



17. APRIL 2020

NOTIZEN ZUM ENDE DES 1. QUARTALS

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 Vorlage für dieses Jahr könnte aus der Bibel stammen: Zuerst Wildbrände, dann Überflutungen, eine Heuschreckenplage und jetzt eine globale Seuche. Nach den Iden des März vor etwa 2.000 Jahren machte jetzt der März 2020 Geschichte: Wir können derzeit miterleben, wie die Kapitalmärkte nationalisiert werden und die Staatsbudgets, und damit der Einfluss der Regierungen, explodieren. Kein anderer als Lenin hatte dies treffend beschrieben: es gibt Jahrzehnte in denen sich nichts ereignet; und dann gibt es Wochen, in denen die Geschichte von Jahrzehnten gemacht wird. Wir sind in einem neuen globalen Paradigma angekommen. Dies, sehr verehrte Leserinnen und Leser, muss uns keine Angst machen. Profit kann aus allen Situationen gezogen werden – nur muss man agil sein, hohe Schwankungen tolerieren und vielfach außerhalb des allgemeinen Gedankenguts investieren.

Der ehem. EU-Ratspräsident Jean-Claude Junckers äußerte inmitten der Eurokrise: „Wenn es ernst wird, muss man lügen.“ Wir sollten diesen Satz nicht mehr vergessen, denn die herrschenden Eliten werden alles daran setzen, den systemischen Status Quo aufrecht zu halten. Und dies wird sehr viel Munition erfordern, denn derzeit haben wir es mit drei Krisen zu tun, die im jetzigen Stadium eher das Ende des Anfangs als der Anfang vom Ende sind – ein epochales Ereignis mit vielen gesellschaftlichen Konsequenzen. Wir sind zeitgleich konfrontiert mit einer Pandemie und der resultierenden Überforderung der Gesundheitssysteme, einhergehend mit der durch den „Ölkrise“ erzwungenen Liquidierung der großen, nationalen Wealth Funds in einem schon lange nicht mehr liquiden Kapitalmarkt und mit einer Solvenzkrise, hervorgerufen durch einen Nachfrageschock. Zusätzlich wird das europäische Konstrukt vor eine Zerreißprobe gestellt und steht vor großen Veränderungen. Das Ende des langen, großen Schuldenzyklus ist eingeleitet und philosophisch betrachtet wird die Zerstörung von Vermögenswerten mit der Zerstörung bestehender Institutionen und Lebensweisen einhergehen.

Nicht überraschen sollte daher die Schwankungsbreite in Kursbewegungen, und die jetzt begonnene Neubewertung von Vermögenswerten. Sehr überrascht hat das Tempo, in dem diese Veränderungen stattfanden. Korrekturen von bis zu 35% innerhalb von drei Wochen und eine ähnlich lange Bärenmarkterholung offenbaren manisch depressive Investoren zwischen Panik und FOMO (Furcht, etwas zu verpassen). In der Vergangenheit war es ausreichend, mit der historisch höchstmöglichen Verlustgröße der Wertpapiere ein Portfolio zusammenzustellen, das relativ widerstandsfähig war. Nicht in den vergangenen Wochen, die viele geltende Risikoparameter ad absurdum geführt haben.

Dass die ganze Situation sehr ernst ist und Unsicheres erwarten lässt, zeigt das Schaubild mit der 33-jährigen Preishistorie

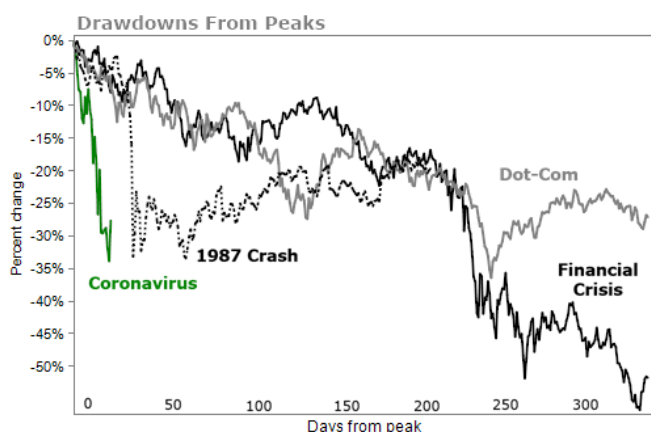




des europäischen Bankensektors. Und stellen Sie sich vor: der Index notierte im März 90% unter seinem Höchststand in 2007 – dieser Verlust ist höher als der des Dow Jones Industrial Index in der großen Depression.

