, so dass sich Kursschwankungen danach sehr in Grenzen hielten. Der amerikanische Aktienmarkt, traditionell weniger schwankungsintensiv als der DAX oder die europäischen Märkte generell, konnte sogar einen 80-jährigen Rekord einstellen: mehr als 40 Tage lang, d.h. acht Wochen, schwankten die US-Kurse nicht mehr als ein Prozent täglich. Offensichtlich ging die Anlegergemeinschaft schnell zum Tagesgeschäft über – oder aber selbst in die erwähnte Sommerpause. Mit Ausnahme eines noch Ende Juni stark schwächelnden britischen Pfund, das sich aber seit Juli bis in die letzten Tage hinein relativ konstant auf niedrigem Niveau hielt, war auch auf der Währungsseite nicht viel zu berichten. Interessanter verhielten sich die langlaufenden Staatsanleihen, sowohl in Deutschland als auch in den Vereinigten Staaten. Zum ersten Mal seit Mai 2015 konnte in der ersten Septemberhälfte eine merkbare Gegenbewegung zu den vorher stark fallenden Renditen verzeichnet werden. Wie wir in unseren letzten Informationen ausführten, halten wir diese Entwicklung für einen Teil der sich langsam abzeichnenden Bodenbildung nach 35 Jahren fallenden Zinsen. Sollte sich dies manifestieren, wird sich das Kapitalumfeld stark verändern.

### Statistiksplitter

Eine aktuelle Studie von EY (Ernst & Young) hat festgestellt, dass im ersten Halbjahr 2016 eine ungewöhnlich hohe Anzahl von im deutschen Prime Standard notierten Unternehmen (26 von 305 notierten Werten) ihre Umsatz- und Gewinnprognosen zurücknehmen mussten. Da traditionell solche Gewinnwarnungen vermehrt im zweiten Halbjahr erfolgen, erwartet man für das Jahr 2016 insgesamt eine weitaus höhere Anzahl von Ergebnissen, die nicht den Erwartungen von Management und Analysten entsprechen. Die Unternehmensberater führen dies auf wirtschaftliche und politische Turbulenzen sowie den starken Euro zurück. Die vielfach starke Konzentration deutscher Anleger auf heimatische Werte könnte in diesem Umfeld einer guten Wertentwicklung entgegenstehen.

Die Niedrigzinsen sind Gift für die Altersversorgung, und so auch für Pensionskassen. Der Unternehmensberater Willis Tower Watson stellte jetzt fest, dass das Gesamtvermögen der 300 größten Pensionseinrichtungen der Welt im Jahr 2015 um 3,4 Prozent auf 14,8 Billionen US-Dollar



schrumpfte. Auch die deutschen Versorgungseinrichtungen blieben nicht verschont, bei den größten Versorgungswerken verzeichnete man Rückgänge zwischen 8% bis bestenfalls 2,5%. In dem Report wurde betont, dass die deutsche Situation nicht nur durch das Zinsniveau, sondern durch strenge regulatorische und steuerliche Vorschriften verschärft wird.

**Deutsche Pensionskassen** Unter den größten Einrichtungen finden sich auch Konzern-Versorgungswerke

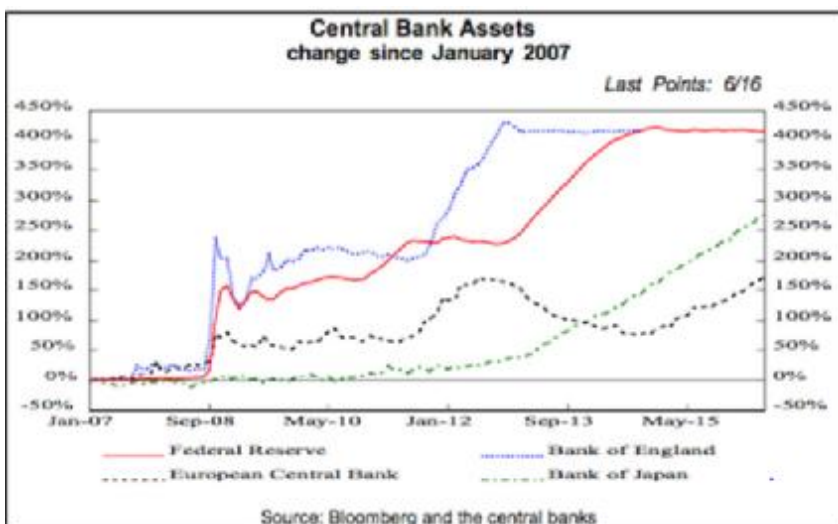
Name	Vermögen in Mrd. US-\$	
	2015	2014
Bay. Versorgungskammer	71,3	75,0
BVV	28,1	30,4
VBI	23,2	25,0
BASF	22,1	20,3
Daimler	18,8	19,3

Quelle: Willis Towers Watson

In der letzten Septemberwoche stützte die Welthandelsorganisation (WTO) ihre Wachstumsvoraussagen für den Welthandel signifikant. Für das Jahr 2016 sagt man jetzt ein Wachstum von nur 1,7% (nach 2,8% im April) voraus und für 2017 schätzt man ein Volumenwachstum von 1,8 – 3,1% (vorher 3,6%). Der Generaldirektor der Organisation sprach von einem Weckruf und der Gefahr, dass diese Verlangsamung falsche politische Signale hervorrufen könnte. Länder mit merkbar sinkenden Importen sind die Vereinigten Staaten sowie Brasilien und China durch langsamere Wachstumsraten. Auch der internationale Währungsfonds (IMF) hat jüngst die besorgniserregende Verlangsamung des Welthandels herausgestellt. Zusammen mit den vermehrten Diskussionen zu den Freihandelsabkommen wird ein sinkendes Wirtschaftswachstum in vielen Ländern zu mehr Protektionismus und der Konsolidierung von Lieferketten führen. Dies ist eine signifikante Entwicklung für Deutschland, das seine Wirtschaftsleistung zu 50% aus dem Export zieht und für das die USA und China wichtige Handelspartner sind.

## Zu Renditen und Trendwenden

Der große Zufluss von Anlagegeldern in Multi-Asset-Fonds (Fonds, die in alle Anlageklassen investieren können) zeigt die Unsicherheit der Anleger angesichts Negativzinsen, volatiler Aktienmärkte und hohem Verschuldungsgrad von Staaten, Unternehmen und vielen Privathaushalten. Die hohen Bewertungen von Anleihen, und damit niedrige Renditen, haben Anlagekonzepte offensichtlich auf den Kopf gestellt, denn derzeit wird in Anleihen für Kursgewinne und in Aktien für laufende Erträge investiert. Auch auf den Kopf gestellt ist offensichtlich das Empfinden der Marktteilnehmer, wenn es um das zukünftige Zinsniveau geht: Hatte man vor zwei Jahren eine zehnjährige Bundesanleihe mit 2%iger Rendite aus Angst vor Zinssteigerungen verschmäht, greift man heute bei einer Rendite desselben Papiers von minus 0,2% beherzt zu, denn das Niedrigstzinsniveau muss ja ewig wäh-





ren, wenn die Zentralbanken selbst große Käufer auf den Anleihenmärkten sind. Die obige Abbildung<sup>1</sup> zeigt die Entwicklung des Wertpapierbestands in den Bilanzen der vier großen Zentralbanken der Industrieländer, der vielen als eine Ursache für die ungesunde Zinsentwicklung gilt.

So darf jedoch gefragt werden, wenn es wider Erwarten anders kommt. Einige Aspekte seien hier genannt, die zur Vorsicht im Anleihe segment mahnen. Steigende Zinsen können Ausdruck einer sich verbessernden Weltwirtschaft sein. Gerade weil die Anlegergemeinde diesbezüglich sehr skeptisch ist, könnte eine zwischenzeitliche Wachstumserholung auftreten. Auch wir sind der Meinung, dass die strukturellen Hemmnisse für ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum zu groß sind - was jedoch eine Zwischenerholung nicht ausschließt. Anzeichen dazu würden wir dann in einer zeitweilig höheren Aktienquote umsetzen.

Steigende Zinsen bedeuten fallende Anleihekurse, dabei sind die Kursverluste eines Papiers umso größer, je später die Anleihe fällig wird. Anleger, vor allem in ETFs und Investmentfonds, werden verkaufen wollen - aber wer wird in einer solchen Dynamik als Käufer auftreten? Dies könnte die Kursverluste weiter vergrößern. Plötzliche, starke Kurskorrekturen sind daher in diesem Segment nicht auszuschließen und müssen in der Portfolioaufstellung berücksichtigt werden.

## Märkte und Einschätzungen

Das laufende Jahr hat an den Finanzmärkten wiederholt starke Korrekturen gesehen, aber auch Zeiten, die mehr Ruhe ausstrahlten als vielleicht gerechtfertigt ist. Warum sind wir dieser Meinung? Viel wurde über die Gründe der Korrekturen Anfang des Jahres und Ende Juni geschrieben, aber wir halten diese Einschätzungen für wenig zutreffend. Der Grund liegt unseres Erachtens in einem ganz anderen Bereich: einer europäischen Bankenkrise.

Vielleicht sollte es nicht verwundern, dass erst in den letzten Wochen vermehrt zu diesem Thema publiziert wird – ist doch die Gesundheit der Banken das Herz unseres modernen Finanzsystems. Und so kommt man nicht umhin festzustellen, dass der europäische Patient schwer herz-



krank ist. Nicht nur der Kurs von Europas zweitgrößter Bank, der Deutschen Bank, zeigt den langfristigen Verfall des Finanzinstituts. Die nebenstehende Graphik datiert von Mitte August, so dass die dramatischen Veränderungen der letzten Wochen noch nicht dargestellt sind. Wichtig ist jedoch ein Signal: nicht nur die Deutsche Bank steckt in ernststen Schwierigkeiten und die Gerüchte im Markt, dass von staatlicher Seite mit

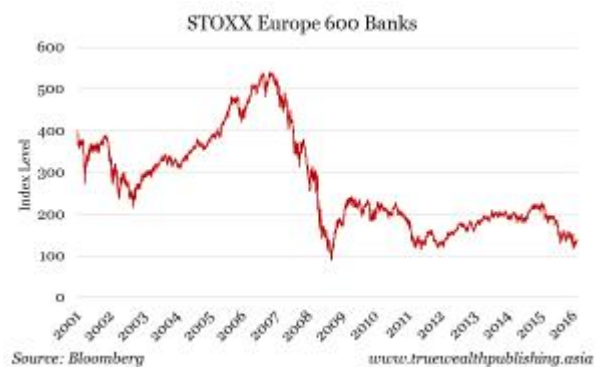
<sup>1</sup> aus Gary Shilling: "The Bond Rally of a Lifetime", INSIGHT Aug. 26<sup>th</sup>, 2016.



Worst-Case Szenarien geplant wird, lässt weitere Lasten auf den Steuerzahler absehbar erscheinen. Da die Deutsche Bank zu den weltweit zehn größten Banken zählt und die globale Vernetzung des Finanzwesens nie dagewesene Ausmaße angenommen hat, werden Probleme weltweit spürbar sein. Es ist aber ironisch, dass damit der „Musterknabe“ Deutschland unter Umständen als erstes Land nach Einführung der neuen EU-Regeln gezwungen sein wird, die Bank bei den mit Sicherheit zu Tage tretenden Schwierigkeiten zu retten. Man darf gespannt sein, zu welchen Lasten die europaweit festgelegte Eigenbeteiligung von Aktionären und Geldgebern, und damit auch Sparern der Bank, gehen wird. Man tut gut daran, die Grenze von € 100.000 bei wackelnden Instituten nicht zu überschreiten.

Damit nicht genug. Auch anderen europäischen Banken geht es nicht gut. So kann man den jüngsten Stresstest der europäischen Bankenaufsicht, dem wenig krisenrelevante Kriterien zugrunde lagen, als Beruhigungspille für den behandelnden Arzt bezeichnen. Gleichzeitig muss man sich über Führung und Aufsicht der italienischen Banken wundern, die zulässt, dass seine Banken Kredite vergeben, von denen derzeit 30% nicht mehr bedient werden. Italien ist systemrelevant für den Euro

und die Welt; nicht zuletzt da der Anleihemarkt Italiens der drittgrößte der Welt ist. Und die jetzt auf Dezember verschobenen Wahlen sind ein weiterer Grund, das Land im Auge zu behalten.



