



15. JANUAR 2020

## NOTIZEN ZUM JAHRESENDE 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.*

Die globalen Aktienmärkte zeigten im Anlagejahr 2019 ihre Muskeln, nachdem sie im vierten Quartal 2018 einem K.O. Schlag nur knapp entkommen waren. Im IV. Quartal 2019 konnten Aktien global noch einmal 9% zulegen. Wir haben das Geschehen seit Anfang 2018, dem Zeitpunkt der ersten Korrektur, mit einem Gummiband verglichen, dass nach einer Extrembelastung in die Gegenrichtung schnellt. Denn es wird vielfach übersehen, dass trotz starker Anstiege auf Ebene der Indizes lediglich die Verluste aus 2018 kompensiert wurden. Viele der europäischen Indizes liegen immer noch knapp unter den in 2017 markierten Allzeithochs. Weiterhin muss festgestellt werden, dass auch im abgeschlossenen Börsenjahr die Indizes nur von wenigen Gewinnern nach oben getragen wurden. Nicht zuletzt wurden wieder verschiedenen Branchen Opfer der technologischen Umbrüche und auch der Handelsauseinandersetzungen, unter anderem die deutsche Autoindustrie.

Zu den Besonderheiten der Kapitalmärkte gehört seit längerem auch die europäische Zinsentwicklung. Während die 10-jährige amerikanische Staatsanleihe von 3% Rendite zum Jahresanfang auf 1,8% fiel - und trotzdem nicht das Rekordtief aus dem Sommer 2016 unterschritt - galt dies nicht für die deutschen Staatsanleihen. Mit minus 0,7% wurde im August das damalige Rekordtief von knapp minus 0,2% stark unterboten. Ein solches Zinsniveau könnte für die höhere Sicherheit einer deutschen Staatsanleihe sprechen oder auch nur den Notstand von sicheren Anlagen in der Eurozone repräsentieren. Aus anlagetechnischen Überlegungen sind europäische Anleihen damit weiterhin keine Alternative und zeigen, warum die Börsen trotz mauer Wirtschaftsaussichten wieder im Bereich ihrer Allzeithochs notieren. Aber diese Geldpolitik steht für einen nicht existierenden Preis für Geld (bzw. Kredite) und unterhöhlt damit die Basis unseres Wohlstands, der auf einem funktionierenden Preismechanismus basiert.

Das Anlagejahr war neutral bis freundlich zu den Rohstoffen, insbesondere Öl und die Edelmetalle konnten preislich gewinnen. Der Ölpreis (WTI in US\$) bewegte sich mehrheitlich in einem Band zwischen \$52 - \$63, dies sind immerhin Schwankungen von fast 20%. Die Preisaktionen der übrigen Rohstoffe waren wechselhaft und uneinheitlich. Die europäische Währung musste gegenüber den wichtigen Währungen durch ihre Exportabhängigkeit leichte Einbußen hinnehmen. Auf der Währungsfront waren wesentliche Entwicklungen, mit Ausnahme einer zwischenzeitlich dramatisch schwächeren chinesischen Währung und dem per Saldo immer noch schwachen britischen Pfund, auf Jahressicht nicht zu verzeichnen.

Es ist verwunderlich, dass der Kursverlauf der Währungen wenig Volatilität verzeichnete, denn wir leben in einer von Umbrüchen reichen Welt. Wesentliche Einflussgrößen, wie die immer stärkere Vernetzung der Welt, exponentieller technologischer Fortschritt, die starken demographischen Entwicklungen, sich veränderte Werte und die wachsenden politischen Unsicherheiten sollten für einen interessanten Anlagecocktail im nächsten Jahrzehnt sorgen.



