



## NUNTIVM NO. 35 | FRÜHLING 2019

EINE INFORMATION DER ARS PECUNIAE GMBH – AUTHOR: REGINA A. COSTELLO

### ÜBER ZEIT UND ZYKLEN

Allenthalben hört man, wir leben in außerordentlichen Zeiten. Und so nimmt dieser NUNTIVM dies zum Anlass, die Zeit in ihrer Auswirkung auf ausgesuchte Entwicklungen zu untersuchen. Zeit ist ein inhaltsvoller Begriff; er taucht in vielen Begrifflichkeiten auf<sup>1</sup>. In seiner allgemeinen Bedeutung meint der Begriff Zeit die bloße Abfolge von Ereignissen. Unter Zeit kann aber auch ein Intervall in dieser Abfolge verstanden werden. Zeit kann weiterhin die Dauer selbst beschreiben oder aber einen bestimmten Moment. Und nicht zuletzt kann Zeit als Variable für die Bestimmung einer Dauer genutzt werden, z.B. wenn wir Beschleunigung messen. Auch Zyklen, die im NUNTIVM wiederholt in verschiedensten Ausprägungen behandelt wurden, sind Ausdruck von Zeit. Skepsis gegenüber einer zu großen Zyklen-Gläubigkeit ist in unserer Zeit weit verbreitet. Aber vor allem sehr langfristige Zyklen beschreiben eine Abfolge von Ereignissen, die sich aus logischen Entscheidungen bzw. Schritten ergeben und in Mustern, also Regelmäßigkeiten, wiederholen<sup>2</sup>.

Die heutige Reise wird viele verschiedene Themen berühren und diesmal werden auch die Finanzmärkte zu Wort kommen. Viele Kritiker von Zyklen sehen diese als eine willkürliche Interpretation von Daten oder Geschehnissen und messen ihnen wenig Bedeutung bei. Wie die folgenden Ausführungen aber zeigen, basieren diese Zyklen auf einer logischen Verbindung von Zahlen. Genau so verstehen wir auch die Mathematik, die eine zentrale Rolle in unseren Wissenschaften einnimmt. Dies ist nicht verwunderlich, ist die Mathematik doch eine Sprache der Natur<sup>3</sup> und in Essenz die Studie von Mustern. Unzählige wissenschaftliche und technische Entwicklungen unserer Zeit basieren auf der Mathematik und selbst Einstein musste zugeben, dass seine physikalischen Entdeckungen ohne ausgeprägte mathematische Kenntnisse nicht möglich waren.

### SOLARES KLIMA

Regelmäßige Daten zur Intensität der Sonnenflecken sind seit Mitte des 18. Jahrhunderts vorhanden. Ihre Anzahl weist auf die Position des etwa 11 Jahre langen Sonnenfleckenaktivitätszyklus hin. Sonnenflecken entstehen im Bereich von starken Magnetfeldern in der Sonne und gehen daher häufig einher mit intensiven Eruptionsaktivitäten der Sonne. Dieser Zyklus ist vor allem interessant, weil die Erdtemperatur bei fallender Aktivität und dem sog. Sunspot Minimum steigt, während sie im aufsteigenden Aktivitätszyklus fällt. Wie Sie der nebenstehenden Graphik entnehmen können, verlaufen Son-

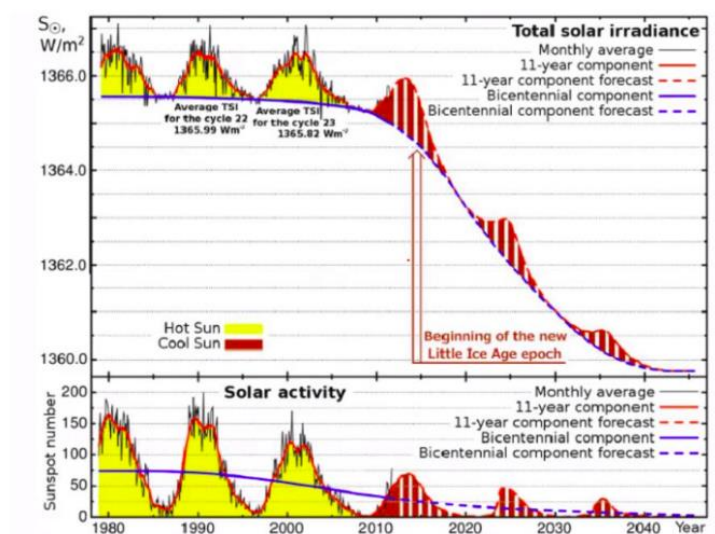


Figure 3. Variations of both the TSI and solar activity in 1978-2011 and a forecast of their variations in cycles 24-26 (up to the year 2045)