## Das Wesentliche

Nach einer ruhigen Sommerphase wirken die Kapitalmärkte anfällig angesichts der weiter zunehmenden geopolitischen, wirtschaftlichen und finanziellen globalen Spannungen. Es ist auffallend, dass einige Entwicklungen in den Kapitalmärkten gänzlich anders verlaufen, als die zugrundeliegenden Fakten es nahe legen. Beispielhaft ist die Stärke der japanischen Währung zu nennen, die in keiner Weise mit der heimischen Geld- und Finanzpolitik in Übereinstimmung gebracht werden kann. Diese Symptome legen unkonventionelles, kritisches Denken bei der Umsetzung von Anlagestrategien nahe, um den Anlageerfolg mittel- bis langfristig sicherzustellen. So können Marktverwerfungen für Anlageopportunitäten genutzt werden.

Es grüßt Sie das Team der Ars Pecuniae GmbH





5. OKTOBER 2016

## NOTIZEN ZUM III. QUARTAL 2016

Zusätzlich zum Reporting erhalten Sie mit diesen Anlagenotizen Informationen zu Vermögensanlagen, Anlagephilosophien oder Branchen, die wir interessant finden und die Sie hoffentlich bereichern. In unseren regelmäßigen Gesprächen können wir dies gerne vertiefen.

Nach einem nervös zu Ende gegangenen Juni gingen die Kapitalmärkte im dritten Quartal in die Sommerpause. Die Aktienmärkte hatten sich innerhalb von drei Wochen vom Brexit-Schock erholt, so dass sich Kursschwankungen danach sehr in Grenzen hielten. Der amerikanische Aktienmarkt, traditionell weniger schwankungsintensiv als der DAX oder die europäischen Märkte generell, konnte sogar einen 80-jährigen Rekord einstellen: mehr als 40 Tage lang, d.h. acht Wochen, schwankten die US-Kurse nicht mehr als ein Prozent täglich. Offensichtlich ging die Anlegergemeinschaft schnell zum Tagesgeschäft über – oder aber selbst in die erwähnte Sommerpause. Mit Ausnahme eines noch Ende Juni stark schwächelnden britischen Pfund, das sich aber seit Juli bis in die letzten Tage hinein relativ konstant auf niedrigem Niveau hielt, war auch auf der Währungsseite nicht viel zu berichten. Interessanter verhielten sich die langlaufenden Staatsanleihen, sowohl in Deutschland als auch in den Vereinigten Staaten. Zum ersten Mal seit Mai 2015 konnte in der ersten Septemberhälfte eine merkbare Gegenbewegung zu den vorher stark fallenden Renditen verzeichnet werden. Wie wir in unseren letzten Informationen ausführten, halten wir diese Entwicklung für einen Teil der sich langsam abzeichnenden Bodenbildung nach 35 Jahren fallenden Zinsen. Sollte sich dies manifestieren, wird sich das Kapitalumfeld stark verändern.

### Statistiksplitter

Eine aktuelle Studie von EY (Ernst & Young) hat festgestellt, dass im ersten Halbjahr 2016 eine ungewöhnlich hohe Anzahl von im deutschen Prime Standard notierten Unternehmen (26 von 305 notierten Werten) ihre Umsatz- und Gewinnprognosen zurücknehmen mussten. Da traditionell solche Gewinnwarnungen vermehrt im zweiten Halbjahr erfolgen, erwartet man für das Jahr 2016 insgesamt eine weitaus höhere Anzahl von Ergebnissen, die nicht den Erwartungen von Management und Analysten entsprechen. Die Unternehmensberater führen dies auf wirtschaftliche und politische Turbulenzen sowie den starken Euro zurück. Die vielfach starke Konzentration deutscher Anleger auf heimatische Werte könnte in diesem Umfeld einer guten Wertentwicklung entgegenstehen.

Die Niedrigzinsen sind Gift für die Altersversorgung, und so auch für Pensionskassen. Der Unternehmensberater Willis Tower Watson stellte jetzt fest, dass das Gesamtvermögen der 300 größten Pensionseinrichtungen der Welt im Jahr 2015 um 3,4 Prozent auf 14,8 Billionen US-Dollar



schrumpfte. Auch die deutschen Versorgungseinrichtungen blieben nicht verschont, bei den größten Versorgungswerken verzeichnete man Rückgänge zwischen 8% bis bestenfalls 2,5%. In dem Report wurde betont, dass die deutsche Situation nicht nur durch das Zinsniveau, sondern durch strenge regulatorische und steuerliche Vorschriften verschärft wird.

**Deutsche Pensionskassen** Unter den größten Einrichtungen finden sich auch Konzern-Versorgungswerke

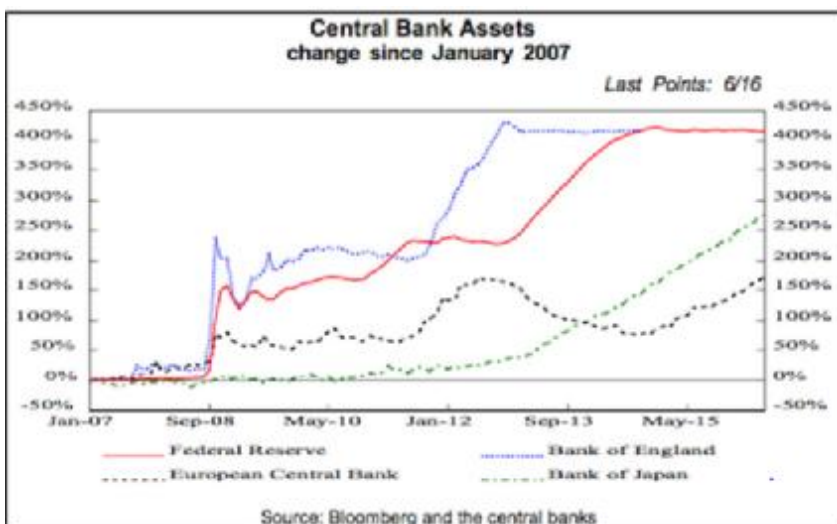
Name	Vermögen in Mrd. US-\$	
	2015	2014
Bay. Versorgungskammer	71,3	75,0
BVV	28,1	30,4
VBI	23,2	25,0
BASF	22,1	20,3
Daimler	18,8	19,3

Quelle: Willis Towers Watson

In der letzten Septemberwoche stützte die Welthandelsorganisation (WTO) ihre Wachstumsvoraussagen für den Welthandel signifikant. Für das Jahr 2016 sagt man jetzt ein Wachstum von nur 1,7% (nach 2,8% im April) voraus und für 2017 schätzt man ein Volumenwachstum von 1,8 – 3,1% (vorher 3,6%). Der Generaldirektor der Organisation sprach von einem Weckruf und der Gefahr, dass diese Verlangsamung falsche politische Signale hervorrufen könnte. Länder mit merkbar sinkenden Importen sind die Vereinigten Staaten sowie Brasilien und China durch langsamere Wachstumsraten. Auch der internationale Währungsfonds (IMF) hat jüngst die besorgniserregende Verlangsamung des Welthandels herausgestellt. Zusammen mit den vermehrten Diskussionen zu den Freihandelsabkommen wird ein sinkendes Wirtschaftswachstum in vielen Ländern zu mehr Protektionismus und der Konsolidierung von Lieferketten führen. Dies ist eine signifikante Entwicklung für Deutschland, das seine Wirtschaftsleistung zu 50% aus dem Export zieht und für das die USA und China wichtige Handelspartner sind.

## Zu Renditen und Trendwenden

Der große Zufluss von Anlagegeldern in Multi-Asset-Fonds (Fonds, die in alle Anlageklassen investieren können) zeigt die Unsicherheit der Anleger angesichts Negativzinsen, volatiler Aktienmärkte und hohem Verschuldungsgrad von Staaten, Unternehmen und vielen Privathaushalten. Die hohen Bewertungen von Anleihen, und damit niedrige Renditen, haben Anlagekonzepte offensichtlich auf den Kopf gestellt, denn derzeit wird in Anleihen für Kursgewinne und in Aktien für laufende Erträge investiert. Auch auf den Kopf gestellt ist offensichtlich das Empfinden der Marktteilnehmer, wenn es um das zukünftige Zinsniveau geht: Hatte man vor zwei Jahren eine zehnjährige Bundesanleihe mit 2%iger Rendite aus Angst vor Zinssteigerungen verschmäht, greift man heute bei einer Rendite desselben Papiers von minus 0,2% beherzt zu, denn das Niedrigstzinsniveau muss ja ewig wäh-





ren, wenn die Zentralbanken selbst große Käufer auf den Anleihenmärkten sind. Die obige Abbildung<sup>1</sup> zeigt die Entwicklung des Wertpapierbestands in den Bilanzen der vier großen Zentralbanken der Industrieländer, der vielen als eine Ursache für die ungesunde Zinsentwicklung gilt.

So darf jedoch gefragt werden, wenn es wider Erwarten anders kommt. Einige Aspekte seien hier genannt, die zur Vorsicht im Anleihe segment mahnen. Steigende Zinsen können Ausdruck einer sich verbessernden Weltwirtschaft sein. Gerade weil die Anlegergemeinde diesbezüglich sehr skeptisch ist, könnte eine zwischenzeitliche Wachstumserholung auftreten. Auch wir sind der Meinung, dass die strukturellen Hemmnisse für ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum zu groß sind - was jedoch eine Zwischenerholung nicht ausschließt. Anzeichen dazu würden wir dann in einer zeitweilig höheren Aktienquote umsetzen.

Steigende Zinsen bedeuten fallende Anleihekurse, dabei sind die Kursverluste eines Papiers umso größer, je später die Anleihe fällig wird. Anleger, vor allem in ETFs und Investmentfonds, werden verkaufen wollen - aber wer wird in einer solchen Dynamik als Käufer auftreten? Dies könnte die Kursverluste weiter vergrößern. Plötzliche, starke Kurskorrekturen sind daher in diesem Segment nicht auszuschließen und müssen in der Portfolioaufstellung berücksichtigt werden.

## Märkte und Einschätzungen

Das laufende Jahr hat an den Finanzmärkten wiederholt starke Korrekturen gesehen, aber auch Zeiten, die mehr Ruhe ausstrahlten als vielleicht gerechtfertigt ist. Warum sind wir dieser Meinung? Viel wurde über die Gründe der Korrekturen Anfang des Jahres und Ende Juni geschrieben, aber wir halten diese Einschätzungen für wenig zutreffend. Der Grund liegt unseres Erachtens in einem ganz anderen Bereich: einer europäischen Bankenkrise.

Vielleicht sollte es nicht verwundern, dass erst in den letzten Wochen vermehrt zu diesem Thema publiziert wird – ist doch die Gesundheit der Banken das Herz unseres modernen Finanzsystems. Und so kommt man nicht umhin festzustellen, dass der europäische Patient schwer herz-



krank ist. Nicht nur der Kurs von Europas zweitgrößter Bank, der Deutschen Bank, zeigt den langfristigen Verfall des Finanzinstituts. Die nebenstehende Graphik datiert von Mitte August, so dass die dramatischen Veränderungen der letzten Wochen noch nicht dargestellt sind. Wichtig ist jedoch ein Signal: nicht nur die Deutsche Bank steckt in ernststen Schwierigkeiten und die Gerüchte im Markt, dass von staatlicher Seite mit

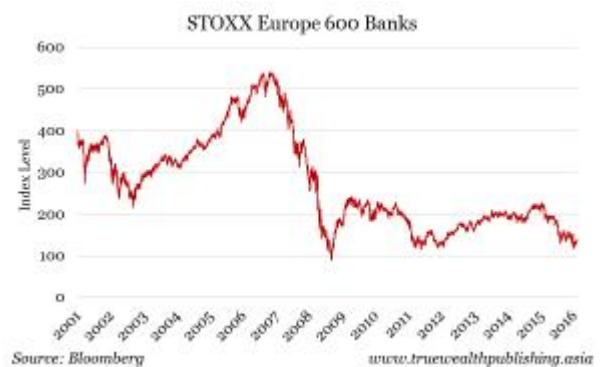
<sup>1</sup> aus Gary Shilling: "The Bond Rally of a Lifetime", INSIGHT Aug. 26<sup>th</sup>, 2016.