Dynamischer Wandel – dynamische Zeiten

Die Geschwindigkeit und das Ausmaß der Kurskorrekturen seit Ende Februar sind, wie Sie der folgenden Graphik entnehmen können, unvergleichbar. Unbestreitbar sind wir in einem Bärenmarkt, der in der Vergangenheit durchschnittlich etwa 15-18 Monate dauerte. Ein Bärenmarkt fügt Anlegern die



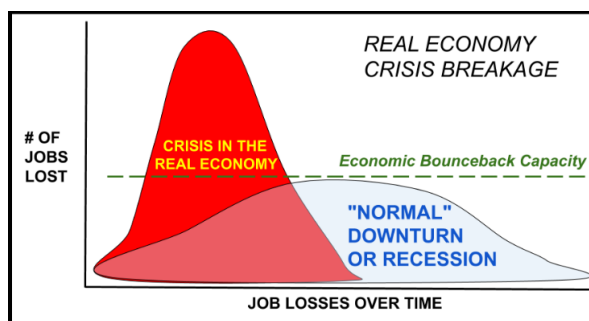
maximalen Schäden zu: Seine Qualität ist die psychologische Tortur der Anleger, denn die Kursverluste werden immer wieder durch kurz andauernde Aufholjagden mit hohen Tagesgewinnen unterbrochen. Jahrelang hatte man Kursrückschläge zum Kauf genutzt und so ist die Versuchung auch jetzt groß. Das haben die letzten Wochen gezeigt. Was sollte man nun beachten? Wie kann man diese Zeit erfolgreich überstehen?

Es gilt, Trends zu identifizieren, die sich in anderen Anlageklassen manifestieren. Aktientechnisch muss man taktisch investieren, um nicht aufs Glatteis geführt zu werden. Kurzfristige, vielfach abrupt verlaufende Aufwärtsbewegungen führen in Versuchung. Aber viel Geduld ist gefragt, um die wesentlichen, mittelfristigen Erholungen richtig zu nutzen. Anzeichen für eine anstehende Erholung werden die Abnahme der Volatilität und eine Abflachung der COVID-Fallzahlen sein. Machen wir uns nichts vor: Der Aktienmarkt findet erst dann einen endgültigen Boden, wenn Börsenindizes nicht mehr tägliche Schlagzeilen produzieren und Investoren Aktieninvestments aufgegeben haben. Dann ist die Zeit für Investitionen in „ewige“ Investments: Unternehmen mit hervorragenden Bilanzen, hohen Renditen und widerstandsfähigen Geschäftsmodellen.

Es gilt, Trends zu identifizieren, die sich in anderen Anlageklassen manifestieren. Aktientechnisch muss man taktisch investieren, um nicht aufs Glatteis geführt zu werden. Kurzfristige, vielfach abrupt verlaufende Aufwärtsbewegungen führen in Versuchung. Aber viel Geduld ist gefragt, um die wesentlichen, mittelfristigen Erholungen richtig zu nutzen. Anzeichen für eine anstehende Erholung werden die Abnahme der Volatilität und eine Abflachung der COVID-Fallzahlen sein. Machen wir uns nichts vor: Der Aktienmarkt findet erst dann einen endgültigen Boden, wenn Börsenindizes nicht mehr tägliche Schlagzeilen produzieren und Investoren Aktieninvestments aufgegeben haben. Dann ist die Zeit für Investitionen in „ewige“ Investments: Unternehmen mit hervorragenden Bilanzen, hohen Renditen und widerstandsfähigen Geschäftsmodellen.