## Dynamischer Wandel – dynamische Zeiten

Das Jahr 2020 strotzte nur so von Paradigmenwechseln – einige sichtbar und andere unter der Oberfläche. Letztere sind in der Regel besonders erwähnenswert, sind sie doch noch nicht auf dem Radarschirm der Anleger. In der Vergangenheit haben die Themen der Titelseiten berühmter Wirtschaftsmagazine vielfach das Ende einer Entwicklung angezeigt – auch wenn sie das Gegenteil implizierten. Der „Economist“ stellte jüngst prominent die Frage, ob die Inflation tot sei. Dabei werden Sie, lieber Leser, im Alltag schon länger eine ganz andere Erfahrung gemacht haben. Das liegt vor allen Dingen daran, dass viele Dienstleistungen und Produkte, die wir benötigen, in den typischen Inflationsindizes nicht oder kaum berücksichtigt werden. Und da die Geldentwertung durch Inflation die einfachste Methode für Staaten ist, den Wohlstand seiner Bürger zu stehlen bzw. sich durch diese Art der Geldentwertung seiner Schulden zu entledigen, sollten wir dem nun weit proklamierten neuen Zeitalter ohne Inflation mit gesunder Skepsis gegenüberstehen.

Es gibt Anzeichen, die eine höhere Inflation von 2-5% für die kommenden Jahre andeuten: nennenswerte Preissteigerungen bei den Nahrungsmitteln, insbesondere in den Schwellenländern, Lohnsteigerungen in den Industrieländern (Fachkräftemangel, Mindestlohn) und nicht zuletzt statistische Basiseffekte wie der niedrige Ölpreis zum Jahresende 2018. Eine solche Entwicklung ist mittlerweile auch von den Zentralbanken gewünscht: so hat die US-Notenbank in einer Kehrtwendung im November erklärt, dass sie zukünftig einer Inflation von 2-5% nicht im Wege stehen wird. Damit deutet sie an, dass sie die Zinsen auch dann niedrig halten wird, wenn die Inflation nachhaltig in diese Region steigt. Im Umkehrschluss wird dies aber die Unternehmensgewinne dämpfen und sicherlich auch Auswirkungen auf die Beschäftigung haben.

## Nachdenkens-Wert

Schwedens Notenbank, die Sveriges Riksbank, wurde 1668 gegründet und ist damit die älteste Zentralbank der Welt. In 2011 war die Riksbank Vorreiter bei der Einführung von negativen Zinsen in Europa; heute ist sie der Vorreiter bei der Einführung einer digitalen Währung. Die nun von ihr im Dezember veröffentlichte Abkehr vom negativen Zins-Regime kann deshalb nicht genug herausgestellt werden. Die Notenbank begründete diesen Paradigmenwechsel mit der fehlenden Effektivität dieser Politik; sie habe keine positiven Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum gezeigt und das Finanzsystem unter großen Stress gesetzt. Inwieweit dies von der EZB gehört wird, bleibt offen. Man kann gespannt sein, inwieweit dies von der nun herrschenden Chefin Lagarde, einer gebürtigen Juristin, aufgenommen wird.

Ungewöhnlich nachdenklich macht uns jedoch der von der EZB im September veröffentlichte Tweet des damaligen EZB-Präsidenten Draghi: „Negative Zinsen werden keinen Zusammenbruch unseres Finanzsystems verursachen (provokate)“. Denn die Erfahrung hat uns gelehrt, dass eine solch unaufgeforderte Dementierung einer in keiner Weise zur Diskussion stehenden Entwicklung, noch zudem von höchster Stelle, impliziert, dass diese Gefahr sehr wohl besteht. Wir denken dabei an den Ausspruch des damaligen EU-Kommissionspräsidenten Juncker, der mitten in der Finanzkrise zu Insidern bemerkte, dass Lügen in bestimmten Situationen notwendig seien, um das „System“ aufrecht zu halten.

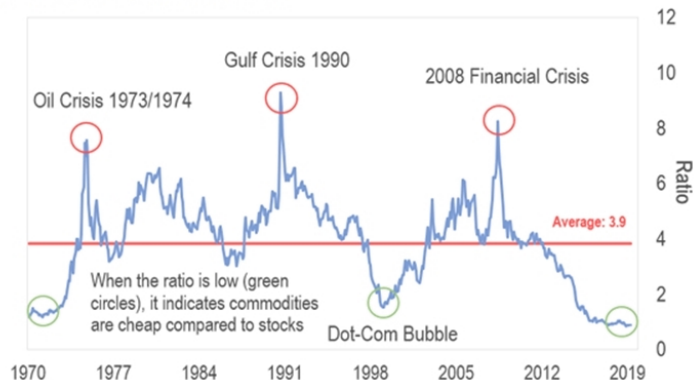
Und so ist es vielleicht nicht verwunderlich, dass nicht nur die Kurse des Krisenmetalls Gold steigen, sondern viele erfolgreiche Investoren in 2019 ihre Goldbestände aufgestockt bzw. sich öffentlich zu Gold bekannt haben: Ray Dalio, Gründer von Bridgewater Associates und mit eigenem Vermögen von \$18,7 Mrd., sieht Gold als eine Anlage, die sowohl Risiken reduziert als auch auf Portfolioebene die Rendite erhöht. Der Rentenkönig Jeffrey Gundlach, die Anleger-Legende Stanley Druckenmiller, der