Worst-Case Szenarien geplant wird, lässt weitere Lasten auf den Steuerzahler absehbar erscheinen. Da die Deutsche Bank zu den weltweit zehn größten Banken zählt und die globale Vernetzung des Finanzwesens nie dagewesene Ausmaße angenommen hat, werden Probleme weltweit spürbar sein. Es ist aber ironisch, dass damit der „Musterknabe“ Deutschland unter Umständen als erstes Land nach Einführung der neuen EU-Regeln gezwungen sein wird, die Bank bei den mit Sicherheit zu Tage tretenden Schwierigkeiten zu retten. Man darf gespannt sein, zu welchen Lasten die europaweit festgelegte Eigenbeteiligung von Aktionären und Geldgebern, und damit auch Sparern der Bank, gehen wird. Man tut gut daran, die Grenze von € 100.000 bei wackelnden Instituten nicht zu überschreiten.

Damit nicht genug. Auch anderen europäischen Banken geht es nicht gut. So kann man den jüngsten Stresstest der europäischen Bankenaufsicht, dem wenig krisenrelevante Kriterien zugrunde lagen, als Beruhigungspille für den behandelnden Arzt bezeichnen. Gleichzeitig muss man sich über Führung und Aufsicht der italienischen Banken wundern, die zulässt, dass seine Banken Kredite vergeben, von denen derzeit 30% nicht mehr bedient werden. Italien ist systemrelevant für den Euro

und die Welt; nicht zuletzt da der Anleihemarkt Italiens der drittgrößte der Welt ist. Und die jetzt auf Dezember verschobenen Wahlen sind ein weiterer Grund, das Land im Auge zu behalten.



## Das Wesentliche

Nach einer ruhigen Sommerphase wirken die Kapitalmärkte anfällig angesichts der weiter zunehmenden geopolitischen, wirtschaftlichen und finanziellen globalen Spannungen. Es ist auffallend, dass einige Entwicklungen in den Kapitalmärkten gänzlich anders verlaufen, als die zugrundeliegenden Fakten es nahe legen. Beispielhaft ist die Stärke der japanischen Währung zu nennen, die in keiner Weise mit der heimischen Geld- und Finanzpolitik in Übereinstimmung gebracht werden kann. Diese Symptome legen unkonventionelles, kritisches Denken bei der Umsetzung von Anlagestrategien nahe, um den Anlageerfolg mittel- bis langfristig sicherzustellen. So können Marktverwerfungen für Anlageopportunitäten genutzt werden.

Es grüßt Sie das Team der Ars Pecuniae GmbH



5. OKTOBER 2016

## NOTIZEN ZUM III. QUARTAL 2016

Zusätzlich zum Reporting erhalten Sie mit diesen Anlagenotizen Informationen zu Vermögensanlagen, Anlagephilosophien oder Branchen, die wir interessant finden und die Sie hoffentlich bereichern. In unseren regelmäßigen Gesprächen können wir dies gerne vertiefen.

Nach einem nervös zu Ende gegangenen Juni gingen die Kapitalmärkte im dritten Quartal in die Sommerpause. Die Aktienmärkte hatten sich innerhalb von drei Wochen vom Brexit-Schock erholt, so dass sich Kursschwankungen danach sehr in Grenzen hielten. Der amerikanische Aktienmarkt, traditionell weniger schwankungsintensiv als der DAX oder die europäischen Märkte generell, konnte sogar einen 80-jährigen Rekord einstellen: mehr als 40 Tage lang, d.h. acht Wochen, schwankten die US-Kurse nicht mehr als ein Prozent täglich. Offensichtlich ging die Anlegergemeinschaft schnell zum Tagesgeschäft über – oder aber selbst in die erwähnte Sommerpause. Mit Ausnahme eines noch Ende Juni stark schwächelnden britischen Pfund, das sich aber seit Juli bis in die letzten Tage hinein relativ konstant auf niedrigem Niveau hielt, war auch auf der Währungsseite nicht viel zu berichten. Interessanter verhielten sich die langlaufenden Staatsanleihen, sowohl in Deutschland als auch in den Vereinigten Staaten. Zum ersten Mal seit Mai 2015 konnte in der ersten Septemberhälfte eine merkbare Gegenbewegung zu den vorher stark fallenden Renditen verzeichnet werden. Wie wir in unseren letzten Informationen ausführten, halten wir diese Entwicklung für einen Teil der sich langsam abzeichnenden Bodenbildung nach 35 Jahren fallenden Zinsen. Sollte sich dies manifestieren, wird sich das Kapitalumfeld stark verändern.

### Statistiksplitter

Eine aktuelle Studie von EY (Ernst & Young) hat festgestellt, dass im ersten Halbjahr 2016 eine ungewöhnlich hohe Anzahl von im deutschen Prime Standard notierten Unternehmen (26 von 305 notierten Werten) ihre Umsatz- und Gewinnprognosen zurücknehmen mussten. Da traditionell solche Gewinnwarnungen vermehrt im zweiten Halbjahr erfolgen, erwartet man für das Jahr 2016 insgesamt eine weitaus höhere Anzahl von Ergebnissen, die nicht den Erwartungen von Management und Analysten entsprechen. Die Unternehmensberater führen dies auf wirtschaftliche und politische Turbulenzen sowie den starken Euro zurück. Die vielfach starke Konzentration deutscher Anleger auf heimatische Werte könnte in diesem Umfeld einer guten Wertentwicklung entgegenstehen.

Die Niedrigzinsen sind Gift für die Altersversorgung, und so auch für Pensionskassen. Der Unternehmensberater Willis Tower Watson stellte jetzt fest, dass das Gesamtvermögen der 300 größten Pensionseinrichtungen der Welt im Jahr 2015 um 3,4 Prozent auf 14,8 Billionen US-Dollar



schrumpfte. Auch die deutschen Versorgungseinrichtungen blieben nicht verschont, bei den größten Versorgungswerken verzeichnete man Rückgänge zwischen 8% bis bestenfalls 2,5%. In dem Report wurde betont, dass die deutsche Situation nicht nur durch das Zinsniveau, sondern durch strenge regulatorische und steuerliche Vorschriften verschärft wird.

**Deutsche Pensionskassen** Unter den größten Einrichtungen finden sich auch Konzern-Versorgungswerke

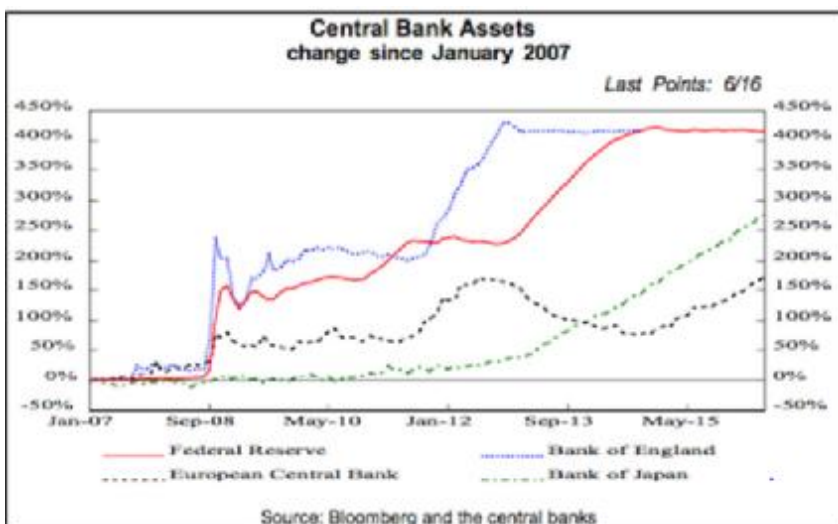
Name	Vermögen in Mrd. US-\$	
	2015	2014
Bay. Versorgungskammer	71,3	75,0
BVV	28,1	30,4
VBI	23,2	25,0
BASF	22,1	20,3
Daimler	18,8	19,3

Quelle: Willis Towers Watson

In der letzten Septemberwoche stützte die Welthandelsorganisation (WTO) ihre Wachstumsvoraussagen für den Welthandel signifikant. Für das Jahr 2016 sagt man jetzt ein Wachstum von nur 1,7% (nach 2,8% im April) voraus und für 2017 schätzt man ein Volumenwachstum von 1,8 – 3,1% (vorher 3,6%). Der Generaldirektor der Organisation sprach von einem Weckruf und der Gefahr, dass diese Verlangsamung falsche politische Signale hervorrufen könnte. Länder mit merkbar sinkenden Importen sind die Vereinigten Staaten sowie Brasilien und China durch langsamere Wachstumsraten. Auch der internationale Währungsfonds (IMF) hat jüngst die besorgniserregende Verlangsamung des Welthandels herausgestellt. Zusammen mit den vermehrten Diskussionen zu den Freihandelsabkommen wird ein sinkendes Wirtschaftswachstum in vielen Ländern zu mehr Protektionismus und der Konsolidierung von Lieferketten führen. Dies ist eine signifikante Entwicklung für Deutschland, das seine Wirtschaftsleistung zu 50% aus dem Export zieht und für das die USA und China wichtige Handelspartner sind.

## Zu Renditen und Trendwenden

Der große Zufluss von Anlagegeldern in Multi-Asset-Fonds (Fonds, die in alle Anlageklassen investieren können) zeigt die Unsicherheit der Anleger angesichts Negativzinsen, volatiler Aktienmärkte und hohem Verschuldungsgrad von Staaten, Unternehmen und vielen Privathaushalten. Die hohen Bewertungen von Anleihen, und damit niedrige Renditen, haben Anlagekonzepte offensichtlich auf den Kopf gestellt, denn derzeit wird in Anleihen für Kursgewinne und in Aktien für laufende Erträge investiert. Auch auf den Kopf gestellt ist offensichtlich das Empfinden der Marktteilnehmer, wenn es um das zukünftige Zinsniveau geht: Hatte man vor zwei Jahren eine zehnjährige Bundesanleihe mit 2%iger Rendite aus Angst vor Zinssteigerungen verschmäht, greift man heute bei einer Rendite desselben Papiers von minus 0,2% beherzt zu, denn das Niedrigstzinsniveau muss ja ewig wäh-





ren, wenn die Zentralbanken selbst große Käufer auf den Anleihenmärkten sind. Die obige Abbildung<sup>1</sup> zeigt die Entwicklung des Wertpapierbestands in den Bilanzen der vier großen Zentralbanken der Industrieländer, der vielen als eine Ursache für die ungesunde Zinsentwicklung gilt.

So darf jedoch gefragt werden, wenn es wider Erwarten anders kommt. Einige Aspekte seien hier genannt, die zur Vorsicht im Anleihe segment mahnen. Steigende Zinsen können Ausdruck einer sich verbessernden Weltwirtschaft sein. Gerade weil die Anlegergemeinde diesbezüglich sehr skeptisch ist, könnte eine zwischenzeitliche Wachstumserholung auftreten. Auch wir sind der Meinung, dass die strukturellen Hemmnisse für ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum zu groß sind - was jedoch eine Zwischenerholung nicht ausschließt. Anzeichen dazu würden wir dann in einer zeitweilig höheren Aktienquote umsetzen.

Steigende Zinsen bedeuten fallende Anleihekurse, dabei sind die Kursverluste eines Papiers umso größer, je später die Anleihe fällig wird. Anleger, vor allem in ETFs und Investmentfonds, werden verkaufen wollen - aber wer wird in einer solchen Dynamik als Käufer auftreten? Dies könnte die Kursverluste weiter vergrößern. Plötzliche, starke Kurskorrekturen sind daher in diesem Segment nicht auszuschließen und müssen in der Portfolioaufstellung berücksichtigt werden.