<sup>1</sup> Hier Definitionen aus "The Order of Time", Carlo Rovelli, Riverhead Books, New York, 2018.

<sup>2</sup> Definition von Ray Dalio, Gründer von Bridgewater, aus: Principles for Navigating Big Debt Crises, E-Book, 2018.

<sup>3</sup> Hannah Fry: "The Mathematics of Love", TED Books, 2015.

nenfleckenaktivität und Sonneneneinstrahlung<sup>4</sup> parallel. Der Grund: Weniger Sonnenflecken lassen mehr kosmische Strahlung in die Erdatmosphäre und führen zu verstärkter Wolkenbildung und damit zu Abkühlung. Der Klimaexperte Dipl.-Phys. Dr. Borchert von der Universität Mainz<sup>5</sup> bestätigt dies – und die Folgerung im Hinblick auf die CO<sub>2</sub>-Debatte ist interessant: „*der Temperaturanstieg der Erde seit Ende der 80ziger Jahre um ca. 0,9°C war die Folge einer außergewöhnlichen Aktivität der Sonne. Seit 2006 geht die Aktivität zurück, was zur Stagnation der Temperatur auf hohem Niveau führt. Der CO<sub>2</sub> Anstieg ist Folge der Meeresentgasung. Die Klimaänderung seit den 80ziger Jahren war nicht anthropogen<sup>6</sup> und hat mit CO<sub>2</sub> nichts zu tun*“. Die Klimaforscherin V. Zhirkova hat 2015 in einer Studie argumentiert, dass es im Sonnenzyklus Nr. 26, in der Dekade zwischen 2030 und 2040, aufgrund asynchroner Frequenzwellen zu einer stärkeren Reduktion der Sonnenaktivität, und damit zu einer signifikanten Abkühlung auf der Erde, kommen wird. Der Begründer der Wetter-/Energiezyklen, Raymond Wheeler<sup>7</sup>, vermutete hingegen, dass aufgrund weitaus längerer Wetterzyklen ein Wärmehöhepunkt um 2040 erreicht wird, der dem der 1930er Jahre ähneln würde.

## KLIMA UND GESELLSCHAFT

Die Vormachtstellung von Völkern in widrigen Klimaregionen ist seit langem ersichtlich und bekannt. Die Wirkung von langfristigen Klimazyklen auf Wirtschaft und Völker ist jedoch weitaus größer als vielfach angenommen. Raymond Wheeler studierte seit den 30er Jahren des letzten Jahrhunderts genau diese Zusammenhänge. Wheeler und sein Team sammelten zwei Millionen Daten über 20 Jahre hinweg und stellten fest, dass die Menschheit je nach Klima unterschiedlich, aber in vorhersehbaren Mustern agiert. Danach entstehen Kriege und Wohlstand, „Goldene Zeiten“ und Diktaturen zu bestimmten Zeiten in dem 100-jährigen Wetterzyklus. Ein 500 Jahre dauernder Zyklus überlagert diesen kürzerfristigen Zyklus und, nach Wheelers damaligen Kalkulationen, sollten damit um die Jahrtausendwende (Jahr 2000) einhergehen: der Fall politischer Blöcke, radikale Veränderungen für Unternehmen und Arbeitskräfte und eine bedeutende Renaissance für die Menschheit. Mit mehr oder weniger zeitlicher Präzision kann man dieser These heute zustimmen.

