



10. JANUAR 2019

NOTIZEN ZUM JAHRESENDE 2018

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 Anlagejahr 2018 wird voraussichtlich lange in Erinnerung bleiben, da es viele historische Rekorde brach. So haben alle Anlageklassen das erste Mal seit über 100 Jahren (!), nach Inflation und in US-Dollar gerechnet, mit Verlust abgeschlossen. Auch Tagesgelder bzw. Liquidität mussten in den jeweiligen Ländern unter Berücksichtigung der Inflationsrate Verluste verzeichnen (in den USA mit 1,8% jedoch nur gering). Die Anlageklasse Aktien geriet besonders unter die Räder. Es wurden hier zwei langjährige Rekorde gebrochen: Erstmals seit 2008 schlossen US-Aktien das Anlagejahr mit Verlust ab. Dies ist auch wesentlich für europäische Anleger, da die Entwicklung des amerikanischen Aktienmarktes in der Regel starke Auswirkungen auf die europäischen Finanzmärkte hat. Und ein weiterer Rekord konnte verzeichnet werden: Der Dezember war der schlechteste Monat für US-Aktien seit 1931. Die Korrekturen der Aktienindizes im letzten Quartal betrug teilweise mehr als 20%, und beenden damit, technisch gesehen, den neun Jahre alten Bullenmarkt. Die Marktpsychologie hat sich in den letzten drei Monaten stark verändert, so dass die Hauptaufgabe heute darin besteht, Risikomanagement zu betreiben und vorsichtig nach neuen Trends Ausschau zu halten.

Dynamischer Wandel – dynamische Zeiten

Die Aktienmärkte haben im vergangenen Jahr ihren Charakter nachhaltig verändert. Nach zwei sehr ruhigen Jahren sind hohe Kursschwankungen wieder an der Tagesordnung. Nicht nur die Kurse schwanken zwischen positivem und negativem Extrem innerhalb von Stunden, auch die Anlegerstimmung wechselt zwischen Angst und Euphorie fast wöchentlich. In den letzten 10 Jahren konnte sich der Anleger auf traditionelle saisonale Kursmuster, wie die Jahresend-Rallye oder eine positive Thanksgiving-Woche, verlassen. Nicht im Anlagejahr 2018, dessen Entwicklung mehr und mehr dem Jahr 2007 ähnelt. Dies ist ein schwieriges Börsenumfeld, das eine neue Portfolioaufstellung und eine opportunistische Anlagestrategie erfordert.

Nachdenkens-Wert

Der jetzige globale Wirtschaftsaufschwung befindet sich im neunten Jahr und damit in seiner Spätphase. Eine Rezession ist damit nur eine Frage der Zeit. Im Fokus vieler Marktteilnehmer steht die Renditekurve, die den Zinsunterschied zwischen 2-jährigen Staatsanleihen und 10-jährigen Staatsanleihen beschreibt. Als vorauslaufender Wirtschaftsindikator dient sie vielen Analysten zur Identifizierung eines möglichen Wirtschaftsabschwungs. Normalerweise liegt die Rendite von langlaufenden Anleihen höher, denn der Anleger will für die längere Laufzeit, und damit ein höheres Zinsänderungsrisiko, kompensiert werden. Dies drückt sich in einer positiven Renditekurve aus. Fällt die Rendi-



te der 10-jährigen Anleihen unter die der Kurzläufer, entsteht eine negative Renditekurve. Wie Sie der nebenstehenden Graphik entnehmen können, ist die Aussagekraft dieses Indikators in den letzten 30 Jahren nur in den USA bemerkenswert. In Deutschland zum Beispiel konnte dieser Indikator nur in einem Fall eine Rezession vorhersagen. Eine Interpretation dieser Statistik ist, dass die Geldpolitik (Quantitative Easing und Negativzinsen) die Aussagekraft in vielen Ländern eingeschränkt hat. Gleichzeitig ist jedoch festzustellen, dass Zeiten mit zwei Quartalen negativem Wirtschaftswachstums in den kontinentaleuropäischen Ländern, mit Ausnahme Frankreichs, und Japan häufiger aufgetreten sind als in den angelsächsisch geprägten Ländern. Vielleicht ist ein anderer Grund hierfür die unterschiedliche Struktur der Kapitalmärkte. Am Ende jedoch bleibt festzustellen, dass die Fokussierung auf diese Kennzahl für den Anleger wenig zielführend ist.

