ARS PECUNIAE GmbH

Vorsprung durch Klarheit – Freude am Vermögen

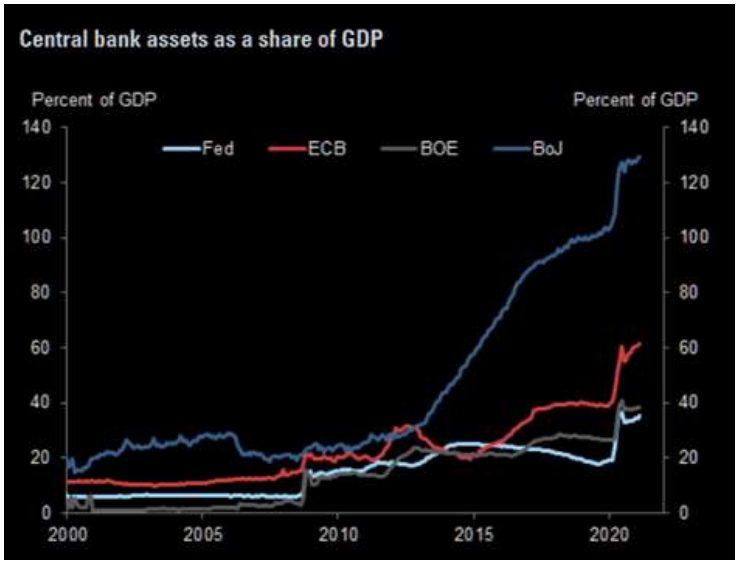
17. JULI 2021

NOTIZEN ZUM II. QUARTAL 2021

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.

Im Frühjahrsquartal gelang es den Volkswirtschaften nördlich des Äquators, sich dank Impfungen und besserem Klima aus den Fängen des Virus langsam freizukämpfen. Noch ist das Niveau eines normalen Wirtschaftslebens sehr unterschiedlich, aber die Normalisierung kann sich in vielen Wirtschaftsstatistiken wiederfinden. Dementsprechend freundlich gestalteten sich die Aktien- und Rohstoffmärke. Jedoch haben sich Preissteigerungen aufgrund von Liefer- und Produktionsschwierigkeiten in vielen Bereichen manifestiert und unser Haus erwartet, dass sich die Volkswirtschaften trotz deflationären Gegendrucks, wie die Überalterung unserer Gesellschaften und die starke Technisierung, nach Verarbeitung der Sondereffekte mit einem strukturellen, und damit langfristig höheren Preisniveau arrangieren müssen.

Schon seit Menschengedenken repräsentieren Preise Informationen, die wir zur Entscheidungsfindung benötigen. Was sind die Kosten, was ist etwas wert? Was ist die Bezugsgröße? In vorausgehenden Jahrhunderten nutzte man hierzu den Goldstandard, musste jedoch feststellen, dass dieser Maßstab zu unflexibel für die zunehmende Vernetzung und Globalisierung war. Die Bezugsgröße für Geld ist traditionell der Zinssatz (stark von Inflationserwartungen beeinflusst) ,mit dem verschiedene Risiken und Laufzeit der Geldleihe kompensiert werden. Heute ist auch diese Bezugsgröße irrelevant, da sie von den Zentralbanken festgelegt und notfalls in verschiedenster Weise manipuliert wird. So sollte man nie vergessen, wer heutzutage Herrscher der Finanzmärkte ist. In den letzten 15 Monaten haben Zentralbanken Finanzanlagen in Höhe von US-$ 900 Millionen *pro Stunde* gekauft[1]. Zumindest der Anleihemarkt ist sich dessen bewusst, haben doch die Zinssteigerungen trotz steigender Inflationszahlen in den letzten Wochen eine Pause eingelegt.



Betrachtet man die nebenstehende Graphik, so scheint der nun gültige Bewertungsmaßstab die Größenordnung der Zentralbankbilanzen geworden zu sein. Dann wären die Preissteigerungen des letzten Jahrzehnts weniger eine Funktion von realem Wertzuwachs oder Werthaltigkeit als einer immensen Vergrößerung der zugrunde liegenden, virtuell geschaffenen Geldmenge, die zur Anschaffung der Bilanzanlagen notwendig war. Für unser Haus ist das der Beweis, dass im heutigen Umfeld eine sehr flexible Anlagestrategie, weniger beruhend auf Theorien der letzten 40 Jahre, opportun ist.