Der Wetterzyklus weist eine regelmäßige Abfolge von vier Phasen auf. Auf kalte und trockene Jahre folgt eine kalte und feuchte Phase. Im Anschluss daran treten zwei Warmperioden auf: zuerst eine warme und trockene Phase, abgelöst von warmen und feuchten Jahren. Da Wettertrends die menschliche Vitalität und Psyche stark beeinflussen, sah Wheeler das Klima als wesentliche Determinante für die wirtschaftlichen Trends. Menschliche Aktivität und Psyche ist optimal in gemäßigttem, feuchtem Klima. Feuchte Klimaperioden gehen einher mit kulturellen und wirtschaftlichen Blütezeiten, aber auch Kriegen.

## SOZIALE GEMÜTSLAGEN

Gesellschaften, d.h. das Zusammenleben einer Gruppe von Menschen mit ähnlichen Werten, unterliegen im Verlauf von Jahrhunderten einem regelmäßigen Wechsel zwischen Wohlstand und Zerfall. Klimatische Bedingungen sind dabei wesentlicher Bestimmungsfaktor dieses Auf und Ab, denn die Temperatur ist bestimmend für die Energie, und damit für die Psyche des Menschen. Asimov<sup>8</sup> hat diese Entwicklungen als Psychohistorik, d.h. als psychologische Geschichte bezeichnet, die regelmäßige Muster aufweist. Obwohl das Verhalten des Einzelnen, so seine Beobachtung, nicht vorhersehbar ist, kann das Verhalten von Gesellschaften vorhergesehen werden, da die Urtriebe des Menschen sich nicht verändern.

---

<sup>4</sup> <https://www.medium.com/@globalcooling/the-state-of-earths-climate-unprecedented-warming-in-the-arctic-2018>.

<sup>5</sup> <https://www.eike-klima-energie.eu/2018/01/16/warum-eine-niedrige-sonnenflecken-aktivitaet-auf-eine-laengere-klima-kaltphase-hinweist/> - Europäisches Institut für Klima und Energie.

<sup>6</sup> D.h. durch den Menschen verursacht.

<sup>7</sup> Brad Steiger über die Maxwell/Wheeler Zyklen: „A Roadmap of Time“, Prentice-Hall, 1975.

<sup>8</sup> Russisch-amerikanischer Biochemiker, Sachbuch- und Science-Fiction Autor.

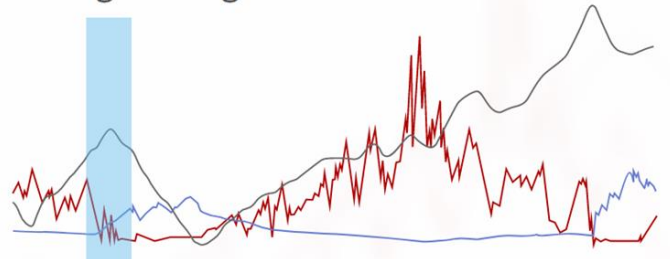
Eine aktuelle Bestandsaufnahme der sozialen Symptome weist den Weg zu einer Standortbestimmung des Gemütszustands unserer Gesellschaft. Wir sehen eine Aufweichung von ehemals gemeinsamen Werten, die Erosion gemeinsamer Institutionen, die Spaltung der westlichen Gesellschaft durch Populismus sowie Zweifel und Ablehnung von Fakten, Wissenschaft und Institutionen. Die Gelben Westen, Brexit oder Trump sind dabei nur Ausdruck dieser Entwicklung, nicht jedoch Ursache. Es müssen Verfallserscheinungen einer Wohlstandsgesellschaft festgestellt werden. Offensichtlich liegt ein Zenit in der jüngsten Vergangenheit. Der natürliche Verlauf von Zyklen legt nahe, dass diese Symptome sich verstärken werden, bevor konstruktive Entwicklungen wieder die Oberhand gewinnen können. Revolutionen, nichts anderes als die Ermächtigung des gemeinen Volks, sind dabei ein anderes, regelmäßig auftretendes Phänomen. Heute ermöglicht das Internet Revolutionen mit einer unvergleichlichen Dynamik. Nach Beobachtungen der Sozialhistoriker Howe und Strauss<sup>9</sup> dauert ein solcher Zyklus etwa eine Generation, d.h. zwischen 18 und 25 Jahre. Wir befinden uns mitten in dieser Phase und sollten noch schwierige Jahre erleben bis wir, wie auch der Klimaforscher Wheeler betont, gemeinsam als Individuen und Völker einen neuen Zustand von Wohlstand schaffen.

