



22. APRIL 2019

## NOTIZEN ZUM I. QUARTAL 2019

*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.*

Nach einem historischen IV. Quartal 2018 kann auch das I. Quartal 2019 ohne weiteres als herausragend bezeichnet werden – diesmal mit entgegengesetzten Vorzeichen. Aktien- und Anleihepreise stiegen auf breiter Front, auch wenn mittlerweile starke Ermüdungserscheinungen festzustellen sind. Vergleichbar mit einem Gummiband sind die Märkte angespannt. Daher sollten wir für die kommenden Monate Gegenreaktionen erwarten. Wenig geschah an der Währungsfront: US-Dollar und Euro bewegten sich in einem sehr schmalen Band – was sich unseres Erachtens bald ändern sollte, da eine solch lange, ruhige Periode ungewöhnlich ist. Die amerikanische Währung beeinflusst das Verhalten vieler Anlageklassen: insbesondere die Schwellenländer und Rohstoffe in gegensätzlichem Verhältnis. Sollte der US-Dollar weiter erstarken, werden die erwähnten Anlageklassen leiden.

### Dynamischer Wandel – dynamische Zeiten

Die Saudi-Arabische Ölgesellschaft Aramco hat Anfang April Anleihen in einem Gesamtwert von 12 Mrd. US-\$ begeben. Sie erfreuten sich sehr hoher Nachfrage, nicht zuletzt, weil die Gesellschaft eine exzellente Bonität aufweist. Damit soll teilweise die Mehrheitsbeteiligung an dem heimischen Petrochemieriesen Sabic finanziert werden; bis dato gehalten von dem Pensions- und Entwicklungsfonds des Landes. Die Charade soll es dem Fonds ermöglichen, wesentlich stärker in die Diversifikation des Landes zu investieren. Viel interessanter ist jedoch, dass die Veröffentlichung der Finanzdaten Aramcos zeigen, dass es sich um das global profitabelste Unternehmen handelt. Beeindruckende 224 Mrd. US-Dollar wurden 2018 verdient, denn die Kosten zur Ölförderung betragen nur \$5 pro Barrel. Abgeschlagener Zweiter in dieser Rangfolge ist übrigens Apple - mit einem Jahresgewinn von 80 Mrd. US-Dollar. Fazit: Große Unternehmen dominieren nach wie vor das globale Wirtschaftsgeschehen in einem hohen Maße, weil die Gewinne für marktverändernde oder -erhaltende Finanztransaktionen bzw. Unternehmenskäufe zur Verfügung stehen.

### Nachdenkens-Wert

Es ist unbestritten, dass die bessere Entwicklung der amerikanischen Aktienmärkte, im Vergleich zu den europäischen Börsen, auch auf die große Anzahl und das hohe Volumen von kreditfinanzierten Aktienrückkaufprogrammen zurückzuführen ist. Wir stehen vor einem faszinierenden Kreislaufeffekt: während der Kauf eigener Aktien hohe Nachfrage generiert, reduziert sich zur gleichen Zeit die Anzahl der Aktien, also das Angebot. Eine kursunterstützende Stabilität und eine Dämpfung der Kurschwankungen sind die natürliche Folge – allerdings zu Lasten der Unternehmensbonität. Einhergehend damit ist auch die automatische Steigerung des Gewinns pro Aktie, da ein identischer Gewinn auf eine reduzierte Aktienanzahl verteilt wird. Ein Perpetuum Mobile?