[1] Quelle: Bloomberg/Confoundedinterest via The Market Ear, 27. Juni 2021.

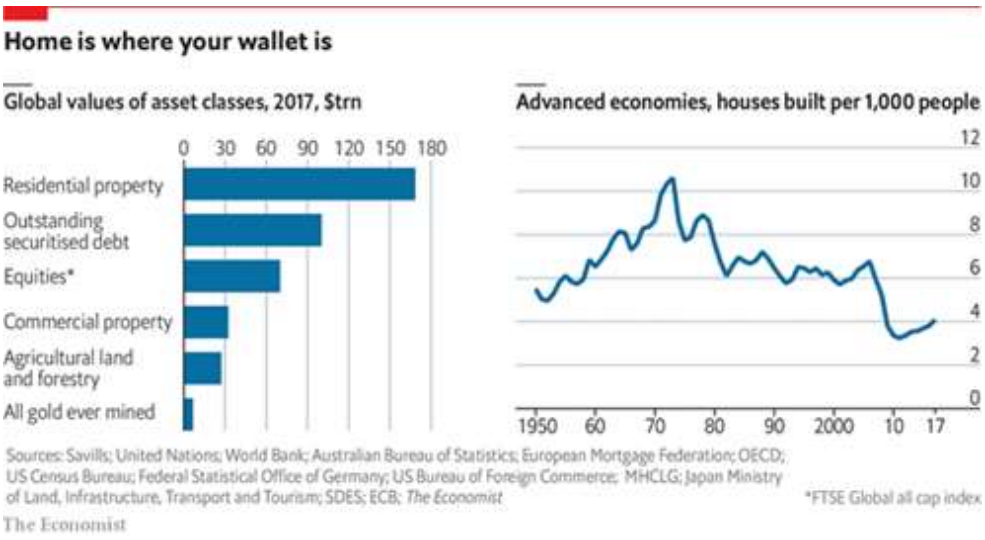
Dynamischer Wandel – dynamische Zeiten

Geopolitische Entwicklungen sollten in unserer nicht nur elektronisch vernetzen Welt immer auf dem Radarschirm stehen. Und so ist der Artikel des Schweizer Makro-Experten Felix Zulauf[2] erwähnenswert, der sich mit den Implikationen der Auseinandersetzungen zwischen China und den USA beschäftigt. Im Gegensatz zum Kalten Krieg mit der Sowjetunion bringen diese Spannungen in unserer multipolaren, vernetzten Welt große, latente Unsicherheiten für viele Volkswirtschaften mit sich. Schon vor der Pandemie wurde die kontinuierliche Zunahme dieser Spannungen sowohl von den meisten Ländern als auch von den Finanzmärkten ignoriert. Machtambitionen, Selbstbestimmung und Stolz der beiden Gegenparteien können einen militärischen Konflikt nicht ausschließen.

Der Ausgang ist unsicher, auch wenn wirtschaftliche Konsequenzen schon heute absehbar sind. Zulauf sieht Europa in einer Sandwichposition: geopolitisch schwach und als globaler Exporteur sehr verwundbar. Globale Lieferketten, schon durch die Pandemie gestört, werden Sicherheit und Robustheit in den Vordergrund stellen müssen. Vermehrte Sanktionen gegen einzelne Firmen könnten zur Tagesordnung gehören. Die weitere Abkehr der globalen Arbeitsteilung wird höhere Preise, und damit geringeren Wohlstand für alle, nach sich ziehen. Die Finanzmärkte haben diese Veränderungen und Unsicherheiten derzeit noch nicht eingepreist und es ist realistisch, dass dies erst nach zukünftigen, noch nicht kalkulierbaren Schockmomenten erfolgt. Insgesamt sollten höhere Zinsen (als Risikoprämie), niedrigere Renditen für Unternehmen und Aktienmärkte sowie Rohstoffmärkte mit Preisschocks erwartet werden. Auch Zulauf betont, dass opportunistische und flexible Anlagestrategien mit Risikomanagement in diesem Umfeld im Vordergrund stehen sollten.