## WIRTSCHAFTSZYKLEN ODER KREDITZYKLEN?

Nicht überraschend weist die Entwicklung kapitalistischer Volkswirtschaften Regelmäßigkeiten auf, die auch als Boom-Bust-Zyklus bekannt sind. Eng verknüpft mit diesem Zyklus sind Kreditzyklus und Kapitalmarktzyklus. Kredite bzw. Verschuldung per se ermöglichen Innovation und Wachstum. Aber der Kreditzyklus verstärkt das natürliche Auf und Ab der Konjunktur, und wird dadurch zum bestimmenden Faktor für Konjunkturkrisen Basis all dessen sind die Entscheidungen der Menschen. Daher ist das Verhalten der Kapitalmärkte ein exzellenter Hinweis auf die jeweilige Anlegerpsychologie. Was sind die Auslöser von Kreditkrisen? Nach Erfahrung des auf xy spezialisierten Anleihemanagers Howard Marks sind dazu drei Entwicklungen nötig: (1) eine Rezession mit sinkenden Unternehmensgewinnen in Kombination mit (2) einer Kreditknappheit und (3) einem exogenen, d.h. außerhalb der Organisation entstandenen, Ereignis.

Der bekannte Hedge-Fonds Manager Dalio hat in einem neuen Buch<sup>10</sup> 48 globale Kreditzyklen der letzten 100 Jahre analysiert, die von hoher Verschuldung durch staatliche und private Akteure gekennzeichnet waren. Prominent ist das Schaubild Dalio's (nebenstehend) mit einer Analyse der 30er Jahre. Die Kriterien, die damals zu einer der schwersten Wirtschaftskrisen eines Industrielandes führten, sind aktuell (rechte Seite der Graphik) in großen Teilen identisch. Dies mahnt zur Vorsicht. Und nicht nur das. Die Geschichte zeigt, dass Schuldenkrisen durch Insolvenz, Restrukturierung oder Hyperinflation beendet wurden. Konsequenz solcher Lösungen ist eine erzwungene Liquidierung von Vermögenswerten, also Kapitalvernichtung in großem Umfang. Derzeit wird laut über eine neue Lösung nachgedacht: die sogenannte Monetarisierung von Schulden. Damit ist gemeint, dass die Notenbanken Anleihen kaufen und bei Fälligkeit ausbuchen, d.h. den Schuldner zahlungsfrei stellen. Eine scheinbar elegante

### Setting the Stage



Zooming out, the last big debt crisis in the US was in the 1930s. At that time:

#### DEBTS

Debts had grown much faster than incomes and debt burdens were high.

#### INTEREST RATES

Interest rates hit zero in the downturn, and could not be lowered sufficiently to prevent a depression.

#### MONEY PRINTING

To end the depression, policymakers abandoned the gold standard and printed money.

<sup>9</sup> Vgl. NUNTIUM NO. 8 zur Generationentheorie bzw. Neill Howe & William Strauss: "The Fourth Turning", 1997.

<sup>10</sup> Ray Dalio: „Big Debt Crises“, <https://www.bridgewater.com/big-debt-crises/>, 2018 – freier Download verfügbar.

Lösung, die allerdings außer Acht lässt, dass damit das Vertrauen in den Wert von Geld bzw. Währungen signifikant unterhöhlt wird.

Dalio kommt zu interessanten Ergebnissen. Das Auf und Ab bei Kreditaufnahmen ist generell normal, gehört zum normalen Wirtschaftszyklus und kann angemessen gesteuert werden. Aber die Konsequenzen einer Schuldenkrise sind abhängig von den Entscheidungen der Zentralbank und der Politik. Eine Kreditaufnahme beispielsweise für Investitionen in Infrastruktur oder Bildung fördert, auch bei hoher Verschuldung, Wachstum und Wohlstand. Eine reaktionsfähige Zentralbank in Verbindung mit den richtigen politischen Entscheidungen kann nach Dalio das Abgleiten in eine Depression verhindern.