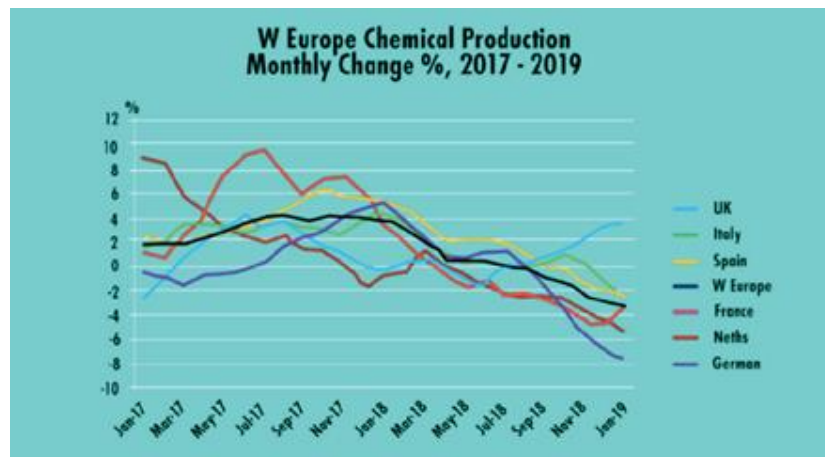


Brian Reynolds<sup>1</sup> beurteilt dieses Phänomen aus einem anderen Blickwinkel – und kann sich vorstellen, dass dieses noch eine gute Weile andauern kann. Er sieht die US-Pensionswerke, die per Gesetz eine Mindestrendite von 7,5% erwirtschaften müssen, als treibenden Faktor für die stark zunehmende Unternehmensverschuldung: das niedrige Zinsniveau zwingt die Verwalter, in Anleihen mit höheren Kupons, und damit schlechteren Bonitäten, zu investieren. Eine hohe Anleihenachfrage ohne Berücksichtigung der zugrundeliegenden Qualität ist die Folge. Europäische Versicherungen und Altersvorsorge-Einrichtungen stehen vor einer ähnlichen, aber verschärften Zinsproblematik. Dies äußert sich auf europäischer Ebene neben Investitionen in ähnlich schlechte Anleihebonitäten auch in Investitionen in minderwertigen Immobilienprojekten. Eine deutliche Verschlechterung des Wirtschaftsumfeldes sollte unschöne Auswirkungen auf diese Märkte, aber auch Altersversorgungsansprüche, haben.

## Indikatoren unter Beobachtung

Der Einfluss der Chemie- und Autoindustrie auf das Wohl und Wehe der Exportnation Deutschland ist bekannterweise hoch. Hervorzuheben aber ist auch die Rolle der Chemieindustrie als Frühindikator für die allgemeine Wirtschaftsentwicklung. Denn sie fungiert als Zulieferer insbesondere für die Auto- und Elektronikindustrie, aber auch den Immobiliensektor. Auch dies sind Branchen, die eine große Bedeutung in der deutschen Wirtschaft haben. Die nebenstehende Graphik<sup>2</sup> zeigt die schon dramatisch verlaufenden Rückgänge in der europäischen Chemieproduktion in den letzten zwei Jahren, auch Ausdruck der erheblichen chinesischen Wirtschaftsverlangsamung.

Der Ausreißer Großbritannien ist dabei nur mit dem Aufbau von Vorräten als Vorsorge des BREXIT zu erklären. Unbestreitbar ist damit mit weiter sich eintrübenden europäischen Volkswirtschaften zu rechnen. Ironischerweise sind europäische Chemieaktien bis Mitte April um 21% gestiegen.



## Indikatoren unter Beobachtung II

Aktuell stehen wir vor einem weiteren Phänomen, das sich in der Vergangenheit mit Zeitverzögerung als schlechtes Omen für den Aktienmarkt herausstellte. Mit Lyft ist Ende März eines der berühmten, Verluste erwirtschaftende, Einhorn<sup>3</sup> an die Börse gegangen. Zwei weitere Tech-Firmen folgten Mitte April mit ähnlichen Charakteristiken. Dies erinnert stark an das Emissionsfeuerwerk des Jahres 1999,

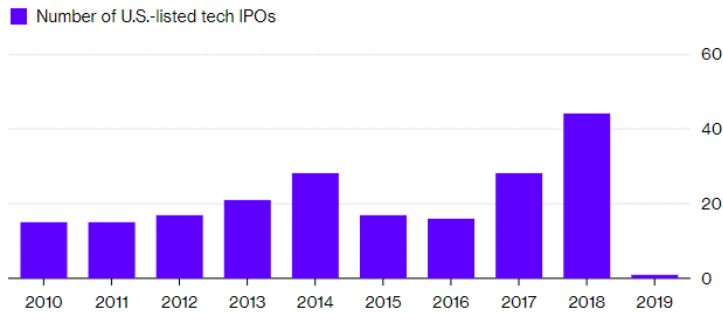
<sup>1</sup> Ehem. Marktstrategie für eine Wall Street Firma, Real Vision Interview vom 25.3.2019.

<sup>2</sup> Quelle: Bloomberg/ Real Vision.

<sup>3</sup> Neue Technologieunternehmen vor Börsengang mit einer Bewertung von mehr als 1 Mrd. US-\$.



in dem 108 Mrd. US-\$ via Börsengänge durch die Venture Capital-Branche zu Geld gemacht wurden. Die Venture Capital-Branche rechnet dieses Jahr, nach einem schon spektakulären Jahr 2018, mit Börsengängen, die das Volumen von 1999 übersteigen sollten. Heute jedoch sind es Unternehmen, die in der Regel weitaus länger bestehen und weit mehr Finanzierungen von Kapitalgebern erhalten haben. Eines scheint jedoch gleich zu bleiben: fast jedes Unternehmen erwirtschaftet keine Gewinne. Sicherlich erinnern auch Sie sich an den Katzenjammer Anfang des 21. Jahrhunderts. Und auch die letzten Jahre haben gezeigt, dass der Kauf von verlustmachenden Emissionen, wie Twitter (2013) oder Snapchat (2017) mit starken Kursverlusten (per heute)



Source: Bloomberg  
Note: The figures exclude listings that sold less than \$10 million in stock.

verbunden waren. Ein weiterer Grund für ein vorsichtiges Manövrieren in den Märkten.