milliardenschwere Hedge-Fonds Manager David Einhorn und jüngst der ägyptische Milliardär Naguib Sawiris haben alle nicht unwesentliche Teile ihres Vermögens in Gold oder Goldminen investiert.

## Indikatoren unter Beobachtung

### S&P GSCI / S&P 500 Ratio



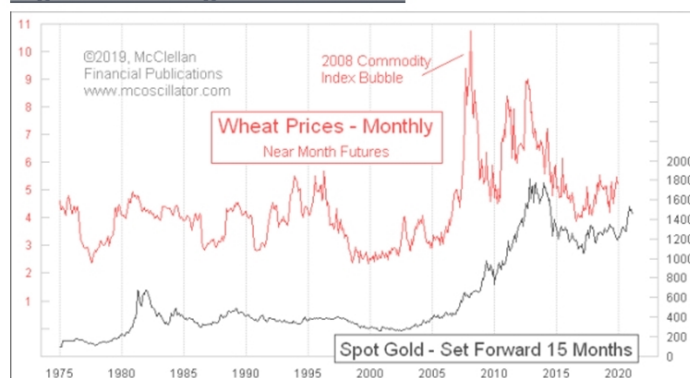
Viele Anleger haben die Anlageklasse Rohstoffe nach dem langen Preisverfall aufgegeben. Sicherlich, Gold und Öl stehen mehr oder weniger immer wieder im Rampenlicht, aber die Anlageklasse beinhaltet weit mehr Grundstoffe, die für unser Wohlergehen wichtig sind. Einen Eindruck des Preisverfalls der letzten Jahre können Sie sich auf der nebenstehenden Graphik machen, die die Rohstoffpreise ins Verhältnis zum amerikanischen Aktienindex S&P 500 setzt<sup>1</sup>. Dieser relative

Preisverlauf der zwei Anlageklassen zeigt auch die gute relative Wertentwicklung von Rohstoffen in Zeiten von Krisen.

Der sich abzeichnende Aufwärtstrend in der Anlageklasse Rohstoffe wird durch verschiedene Entwicklungen in den einzelnen Segmenten unterstützt. Bei den Edelmetallen können die Preisaktionen von Gold, Silber und den Platinmetallen mit Preissteigerungen von mehr als 20% im Jahr 2019 als solider Trend identifiziert werden. Trotz zwischenzeitlicher Preiskonsolidierungen sehen wir eine Fortsetzung dieser Entwicklung nicht zuletzt durch die sich andeutenden fiskalpolitischen Ausgaben und eine weiter unterstützende Geldpolitik. Auch bei den Basismetallen hat der langjährige Preisverfall zu stark fallenden Investitionen in diesem Sektor geführt. Die unseres Erachtens stabilisierenden Wirtschaftsaussichten sowie nötige Infrastrukturinvestitionen sollten zu einem Nachfrageüberhang, und damit Preissteigerungen, in diesem Rohstoffsegment führen.

In Bezug auf die Agrarpreise ist lt. dem angesehenen Analysehaus McClellan Financial Publication ein enger Zusammenhang zwischen der Entwicklung des Goldpreises und Agrar- bzw. Lebensmittelpreisen zu sehen. In einer jüngsten Ausarbeitung wird dargelegt, dass die Preisentwicklung verschiedener Agrarrohstoffe der Entwicklung des Goldpreises um 12-15 Monate hinterherhinkt. Die nebenstehende Graphik zeigt Ihnen diesen Zusammenhang am Beispiel von Gold- (schwarz – Kurs um 15 Monate vorgeschoben) und Weizenkursen (rot) seit den 70er Jahren - sicherlich ein statistisch relevanter Zeithorizont.