Nicht zuletzt sind die Konsequenzen einer Schuldenkrise abhängig davon, ob die Kreditaufnahme in eigener oder fremder Währung erfolgte. Länder mit hohen Fremdwährungskrediten, historisch mehrheitlich Schwellenländer, die sich in US-Dollar finanzierten, erlitten schmerzhaft, inflationäre Depressionen, während Staaten mit einer übermäßigen Verschuldung in der Landeswährung davon verschont blieben. Bei Eintrübung des Wirtschaftsumfelds sind daher auch ungenügende Hartwährungsreserven von Schwellenländern zur Bezahlung ihrer Verbindlichkeiten ein Grund für die wiederholten, rapiden Korrekturen dieser Aktienmärkte und Währungen. Dies ist ein guter Wegweiser zur Einschätzung von Investmentchancen.

## KAPITALMARKTZYKLEN

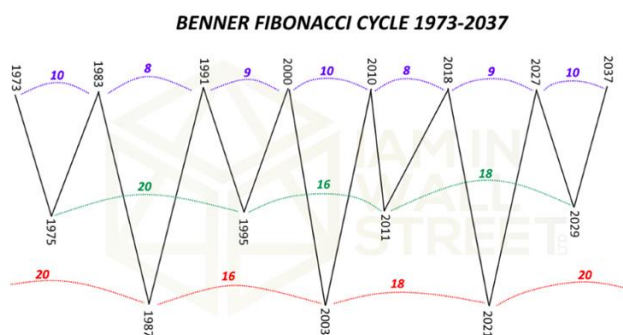
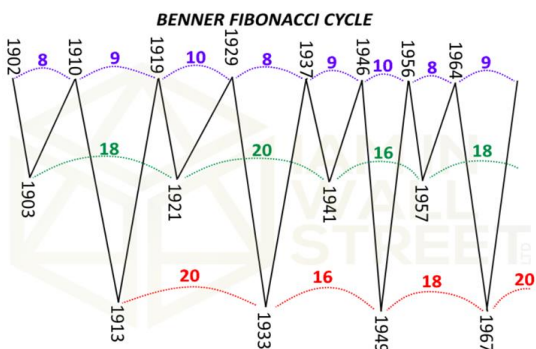
Wesentlicher Einflussfaktor in der Menschheitsgeschichte, so der Zyklenforscher Kondratieff, waren bedeutende Erfindungen, die zu großen Wirtschaftsveränderungen führten. Alle diese Umwälzungen,

meist schleichend beginnend und dann immer größere Dynamik entwickelnd, machten Geschäftsmodelle obsolet und führten, verstärkt durch unsere Tendenz zu extremen Gemütszuständen, Gier und Furcht, zu Neubewertungen in Vermögenswerten. W. D. Gann, legendärer Trader im frühen 20. Jahrhundert, nutzte Gesetzmäßigkeiten in Natur und geometrischen Mustern für die Berechnung von Zeit- und Preismustern im Verlauf von Kursen. Dies ist heute als Fibonacci-Zyklen bekannt. Samuel T. Benner publizierte 1967

eine auf diesen Zyklen basierende Analyse des Verlaufs des amerikanischen Aktienmarktes. Danach konnte er regelmäßige, zeitliche Auf- und Abwärtsphasen bestimmen, die wie folgt aussehen<sup>11</sup>:

- Seit 1902 Aktienhöchststände alle 8+9+10 Jahre, mit anschließenden Wiederholungen (8+9+10+8+9+10...)
- Tiefstände alle 18+20+16 Jahre, jeweils seit 1903 und 1913, auch hier anschließende Wiederholungen (18+20+16+18+20+16...)

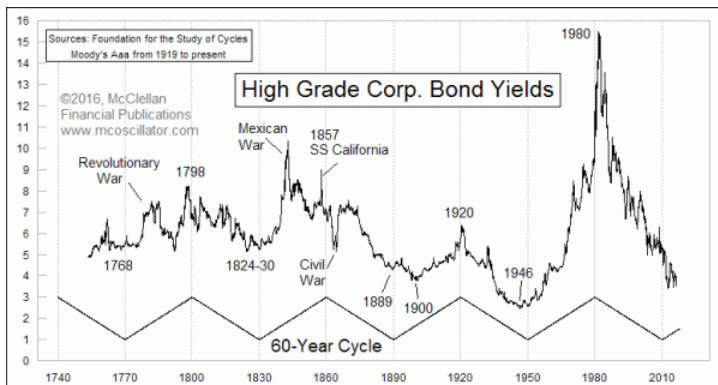
Eine Extrapolation dieser Zyklen konnte viele Höchst- bzw. Tiefpunkte der letzten 45 Jahre genau bestimmen und sieht für die nächsten drei Jahre ein sehr schwieriges bzw. negatives Aktienumfeld. Die langfristige Anlagestrategie unseres Hauses berücksichtigt diese Zyklusbetrachtung.



