



NOTIZEN ZUM JAHRESENDE 2017

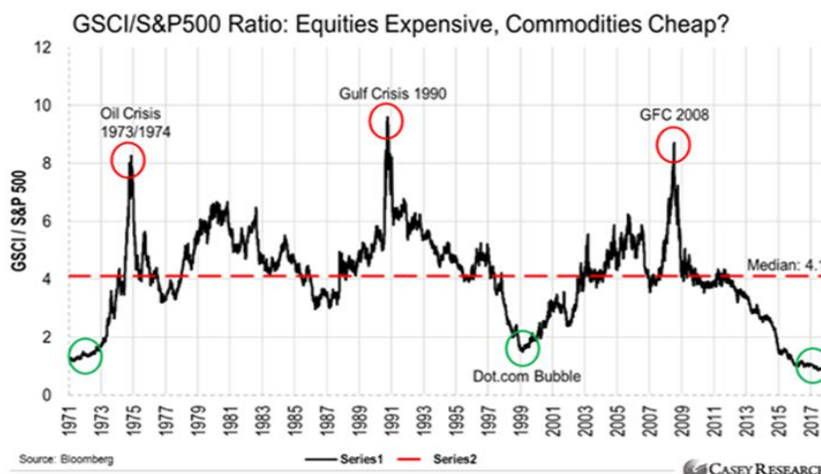
Zusätzlich zum Reporting erhalten Sie mit diesen Anlagenotizen Informationen zu Vermögensanlagen, Anlagephilosophien oder Markteinschätzungen, die wir interessant finden und die Sie hoffentlich bereichern. In unseren regelmäßigen Gesprächen können wir dies gerne vertiefen.

Das Börsenjahr brachte freundliche Aktienmärkte, uneinheitliche Zinstendenzen, eine schwache amerikanische Leitwährung und seit Jahresmitte steigende Rohstoffpreise in fast allen Segmenten. Dahinter verbergen sich jedoch sehr ungewöhnliche Entwicklungen, die eine Vermögenspreisinflation bestätigen: Die weltweite Verschuldung erhöhte sich auf US\$ 225 Billionen (bzw. 324% der globalen Wirtschaftsleistung - GDP), während die globalen Aktienmärkte heute mit US\$ 85 Billionen (113% des globalen GDP) bewertet sind. Die Zentralbanken Europas und Japans kauften Anleihen und Aktien in Höhe von US\$ 2 Billionen. Argentinien, das historisch schon achtmal in Konkurs ging, legte eine 100-jährige Anleihe mit einem Kupon von unter 8% auf. Europäische Ramschanleihen rentieren niedriger als amerikanische Staatsanleihen. Der Preisanstieg der beliebten FANG-Aktien (Facebook, Amazon, Netflix und Google/Alphabet) belief sich in 2017 auf einen Wert von US\$ 1 Mrd. und im November wurde ein zweifelhaftes Gemälde von da Vinci für einen Preis von US\$ 450 Millionen versteigert.

Relative Bewertungen

Die globale Geldpolitik der Zentralbanken hat zu teils noch nicht gesehenen Bewertungen in vielen Anlageklassen geführt – mit Ausnahme einer Anlageklasse: Rohstoffe. Wie auch die Natur, prägen Zyklen Anlageklassen und Finanzmärkte. Theoretisch sollten sich Märkte durch Angebot und Nachfrage in einem Gleichgewichtszustand befinden. In der Realität weisen Entwicklungen häufig eine starke Dynamik in eine Richtung auf, die sich irgendwann umkehrt und dann in die andere Richtung Dynamik entfaltet. Daraus entstehen regelmäßige Zyklen, die viele fundamental orientierte Anleger

zur Anlage nutzen. Man nennt dieses Phänomen „Reversion to the Mean“, d.h. eine Preisbewegung, die sich in Zyklen um einen Mittelpunkt bewegt. Die nebenstehende Graphik zeigt dies in einer relativen Betrachtung von Aktien im Vergleich zu Rohstoffen über einen Zeitraum von fast 50 Jahren.





Der New Yorker Vermögensverwalter Meb Faber hat das Phänomen starker Trends aus einem anderen Blickwinkel untersucht. Seine Analyse beschäftigt sich mit den Renditen von Anlagesegmenten nach mehreren Verlustjahren und kommt zu dem Ergebnis, dass umso größere Renditen erwirtschaftet werden können, je länger die Verlustphase eines Anlagesegments dauerte. Interessant an Fabers Analyse ist die Tatsache, dass lang anhaltende Negativperioden wirklich selten sind. Er stellt fest, dass z.B. vier Verlustjahre in einem Sektor nur in 1% der Fälle auftreten. Die nebenstehenden Zahlen sind signifikant und untermauern, wie stark diese Umkehrbewegungen ausfallen können. Dies würde ebenfalls für eine weitere positive Preisentwicklung der Rohstoffe in den nächsten Jahren sprechen.