## Märkte und Einschätzungen

Das laufende Jahr hat an den Finanzmärkten wiederholt starke Korrekturen gesehen, aber auch Zeiten, die mehr Ruhe ausstrahlten als vielleicht gerechtfertigt ist. Warum sind wir dieser Meinung? Viel wurde über die Gründe der Korrekturen Anfang des Jahres und Ende Juni geschrieben, aber wir halten diese Einschätzungen für wenig zutreffend. Der Grund liegt unseres Erachtens in einem ganz anderen Bereich: einer europäischen Bankenkrise.

Vielleicht sollte es nicht verwundern, dass erst in den letzten Wochen vermehrt zu diesem Thema publiziert wird – ist doch die Gesundheit der Banken das Herz unseres modernen Finanzsystems. Und so kommt man nicht umhin festzustellen, dass der europäische Patient schwer herz-



krank ist. Nicht nur der Kurs von Europas zweitgrößter Bank, der Deutschen Bank, zeigt den langfristigen Verfall des Finanzinstituts. Die nebenstehende Graphik datiert von Mitte August, so dass die dramatischen Veränderungen der letzten Wochen noch nicht dargestellt sind. Wichtig ist jedoch ein Signal: nicht nur die Deutsche Bank steckt in ernststen Schwierigkeiten und die Gerüchte im Markt, dass von staatlicher Seite mit

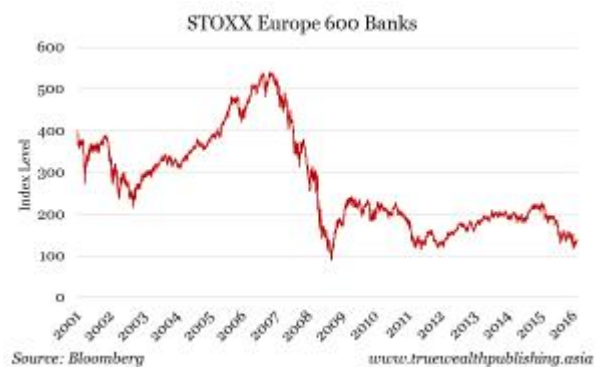
<sup>1</sup> aus Gary Shilling: "The Bond Rally of a Lifetime", INSIGHT Aug. 26<sup>th</sup>, 2016.



Worst-Case Szenarien geplant wird, lässt weitere Lasten auf den Steuerzahler absehbar erscheinen. Da die Deutsche Bank zu den weltweit zehn größten Banken zählt und die globale Vernetzung des Finanzwesens nie dagewesene Ausmaße angenommen hat, werden Probleme weltweit spürbar sein. Es ist aber ironisch, dass damit der „Musterknabe“ Deutschland unter Umständen als erstes Land nach Einführung der neuen EU-Regeln gezwungen sein wird, die Bank bei den mit Sicherheit zu Tage tretenden Schwierigkeiten zu retten. Man darf gespannt sein, zu welchen Lasten die europaweit festgelegte Eigenbeteiligung von Aktionären und Geldgebern, und damit auch Sparern der Bank, gehen wird. Man tut gut daran, die Grenze von € 100.000 bei wackelnden Instituten nicht zu überschreiten.

Damit nicht genug. Auch anderen europäischen Banken geht es nicht gut. So kann man den jüngsten Stresstest der europäischen Bankenaufsicht, dem wenig krisenrelevante Kriterien zugrunde lagen, als Beruhigungspille für den behandelnden Arzt bezeichnen. Gleichzeitig muss man sich über Führung und Aufsicht der italienischen Banken wundern, die zulässt, dass seine Banken Kredite vergeben, von denen derzeit 30% nicht mehr bedient werden. Italien ist systemrelevant für den Euro

und die Welt; nicht zuletzt da der Anleihemarkt Italiens der drittgrößte der Welt ist. Und die jetzt auf Dezember verschobenen Wahlen sind ein weiterer Grund, das Land im Auge zu behalten.



## Das Wesentliche

Nach einer ruhigen Sommerphase wirken die Kapitalmärkte anfällig angesichts der weiter zunehmenden geopolitischen, wirtschaftlichen und finanziellen globalen Spannungen. Es ist auffallend, dass einige Entwicklungen in den Kapitalmärkten gänzlich anders verlaufen, als die zugrundeliegenden Fakten es nahe legen. Beispielhaft ist die Stärke der japanischen Währung zu nennen, die in keiner Weise mit der heimischen Geld- und Finanzpolitik in Übereinstimmung gebracht werden kann. Diese Symptome legen unkonventionelles, kritisches Denken bei der Umsetzung von Anlagestrategien nahe, um den Anlageerfolg mittel- bis langfristig sicherzustellen. So können Marktverwerfungen für Anlageopportunitäten genutzt werden.

Es grüßt Sie das Team der Ars Pecuniae GmbH





5. OKTOBER 2016

## NOTIZEN ZUM III. QUARTAL 2016

Zusätzlich zum Reporting erhalten Sie mit diesen Anlagenotizen Informationen zu Vermögensanlagen, Anlagephilosophien oder Branchen, die wir interessant finden und die Sie hoffentlich bereichern. In unseren regelmäßigen Gesprächen können wir dies gerne vertiefen.

Nach einem nervös zu Ende gegangenen Juni gingen die Kapitalmärkte im dritten Quartal in die Sommerpause. Die Aktienmärkte hatten sich innerhalb von drei Wochen vom Brexit-Schock erholt, so dass sich Kursschwankungen danach sehr in Grenzen hielten. Der amerikanische Aktienmarkt, traditionell weniger schwankungsintensiv als der DAX oder die europäischen Märkte generell, konnte sogar einen 80-jährigen Rekord einstellen: mehr als 40 Tage lang, d.h. acht Wochen, schwankten die US-Kurse nicht mehr als ein Prozent täglich. Offensichtlich ging die Anlegergemeinschaft schnell zum Tagesgeschäft über – oder aber selbst in die erwähnte Sommerpause. Mit Ausnahme eines noch Ende Juni stark schwächelnden britischen Pfund, das sich aber seit Juli bis in die letzten Tage hinein relativ konstant auf niedrigem Niveau hielt, war auch auf der Währungsseite nicht viel zu berichten. Interessanter verhielten sich die langlaufenden Staatsanleihen, sowohl in Deutschland als auch in den Vereinigten Staaten. Zum ersten Mal seit Mai 2015 konnte in der ersten Septemberhälfte eine merkbare Gegenbewegung zu den vorher stark fallenden Renditen verzeichnet werden. Wie wir in unseren letzten Informationen ausführten, halten wir diese Entwicklung für einen Teil der sich langsam abzeichnenden Bodenbildung nach 35 Jahren fallenden Zinsen. Sollte sich dies manifestieren, wird sich das Kapitalumfeld stark verändern.

### Statistiksplitter

Eine aktuelle Studie von EY (Ernst & Young) hat festgestellt, dass im ersten Halbjahr 2016 eine ungewöhnlich hohe Anzahl von im deutschen Prime Standard notierten Unternehmen (26 von 305 notierten Werten) ihre Umsatz- und Gewinnprognosen zurücknehmen mussten. Da traditionell solche Gewinnwarnungen vermehrt im zweiten Halbjahr erfolgen, erwartet man für das Jahr 2016 insgesamt eine weitaus höhere Anzahl von Ergebnissen, die nicht den Erwartungen von Management und Analysten entsprechen. Die Unternehmensberater führen dies auf wirtschaftliche und politische Turbulenzen sowie den starken Euro zurück. Die vielfach starke Konzentration deutscher Anleger auf heimatische Werte könnte in diesem Umfeld einer guten Wertentwicklung entgegenstehen.

Die Niedrigzinsen sind Gift für die Altersversorgung, und so auch für Pensionskassen. Der Unternehmensberater Willis Tower Watson stellte jetzt fest, dass das Gesamtvermögen der 300 größten Pensionseinrichtungen der Welt im Jahr 2015 um 3,4 Prozent auf 14,8 Billionen US-Dollar



schrumpfte. Auch die deutschen Versorgungseinrichtungen blieben nicht verschont, bei den größten Versorgungswerken verzeichnete man Rückgänge zwischen 8% bis bestenfalls 2,5%. In dem Report wurde betont, dass die deutsche Situation nicht nur durch das Zinsniveau, sondern durch strenge regulatorische und steuerliche Vorschriften verschärft wird.

**Deutsche Pensionskassen** Unter den größten Einrichtungen finden sich auch Konzern-Versorgungswerke

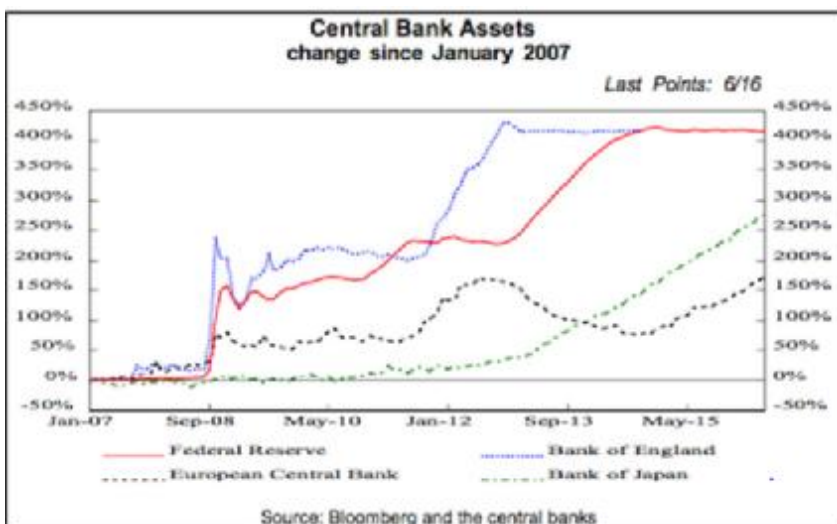
Name	Vermögen in Mrd. US-\$	
	2015	2014
Bay. Versorgungskammer	71,3	75,0
BVV	28,1	30,4
VBI	23,2	25,0
BASF	22,1	20,3
Daimler	18,8	19,3

Quelle: Willis Towers Watson

In der letzten Septemberwoche stützte die Welthandelsorganisation (WTO) ihre Wachstumsvoraussagen für den Welthandel signifikant. Für das Jahr 2016 sagt man jetzt ein Wachstum von nur 1,7% (nach 2,8% im April) voraus und für 2017 schätzt man ein Volumenwachstum von 1,8 – 3,1% (vorher 3,6%). Der Generaldirektor der Organisation sprach von einem Weckruf und der Gefahr, dass diese Verlangsamung falsche politische Signale hervorrufen könnte. Länder mit merkbar sinkenden Importen sind die Vereinigten Staaten sowie Brasilien und China durch langsamere Wachstumsraten. Auch der internationale Währungsfonds (IMF) hat jüngst die besorgniserregende Verlangsamung des Welthandels herausgestellt. Zusammen mit den vermehrten Diskussionen zu den Freihandelsabkommen wird ein sinkendes Wirtschaftswachstum in vielen Ländern zu mehr Protektionismus und der Konsolidierung von Lieferketten führen. Dies ist eine signifikante Entwicklung für Deutschland, das seine Wirtschaftsleistung zu 50% aus dem Export zieht und für das die USA und China wichtige Handelspartner sind.