Nachdenkens-Wert

In diesen Notizen konzentrieren wir uns in der Regel auf Entwicklungen in den Finanzmärkten oder solche, die unserer Aufmerksamkeit wert sind. Die Rolle von Wohnimmobilien im globalen Finanzgefüge steht dabei meist außen vor. Dass die Preissteigerungen seit dem Beginn der Pandemie nicht nur ein Phänomen der höheren Nachfrage und guten Finanzierungskonditionen sind, führt uns diese Graphik vor Augen. Sie zeigt, dass ein Grund des kontinuierlich steigenden Preisniveaus von Wohnimmobilien der hohe Angebotsnotstand ist (rechtes Schaubild). Hier sind vielerlei Gründe, nicht zuletzt das Versagen der lokalen Planungsbehörden und die immer weiter steigenden Bauauflagen, aufzuführen. Wir sind der Meinung, dass Preise solange auf einem für viele Familien nicht leistbaren Niveau verharren, solange die Angebotsseite nicht entschärft wird.



[2] Neue Züricher Zeitung, 16.4.2021: The New Cold War by Felix Zulauf.

Indikatoren unter Beobachtung

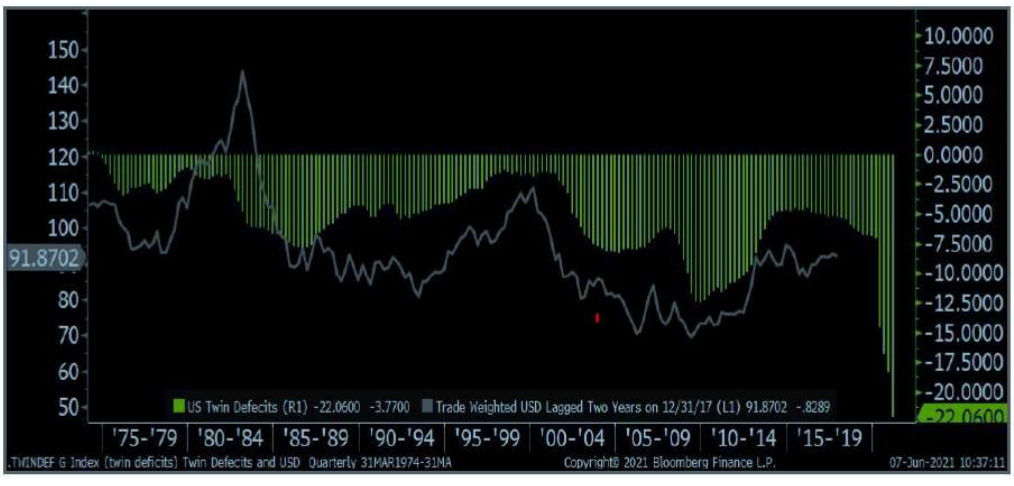
Der starke Schwerpunkt auf die neuen Investmentkriterien ESG (Umwelt, Soziales, Unternehmensführung) und der Fokus auf die erneuerbaren Energien haben zu einem Investitionsnotstand in der Energieindustrie geführt. Da ein Übergang in ein solches Energieregime jedoch Zeit braucht und die globale Wirtschaft weiterhin auf Öl und Gas angewiesen ist, wird diese starke Investitionslücke voraussichtlich zu einer Energiekrise à la 70er Jahre führen.

Die Verteufelung von Energieproduzenten als Investment in den Industrieländern erinnert stark an ein ähnliches Phänomen in der Zigarettenindustrie in den 90er Jahren. Eine objektivere Betrachtung dieser Branche hätte gezeigt, dass der weiter steigende Zigarettenkonsum in den Entwicklungsländern, und vor allem auch China, bei den Tabakunternehmen zu steigenden Cash-Flow Renditen führten. Kein Wunder, dass Aktien dieser Branche die höchste Rendite in den letzten 30 Jahren erzielen konnten (hier der Kursverlauf von Altria in lila und BAT in orange zwischen 1994 und 2021).