### Big Rise Coming in Food Prices

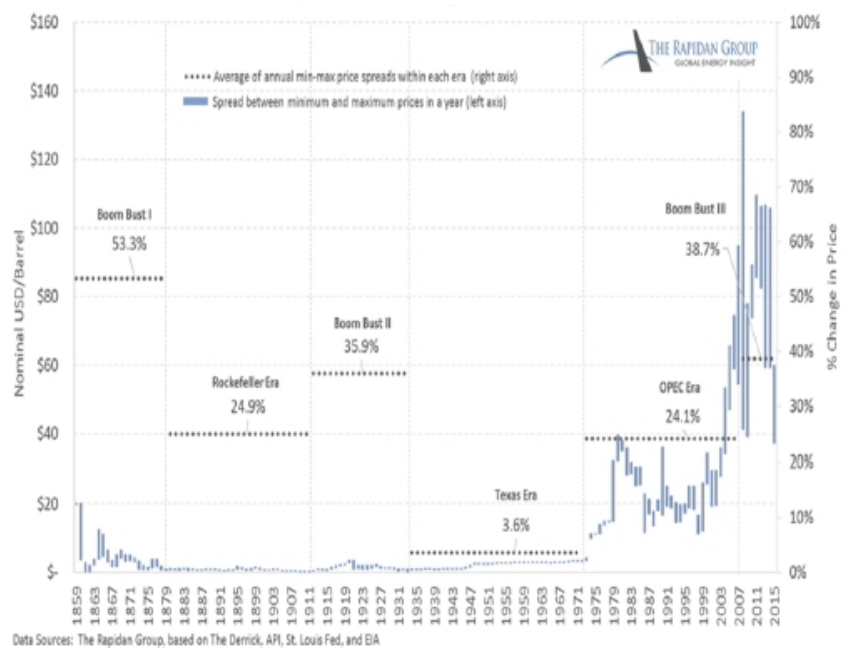


Die Energierohstoffe haben mit knapp 33% Anteil wesentlichen Einfluss auf die Entwicklung des Rohstoffindexkorbes. Zwei gegensätzliche Preisregimes in den letzten 40 Jahren, von der Furcht eines globalen Fördermaximums (Peak Oil) zu einem bis jüngst vorherrschenden Förderüberfluss spiegeln sich

<sup>1</sup> Quelle: [www.investing.com](http://www.investing.com) über Casey Research.

in einem stark zyklischen Preisgefüge wieder. Zusätzlich zum niedrigen Preisniveau sehen sich die Öl- und Gasindustrie einer extrem negativen Investitionsstimmung, bedingt durch die zunehmende Anwendung von ESG-Kriterien, gegenüber. Heute sind für neue Förderinitiativen kaum Investoren zu finden, signifikante Entdeckungen blieben in den letzten Jahren aus. Die global angestrebte Energietransformation weg von fossilen Rohstoffen wird länger dauern als gedacht – und muss zu höheren Energiepreisen stattfinden, um die nötigen Investitionen in wirtschaftliche, alternative Energiequellen zu motivieren. Es ist abzusehen, dass wir damit wieder in ein von Defiziten geprägtes Preisregime, und damit höheren Preisen, übergehen. Der langsame Verfall des ehemals mächtigen Kartells OPEC in Kombination mit einem absehbaren, nicht elastischen Nachfrageüberhang bedeutet auch, dass wir mit starken Preisschwankungen in der Zukunft rechnen können. Wenn man die nebenstehende Graphik der monatlichen Preisänderungen seit der Jahrtausendwende mit dem Börsenauf- und ab in dieser Zeit kombiniert, ist mit einem weiterhin sehr volatilen Börsenumfeld zu rechnen. Gleichzeitig sollte man mit disziplinierten Energieengagements Geld verdienen können.