## Zu Renditen und Trendwenden

Der große Zufluss von Anlagegeldern in Multi-Asset-Fonds (Fonds, die in alle Anlageklassen investieren können) zeigt die Unsicherheit der Anleger angesichts Negativzinsen, volatiler Aktienmärkte und hohem Verschuldungsgrad von Staaten, Unternehmen und vielen Privathaushalten. Die hohen Bewertungen von Anleihen, und damit niedrige Renditen, haben Anlagekonzepte offensichtlich auf den Kopf gestellt, denn derzeit wird in Anleihen für Kursgewinne und in Aktien für laufende Erträge investiert. Auch auf den Kopf gestellt ist offensichtlich das Empfinden der Marktteilnehmer, wenn es um das zukünftige Zinsniveau geht: Hatte man vor zwei Jahren eine zehnjährige Bundesanleihe mit 2%iger Rendite aus Angst vor Zinssteigerungen verschmäht, greift man heute bei einer Rendite desselben Papiers von minus 0,2% beherzt zu, denn das Niedrigstzinsniveau muss ja ewig wäh-





ren, wenn die Zentralbanken selbst große Käufer auf den Anleihenmärkten sind. Die obige Abbildung<sup>1</sup> zeigt die Entwicklung des Wertpapierbestands in den Bilanzen der vier großen Zentralbanken der Industrieländer, der vielen als eine Ursache für die ungesunde Zinsentwicklung gilt.

So darf jedoch gefragt werden, wenn es wider Erwarten anders kommt. Einige Aspekte seien hier genannt, die zur Vorsicht im Anleihe segment mahnen. Steigende Zinsen können Ausdruck einer sich verbessernden Weltwirtschaft sein. Gerade weil die Anlegergemeinde diesbezüglich sehr skeptisch ist, könnte eine zwischenzeitliche Wachstumserholung auftreten. Auch wir sind der Meinung, dass die strukturellen Hemmnisse für ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum zu groß sind - was jedoch eine Zwischenerholung nicht ausschließt. Anzeichen dazu würden wir dann in einer zeitweilig höheren Aktienquote umsetzen.

Steigende Zinsen bedeuten fallende Anleihekurse, dabei sind die Kursverluste eines Papiers umso größer, je später die Anleihe fällig wird. Anleger, vor allem in ETFs und Investmentfonds, werden verkaufen wollen - aber wer wird in einer solchen Dynamik als Käufer auftreten? Dies könnte die Kursverluste weiter vergrößern. Plötzliche, starke Kurskorrekturen sind daher in diesem Segment nicht auszuschließen und müssen in der Portfolioaufstellung berücksichtigt werden.

## Märkte und Einschätzungen

Das laufende Jahr hat an den Finanzmärkten wiederholt starke Korrekturen gesehen, aber auch Zeiten, die mehr Ruhe ausstrahlten als vielleicht gerechtfertigt ist. Warum sind wir dieser Meinung? Viel wurde über die Gründe der Korrekturen Anfang des Jahres und Ende Juni geschrieben, aber wir halten diese Einschätzungen für wenig zutreffend. Der Grund liegt unseres Erachtens in einem ganz anderen Bereich: einer europäischen Bankenkrise.

Vielleicht sollte es nicht verwundern, dass erst in den letzten Wochen vermehrt zu diesem Thema publiziert wird – ist doch die Gesundheit der Banken das Herz unseres modernen Finanzsystems. Und so kommt man nicht umhin festzustellen, dass der europäische Patient schwer herz-



krank ist. Nicht nur der Kurs von Europas zweitgrößter Bank, der Deutschen Bank, zeigt den langfristigen Verfall des Finanzinstituts. Die nebenstehende Graphik datiert von Mitte August, so dass die dramatischen Veränderungen der letzten Wochen noch nicht dargestellt sind. Wichtig ist jedoch ein Signal: nicht nur die Deutsche Bank steckt in ernststen Schwierigkeiten und die Gerüchte im Markt, dass von staatlicher Seite mit

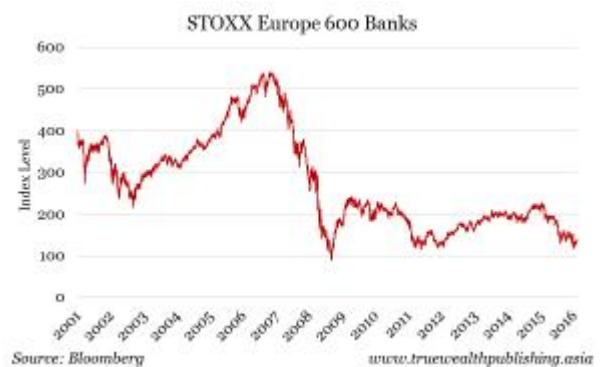
<sup>1</sup> aus Gary Shilling: "The Bond Rally of a Lifetime", INSIGHT Aug. 26<sup>th</sup>, 2016.



Worst-Case Szenarien geplant wird, lässt weitere Lasten auf den Steuerzahler absehbar erscheinen. Da die Deutsche Bank zu den weltweit zehn größten Banken zählt und die globale Vernetzung des Finanzwesens nie dagewesene Ausmaße angenommen hat, werden Probleme weltweit spürbar sein. Es ist aber ironisch, dass damit der „Musterknabe“ Deutschland unter Umständen als erstes Land nach Einführung der neuen EU-Regeln gezwungen sein wird, die Bank bei den mit Sicherheit zu Tage tretenden Schwierigkeiten zu retten. Man darf gespannt sein, zu welchen Lasten die europaweit festgelegte Eigenbeteiligung von Aktionären und Geldgebern, und damit auch Sparern der Bank, gehen wird. Man tut gut daran, die Grenze von € 100.000 bei wackelnden Instituten nicht zu überschreiten.

Damit nicht genug. Auch anderen europäischen Banken geht es nicht gut. So kann man den jüngsten Stresstest der europäischen Bankenaufsicht, dem wenig krisenrelevante Kriterien zugrunde lagen, als Beruhigungspille für den behandelnden Arzt bezeichnen. Gleichzeitig muss man sich über Führung und Aufsicht der italienischen Banken wundern, die zulässt, dass seine Banken Kredite vergeben, von denen derzeit 30% nicht mehr bedient werden. Italien ist systemrelevant für den Euro

und die Welt; nicht zuletzt da der Anleihemarkt Italiens der drittgrößte der Welt ist. Und die jetzt auf Dezember verschobenen Wahlen sind ein weiterer Grund, das Land im Auge zu behalten.



## Das Wesentliche

Nach einer ruhigen Sommerphase wirken die Kapitalmärkte anfällig angesichts der weiter zunehmenden geopolitischen, wirtschaftlichen und finanziellen globalen Spannungen. Es ist auffallend, dass einige Entwicklungen in den Kapitalmärkten gänzlich anders verlaufen, als die zugrundeliegenden Fakten es nahe legen. Beispielhaft ist die Stärke der japanischen Währung zu nennen, die in keiner Weise mit der heimischen Geld- und Finanzpolitik in Übereinstimmung gebracht werden kann. Diese Symptome legen unkonventionelles, kritisches Denken bei der Umsetzung von Anlagestrategien nahe, um den Anlageerfolg mittel- bis langfristig sicherzustellen. So können Marktverwerfungen für Anlageopportunitäten genutzt werden.

Es grüßt Sie das Team der Ars Pecuniae GmbH



5. OKTOBER 2016

## NOTIZEN ZUM III. QUARTAL 2016

Zusätzlich zum Reporting erhalten Sie mit diesen Anlagenotizen Informationen zu Vermögensanlagen, Anlagephilosophien oder Branchen, die wir interessant finden und die Sie hoffentlich bereichern. In unseren regelmäßigen Gesprächen können wir dies gerne vertiefen.

Nach einem nervös zu Ende gegangenen Juni gingen die Kapitalmärkte im dritten Quartal in die Sommerpause. Die Aktienmärkte hatten sich innerhalb von drei Wochen vom Brexit-Schock erholt, so dass sich Kursschwankungen danach sehr in Grenzen hielten. Der amerikanische Aktienmarkt, traditionell weniger schwankungsintensiv als der DAX oder die europäischen Märkte generell, konnte sogar einen 80-jährigen Rekord einstellen: mehr als 40 Tage lang, d.h. acht Wochen, schwankten die US-Kurse nicht mehr als ein Prozent täglich. Offensichtlich ging die Anlegergemeinschaft schnell zum Tagesgeschäft über – oder aber selbst in die erwähnte Sommerpause. Mit Ausnahme eines noch Ende Juni stark schwächelnden britischen Pfund, das sich aber seit Juli bis in die letzten Tage hinein relativ konstant auf niedrigem Niveau hielt, war auch auf der Währungsseite nicht viel zu berichten. Interessanter verhielten sich die langlaufenden Staatsanleihen, sowohl in Deutschland als auch in den Vereinigten Staaten. Zum ersten Mal seit Mai 2015 konnte in der ersten Septemberhälfte eine merkbare Gegenbewegung zu den vorher stark fallenden Renditen verzeichnet werden. Wie wir in unseren letzten Informationen ausführten, halten wir diese Entwicklung für einen Teil der sich langsam abzeichnenden Bodenbildung nach 35 Jahren fallenden Zinsen. Sollte sich dies manifestieren, wird sich das Kapitalumfeld stark verändern.

### Statistiksplitter

Eine aktuelle Studie von EY (Ernst & Young) hat festgestellt, dass im ersten Halbjahr 2016 eine ungewöhnlich hohe Anzahl von im deutschen Prime Standard notierten Unternehmen (26 von 305 notierten Werten) ihre Umsatz- und Gewinnprognosen zurücknehmen mussten. Da traditionell solche Gewinnwarnungen vermehrt im zweiten Halbjahr erfolgen, erwartet man für das Jahr 2016 insgesamt eine weitaus höhere Anzahl von Ergebnissen, die nicht den Erwartungen von Management und Analysten entsprechen. Die Unternehmensberater führen dies auf wirtschaftliche und politische Turbulenzen sowie den starken Euro zurück. Die vielfach starke Konzentration deutscher Anleger auf heimatische Werte könnte in diesem Umfeld einer guten Wertentwicklung entgegenstehen.

Die Niedrigzinsen sind Gift für die Altersversorgung, und so auch für Pensionskassen. Der Unternehmensberater Willis Tower Watson stellte jetzt fest, dass das Gesamtvermögen der 300 größten Pensionseinrichtungen der Welt im Jahr 2015 um 3,4 Prozent auf 14,8 Billionen US-Dollar



schrumpfte. Auch die deutschen Versorgungseinrichtungen blieben nicht verschont, bei den größten Versorgungswerken verzeichnete man Rückgänge zwischen 8% bis bestenfalls 2,5%. In dem Report wurde betont, dass die deutsche Situation nicht nur durch das Zinsniveau, sondern durch strenge regulatorische und steuerliche Vorschriften verschärft wird.

**Deutsche Pensionskassen** Unter den größten Einrichtungen finden sich auch Konzern-Versorgungswerke

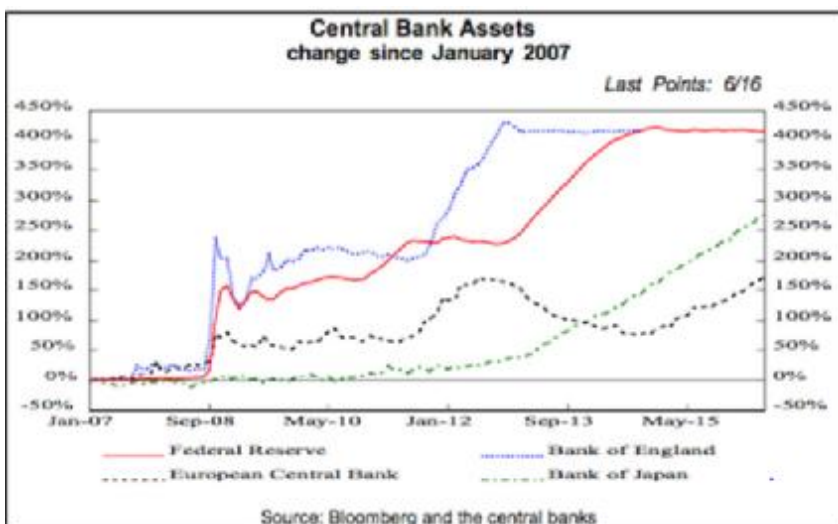
Name	Vermögen in Mrd. US-\$	
	2015	2014
Bay. Versorgungskammer	71,3	75,0
BVV	28,1	30,4
VBL	23,2	25,0
BASF	22,1	20,3
Daimler	18,8	19,3

Quelle: Willis Towers Watson

In der letzten Septemberwoche stützte die Welthandelsorganisation (WTO) ihre Wachstumsvoraussagen für den Welthandel signifikant. Für das Jahr 2016 sagt man jetzt ein Wachstum von nur 1,7% (nach 2,8% im April) voraus und für 2017 schätzt man ein Volumenwachstum von 1,8 – 3,1% (vorher 3,6%). Der Generaldirektor der Organisation sprach von einem Weckruf und der Gefahr, dass diese Verlangsamung falsche politische Signale hervorrufen könnte. Länder mit merkbar sinkenden Importen sind die Vereinigten Staaten sowie Brasilien und China durch langsamere Wachstumsraten. Auch der internationale Währungsfonds (IMF) hat jüngst die besorgniserregende Verlangsamung des Welthandels herausgestellt. Zusammen mit den vermehrten Diskussionen zu den Freihandelsabkommen wird ein sinkendes Wirtschaftswachstum in vielen Ländern zu mehr Protektionismus und der Konsolidierung von Lieferketten führen. Dies ist eine signifikante Entwicklung für Deutschland, das seine Wirtschaftsleistung zu 50% aus dem Export zieht und für das die USA und China wichtige Handelspartner sind.