Recessions & Yield Curve

	Recessions	Inversion in previous 2 years?	Total Inversions
US	6	6	9
UK	6	4	10
France	3	2	4
Canada	5	3	10
Italy	9	3	5
Germany	9	1	3
Japan	9	0	3
G7	47	19	44

Source: Thomson Reuters, Capital Economics

Ein besserer Indikator scheinen uns Firmen zu sein, die in der globalen Lieferkette eine wesentliche Rolle spielen und damit einen guten Überblick haben. Der Logistikkriese FedEx hat seine Hände direkt auf dem Puls der globalen Wirtschaft. Sein letztes Quartalsergebnis war eine Enttäuschung und sein Finanzvorstand gab Mitte Dezember bekannt, dass alle firmeninternen Indikatoren eine globale Wirtschaftsverlangsamung widerspiegeln und auf ein kurzfristig rückläufiges Handelsvolumen weltweit deuten.

Indikatoren unter Beobachtung

Die jüngsten Korrekturen an den Aktienmärkten, und insbesondere die hohen Schwankungen, erhalten viel Aufmerksamkeit und sind für Investoren emotional sehr beunruhigend. Aber auch in solchen Märkten gibt es Anlagesegmente, die sich in Aufwärtstrends befinden – vielfach unbemerkt, weil sie aktuell unbeliebt sind. Dies sehen wir heute in dem Sicherheits-Asset Nr. 1: Gold. Der Goldpreis, in US-Dollar notiert, konnte in der dritten Dezemberwoche seine langfristige Trendlinie nach oben durchbrechen:

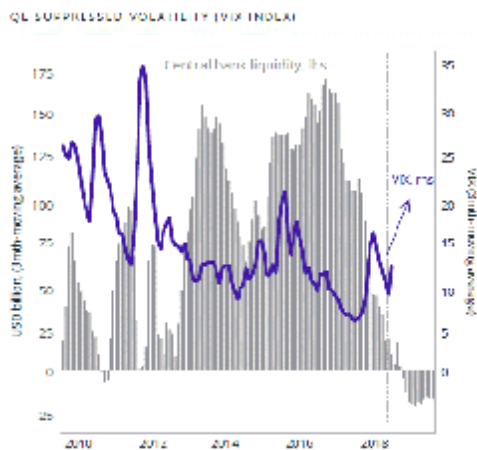




Historisch gesehen sollte es nicht verwundern, dass der Goldpreis steigt, wenn andere Anlageklassen korrigieren. Heute drückt er die Sorgen über eine Verlangsamung des globalen Wirtschaftswachstums ebenso aus wie steigende Verschuldung und Inflation. Diese drei Dinge sind untereinander eng verflochten. Bei einem merkbaren Rückgang des globalen Wirtschaftswachstums werden Regierungen zur Stimulation die Staatsverschuldung weltweit weiter erhöhen. Ein daraus erwachsender Vertrauensverlust in Papierwährungen bzw. eine mögliche Inflation wären Rückenwind für Gold und Goldaktien. Investoren scheinen diesem Szenario mehr und mehr Gewicht zu geben. Investments in diesem Bereich sehen so zunehmend attraktiver aus.

Indikatoren unter Beobachtung II

Die zunehmenden Schwankungen in den Finanzmärkten, und damit in allen Anlageklassen und auch den Währungen kann auch anders erklärt werden. Liquidität als Schmierstoff ist wichtig für ein reibungsloses Funktionieren der Finanzmärkte. Dies wirkt in



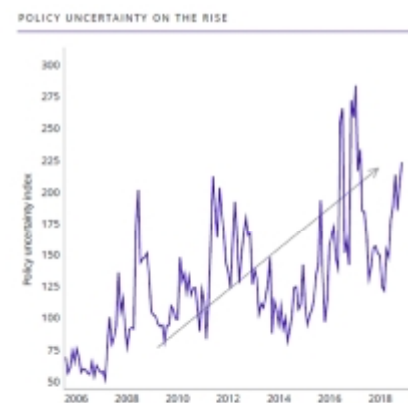
Source: ECB; Federal Reserve; European Central Bank; Bank of Japan; and BlueBay estimates and projections; latest actual monthly data for September 2018

Zeiten einer lockeren Geldpolitik, durch Anleihekäufe, kursunterstützend. Aus der Graphik können Sie ersehen, dass die niedrige Volatilität (Marktschwankungen), gemessen an dem VIX-Index, in gegensätzlichem Verhältnis zu der Liquiditätsgenerierung der Notenbanken steht. Die grauen Balken stehen für die Anleihen-Kaufprogramme¹ aller Notenbanken und zeigen, wie signifikant die Entscheidung der US-Notenbank war, ab Oktober 2017 fällig werdende Staatsanleihen nicht zu ersetzen. Um diese Umkehr in der Geldpolitik marktschonend zu gestalten, wurde das „Rückkaufprogramm“ im Volumen sukzessive gesteigert und beläuft sich seit Oktober 2018 auf monatlich 50 Mrd. US-Dollar. Auch die ECB plant den Beginn dieses sogen. Quantitative Tightening (QT) in diesem Jahr.