## Indikatoren unter Beobachtung III

Die Zentralbanken haben sich die letzten Jahre darauf konzentriert, das malade Wirtschaftswachstum durch niedrige Zinsen bzw. negative Zinsen anzukurbeln – mit wenig Erfolg. Die Statistik ist beeindruckend: global notieren Anleihen im Wert von 10,4 Billionen US-\$ mit Negativverzinsung, 19 Länder haben Negativzinsen „verordnet“, die 10 Jahre laufenden Staatsanleihen von drei Ländern notieren mit negativer Rendite, ebenso wie weitere vier Staatsanleihen-Märkte dieses Kriterium für Laufzeiten bis zu acht Jahren aufweisen. Es ist verwunderlich, wie hoch die Akzeptanz dieser ungehörigen, ja unmoralischen zusätzlichen Steuerbelastung, die alle Bevölkerungsschichten betrifft, ist. Insbesondere in Deutschland, wo traditionell mehrheitlich in Sparprodukten investiert wird. Ironischerweise hat diese Politik den gegensätzlichen Effekt, denn die deutsche Sparquote steigt seit fünf Jahren, mittlerweile liegt sie komfortabel über 10%. Einen ähnlichen Zusammenhang kann man am Preisverhalten des Goldes erkennen: der Anstieg des Volumens global negativ verzinsster Anleihen (rot) scheint dem Goldpreis (in weiß) gut zu tun. So sollte die Abwendung von der Sparpolitik, die in allen Ländern mehr und mehr zu sehen ist, gut für die weitere Kursentwicklung des gelben Metalls sein.



Entwicklung des gelben Metalls sein.

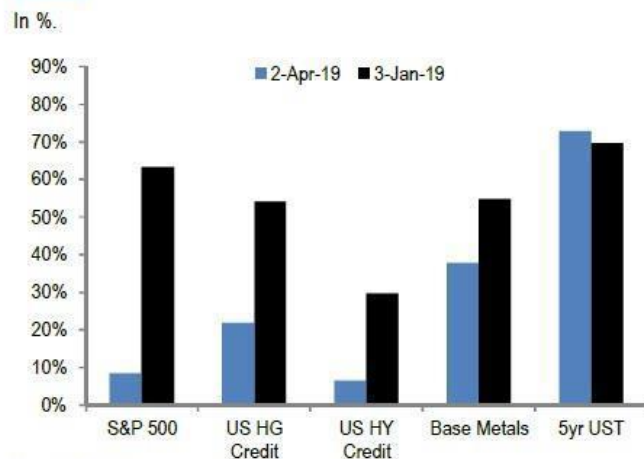


## Märkte und Einschätzungen

Die Bewertung insbesondere des amerikanischen Aktienmarktes ist angesichts der Zunahme von sich abschwächenden Wirtschaftsindikatoren immer wieder in der Diskussion. So hat sich der Frühindikator der OECD per Anfang April weiter abgeschwächt und bewegt sich auf einem Niveau wie im September 2009. Eine Normalisierung der Geldpolitik, d.h. ein höheres Zinsniveau und eine Reduzierung der Bilanzsummen der Notenbanken, ist damit illusionär. Wie sehen dies die Märkte?

In der Regel stimmen Aktien- und Zinsmärkte in ihrer Einschätzung der zukünftigen Entwicklung überein. Dass dies derzeit nicht der Fall ist – aber zum Jahresende 2018 sehr wohl - zeigt diese Graphik: Hier sehen Sie, dass die US-Staatsanleihen (ganz rechter Balken) die Wahrscheinlichkeit einer Rezession heute und vor vier Monaten ähnlich hoch einschätzen. Nicht so der Aktienmarkt und Ramschanleihen (die linken Spalten in der Graphik): sie waren zum Jahresende sehr pessimistisch und sind heute der Meinung, dass keine Gefahr besteht. Fachleute haben großen Respekt vor den Anleihemärkten, da sie in der Vergangenheit die zukünftige Entwicklung in der Regel richtig einschätzten. Eine Korrektur in Risiko- oder aber Zinsmärkten müsste also für die Anpassung der Erwartungen in den nächsten Wochen bzw. Monaten erfolgen. Da die Historie dabei eine größere Wahrscheinlichkeit den Aktienmärkten gibt, ist eine vorsichtige Portfolioaufstellung gerechtfertigt.

Figure 1: Probability of a recession as currently priced across asset classes



Source: J.P. Morgan.

## Das Wesentliche

Die volkswirtschaftlichen Rahmendaten weisen auf ein sich stark verlangsamendes Wirtschaftswachstum hin. Dies spiegeln die Aktien- und Zinsmärkte derzeit nicht wieder. Früher oder später wird sich diese Diskrepanz auflösen müssen. Die Märkte haben sich im Verlauf der letzten 18 Monate, nicht zuletzt durch die Zunahme der regelbasierenden Handelsstrategien, sehr verändert. Starke Preisbewegungen in den verschiedenen Anlageklassen, unter anderem auch in den Währungen, sind jetzt eine Konstante, die in einer Portfolioaufstellung berücksichtigt werden müssen. Gleichzeitig ergeben sich hieraus Anlagechancen, so dass wir per Saldo positiv gestimmt sind.

Es grüßt Sie das Team der Ars Pecuniae GmbH

*Renia Costello*