## Zu Renditen und Trendwenden

Der große Zufluss von Anlagegeldern in Multi-Asset-Fonds (Fonds, die in alle Anlageklassen investieren können) zeigt die Unsicherheit der Anleger angesichts Negativzinsen, volatiler Aktienmärkte und hohem Verschuldungsgrad von Staaten, Unternehmen und vielen Privathaushalten. Die hohen Bewertungen von Anleihen, und damit niedrige Renditen, haben Anlagekonzepte offensichtlich auf den Kopf gestellt, denn derzeit wird in Anleihen für Kursgewinne und in Aktien für laufende Erträge investiert. Auch auf den Kopf gestellt ist offensichtlich das Empfinden der Marktteilnehmer, wenn es um das zukünftige Zinsniveau geht: Hatte man vor zwei Jahren eine zehnjährige Bundesanleihe mit 2%iger Rendite aus Angst vor Zinssteigerungen verschmäht, greift man heute bei einer Rendite desselben Papiers von minus 0,2% beherzt zu, denn das Niedrigstzinsniveau muss ja ewig wäh-





ren, wenn die Zentralbanken selbst große Käufer auf den Anleihenmärkten sind. Die obige Abbildung<sup>1</sup> zeigt die Entwicklung des Wertpapierbestands in den Bilanzen der vier großen Zentralbanken der Industrieländer, der vielen als eine Ursache für die ungesunde Zinsentwicklung gilt.

So darf jedoch gefragt werden, wenn es wider Erwarten anders kommt. Einige Aspekte seien hier genannt, die zur Vorsicht im Anleihe segment mahnen. Steigende Zinsen können Ausdruck einer sich verbessernden Weltwirtschaft sein. Gerade weil die Anlegergemeinde diesbezüglich sehr skeptisch ist, könnte eine zwischenzeitliche Wachstumserholung auftreten. Auch wir sind der Meinung, dass die strukturellen Hemmnisse für ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum zu groß sind - was jedoch eine Zwischenerholung nicht ausschließt. Anzeichen dazu würden wir dann in einer zeitweilig höheren Aktienquote umsetzen.

Steigende Zinsen bedeuten fallende Anleihekurse, dabei sind die Kursverluste eines Papiers umso größer, je später die Anleihe fällig wird. Anleger, vor allem in ETFs und Investmentfonds, werden verkaufen wollen - aber wer wird in einer solchen Dynamik als Käufer auftreten? Dies könnte die Kursverluste weiter vergrößern. Plötzliche, starke Kurskorrekturen sind daher in diesem Segment nicht auszuschließen und müssen in der Portfolioaufstellung berücksichtigt werden.

## Märkte und Einschätzungen

Das laufende Jahr hat an den Finanzmärkten wiederholt starke Korrekturen gesehen, aber auch Zeiten, die mehr Ruhe ausstrahlten als vielleicht gerechtfertigt ist. Warum sind wir dieser Meinung? Viel wurde über die Gründe der Korrekturen Anfang des Jahres und Ende Juni geschrieben, aber wir halten diese Einschätzungen für wenig zutreffend. Der Grund liegt unseres Erachtens in einem ganz anderen Bereich: einer europäischen Bankenkrise.

Vielleicht sollte es nicht verwundern, dass erst in den letzten Wochen vermehrt zu diesem Thema publiziert wird – ist doch die Gesundheit der Banken das Herz unseres modernen Finanzsystems. Und so kommt man nicht umhin festzustellen, dass der europäische Patient schwer herz-



krank ist. Nicht nur der Kurs von Europas zweitgrößter Bank, der Deutschen Bank, zeigt den langfristigen Verfall des Finanzinstituts. Die nebenstehende Graphik datiert von Mitte August, so dass die dramatischen Veränderungen der letzten Wochen noch nicht dargestellt sind. Wichtig ist jedoch ein Signal: nicht nur die Deutsche Bank steckt in ernststen Schwierigkeiten und die Gerüchte im Markt, dass von staatlicher Seite mit

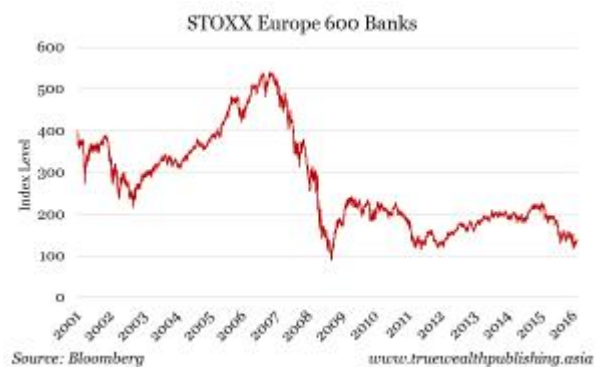
<sup>1</sup> aus Gary Shilling: "The Bond Rally of a Lifetime", INSIGHT Aug. 26<sup>th</sup>, 2016.



Worst-Case Szenarien geplant wird, lässt weitere Lasten auf den Steuerzahler absehbar erscheinen. Da die Deutsche Bank zu den weltweit zehn größten Banken zählt und die globale Vernetzung des Finanzwesens nie dagewesene Ausmaße angenommen hat, werden Probleme weltweit spürbar sein. Es ist aber ironisch, dass damit der „Musterknabe“ Deutschland unter Umständen als erstes Land nach Einführung der neuen EU-Regeln gezwungen sein wird, die Bank bei den mit Sicherheit zu Tage tretenden Schwierigkeiten zu retten. Man darf gespannt sein, zu welchen Lasten die europaweit festgelegte Eigenbeteiligung von Aktionären und Geldgebern, und damit auch Sparern der Bank, gehen wird. Man tut gut daran, die Grenze von € 100.000 bei wackelnden Instituten nicht zu überschreiten.

Damit nicht genug. Auch anderen europäischen Banken geht es nicht gut. So kann man den jüngsten Stresstest der europäischen Bankenaufsicht, dem wenig krisenrelevante Kriterien zugrunde lagen, als Beruhigungspille für den behandelnden Arzt bezeichnen. Gleichzeitig muss man sich über Führung und Aufsicht der italienischen Banken wundern, die zulässt, dass seine Banken Kredite vergeben, von denen derzeit 30% nicht mehr bedient werden. Italien ist systemrelevant für den Euro

und die Welt; nicht zuletzt da der Anleihemarkt Italiens der drittgrößte der Welt ist. Und die jetzt auf Dezember verschobenen Wahlen sind ein weiterer Grund, das Land im Auge zu behalten.



## Das Wesentliche

Nach einer ruhigen Sommerphase wirken die Kapitalmärkte anfällig angesichts der weiter zunehmenden geopolitischen, wirtschaftlichen und finanziellen globalen Spannungen. Es ist auffallend, dass einige Entwicklungen in den Kapitalmärkten gänzlich anders verlaufen, als die zugrundeliegenden Fakten es nahe legen. Beispielhaft ist die Stärke der japanischen Währung zu nennen, die in keiner Weise mit der heimischen Geld- und Finanzpolitik in Übereinstimmung gebracht werden kann. Diese Symptome legen unkonventionelles, kritisches Denken bei der Umsetzung von Anlagestrategien nahe, um den Anlageerfolg mittel- bis langfristig sicherzustellen. So können Marktverwerfungen für Anlageopportunitäten genutzt werden.

Es grüßt Sie das Team der Ars Pecuniae GmbH





5. OKTOBER 2016

## NOTIZEN ZUM III. QUARTAL 2016

Zusätzlich zum Reporting erhalten Sie mit diesen Anlagenotizen Informationen zu Vermögensanlagen, Anlagephilosophien oder Branchen, die wir interessant finden und die Sie hoffentlich bereichern. In unseren regelmäßigen Gesprächen können wir dies gerne vertiefen.

Nach einem nervös zu Ende gegangenen Juni gingen die Kapitalmärkte im dritten Quartal in die Sommerpause. Die Aktienmärkte hatten sich innerhalb von drei Wochen vom Brexit-Schock erholt, so dass sich Kursschwankungen danach sehr in Grenzen hielten. Der amerikanische Aktienmarkt, traditionell weniger schwankungsintensiv als der DAX oder die europäischen Märkte generell, konnte sogar einen 80-jährigen Rekord einstellen: mehr als 40 Tage lang, d.h. acht Wochen, schwankten die US-Kurse nicht mehr als ein Prozent täglich. Offensichtlich ging die Anlegergemeinschaft schnell zum Tagesgeschäft über – oder aber selbst in die erwähnte Sommerpause. Mit Ausnahme eines noch Ende Juni stark schwächelnden britischen Pfund, das sich aber seit Juli bis in die letzten Tage hinein relativ konstant auf niedrigem Niveau hielt, war auch auf der Währungsseite nicht viel zu berichten. Interessanter verhielten sich die langlaufenden Staatsanleihen, sowohl in Deutschland als auch in den Vereinigten Staaten. Zum ersten Mal seit Mai 2015 konnte in der ersten Septemberhälfte eine merkbare Gegenbewegung zu den vorher stark fallenden Renditen verzeichnet werden. Wie wir in unseren letzten Informationen ausführten, halten wir diese Entwicklung für einen Teil der sich langsam abzeichnenden Bodenbildung nach 35 Jahren fallenden Zinsen. Sollte sich dies manifestieren, wird sich das Kapitalumfeld stark verändern.

### Statistiksplitter

Eine aktuelle Studie von EY (Ernst & Young) hat festgestellt, dass im ersten Halbjahr 2016 eine ungewöhnlich hohe Anzahl von im deutschen Prime Standard notierten Unternehmen (26 von 305 notierten Werten) ihre Umsatz- und Gewinnprognosen zurücknehmen mussten. Da traditionell solche Gewinnwarnungen vermehrt im zweiten Halbjahr erfolgen, erwartet man für das Jahr 2016 insgesamt eine weitaus höhere Anzahl von Ergebnissen, die nicht den Erwartungen von Management und Analysten entsprechen. Die Unternehmensberater führen dies auf wirtschaftliche und politische Turbulenzen sowie den starken Euro zurück. Die vielfach starke Konzentration deutscher Anleger auf heimatische Werte könnte in diesem Umfeld einer guten Wertentwicklung entgegenstehen.

Die Niedrigzinsen sind Gift für die Altersversorgung, und so auch für Pensionskassen. Der Unternehmensberater Willis Tower Watson stellte jetzt fest, dass das Gesamtvermögen der 300 größten Pensionseinrichtungen der Welt im Jahr 2015 um 3,4 Prozent auf 14,8 Billionen US-Dollar



schrumpfte. Auch die deutschen Versorgungseinrichtungen blieben nicht verschont, bei den größten Versorgungswerken verzeichnete man Rückgänge zwischen 8% bis bestenfalls 2,5%. In dem Report wurde betont, dass die deutsche Situation nicht nur durch das Zinsniveau, sondern durch strenge regulatorische und steuerliche Vorschriften verschärft wird.