Nachdenkens-Wert

Gesundheitsexperten haben das Management unserer Welt übernommen, wobei das Mantra zur Lösung in einer Abflachung der Infizierten-Kurve zu sein scheint. Damit soll Schlimmstes, d.h. eine Überforderung der Gesundheitssysteme oder ein Systembruch, verhindert werden. Andere Lösungen werden schlicht ignoriert. Eine Abflachung der Kurve ist aber auch wirtschaftlich geboten. Wie wir nun feststellen müssen, sind die implementierten Schutzmaßnahmen gleichbedeutend mit der Einlieferung des Patienten Wirtschaft in die Intensivstation unter Induzierung eines Komas. Der Patient ist schon seit langer Zeit gesundheitlich angeschlagen: Die kleinen und mittleren Unternehmen, Rückgrat jeder Volkswirtschaft, haben mehrheitlich nicht die Substanz, diesen Stillstand zu überstehen. Seit mehr als dreißig Jahren haben wir Rezessionen nur als finanztechnische, nicht aber wirtschaftliche Krise erleben müssen.



Wir stehen vor einer existenziellen Krise unserer globalen Wirtschaft, denn wir können mit dem steilen

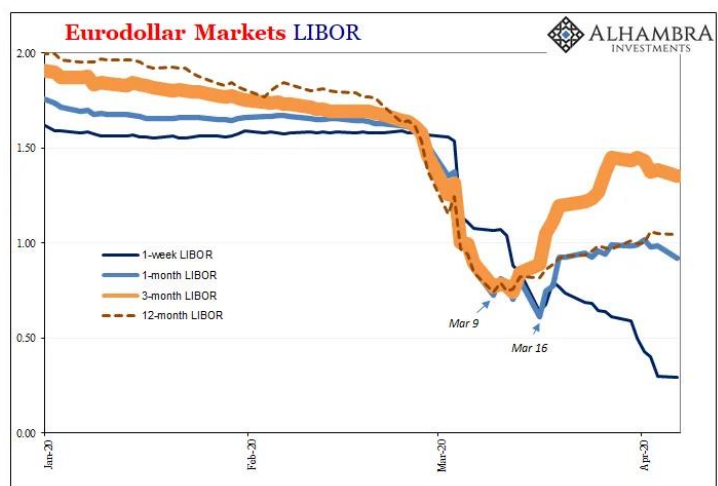


Anstieg der Arbeitslosenzahlen (die rote Kurve)¹ systemtechnisch ebenso wenig umgehen wie unsere Gesundheitssysteme. In normalen Zeiten werden Arbeitslosigkeit und Unternehmensinsolvenzen zeitlich verteilt. Das Ausmaß und die Geschwindigkeit des jetzigen Schocks sind vergleichbar mit einer Überflutung der Kanalsysteme. Hohe Arbeitslosigkeit sprengt unsere Kanalisation: daher werden die Konsequenzen uns lange begleiten. Dies spricht dafür, dass eine schnelle, endgültige Bodenbildung der Kapitalmärkte unwahrscheinlich ist.

Indikatoren unter Beobachtung

Die von der US-Notenbank eingeführten Maßnahmen zur Kriseneindämmung werden die Bilanzsumme dieser Notenbank bis Anfang Juli verdoppeln! Phantasiesummen, die zeigen, wie weit wir von einer realen Finanzwelt entfernt sind. Man spricht in diesem Zusammenhang von einer neuen Runde Quantitative Easing (QE). De facto sind diese Anleihenkäufe keine Schaffung neuer Gelder, die in den Geldkreislauf gelangen. Warum? Eine große Anzahl der nun beschlossenen, US-Anleihekäufe sollen die dortigen Bankbilanzen entlasten und die Verstopfung in den Rohren des amerikanischen und internationalen Finanzsystems auflösen. Zunehmende Regulierung und Sicherheitsvorschriften wie Basel II führten dazu, dass nicht nur die US-Banken Schwierigkeiten haben, stabilisierend in den Ausverkauf von Anleihepositionen einzugreifen. Der weltweite Anleihemarkt, um ein vielfaches größer als die Aktienmärkte, war zeitweise zusammengebrochen. Das Ausmaß der Verwerfungen zeigt die Tatsache, dass die beiden größten Anleihe-ETFs in den USA im März kurzfristig 6-8% unter ihrem Substanzwert notierten.

