



10. OKTOBER 2017

NOTIZEN ZUM III. QUARTAL 2017

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

Man kann als distanzierter Beobachter nicht drum herum kommen, die Entwicklungen an den Aktienmärkten auf einen Rauschzustand zurückzuführen. Wenngleich wir die Marihuana-Industrie als eine zukunftsversprechende Vermögensanlage sehen, und eine Vielzahl der Entwicklungen auch mit dem niedrigen Zinsniveau begründet werden können, haben uns die letzten Wochen zu vermehrter Vorsicht bewogen. Dies mag sich kurzfristig in weniger attraktiven Renditen bemerkbar machen, sollte sich aber mittelfristig auszahlen. Wir fragen uns zum Beispiel, worin die Logik besteht, dass die Aktienmärkte bei Katastrophen wie Hurrikane (USA), Erdbeben (Mexiko), mögliche atomare Auseinandersetzungen (Nordkorea) und zivile Unruhen (nicht nur in den USA, sondern z.B. auch in Deutschland und Spanien) neue Höchststände erklimmen. Und warum die Renditen bei europäischen Hochzinsanleihen, nicht zu Unrecht als Ramschanleihen bezeichnet, auf das Zinsniveau von amerikanischen Staatsanleihen gefallen sind – mehr dazu im Verlauf dieser Notizen. Nicht zuletzt zeigen die starken Währungsentwicklungen in diesem Jahr, dass diese Anlageklasse das Potential hat, mit mehr Dramatik aufzuwarten, wenn sie als Druckventil für die Exzesse an den Kapitalmärkten erhalten müssen. Auch hierzu haben wir einige Beobachten für Sie gesammelt. Bitte glauben Sie nicht, dass wir uns diesen interessanten Zeiten strategisch entziehen wollen. Das Gegenteil ist der Fall, denn wir glauben, dass sich dadurch interessante Gewinnchancen auf der Makroebene, d.h. den verschiedenen Märkten und Anlageklassen für sich, ergeben. Dies bringt manchmal sehr konträre Anlagethesen mit sich, die unsere Mandanten etwas verwundern mögen.

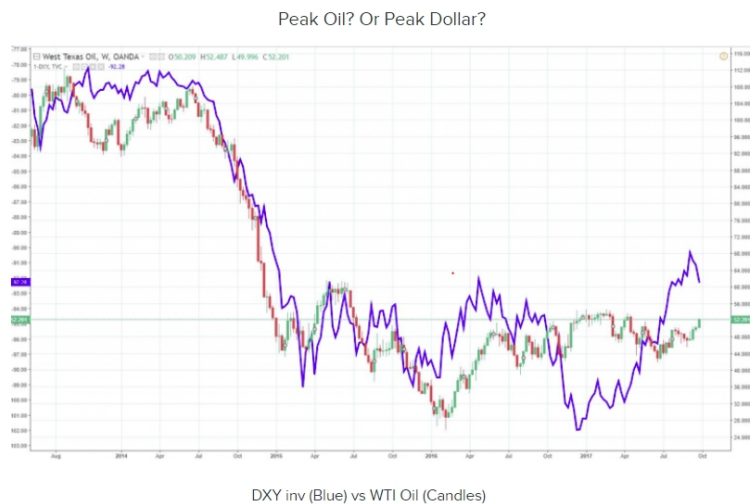
Öl und der US-Dollar

Der US-Dollar wird gemeinhin auch als Petro-Dollar bezeichnet, da er seinen Reservestatus nicht nur der amerikanischen Wirtschaftskraft, sondern auch seiner Funktion als Abwicklungsinstrument für den globalen Ölhandel verdankt. Diese Dominanz geht auf eine Vereinbarung der United States mit Saudi-Arabien zurück, in dem sich das Land, auch als Vorsitzender des OPEC-Kartells, in den 70er Jahren nach Zusammenbruch des Bretton Woods Systems zu diesen Abwicklungsmodalitäten verpflichtete. Geopolitisch, und dies als nicht unwichtige Nebenbemerkung, zeichnet sich ab, dass China ab dem nächsten Jahr einen Ölkontrakt in Shanghai zum Handel anbieten wird, der in Yuan abgewickelt wird. Um die Akzeptanz des Yuans als Zahlungsmittel zu erhöhen, wird man die Konvertierbarkeit in Gold ermöglichen. Wenn man bedenkt, dass der globale Ölmarkt ein Volumen von 1,7 Billionen USD hat, wird China hierfür ein



sehr erhebliches Volumen an Gold zur Verfügung stellen müssen¹. Darüber hinaus, und in diesem Zusammenhang wichtiger, können Länder wie Iran und Russland den US-Dollar umgehen und sich aus den Machtfängen der Vereinigten Staaten und dem US-Dollar Zahlungssystem SWIFT befreien.

Der Übergang wird sicherlich nicht innerhalb von 2-3 Jahren von statten gehen, aber dies könnte viele Preiszusammenhänge verändern. Denn die Bezugswährung der meisten Rohstoffe ist der US-Dollar: sinkt der Preis der amerikanischen Währung, steigen in der Regel die Kurse der Rohstoffe. Dies können Sie folgendem Chart zum Verhältnis des US-Dollars zum Öl seit Mitte 2013 entnehmen, der in Blau den handelsgewichteten US-Dollar invers, d.h. umgekehrt zeigt, während die grün-/rote Kerzenlinie den Preis des amerikanischen Schweröls, WTI, darstellt.