<sup>11</sup> [www.iaminwallstreet.com](http://www.iaminwallstreet.com).



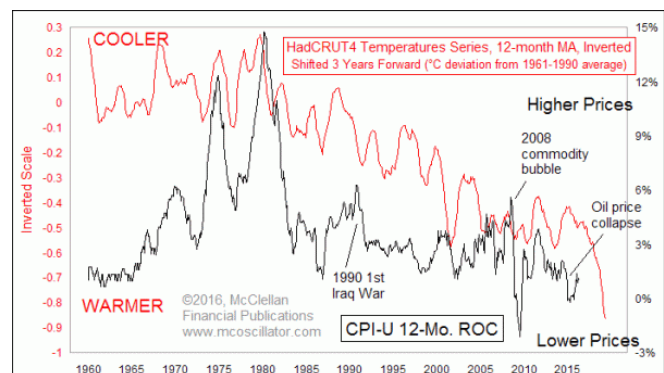
## KAPITALMARKTZYKLEN II



Selbstverständlich kann die Regelmäßigkeit von Zyklen durch externe Determinanten in ihrer Ausdehnung bzw. zeitlichen Abfolge verändert werden. Deshalb sind Zyklusanalysen für einen Überblick sehr nützlich, sollten jedoch einer aktuellen Standortbestimmung unterzogen werden. Das Zinsniveau ist ein gutes Beispiel dafür, wie mathematische Regelmäßigkeiten durch andere Entwicklungen manipuliert werden

können. Dennoch, und dies kann anhand der Graphik<sup>12</sup> festgestellt werden, stören signifikante zeitliche Abweichungen die Aussagekraft eines Zyklus nicht. Tom McClellan diskutierte dies 2016 und argumentierte, dass der 60 Jahre lange Zinszyklus durch die Niedrigzinspolitik bzw. negative Zinsen künstlich verlängert wird. Bestes Beispiel: unsere aktuelle Zinspolitik. Theoretisch sollten wir uns seit etwa 2010 in einem steigenden Zinstrend befinden. Dies sollte bei einer Trendumkehr umso mehr Dynamik entfalten, vergleichbar mit einem unter Spannung stehenden Seil.

Interessanterweise unterliegt auch das Wetter einem 60 Jahre Zyklus. Das wärmere Klima hat in der Regel positive Auswirkungen auf die Landwirtschaft, wodurch, wenn auch mit Verzögerung die Inflationsrate beeinflusst wird. Mit 3-jähriger Verzögerung reagiert die Inflationsrate, wobei eine Erdabkühlung zu steigender Inflation führt. McClellan legte daher Temperatur- und Inflationszyklus (CPI) übereinander. Wenn diese Regelmäßigkeiten, die seit 1913 gelten, anhalten, sollten wir aufgrund der warmen Klimaphase für eine ganze Weile weiter niedrige Inflation, und damit weiter niedrige Zinsen, sehen.



## WACHSTUM, SOLIDE WERTE ODER BEIDES?



Auch Anlagestile bzw. Philosophien unterliegen Zyklen. Eine der langfristig erfolgreichen Strategien ist der Kauf von Unternehmen mit Marktmacht zu einem günstigen Preis; eine Strategie, die den Investor Buffett sehr bekannt machte. Wie die Graphik zeigt, war dieser Anlagestil in den letzten zwanzig Jahren weniger erfolgreich als Investments in z.B. Technologieaktien. Buffett konzentriert sich auf Unternehmen, die durch

ihre Marken stabile Erträge erwirtschaften, aber noch Rationalisierungspotential aufweisen. Das jüngste Kursdebakel seiner größten Beteiligung, Kraft Heinz Co., ist jedoch Signal dafür, dass dieser Anlagestil mit seinem Fokus auf Stabilität, Marken und Effizienz neue Wege gehen muss. Und es zeigt, dass in unserer Zeit jede Branche enormem Wettbewerbsdruck unterliegt und jederzeit obsolet gemacht werden kann. Kraft Heinz Co. ist Beispiel für die Abkehr von Marken: Das Vertrauen in Marken wird transferiert zu Plattformen bzw. Anbietern. Neue Qualitätskriterien für substanzstarke