Erste Anzeichen einer neuen Krise der globalen Finanzströme waren im September die hochschießenden Zinssätze für die täglich fälligen Kredite zur Liquiditätssteuerung zwischen den US-Banken. Dasselbe Phänomen mussten wir auch zur Zeit der Eurokrise und der Finanzkrise erleben. Alle internationalen Zahlungen für Handel und Finanztransaktionen werden in der Leitwährung des US-Dollars abgewickelt, der außerhalb der USA als Euro-Dollar bekannt ist. Die hohe Vernetzung der globalen Wirtschaft macht das System extrem anfällig, da der Euro-Dollar-Markt ohne Aufsichtsorgane und Regulatorien existiert. In einem unserer NUNTIUMS haben wir vor zwei Jahren ausführlicher darüber geschrieben und festgestellt, dass vor allem seit der Finanzkrise eine Knappheit von gegenseitig akzeptierten Sicherheiten besteht. Dies äußert sich in Stresszeiten durch einen erhöhten Zinssatz, die diese Geldleihen kosten. Die Graphik zeigt Ihnen die Entwicklung dieses Zinssatzes, dem LIBOR (London Interbank Offered Rate). Die orange Kurve stellt das erwartete Zinsniveau auf 3-Monats-Sicht dar: danach ist nicht mit einer Entspannung für die Liquiditätsversorgung der Banken zu rechnen. Zu dieser angespannten Situation haben ironischerweise auch die vergangenen Anleihenkäufe der Notenbanken beigetragen, die zusätzliche potentielle Sicherheiten vom Markt gekauft haben. Gleichzeitig sind durch



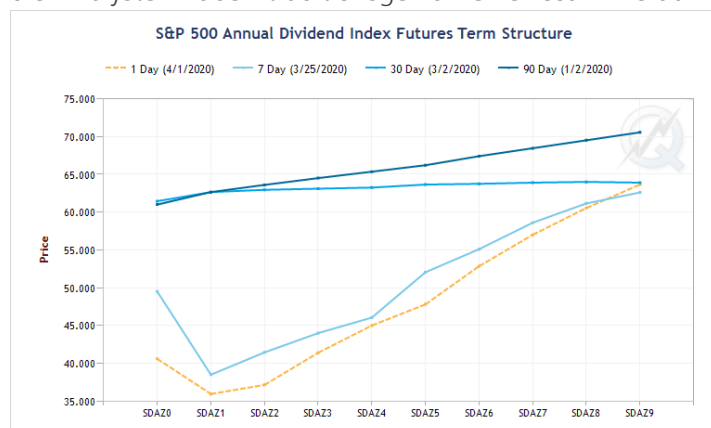
¹ TradeSmith Daily, 3.4.2020, <https://tradesmithdaily.com/educational/how-systemic-breakage-and-flattening-the-curve-helps-explain-the-real-economy-crisis/>



die Entwicklungen der letzten Wochen weltweit nun viele Dollar-Schuldner gezwungen, Vermögenswerte zu verkaufen und Schulden glatt zu stellen. Es sieht nach einem perfekten Sturm aus, der den US-Dollar weiter verteuern sollte. In der Folge müsste mit weiteren Verwerfungen in anderen Anlageklassen gerechnet werden.