Eine ähnlich einseitige Betrachtung sehen wir heute in der Öl- und Gasbranche. Wer weiß, vielleicht können wir im Rückblick auf einen ähnlichen Anlageerfolg bei diesen Unternehmen zurückblicken.

Indikatoren unter Beobachtung II

Wiederholt wurde in den vergangenen Publikationen auf die Bedeutung des US-Dollars für alle Anlageklassen hin-gewiesen. Ein Hinweis auf den mittelfristigen Ausblick der Reservewährung könnten die Haushalts- und Zahlungsbilanzdefizite der Vereinigten Staaten geben. In diesem Schaubild sehen Sie die Kombination dieser Defizite seit den 70er Jahren (grüne Balken) und die um zwei Jahre nachhinkende Entwicklung des US-Dollars (graue Linie)[3]: Auch wenn das Schicksal einer

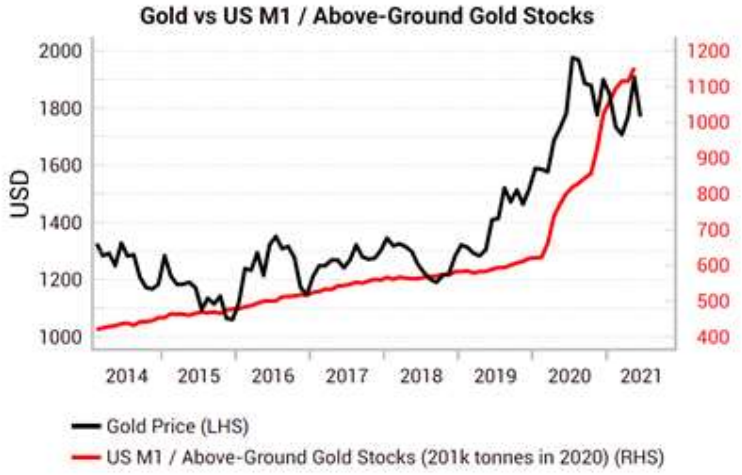


[3] Chartbook II. Quarter, Evergreen Gavekal, Juni 2021.

Reservewährung ein kontinuierliches Zahlungsbilanzdefizit erzwingt[4], ist das Ausmaß der aktuellen Defizite enorm. Ein langjährig schwächerer US-Dollar würde internationale Aktienmärkte und Rohstoffe unterstützen und sollte zu einer relativ schlechteren Entwicklung von US-Anlagen führen.

Indikatoren unter Beobachtung III

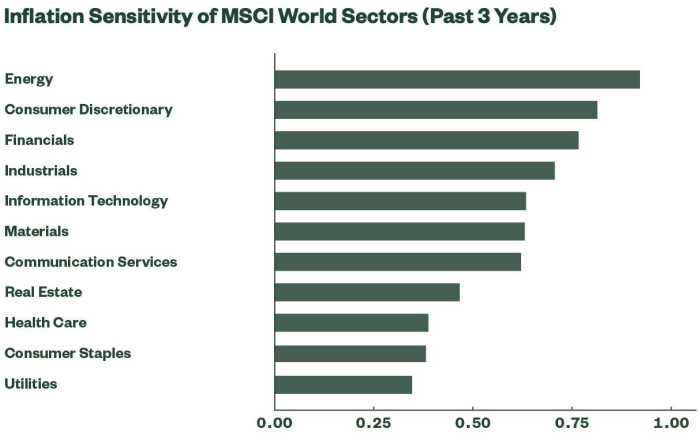
Je länger ein Wiedererstarken der Edelmetallpreise ausbleibt, ist die Frage zu stellen, ob der Goldpreisanstieg im August letzten Jahres ein Ende gefunden hat. Betrachtet man die langfristigen Zyklen der Edelmetallpreise kann ein etwa 8 - 10 Jahre dauernder Preistrend festgestellt werden. Ein langfristiger Bullenmarkt in Gold ging auch in der Vergangenheit mit ausgedehnten Korrekturen einher. So mussten Anleger in den inflationären 70er Jahren einen Preisrückgang von 40% innerhalb von 18 Monaten (1974/75) sowie 20% in 1980 verkraften.