| Number of Down Years | Average Gain |
|----------------------|--------------|
| 3 | 35% |
| 4 | 57% |
| 5 | 65% |

Relative Bewertungen II

Die Internetwährung Bitcoin ist ins Zentrum der Aufmerksamkeit gerückt. Kein Wunder, denn der Preis der größten und wichtigsten Kryptowährung hat sich seit Januar 2017 von ca. US\$ 1.000 auf zum Jahresende US\$ 14.000 entwickelt. In der Spitze konnten sogar fast US\$ 20.000 notiert werden. Dies kann man ohne weiteres als Preisblase bezeichnen und die Tatsache, dass zum Jahresende knapp 1.400 Krypto"währungen" aufgelegt wurden, zeigt, dass ein Wertaustausch außerhalb des traditionellen Bankensystems und ohne Regierungsaufsicht große Nachfrage generiert. Als logische Weiterentwicklung des Internets, und auch unter Berücksichtigung der anfangs aufgelisteten, monetären Exzesse unseres traditionellen Geldsystems, hat dieser Geldaustausch in elektronischer Form Zukunft.

Ohne weiteres kann man dies als eine Revolution bezeichnen. Viele der sogenannten Kryptowährungen sind keine Währungen per se, sondern stellen z.B. Infrastruktur für das globale Finanz- und Wirtschaftssystem in Form der Blockchain-Technologie dar. Es ist absehbar, dass alle Formen des Wertaustauschs, bei denen Vertrauen in die Gegenpartei wichtig ist, im Rahmen dieser Technologie ohne Einbindung eines teuren Mittelmanns, schnell und ohne Probleme erfolgen können. Fortschritt in Form solcher Technologiesprünge kann nach einer volatilen und schwierigen Übergangsphase auch zu neuen Bewertungen von Aktienmärkten führen.

Bevor dies jedoch geschieht, sei ein Rückblick auf eine parallele Revolution vor 20 Jahren erlaubt. Im Rahmen der neuen Internettechnologie wurden ähnliche Übertreibungen bei den Bewertungen notiert wie heute bei Bitcoin & Kollegen. Heutige Marktführer sind jedoch nicht die „First Mover“, sondern Unternehmen der zweiten Generation – nachdem ca. 90% der Revolutionäre aufgeben mussten und selbst Amazon in der Korrektur 80% an Wert verlor. Es ist nicht unwahrscheinlich, dass wir bei Kryptowährungen Preiskorrekturen in Höhe von 50-80% und eine starke Marktberreinigung sehen werden.

Das Zinsniveau in Langfristperspektive

Negative Realzinsen sind kein einzigartiges Phänomen, sondern konfrontierten Anleger in der Vergangenheit häufiger mit einem Vermögensverlust als allgemein gedacht. Der Blog „Bank Underground“, unterhalten von Mitarbeitern der Bank von England und Gastautoren, veröffentlichte jüngst eine Übersicht zum Zinsniveau in der westlichen Welt in den letzten 700 Jahren. Als Daten wurden die Zinssätze von Staatsanleihen der dann mächtigsten Wirtschaftsmacht zugrunde gelegt,



d.h. zuerst die der italienischen Stadtstaaten (14. Jhd. Und 15 Jhd.), danach Spaniens, der Provinz von Holland, ab 1703 englische Zinssätze, abgelöst von deutschen bzw. in diesem Jahrhundert amerikanischen Zinssätzen. Der langfristige Zinssatz setzt sich aus siebenjährigen gleitenden Durchschnittswerten zusammen. Die Graphik zeigt nicht nur die Häufigkeit der finanziellen Repression der Staaten, sondern auch den engen Zusammenhang mit Kriegen oder anderen externen Schocks. Und dass wir uns nach Definition der Autoren in der längsten Repressionsphase in diesen 700 Jahren befinden:



Bewertungsblasen und Manien

Der astronomische Preisanstieg von Bitcoin veranlasst zu Recht, über das Phänomen von Manien oder Preisblasen zu reflektieren. Manien zeichnen sich durch unterschiedliche Merkmale aus, wobei einige davon häufiger auftreten. In der Regel liegen der Manie Innovationen zugrunde. Wenn Technologie und Finanzinnovation zusammenfallen, wie zu Zeiten des Technologiebooms (1999/2000) bzw. des US- Häuserboom (2005-7), gilt es aufzupassen. Bitcoin passt außerordentlich gut in diese Kategorie. Ein zweites Charakteristikum sind ausgeprägte Fusions- und Kaufaktivitäten (M&A), die vor allem die 1920er und 1960er Jahre auszeichnete. M&A-Aktivitäten haben erst in den letzten Jahren an Fahrt aufgenommen, sind allerdings nicht so ausgeprägt wie in früheren Perioden. Die letzten Megadeals, zu Höchstpreisen verbunden mit hoher Kreditaufnahme, sollten aber nachdenklich machen. Ein drittes Merkmal ist ein Anleiheboom, heute in überhöhten Notierungen und hoher Kreditaufnahme von Unternehmen mit schlechter Bonität (bei niedrigsten Risikoprämien) sichtbar. Parallele Höchstbewertungen in Anleihen und Aktien, heute vielfach angeführt, sind kein einzigartiges Phänomen, da der Renditehunger Anleger ins Risiko treibt.