Indikatoren unter Beobachtung II

Die Krise hat eine Konsequenz, die langsam in den Blickpunkt gerät: die Unsicherheit zukünftiger Dividendenzahlungen von Unternehmen. Nicht nur, dass Unternehmen diese derzeit nach und nach für das laufende Jahr streichen, auch gesetzliche Auflagen für staatliche Hilfen schreiben Dividendenstreichung und Verzicht auf Aktienrückkäufe vor. Dennoch gibt es Indikatoren, die solche Einschätzungen der Zukunft widerspiegeln. Es sind die Preise für Vereinbarungen, die zu zeitlich unterschiedlichen Zeitpunkten in der Zukunft fällig werden, sogenannte Terminkontrakte oder Futures. Für den US-Index S&P 500 existiert ein Index, der den Wert der Dividendenzahlungen bemisst und auch für die nächsten 10 Jahre einschätzt. Die vertikale Achse gibt den Dollarwert der Dividendenausschüttungen an; die horizontale Achse Jahr 0 (aktuell) bis Jahr 9 (2029). Wenn Sie den Dollarwert durch den Indexstand teilen, erhalten Sie die Dividendenrendite. Per Anfang des Monats April (gelbe Kurve) geht man davon aus, dass Dividenden um 45% reduziert werden. Vielleicht ist diese Einschätzung noch zu positiv, denn die Analysten haben traditionsgemäß eine rosa Brille auf. Vor drei Monaten (dunkelblaue Linie) war man davon ausgegangen, dass zum



Ende des Jahrzehnts Dividenden in Höhe von US\$ 70 (nach US\$ 61 derzeit) ausgeschüttet werden. Aktuell ist man der Meinung, dass das Dividendenniveau erst zum Ende dieses Jahrzehnts wieder auf den letztjährigen Wert finden kann.

Dividendenwerte sollten auch zukünftig Teil eines Portfolios sein, aber man ist heute herausgefordert, die individuelle Dynamik in jedem ehemals exzellenten Dividendenwert zu hinterfragen. Diese

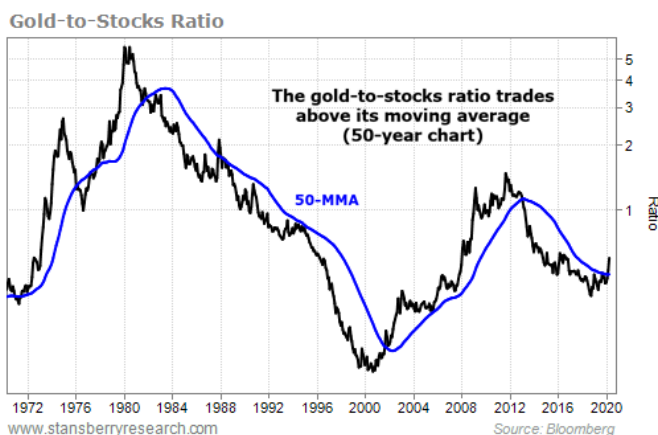
Entwicklung wird in den nächsten Jahren auch Auswirkungen auf die Bewertungen und damit die Indexstände selbst haben. Kurz gesagt: ein überaus herausforderndes Anlageumfeld abseits in der Vergangenheit geltenden Maßstäben.

Alle Wege führen – zum Gold?

Vieles deutet darauf hin, dass Gold in den kommenden Jahren eine tragende Rolle in jeder Anlagestrategie spielen sollte. Auch in den jüngsten Verwerfungen stieg der Goldpreis trotz hoher Volatilität parallel zu der Zunahme systemischer Risiken. Diese Stärke mag auch darauf zurückzuführen sein, dass wir für eine globale Krise schlecht aufgestellt sind: Zinsniveau und Verschuldungsgrad lassen nur noch fiskalpolitische Maßnahmen zu, die in einem nie gesehenen Ausmaß eingesetzt werden (müssen). Die Geburt eines neuen Finanzsystems kann die Folge sein und Gold wird seine Wertaufbewahrungsfunktion in dieser Umbruchzeit wiederum beweisen. Parallel zur weiteren Zunahme von systemischen Risiken sollte Gold die rare Anlageklasse sein, die eine positive Preis- und Gewinn-Korrelation aufweisen sollte. Denn ein historisch niedriger Ölpreis wird die Gewinne der Minenunternehmen stark erhöhen.