Die amerikanische Notenbank hat errechnet, dass die Reduzierung ihrer Bilanzsumme in Höhe von je US-\$ 100 Mrd. Dollar einer Zinserhöhung von 0,1% entspricht. Kein Wunder, dass die Märkte unter großer Spannung stehen.

Indikatoren unter Beobachtung III

Stabilität, und damit Sicherheit in den Annahmen, ist ein fruchtbarer Boden für guten Börsenentwicklungen. Und so erstaunt es nicht, dass die zunehmenden Unsicherheiten auf breiter Front einen Dämpfer für die Finanzmärkte darstellen. Der Economic Policy Uncertainty Index misst genau diese Unsicherheiten – und zeichnet trotzdem nur ein eingeschränktes Bild, da geopolitische Faktoren nicht eingeschlossen sind. Dennoch: dies ist sicherlich kein leichtes Anlageumfeld und untermauert wiederum, dass wir uns in Zeiten eines Umbruchs in vielfacher Gestalt befinden. Mehr dazu im nächsten NUNTUM.



Source: Economic Policy Uncertainty Index, latest data as at November 2018

¹ Die Notenbank kauft Staatsanleihen mit unterschiedlichen Fälligkeiten.



Märkte und Einschätzungen

Viele Anleger fragen sich, durch welche Entwicklung die vehemente Korrektur an den Aktienmärkten ausgelöst wurde. Denn viele der aktuell zitierten Unsicherheiten sind schon länger bekannt. Zwei Faktoren haben unseres Erachtens wesentlich dazu beigetragen. Erste Auswirkungen der Handelsdiskussionen zwischen den US und China zeigten sich in den Quartalsergebnissen der Protagonisten in der globalen Wertschöpfungskette (Technologie, Logistik). Nach vielen Quartalen steigender Unternehmensgewinne war dies für Anleger Grund genug, selbst Ergebnisse von Qualitätswerten ohne Differenzierung negativ zu interpretieren und abzustrafen.

Das Ausmaß der Korrekturen ist aber auch ein Hinweis darauf, dass die Liquidität in den Finanzmärkten unter der Oberfläche sehr angespannt ist. Zum einen sind die Handelsbücher der Banken, die früher in volatilen Marktphasen einen Ausgleichsmechanismus darstellten, seit der Finanzkrise durch weitere Reglementierung fast nicht mehr existent. Gleichzeitig hat die amerikanische Notenbank durch das Auslaufen seiner Anleihen-Kaufprogramme seit Oktober 2017 viel Liquidität aus dem Markt genommen (siehe oben) und wirkt als signifikanter Gegenwind in der Börsenentwicklung. Bei gleichzeitigen politischen und geopolitischen Unsicherheiten scheinen die Optionen der Notenbanken sehr eingeschränkt.

Das Wesentliche

Die technischen Indikatoren der Aktienmärkte weisen auf weitere Korrekturen hin. Dies ist nicht in Stein gemeißelt, jedoch wahrscheinlich. Starke Korrekturen werden erfahrungsgemäß durch kompensierende Aufwärtsbewegungen abgelöst, so dass wir von einem weiter sehr volatilen Marktumfeld ausgehen. Die daraus resultierenden Extremsituationen in unterschiedlichen Anlageklassen stellen ein gutes Umfeld für opportunistische Engagements dar. Die obigen Ausführungen zu Goldinvestments zeigen, dass es darum geht, beginnende Aufwärtstrends zu identifizieren, diese zu beobachten und dann zu nutzen.

Vielleicht ist es paradox, dass die nun als normal anzusehende hohe Schwankungsbreite in Vermögensklassen positiv sein kann. Aber wir sind der Meinung, dass es jetzt mehr Möglichkeiten gibt, positive Wertbeiträge zu generieren. Anlageklassen wie Staatsanleihen, Gold und Liquidität stellen konservative Eckpfeiler in der Anlagestrategie dar. Eine bewegliche Aufstellung, und damit Liquidität als strategische Anlageklasse, werden notwendig sein, diese herausfordernden Bedingungen erfolgreich zu manövrieren. Ein offenes Auge für sich entwickelnde Chancen sollte interessante Chancen erschließen. Wir werden diese mit dem erforderlichen Risikomanagement nutzen, um langfristig positive Renditen zu erwirtschaften.

Es grüßt Sie das Team der Ars Pecuniae GmbH