**Deutsche Pensionskassen** Unter den größten Einrichtungen finden sich auch Konzern-Versorgungswerke

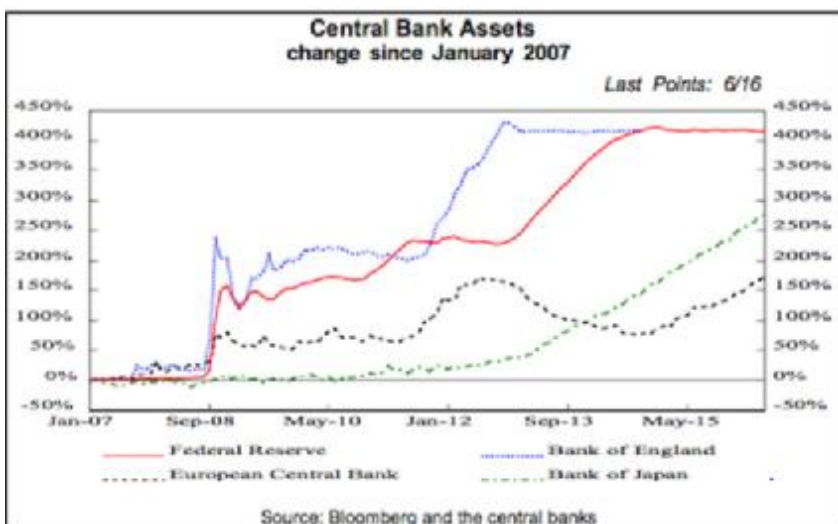
Name	Vermögen in Mrd. US-\$	
	2015	2014
Bay. Versorgungskammer	71,3	75,0
BVV	28,1	30,4
VBI	23,2	25,0
BASF	22,1	20,3
Daimler	18,8	19,3

Quelle: Willis Towers Watson

In der letzten Septemberwoche stützte die Welthandelsorganisation (WTO) ihre Wachstumsvoraussagen für den Welthandel signifikant. Für das Jahr 2016 sagt man jetzt ein Wachstum von nur 1,7% (nach 2,8% im April) voraus und für 2017 schätzt man ein Volumenwachstum von 1,8 – 3,1% (vorher 3,6%). Der Generaldirektor der Organisation sprach von einem Weckruf und der Gefahr, dass diese Verlangsamung falsche politische Signale hervorrufen könnte. Länder mit merkbar sinkenden Importen sind die Vereinigten Staaten sowie Brasilien und China durch langsamere Wachstumsraten. Auch der internationale Währungsfonds (IMF) hat jüngst die besorgniserregende Verlangsamung des Welthandels herausgestellt. Zusammen mit den vermehrten Diskussionen zu den Freihandelsabkommen wird ein sinkendes Wirtschaftswachstum in vielen Ländern zu mehr Protektionismus und der Konsolidierung von Lieferketten führen. Dies ist eine signifikante Entwicklung für Deutschland, das seine Wirtschaftsleistung zu 50% aus dem Export zieht und für das die USA und China wichtige Handelspartner sind.

## Zu Renditen und Trendwenden

Der große Zufluss von Anlagegeldern in Multi-Asset-Fonds (Fonds, die in alle Anlageklassen investieren können) zeigt die Unsicherheit der Anleger angesichts Negativzinsen, volatiler Aktienmärkte und hohem Verschuldungsgrad von Staaten, Unternehmen und vielen Privathaushalten. Die hohen Bewertungen von Anleihen, und damit niedrige Renditen, haben Anlagekonzepte offensichtlich auf den Kopf gestellt, denn derzeit wird in Anleihen für Kursgewinne und in Aktien für laufende Erträge investiert. Auch auf den Kopf gestellt ist offensichtlich das Empfinden der Marktteilnehmer, wenn es um das zukünftige Zinsniveau geht: Hatte man vor zwei Jahren eine zehnjährige Bundesanleihe mit 2%iger Rendite aus Angst vor Zinssteigerungen verschmäht, greift man heute bei einer Rendite desselben Papiers von minus 0,2% beherzt zu, denn das Niedrigstzinsniveau muss ja ewig wäh-





ren, wenn die Zentralbanken selbst große Käufer auf den Anleihenmärkten sind. Die obige Abbildung<sup>1</sup> zeigt die Entwicklung des Wertpapierbestands in den Bilanzen der vier großen Zentralbanken der Industrieländer, der vielen als eine Ursache für die ungesunde Zinsentwicklung gilt.

So darf jedoch gefragt werden, wenn es wider Erwarten anders kommt. Einige Aspekte seien hier genannt, die zur Vorsicht im Anleihe segment mahnen. Steigende Zinsen können Ausdruck einer sich verbessernden Weltwirtschaft sein. Gerade weil die Anlegergemeinde diesbezüglich sehr skeptisch ist, könnte eine zwischenzeitliche Wachstumserholung auftreten. Auch wir sind der Meinung, dass die strukturellen Hemmnisse für ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum zu groß sind - was jedoch eine Zwischenerholung nicht ausschließt. Anzeichen dazu würden wir dann in einer zeitweilig höheren Aktienquote umsetzen.

Steigende Zinsen bedeuten fallende Anleihekurse, dabei sind die Kursverluste eines Papiers umso größer, je später die Anleihe fällig wird. Anleger, vor allem in ETFs und Investmentfonds, werden verkaufen wollen - aber wer wird in einer solchen Dynamik als Käufer auftreten? Dies könnte die Kursverluste weiter vergrößern. Plötzliche, starke Kurskorrekturen sind daher in diesem Segment nicht auszuschließen und müssen in der Portfolioaufstellung berücksichtigt werden.

## Märkte und Einschätzungen

Das laufende Jahr hat an den Finanzmärkten wiederholt starke Korrekturen gesehen, aber auch Zeiten, die mehr Ruhe ausstrahlten als vielleicht gerechtfertigt ist. Warum sind wir dieser Meinung? Viel wurde über die Gründe der Korrekturen Anfang des Jahres und Ende Juni geschrieben, aber wir halten diese Einschätzungen für wenig zutreffend. Der Grund liegt unseres Erachtens in einem ganz anderen Bereich: einer europäischen Bankenkrise.

Vielleicht sollte es nicht verwundern, dass erst in den letzten Wochen vermehrt zu diesem Thema publiziert wird – ist doch die Gesundheit der Banken das Herz unseres modernen Finanzsystems. Und so kommt man nicht umhin festzustellen, dass der europäische Patient schwer herz-



krank ist. Nicht nur der Kurs von Europas zweitgrößter Bank, der Deutschen Bank, zeigt den langfristigen Verfall des Finanzinstituts. Die nebenstehende Graphik datiert von Mitte August, so dass die dramatischen Veränderungen der letzten Wochen noch nicht dargestellt sind. Wichtig ist jedoch ein Signal: nicht nur die Deutsche Bank steckt in ernststen Schwierigkeiten und die Gerüchte im Markt, dass von staatlicher Seite mit

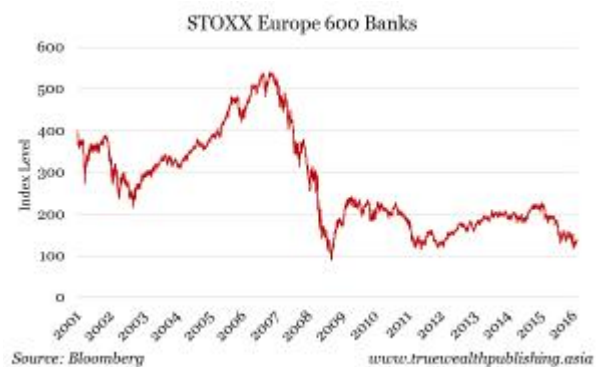
<sup>1</sup> aus Gary Shilling: "The Bond Rally of a Lifetime", INSIGHT Aug. 26<sup>th</sup>, 2016.



Worst-Case Szenarien geplant wird, lässt weitere Lasten auf den Steuerzahler absehbar erscheinen. Da die Deutsche Bank zu den weltweit zehn größten Banken zählt und die globale Vernetzung des Finanzwesens nie dagewesene Ausmaße angenommen hat, werden Probleme weltweit spürbar sein. Es ist aber ironisch, dass damit der „Musterknabe“ Deutschland unter Umständen als erstes Land nach Einführung der neuen EU-Regeln gezwungen sein wird, die Bank bei den mit Sicherheit zu Tage tretenden Schwierigkeiten zu retten. Man darf gespannt sein, zu welchen Lasten die europaweit festgelegte Eigenbeteiligung von Aktionären und Geldgebern, und damit auch Sparern der Bank, gehen wird. Man tut gut daran, die Grenze von € 100.000 bei wackelnden Instituten nicht zu überschreiten.

Damit nicht genug. Auch anderen europäischen Banken geht es nicht gut. So kann man den jüngsten Stresstest der europäischen Bankenaufsicht, dem wenig krisenrelevante Kriterien zugrunde lagen, als Beruhigungspille für den behandelnden Arzt bezeichnen. Gleichzeitig muss man sich über Führung und Aufsicht der italienischen Banken wundern, die zulässt, dass seine Banken Kredite vergeben, von denen derzeit 30% nicht mehr bedient werden. Italien ist systemrelevant für den Euro

und die Welt; nicht zuletzt da der Anleihemarkt Italiens der drittgrößte der Welt ist. Und die jetzt auf Dezember verschobenen Wahlen sind ein weiterer Grund, das Land im Auge zu behalten.



## Das Wesentliche

Nach einer ruhigen Sommerphase wirken die Kapitalmärkte anfällig angesichts der weiter zunehmenden geopolitischen, wirtschaftlichen und finanziellen globalen Spannungen. Es ist auffallend, dass einige Entwicklungen in den Kapitalmärkten gänzlich anders verlaufen, als die zugrundeliegenden Fakten es nahe legen. Beispielhaft ist die Stärke der japanischen Währung zu nennen, die in keiner Weise mit der heimischen Geld- und Finanzpolitik in Übereinstimmung gebracht werden kann. Diese Symptome legen unkonventionelles, kritisches Denken bei der Umsetzung von Anlagestrategien nahe, um den Anlageerfolg mittel- bis langfristig sicherzustellen. So können Marktverwerfungen für Anlageopportunitäten genutzt werden.

Es grüßt Sie das Team der Ars Pecuniae GmbH



5. OKTOBER 2016

## NOTIZEN ZUM III. QUARTAL 2016

Zusätzlich zum Reporting erhalten Sie mit diesen Anlagenotizen Informationen zu Vermögensanlagen, Anlagephilosophien oder Branchen, die wir interessant finden und die Sie hoffentlich bereichern. In unseren regelmäßigen Gesprächen können wir dies gerne vertiefen.

Nach einem nervös zu Ende gegangenen Juni gingen die Kapitalmärkte im dritten Quartal in die Sommerpause. Die Aktienmärkte hatten sich innerhalb von drei Wochen vom Brexit-Schock erholt, so dass sich Kursschwankungen danach sehr in Grenzen hielten. Der amerikanische Aktienmarkt, traditionell weniger schwankungsintensiv als der DAX oder die europäischen Märkte generell, konnte sogar einen 80-jährigen Rekord einstellen: mehr als 40 Tage lang, d.h. acht Wochen, schwankten die US-Kurse nicht mehr als ein Prozent täglich. Offensichtlich ging die Anlegergemeinschaft schnell zum Tagesgeschäft über – oder aber selbst in die erwähnte Sommerpause. Mit Ausnahme eines noch Ende Juni stark schwächelnden britischen Pfund, das sich aber seit Juli bis in die letzten Tage hinein relativ konstant auf niedrigem Niveau hielt, war auch auf der Währungsseite nicht viel zu berichten. Interessanter verhielten sich die langlaufenden Staatsanleihen, sowohl in Deutschland als auch in den Vereinigten Staaten. Zum ersten Mal seit Mai 2015 konnte in der ersten Septemberhälfte eine merkbare Gegenbewegung zu den vorher stark fallenden Renditen verzeichnet werden. Wie wir in unseren letzten Informationen ausführten, halten wir diese Entwicklung für einen Teil der sich langsam abzeichnenden Bodenbildung nach 35 Jahren fallenden Zinsen. Sollte sich dies manifestieren, wird sich das Kapitalumfeld stark verändern.