Natürlich wird die Entwicklung der Edelmetallpreise nicht in einem reibungslosen Aufwärtstrend verlaufen. Aber die Marschrichtung ist klar, denn als nicht produktives Asset ist Gold nur attraktiv, wenn die Renditeerwartungen der anderen Anlagemöglichkeiten unattraktiv sind. Der institutionelle Manager GMO erwartet in seiner jüngsten Renditevorausschau für die nächsten sieben Jahre negative Renditen für alle Rentenmärkte und, mit Ausnahme der Schwellenländer, auch in allen Aktienmärkten. Und nicht nur das: betrachtet man die Entwicklung des Goldpreises zu der der Aktien, kann man 10-jährige Zyklen für die jeweilige Anlageklasse erkennen. Hier scheint sich gerade ein Wechsel zugunsten der Anlageklasse Gold anzukündigen, wie das Schaubild zeigt. Auch interessant: Die Größenordnung dieser Anlageklasse, inklusive Produktionsunternehmen, ist relativ klein: sie wird auf 1-2 Billionen US-Dollar geschätzt – zum Vergleich belaufen sich Aktien- und Anleihemärkten auf ein Volumen von 250 – 300 Bn US-Dollar. Das gibt Raum für Kurssteigerungen, wenn Gold zunehmend ins Visier der Anleger rückt.



Märkte und Einschätzungen

Die Seefahrernation Venedig führte vor 600 Jahren eine Quarantäne von 40 Tagen für Zugereiste ein. Die jetzige globale Quarantäne, die unter Umständen noch monatelang andauern kann, führt zu einer noch nicht messbaren Zerstörung von Angebot, Nachfrage und Konsum. Die Folge ist eine Neubewertung von Vermögenswerten in ALLEN Anlageklassen. Pflaster in Form von Schulden in der Größenordnung der 1920er Jahre werden die Substanz aller Währungen aushöhlen. Skeptisch sind wir nicht nur deshalb für die weitere Entwicklung von Anleihen. Die jüngsten Maßnahmen der Zentralbanken stellen in Wirklichkeit eine Verstaatlichung der Anleihemärkte dar. Eine Art Quarantäne für globale Schulden. Preiskontrollen, d.h. die Steuerung der Renditekurve von Staatsanleihen, sind ein weiterer Schritt in der Enteignung von Gläubigern. Die australische Zentralbank hat gerade dieses Vorgehen in der ersten Aprilwoche angekündigt. Und: Der Stillstand der globalen Wirtschaft wird weitere Maßnahmen, wie einen Schuldenerlass in großem Stil und ein Mindesteinkommen für Bürger notwendig machen.

Das Wesentliche

Auf Napoleon ist der Ausspruch zurückzuführen, dass ein Führer die Realität definieren und zu Hoffnung inspirieren muss. Denn die schlimmsten Tragödien präsentieren die Menschheit mit den größten Chancen. So wird diese Phase der Neudefinition auch Chancen eröffnen. In unmittelbarer Zukunft wird es bestehende Trends, wie die Digitalisierung unserer Lebensgewohnheiten, die weitere Dominanz großer Unternehmen und eine Abwendung von der Globalisierung verstärken. Und: Eine Regionalisierung der Lieferketten und die Abwendung vom Just-in-Time Prinzip wird absehbar zu höheren Verbraucherpreisen führen.

Anleger sollten mit Vorsicht in diesem Anlageumfeld manövrieren, liquide bleiben und flexible Anlageformen wählen. Realismus, Umsicht sowie Geduld für das Nutzen von Trends sind unverzichtbar.



ARS PECUNIAE GmbH

Vorsprung durch Klarheit – Freude am Vermögen

Eine Risikostreuung ist geboten, auch wenn in Extremsituationen das Preisverhalten aller Anlageformen meist identisch ist. Die letzten Wochen haben gezeigt, dass die Zeit minimaler Marktschwankungen auf lange Zeit vorbei ist.

Bleiben Sie wohlauf!

Das Team der Ars Pecuniae GmbH

Renia Costello