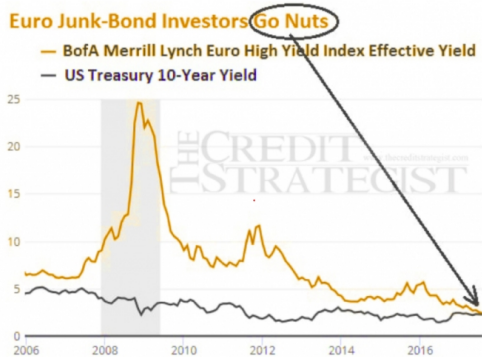
Die Graphik zeigt die Parallelentwicklung bis zum Jahresende 2016 sehr deutlich und viele Marktteilnehmer erwarten, dass der Ölpreis aus einer längeren Seitwärtsbewegung nach oben ausbrechen wird. Dies sollte eine weitere Abwertung des US-Dollars nach sich ziehen. Was aber, wenn die Erwartungen der Anleger nicht eintreffen? Regelmäßig kann man feststellen, dass starke Überzeugungen der Marktteilnehmer ad absurdum

geführt werden. Man begründet dieses Phänomen damit, dass schon alle Protagonisten dementsprechend positioniert sind und somit die weitere Nachfrage für eine Fortsetzung der Entwicklung fehlt. Wir gehen nicht zuletzt daher davon aus, dass die Energiepreise noch einmal stark korrigieren – und in diesem Zusammenhang auch der US-Dollar wieder erstarben wird. Es hat für uns den Anschein, dass das derzeitige Ölangebot weiter steigen wird, sobald Saudi-Arabien den Börsengang seiner staatlichen Ölgesellschaft Aramco erfolgreich über die Bühne gebracht hat. Denn es ist auch kein Ende der hohen amerikanischen Ölförderung abzusehen.

Ein Blick auf die Kreditmärkte – Verkehrte Welt?

Die Suche nach einigermaßen akzeptablen Ausschüttungen hat besonders in Europa rauschhafte Züge angenommen. Investoren haben sich auf das Segment der Ramschanleihen konzentriert, nachdem bei europäischen Unternehmens- und Staatsanleihen kaum positive Renditen erwirtschaftet werden können. So konnten in diesem Jahr Engagements in hochverzinsliche Anleihen sowohl in Europa als auch z.B. in den Schwellenländern durch Kurssteigerungen der Anleihen Renditen jenseits der 5% (bezogen auf den Kaufpreis) erzielen.

¹ Wir kommen darauf noch einmal im Rahmen des NUNTUMs bzw. dieser Notizen zurück.



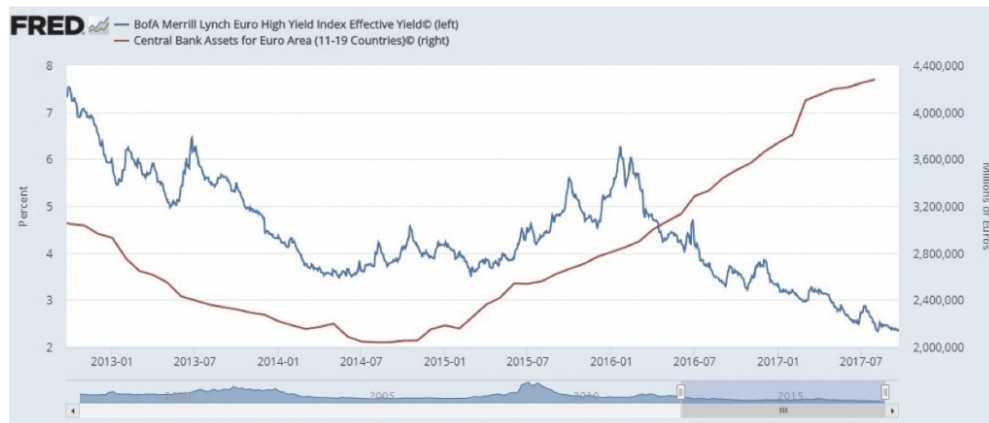
Source: Bank of America Merrill Lynch

Man kann ohne weiteres von einem rendite-losen Risiko sprechen, wenn die amerikanische Staatsanleihe eine höhere Rendite erwirtschaftet als ein ETF mit europäischen Ramschanleihen. Werden Sie nicht neugierig, welche Anleihen in einem solchen ETF enthalten sind? (Nachrangige) Anleihen von hochverschuldeten Unternehmen wie Telecom Italia, ThyssenKrupp, FiatChrysler, dem Finanzarm von Gazprom, aber vor allem auch (nachrangige) Anleihen von italienischen Banken, deren Probleme hinreichend

bekannt sein sollten. Die jüngsten staatlichen Restrukturierungen von drei italienischen Banken haben gezeigt, dass nachrangige Anleihegläubiger potentielle Zahlungsausfälle tragen müssen. Das Risiko eines nicht unwesentlichen Kapitalverlusts wird also mit einem potentiellen Ertrag von gerade 2% kompensiert. Solche Investments haben nichts in den Depots von konservativen Anlegern zu suchen.