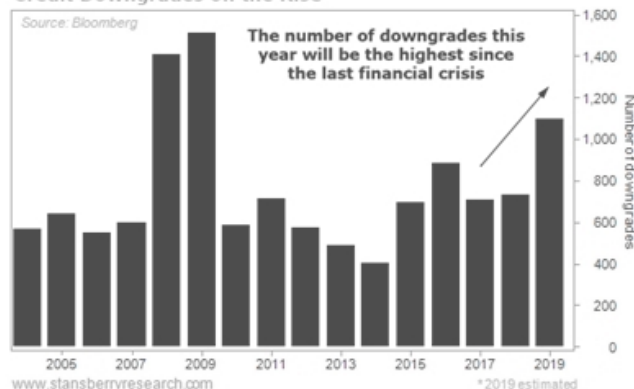
## Monthly crude oil price ranges, 1859-2016



## Indikatoren unter Beobachtung II

Weltweit haben Unternehmen das spektakulär niedrige Zinsniveau genutzt, in großem Stil Kredite durch Ausgabe von Unternehmensanleihen aufzunehmen. Leider hat dies vielfach nicht zu produktiven Investitionen geführt, sondern wurde zur Unterstützung des defizitären Tagesgeschäfts oder zur Finanzakrobatik, d.h. der Finanzierung von Aktienrückkäufen und Managementoptionen, genutzt. Während die Privatperson seine Schulden in der Regel zurückzahlt, werden Unternehmen ihre Schul-

### Credit Downgrades on the Rise



Graphik entnehmen können, ist ein aufsteigender Trend bei den Bonitätsabstufungen festzustellen.

den „rollen“, d.h. bei Fälligkeit mit neuen Anleihen ersetzen. Damit ist die Bonität eines Unternehmens von hoher Bedeutung, sowohl für den Anleihekäufer als auch für das Unternehmen selbst. Das Volumen des Anleihemarktes ist um ein Vielfaches höher als der Aktienmarkt und so ist sein Gesundheitszustand ein guter Gradmesser von Gefahrenpotential für Wirtschaft und Börsen. Dieser drückt sich vor allem in der Höhe der Ausfallraten und Bonitätsabstufungen aus. Wie Sie der nebenstehenden



Nachdenklich macht dabei, dass im Gegensatz zum Jahr 2016 nicht alleine der Energiesektor, sondern alle Branchen betroffen sind. Investoren sollten diese Entwicklung genau im Auge behalten.

## Altersvorsorge Ad Absurdum

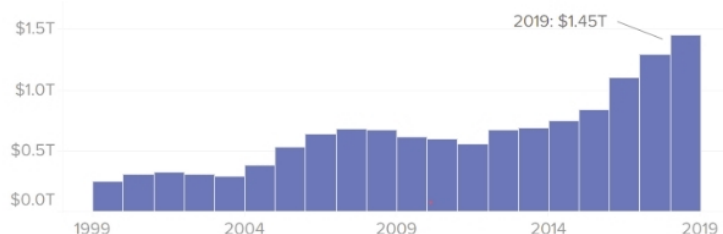
Der jüngste Entwurf des deutschen Bundesfinanzministers zur Einführung einer Finanztransaktionssteuer ist ein erneutes Zeichen dafür, dass die Politik gegenüber Zweiteffekten blind ist bzw. Sklave des Lobbyismus ist. Wer Aktien kauft, soll zukünftig 0,2 Prozent des Kaufpreises abführen, wenn der Börsenwert eines Unternehmens mehr als eine Mrd. Euro beträgt. Damit sollen Spekulationen eingeschränkt werden. In Deutschland qualifizieren sich damit 145 Firmen<sup>2</sup> für diese Abgabe, die zur Finanzierung der geplanten Grundrente herhalten soll. Weitere neun europäische Länder sollen diese Steuer ebenso erheben. Während Indexfonds von dieser Abgabe auch betroffen sind, sind Derivate ausgenommen. Das Groteske: Das Volumen von Derivaten ist weitaus höher als der Aktienhandel – und damit ist die Mehrzahl der Handelsaktivitäten der Banken ausgenommen. Nach Zahlen der Weltbank sind nämlich 550 Billionen US-Dollar in solche Finanzstrukturen investiert, während global börsennotierte Unternehmen mit nur 70 Billionen US-Dollar bewertet werden. Das Traurige: Damit wird die Altersvorsorge nicht gefördert, sondern das schlechte Image von Aktien in Deutschland verstärkt. Derzeit sieht es zudem danach aus, dass z.B. in Riester-Verträgen die Steuer zweimal anfallen kann: beim Kauf der Fondsanteile und beim anschließenden Kauf von Aktien durch das Fondsmanagement. Altersvorsorge ad absurdum.