### Statistiksplitter

Eine aktuelle Studie von EY (Ernst & Young) hat festgestellt, dass im ersten Halbjahr 2016 eine ungewöhnlich hohe Anzahl von im deutschen Prime Standard notierten Unternehmen (26 von 305 notierten Werten) ihre Umsatz- und Gewinnprognosen zurücknehmen mussten. Da traditionell solche Gewinnwarnungen vermehrt im zweiten Halbjahr erfolgen, erwartet man für das Jahr 2016 insgesamt eine weitaus höhere Anzahl von Ergebnissen, die nicht den Erwartungen von Management und Analysten entsprechen. Die Unternehmensberater führen dies auf wirtschaftliche und politische Turbulenzen sowie den starken Euro zurück. Die vielfach starke Konzentration deutscher Anleger auf heimatische Werte könnte in diesem Umfeld einer guten Wertentwicklung entgegenstehen.

Die Niedrigzinsen sind Gift für die Altersversorgung, und so auch für Pensionskassen. Der Unternehmensberater Willis Tower Watson stellte jetzt fest, dass das Gesamtvermögen der 300 größten Pensionseinrichtungen der Welt im Jahr 2015 um 3,4 Prozent auf 14,8 Billionen US-Dollar



schrumpfte. Auch die deutschen Versorgungseinrichtungen blieben nicht verschont, bei den größten Versorgungswerken verzeichnete man Rückgänge zwischen 8% bis bestenfalls 2,5%. In dem Report wurde betont, dass die deutsche Situation nicht nur durch das Zinsniveau, sondern durch strenge regulatorische und steuerliche Vorschriften verschärft wird.

**Deutsche Pensionskassen** Unter den größten Einrichtungen finden sich auch Konzern-Versorgungswerke

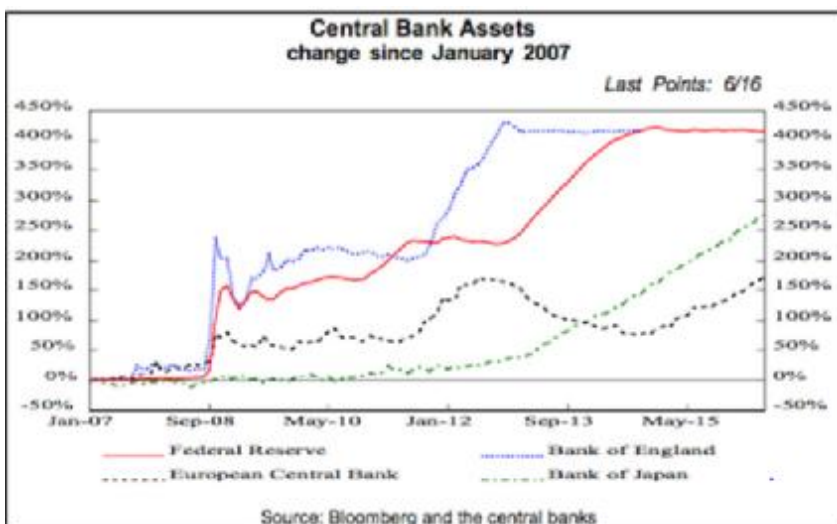
Name	Vermögen in Mrd. US-\$	
	2015	2014
Bay. Versorgungskammer	71,3	75,0
BVV	28,1	30,4
VBI	23,2	25,0
BASF	22,1	20,3
Daimler	18,8	19,3

Quelle: Willis Towers Watson

In der letzten Septemberwoche stützte die Welthandelsorganisation (WTO) ihre Wachstumsvoraussagen für den Welthandel signifikant. Für das Jahr 2016 sagt man jetzt ein Wachstum von nur 1,7% (nach 2,8% im April) voraus und für 2017 schätzt man ein Volumenwachstum von 1,8 – 3,1% (vorher 3,6%). Der Generaldirektor der Organisation sprach von einem Weckruf und der Gefahr, dass diese Verlangsamung falsche politische Signale hervorrufen könnte. Länder mit merkbar sinkenden Importen sind die Vereinigten Staaten sowie Brasilien und China durch langsamere Wachstumsraten. Auch der internationale Währungsfonds (IMF) hat jüngst die besorgniserregende Verlangsamung des Welthandels herausgestellt. Zusammen mit den vermehrten Diskussionen zu den Freihandelsabkommen wird ein sinkendes Wirtschaftswachstum in vielen Ländern zu mehr Protektionismus und der Konsolidierung von Lieferketten führen. Dies ist eine signifikante Entwicklung für Deutschland, das seine Wirtschaftsleistung zu 50% aus dem Export zieht und für das die USA und China wichtige Handelspartner sind.

## Zu Renditen und Trendwenden

Der große Zufluss von Anlagegeldern in Multi-Asset-Fonds (Fonds, die in alle Anlageklassen investieren können) zeigt die Unsicherheit der Anleger angesichts Negativzinsen, volatiler Aktienmärkte und hohem Verschuldungsgrad von Staaten, Unternehmen und vielen Privathaushalten. Die hohen Bewertungen von Anleihen, und damit niedrige Renditen, haben Anlagekonzepte offensichtlich auf den Kopf gestellt, denn derzeit wird in Anleihen für Kursgewinne und in Aktien für laufende Erträge investiert. Auch auf den Kopf gestellt ist offensichtlich das Empfinden der Marktteilnehmer, wenn es um das zukünftige Zinsniveau geht: Hatte man vor zwei Jahren eine zehnjährige Bundesanleihe mit 2%iger Rendite aus Angst vor Zinssteigerungen verschmäht, greift man heute bei einer Rendite desselben Papiers von minus 0,2% beherzt zu, denn das Niedrigstzinsniveau muss ja ewig wäh-





ren, wenn die Zentralbanken selbst große Käufer auf den Anleihenmärkten sind. Die obige Abbildung<sup>1</sup> zeigt die Entwicklung des Wertpapierbestands in den Bilanzen der vier großen Zentralbanken der Industrieländer, der vielen als eine Ursache für die ungesunde Zinsentwicklung gilt.

So darf jedoch gefragt werden, wenn es wider Erwarten anders kommt. Einige Aspekte seien hier genannt, die zur Vorsicht im Anleihe-segment mahnen. Steigende Zinsen können Ausdruck einer sich verbessernden Weltwirtschaft sein. Gerade weil die Anleger-gemeinde diesbezüglich sehr skeptisch ist, könnte eine zwischenzeitliche Wachstumserholung auftreten. Auch wir sind der Meinung, dass die strukturellen Hemmnisse für ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum zu groß sind - was jedoch eine Zwischenerholung nicht ausschließt. Anzeichen dazu würden wir dann in einer zeitweilig höheren Aktienquote umsetzen.

Steigende Zinsen bedeuten fallende Anleihekurse, dabei sind die Kursverluste eines Papiers umso größer, je später die Anleihe fällig wird. Anleger, vor allem in ETFs und Investmentfonds, werden verkaufen wollen - aber wer wird in einer solchen Dynamik als Käufer auftreten? Dies könnte die Kursverluste weiter vergrößern. Plötzliche, starke Kurskorrekturen sind daher in diesem Segment nicht auszuschließen und müssen in der Portfolioaufstellung berücksichtigt werden.

## Märkte und Einschätzungen

Das laufende Jahr hat an den Finanzmärkten wiederholt starke Korrekturen gesehen, aber auch Zeiten, die mehr Ruhe ausstrahlten als vielleicht gerechtfertigt ist. Warum sind wir dieser Meinung? Viel wurde über die Gründe der Korrekturen Anfang des Jahres und Ende Juni geschrieben, aber wir halten diese Einschätzungen für wenig zutreffend. Der Grund liegt unseres Erachtens in einem ganz anderen Bereich: einer europäischen Bankenkrise.

Vielleicht sollte es nicht verwundern, dass erst in den letzten Wochen vermehrt zu diesem Thema publiziert wird – ist doch die Gesundheit der Banken das Herz unseres modernen Finanzsystems. Und so kommt man nicht umhin festzustellen, dass der europäische Patient schwer herz-



krank ist. Nicht nur der Kurs von Europas zweitgrößter Bank, der Deutschen Bank, zeigt den langfristigen Verfall des Finanzinstituts. Die nebenstehende Graphik datiert von Mitte August, so dass die dramatischen Veränderungen der letzten Wochen noch nicht dargestellt sind. Wichtig ist jedoch ein Signal: nicht nur die Deutsche Bank steckt in ernststen Schwierigkeiten und die Gerüchte im Markt, dass von staatlicher Seite mit

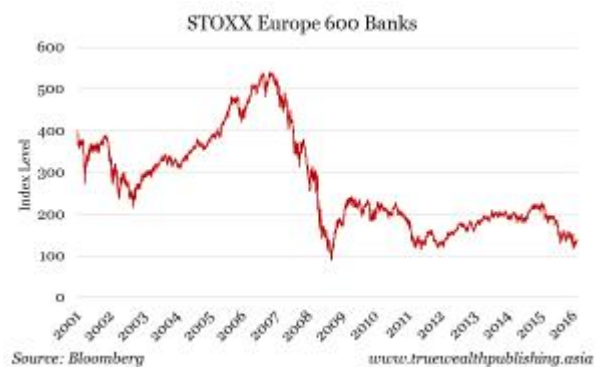
<sup>1</sup> aus Gary Shilling: "The Bond Rally of a Lifetime", INSIGHT Aug. 26<sup>th</sup>, 2016.



Worst-Case Szenarien geplant wird, lässt weitere Lasten auf den Steuerzahler absehbar erscheinen. Da die Deutsche Bank zu den weltweit zehn größten Banken zählt und die globale Vernetzung des Finanzwesens nie dagewesene Ausmaße angenommen hat, werden Probleme weltweit spürbar sein. Es ist aber ironisch, dass damit der „Musterknabe“ Deutschland unter Umständen als erstes Land nach Einführung der neuen EU-Regeln gezwungen sein wird, die Bank bei den mit Sicherheit zu Tage tretenden Schwierigkeiten zu retten. Man darf gespannt sein, zu welchen Lasten die europaweit festgelegte Eigenbeteiligung von Aktionären und Geldgebern, und damit auch Sparern der Bank, gehen wird. Man tut gut daran, die Grenze von € 100.000 bei wackelnden Instituten nicht zu überschreiten.

Damit nicht genug. Auch anderen europäischen Banken geht es nicht gut. So kann man den jüngsten Stresstest der europäischen Bankenaufsicht, dem wenig krisenrelevante Kriterien zugrunde lagen, als Beruhigungspille für den behandelnden Arzt bezeichnen. Gleichzeitig muss man sich über Führung und Aufsicht der italienischen Banken wundern, die zulässt, dass seine Banken Kredite vergeben, von denen derzeit 30% nicht mehr bedient werden. Italien ist systemrelevant für den Euro

und die Welt; nicht zuletzt da der Anleihemarkt Italiens der drittgrößte der Welt ist. Und die jetzt auf Dezember verschobenen Wahlen sind ein weiterer Grund, das Land im Auge zu behalten.



## Das Wesentliche

Nach einer ruhigen Sommerphase wirken die Kapitalmärkte anfällig angesichts der weiter zunehmenden geopolitischen, wirtschaftlichen und finanziellen globalen Spannungen. Es ist auffallend, dass einige Entwicklungen in den Kapitalmärkten gänzlich anders verlaufen, als die zugrundeliegenden Fakten es nahe legen. Beispielhaft ist die Stärke der japanischen Währung zu nennen, die in keiner Weise mit der heimischen Geld- und Finanzpolitik in Übereinstimmung gebracht werden kann. Diese Symptome legen unkonventionelles, kritisches Denken bei der Umsetzung von Anlagestrategien nahe, um den Anlageerfolg mittel- bis langfristig sicherzustellen. So können Marktverwerfungen für Anlageopportunitäten genutzt werden.

Es grüßt Sie das Team der Ars Pecuniae GmbH