Die Solidität von Versicherungen

Inhaber solcher Investments sind aber nicht nur renditehungrige Privatanleger, sondern auch Versicherungen und Pensionsfonds. Wenig Publizität, weil politisch nicht opportun, erhält die Zwickmühle, in der sich Versicherungen und Pensionsfonds aufgrund der Zentralbankpolitik² befinden. Sie sehen diesen Effekt in der nächsten Graphik, die den Zusammenhang zwischen Vermögensanlagen der EZB und der Rendite hochverzinslicher Anleihen (hier ist der vorgenannte



ETF als Referenz genommen) zeigt.

Das Problem: Gemäß gesetzlichen Auflagen müssen Versicherungen und Pensionsfonds ihre Zahlungsver-

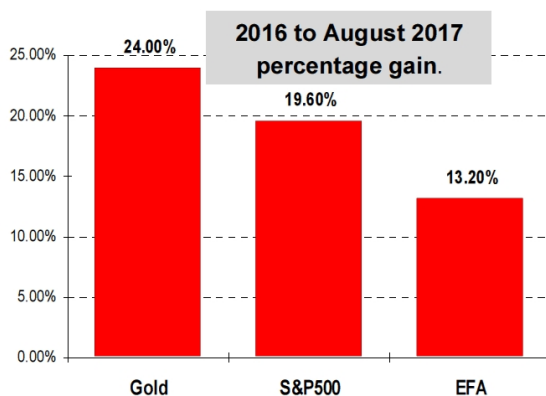
sprechen durch Anlagen mit ähnlicher Laufzeit investieren. Die Suche nach Renditen ist so verzweifelt, dass die jüngste, 100-jährige Anleiheemission von Österreich (Volumen ca. 3,5 Mrd. Euro) bei einem Kupon von 2% um das Dreifache überzeichnet war. Welcher Anleger investiert mit einem „unendlichen“ Zeithorizont in eine heute real Verluste bringende Anleihe (ohne Einbezug eines Zinsänderungsrisikos) eines vielleicht bei Fälligkeit nicht mehr existierenden Staates? Nicht zu vergessen ist dabei das Zinsänderungsrisiko: bei einer Zinssteigerung von 0,01% fällt

² Das Anleihen-Kaufprogramm der EZB hat den Markt an Unternehmens- und Staatsanleihen mit positiven Renditen leer gefegt.



der Anleihekurs um 0,43%! Erstaunt nimmt man zur Kenntnis, dass die Gebote der europäischen institutionellen Anleger ca. 65% der Gesamtnachfrage darstellten. Sie werden durch das Anleihekaufprogramm der EZB gezwungen, unangemessen hohe Risiken in ihren Portfolios einzugehen. Die Ironie dabei: Versicherungen und ihre Vermögensanlagen unterliegen damit demselben systemischen Risiko wie europäische Banken. Die Rendite um jeden Preis wird seinen Preis in der Zukunft einfordern.

Märkte und Einschätzungen



Viele Marktentwicklungen dieses Jahres deuten auf sich ändernde Investorenpräferenzen hin³. Die historisch niedrige Spannweite der Indizes, ausgeprägt durch den Volatilitätsindex VIX, lässt darauf schließen, dass mit Veränderungen gerechnet werden sollte. Die Zentralbankpolitik schafft zwar die Liquidität, Investoren jedoch beeinflussen die Zielrichtung der Liquidität.

Die Nachfrageveränderung, d.h. der Wechsel von Anlegergeldern in unterschiedliche Vermögensklassen, erfolgt nicht kurzfristig, sondern entwickelt sich über Monate bzw. Quartale. Mehr mit einem Wettkampf im Armdrücken vergleichbar, sind die Preisverschiebungen relativ zu sehen⁴. Und somit ist die Preisentwicklung von Gold im Vergleich zum US-Markt und den anderen Industrieländern (hier durch den US-ETF EFA) der letzten 20 Monate (in USD) bemerkenswert. Das aktuelle Augenmerk der meisten Investoren auf dem US-Aktienmarkt und Europa zeigt, wie zyklisch das Anlageverhalten ist.

Das Wesentliche

Das fortgeschrittene Anlagejahr hat starke Trends in Aktien und Währungen und leichte Preissteigerungen im Segment der Rohstoffe gebracht. Betrachtet man jedoch fundamentale Rahmendaten und Nachfrageverschiebungen, scheint die Dynamik der starken Trends stark nachzulassen. Um davon zu profitieren, ist manchmal eine zu frühe Positionierung nicht zu vermeiden. Insgesamt sehen wir starke Veränderungen in den Vermögensklassen am Horizont, die die derzeit herrschenden Anlagethesen umstoßen können.

Es grüßt Sie das Team der Ars Pecuniae GmbH

³ Momentum Structural Analysis, 30. August 2017.

⁴ Ebenda.