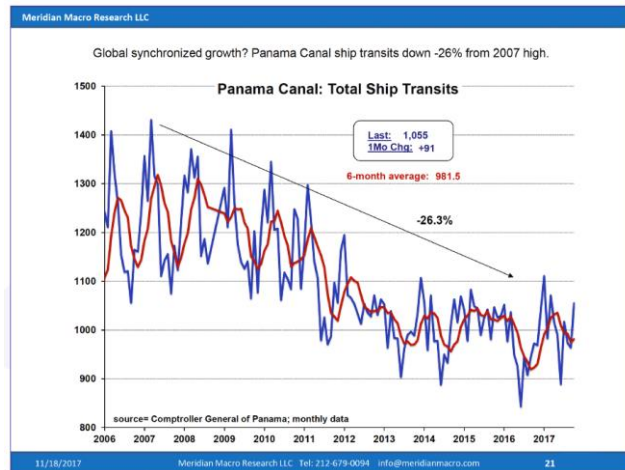
Ein häufig auftretendes Merkmal sind Preisverzerrungen, die durch zu starke Nachfrage eines eigentlich sinnvollen Konstrukts entstehen. Für sich gesehen sind Indexfonds eine kostengünstige Möglichkeit für kleine Investoren, in Aktien zu investieren. Wenn jedoch 50% der Anlagegelder in passive Vehikel fließen, funktioniert unser kapitalistisches Wachstumsmodell, das auf der natürlichen Auslese des Marktes basiert, nicht mehr. Zusätzlich zeichnet Indexfonds ein weiteres Merkmal von Manien



aus: sie werden als sichere Investments angepriesen, obwohl sie die üblichen Anlagerisiken aufweisen. Bei hohem Verkaufsdruck werden Preisverzerrungen, allerdings schneller und extremer, nicht vermeidbar sein. Seit den letzten Monaten ist ein weiteres Phänomen sichtbar: es wird vielfach akzeptiert, dass die heutige Zeit keine Ähnlichkeiten mit früheren Preisblasen hat. Beispiele finden wir heute viele: von den Aussagen berühmter Investoren zu den Bitcoin-Fanatikern, aber auch die jüngste Aussage von Janet Jellen, dass es keine größeren Korrekturen mehr in den Aktienmärkten geben würde, gehört dazu.

Märkte und Einschätzungen

Wir stehen am Anfang eines Anlagejahres, bei dem die Statistiken auf eine weltweit wachsende Wirtschaft hinweisen. Globale Frachtraten und die nebenstehende Graphik zum Frachtvolumen des Panamakanals seit 2006 deuten jedoch auf ein wesentlich geringeres Wachstumsniveau hin. Gleichzeitig sind viele Indikatoren Beweis dafür, dass wir uns in der Spätphase des jetzigen Wirtschaftszyklus befinden: Eine geringe Arbeitslosigkeit, gesteigertes Konsumentenvertrauen, hohe Aktienbewertungen, ein Boom bei Fusionen und Akquisitionen, abflachende Renditekurven und niedrige Risikoaufschläge mahnen zur Vorsicht. Signifikante Zinssteigerungen, die von einigen Experten avisiert werden, sind dann zumindest mittelfristig nicht unbedingt realistisch.



Das Wesentliche

Die steigende soziale und auch wirtschaftliche Division der Gesellschaften hat Ähnlichkeiten mit den späten 30er Jahren des letzten Jahrhunderts. Es ist daher nicht unwahrscheinlich, dass die Politik noch mehr Einfluss auf die Finanzmärkte gewinnen wird. Die letzten Jahre mit hohem geldpolitischem Einfluss haben einen Vorgeschmack auf Entwicklungen gegeben, die voraussichtlich wenig mit fundamentalen Rahmendaten zu tun haben werden.

Auf die Anlagestrategie bezogen bedeutet dies eine breite Risikostreuung mit im Zeitablauf sehr unterschiedlichen Schwerpunkten. Dabei spielt die Liquidierbarkeit der Vermögenswerte ohne Preisverzerrungen eine große Rolle. Liquide in diesem Sinne können Wertpapiere aber nur sein, wenn eine Vielzahl Investoren mit unterschiedlichen Einschätzungen auftreten. In einer Zeit, in der alle Investoren durch die Geldpolitik und Regularien in dieselben Investments gezwungen werden, kann davon nicht die Rede sein. Unbeliebte Anlagesegmente, die sich in einem Aufwärtstrend befinden, sollten ein gutes Sicherheitspolster darstellen und Bestandteil jedes Portfolios sein.

Es grüßt Sie das Team der Ars Pecuniae GmbH

Renia Costello