Interessanterweise fanden diese Korrekturen in einem Umfeld von stark negativen Realrenditen, wie wir sie derzeit sehen, statt. Dennoch ist aus unserer Sicht der langfristige Aufwärtstrend für Gold nicht gefährdet. Dies untermauert u.a. das Verhältnis zwischen der Geldmenge M1 (rote Linie - Bargeld und Sichteinlagen) im Verhältnis zum weltweiten Goldbestand (Graphik)[5].

Märkte und Einschätzungen

Inflationserwartungen bzw. die weitere Entwicklung möglicher Preissteigerungen stehen derzeit im Mittelpunkt vieler Diskussionen. Nach mehr als 40 Jahren relativer Preisstabilität würde ein solcher Paradigmenwechsel, in Verbindung mit den sich intensivierenden Eingriffen der Notenbank- und Fiskalpolitik, interessante, und stark veränderte Preisphänomene eröffnen. Denn der Inflationseinfluss auf die Aktienmärkte ist nicht einheitlich: Verschiedenen Branchen reagieren unterschiedlich auf ein steigendes Kostenniveau. Ein Blick auf die traditionellen Gewinner in inflatorischen Preisregimes (hier eine Graphik der Branchen, die in den letzten drei Jahren die höchste Preissensitivität aufwiesen) zeigt, dass Investitionen in defensi-



Source: Bloomberg Finance L.P., as of 31 March 2021. Data is for MSCI World NTR USD Indices. Inflation measure taken from USD Inflation Swap Forward 5Yr-5Yr.

[4] Schließlich müssen die wachsenden Volkswirtschaften, und damit ein zunehmender Zahlungsverkehr, ermöglicht werden.
[5] Variant Perception: Gold Lessons from the 1970s, 7. Juli 2021.

ve Branchen wie Versorger, Konsumgüter und Gesundheit wenig Schutz bieten. Die Verlierer der letzten Jahre, sowohl in der Branchenbetrachtung, aber auch das Segment der kleinen und mittleren Unternehmen, bieten besseren Schutz. Da Entwicklungen nicht in einem stetigen Trend verlaufen, hat die richtige Branchenallokation, abhängig vom jeweils herrschenden Wirtschaftsumfeld, heute großen Einfluss auf den Anlageerfolg.

Das Wesentliche

Wir befinden uns derzeit in einem Wirtschaftsaufschwung, der sich von vergangenen Wirtschaftszyklen stark unterscheidet und daher in seiner Länge und weiteren Ausprägung kaum einzuschätzen ist. In diesem Umfeld sollten die oben beschriebenen Segmente weiter reüssieren. Kaum abzusehen ist derzeit, wann diese Trends auslaufen bzw. sich umkehren, denn die Energie in diesen Entwicklungen ist stark. Preissteigerungen durch knappe Rohstoffe sollten uns, da vielfach auf fehlende Investments zurückzuführen, einige Jahre begleiten, ebenso wie der Lohndruck vor allem in Dienstleistungsbranchen. Gewinnmargen, und in Folge die Aktienbewertungen, könnten dann unter Druck geraten. Anderseits sollten technologische Veränderungen und die rückläufige Bevölkerungsentwicklung in den meisten Ländern eine gewisse Entlastung bringen. Nicht zuletzt ist die Corona-Thematik noch lange nicht gelöst. Eines aber ist sicher: höhere Belastungen in unseren privaten Budgets.

Derzeit stehen die Finanzmarkt-Ampeln aber auf Grün. Die richtige Einschätzung des derzeit sehr komplexen globalen und länderspezifischen Wirtschaftsumfelds wird in den nächsten Monaten wesentlich für Anlageentscheidungen sein. Wir sehen die Zinsentwicklung der Staatsanleihen und die weitere Entwicklung des US-Dollar als wesentliche Faktoren in diesem Anlagepuzzle an. Bei Veränderungen in den Trends wird eine Anpassung der Anlageschwerpunkte in unseren Strategien relativ zeitnah erfolgen.

Es grüßt Sie das Team der Ars Pecuniae GmbH