## Märkte und Einschätzungen

Die in den letzten Jahren beliebteste und interessanteste Anlageklasse für institutionelle und große Anleger ist das Private Equity (PE). Dabei werden nicht an den Börsen notierte, d.h. private, Unternehmen, so die ursprüngliche Definition dieser Anlageklasse, gekauft und in einem Zeitraum von mehreren Jahren gewinnbringend wieder verkauft. 94% der institutionellen Anleger sind heute der Überzeugung, dass die Wertentwicklung von PE die der Aktienmärkte schlagen wird. Die Beliebtheit dieser Anlageklasse kann man auch an den Rekordsummen der Bargeldbestände in den PE-Fonds ersehen<sup>3</sup>. Bis in das neue Jahrtausend hinein konnte diese Anlageklasse mit Renditen aufwarten, die die fehlende Liquidität des privaten Marktes kompensierte. Dies lag daran, dass die Bewertungen der Kaufobjekte niedriger als die von börsennotierten Unternehmen waren. Nicht zuletzt durch die großen Zuflüsse in diese Anlageklasse sind die Bewertungen von Unternehmen in Privathand in der Regel höher als die von öffentlich notierten AGs. Die aufgelaufenen Cash-Bestände legen nahe, dass sich dies in der nächsten Zeit auch nicht ändern wird. Zwei Schlüsse sind daraus zu ziehen: die heutigen PE-Investoren werden voraussichtlich in ihren Renditeerwartungen schwer enttäuscht werden. Die durch Kreditaufnahme

### Private equity's cash reserves

Available "dry powder" among global private equity firms



SOURCE: Preqin



<sup>2</sup> Euro, Ausgabe 01/2020.

<sup>3</sup> <https://www.cnbc.com/2020/01/03/private-equitys-record-cash-pile-comes-with-a-new-set-of-challenges.html>



fast dreifache Munition der PE-Fonds wird sich mangels Alternativen auch den börsennotierten Werten zuwenden müssen, was höhere Börsenkurse vorerst unterstützen sollte.

## Das Wesentliche

Die das Jahr prägenden Entwicklungen im Jahr 2019 ähneln unseres Erachtens stark den Phänomenen der 30er Jahre: ein verlangsamendes globales Wachstum, daraus resultierende zunehmende Polarisierung zwischen den Staaten in Kombination mit der Rivalität zweier Großmächte, eine Krise in den Zivilgesellschaften und die Ineffektivität der Notenbanken; sie werden das nun begonnene Jahr weiterhin prägen. Es bleibt abzuwarten, ob die verheerende Wirkung des Negativzinsregimes auf

- (a) das Finanzsystem mit Pensionswerken, Lebensversicherungen und Banken,
- (b) die Ermunterung zum Eingehen hoher Risiken,
- (c) die Zerstörung der kreativen Kräfte der kapitalistischen Wirtschaft durch Aufrechterhaltung von Zombieunternehmen und
- (d) die Fehlleitung von Ressourcen in unserer Wirtschaft<sup>4</sup>

von den Zentralbanken weiter verfolgt wird. Dann sollten die derzeitigen Trends sich weiter verstärken. Mittelfristig bedeutet dies für uns, die Widerstandsfähigkeit, Agilität und Flexibilität unserer Strategien zu verstärken. Dazu gehören weiterhin die Vermeidung illiquider Vermögenswerte und das Nutzen von Absicherungsstrategien. Auch wenn sich die obige Auflistung von problematischen Zweiteffekten sehr negativ anhört, wird dies paradoxerweise große Anlagechancen eröffnen. Wir erwarten ein volatiles und ereignisreiches Anlagejahr 2020.

Es grüßt Sie das Team der Ars Pecuniae GmbH

---

<sup>4</sup> Vgl. auch jüngstes Interview mit dem Chief Economic Advisor der Allianz, El-Erian.