<sup>12</sup> Blog von Tom McClellan „NIRP Disrupting 60-Year Cycle“, 8. Juli 2016.

Aktien sind unseres Erachtens Technologie und Innovationsfähigkeit, die im Rahmen der eigenen Kompetenz gehebelt werden können. Die neuen Könige sind dann nicht Werte wie Nestlé, sondern sich neue erfindende Unternehmen, die vom Markt falsch eingeschätzt werden.

Viele Value-Investoren sind davon überzeugt, dass ihr Anlagestil in den kommenden Jahren eine Renaissance erleben wird. Und sie argumentieren mit hoch bewerteten Aktienmärkten und dem lang andauernden Börsenaufschwung, der nicht zu Unrecht an die Jahrtausendwende erinnert. In den darauf folgenden Jahren, die von zwei Aktienbaissen gekennzeichnet waren, konnte dieser Anlagestil tatsächlich seine Stärken ausspielen, wie die zweite Graphik zeigt.



## ANLAGEPOLITISCHE KONSEQUENZEN

Ein enttäuschendes und hoch volatiles letztes Quartal dämpft immer noch die Anlegerpsyche. Soll man dieser pessimistischen Einschätzung folgen oder ist hier eine andere Perspektive sinnvoller? Der Risikozyklus, der in engem Zusammenhang mit dem Wirtschafts- und Kreditzyklus steht, kann bei einer Einordnung helfen. Im Rahmen der Finanzmärkte hat der Risikozyklus eine besondere Bedeutung. Er charakterisiert die allgemeine Psychologie der Marktteilnehmer und gibt Hinweise auf das Verhalten von Anlegern, aber auch Unternehmen und den am Wirtschaftsprozess Beteiligten. Eine gute Wirtschaftsentwicklung, aber auch eine positive Börsenentwicklung nährt positive Stimmung und verstärkt sich bis zur Euphorie, die hohe Risiken durch übermäßige Kreditaufnahme und unproduktive Investments nährt. Die Auflösung dieser Exzesse mündet in der Umkehrung des Zyklus durch Panik und Hysterie.

Ein zehn Jahre andauernder Börsenaufschwung und eine unkonventionelle Geldpolitik lassen vermuten, dass eine Umkehr des Risikozyklus bevorsteht. Aber nicht zuletzt die hohe politische und wirtschaftliche Unsicherheit und die immer noch im Bewusstsein schwelende Finanzkrise sind Grund genug, dass die allgemeine Stimmung in Wirtschaft und Finanzmärkten immer noch relativ negativ ist. Viele Investoren sind nicht voll investiert. Dies könnte jedoch darauf hindeuten, dass die Aktienmärkte weiterhin die sogenannte Mauer der Angst erklimmen und sich positiv entwickeln. Bei diesen Widersprüchlichkeiten ist nur eines klar: Flexibilität und Auf der Hut-Sein stehen im Vordergrund.

Für die nächste Zeit rechnen wir mit folgenden Entwicklungen:

- Nach stark fallenden Zinsen Monate von höher tendierenden Anleiherenditen,
- einer nach der beeindruckenden Aufholralley natürlichen Konsolidierung, mit darauf folgenden, weiteren Kursaufschwüngen. Die Märkte befinden sich jedoch u.E. am Scheideweg.
- schwächeren Energiemärkten
- zwischenzeitlichem Druck auf die Edelmetallpreise mit Stärke in die 2. Jahreshälfte hinein.

*"Ob gute oder schlechte Zeiten, es ist die einzige Zeit, wie wir haben."*

*Art Buchwald*

27. März 2019

*Renia Costello*