



10. JULI 2022

## NOTIZEN ZUM II. QUARTAL 2022

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.

„Man sollte im Leben nur Lernen was man vermeiden muss“ so Nassim Taleb, berühmter Verhaltensforscher mit Fokus Risikomanagement und Author des bekannten Buches ‚Der Schwarze Schwan‘. (Das Lernen des Lebens). Taleb nennt diese Regel die „Via Negativa“ und zeigt in dem Buch ‚Antifragile‘, dass im Spiel des Lebens nur diejenigen überleben, die die großen Katastrophen vermeiden. Ohne diese Regel ist man im laufenden Anlagejahr aufgeschmissen, denn aktives Risikomanagement ist die Stunde des Gebots. Die Marktentwicklungen des vergangenen Quartals waren dramatisch in ihren Ausprägungen. Aber sie widersprechen schon seit dem Jahresanfang allen uns in den letzten 40 Jahren bekannten Verhaltensmustern der einzelnen Anlageklassen.

Einmalig sind zweistellige Verluste parallel in Aktien und Anleihen bei gleichzeitig reüssierenden Rohstoffmärkten; der Zusammenbruch des vormals sicheren (Währungs-) Hafens des Yen; und nur der US-Dollar und der Goldpreis stellten ihre Verlässlichkeit als Kriseninvestment zur Schau. Die Übersicht der Anlagegesellschaft DWS, publiziert am 1. Juli vormittags, lädt zum Studium der Wertentwicklung (inkl. Dividenden oder Zinskupons) der einzelnen Segmente seit Jahresbeginn ein:

### Aktien International

	Währung	Dividendenrendite p.a.	Wertentwicklung Lokale Währung	Wertentwicklung EUR
MSCI World	USD	2.27%	-20.51%	-12.51%
S&P 500 (U.S.)	USD	1.71%	-19.97%	-11.97%
Nasdaq (U.S.)	USD	0.90%	-29.22%	-21.23%
MSCI Japan	JPY	2.62%	-5.78%	-14.09%
MSCI EM	USD	3.30%	-17.57%	-9.57%
MSCI Asia ex Japan	USD	2.75%	-16.25%	-8.26%
MSCI Latam	USD	9.00%	-0.30%	7.70%

### Anleihen International

	Währung	Rendite p.a. bis Fälligkeit	Wertentwicklung Lokale Währung	Wertentwicklung EUR
Globale Anleihen	USD	2.91%	-13.91%	-5.92%
US-Unternehmensanleihen (IG)	USD	4.58%	-13.81%	-5.81%
US-Hochzinsanleihen	USD	8.91%	-14.19%	-6.20%
Asien Unternehmensanleihen	USD	4.13%	-10.73%	-2.74%
EM Unternehmensanleihen	USD	4.79%	-15.34%	-7.35%
EM Staatsanleihen	USD	6.16%	-20.31%	-12.31%
USA (10 Jahre)	USD	3.01%	-10.78%	-2.78%

### Aktien Europa

	Währung	Dividendenrendite p.a.	Wertentwicklung Lokale Währung	Wertentwicklung EUR
Eurostoxx 50	EUR	3.76%	-17.24%	-17.24%
Stoxx 600	EUR	3.69%	-14.32%	-14.32%
DAX	EUR	3.81%	-19.30%	-19.30%
SMI (CH)	CHF	3.25%	-14.71%	-11.40%
FTSE MIB (IT)	EUR	5.23%	-19.27%	-19.27%
IBEX 35 (ES)	EUR	4.37%	-4.01%	-4.01%
FTSE 100 (UK)	GBP	4.36%	-0.74%	-3.66%

### Anleihen Europa

	Währung	Rendite p.a. bis Fälligkeit	Wertentwicklung Lokale Währung	Wertentwicklung EUR
Europäische Anleihen	EUR	2.09%	-12.13%	-12.13%
EUR-Unternehmensanleihen (IG)	EUR	3.47%	-12.42%	-12.42%
EUR-Hochzinsanleihen	EUR	7.68%	-15.54%	-15.54%
Deutschland (10 Jahre)	EUR	1.25%	-11.40%	-11.40%
Großbritannien (10 Jahre)	GBP	2.15%	-8.48%	-0.48%
Spanien (10 Jahre)	EUR	2.21%	-12.76%	-12.76%
Italien (10 Jahre)	EUR	3.04%	-13.59%	-13.59%

Nicht zuletzt sehen wir ruppige, kurzfristige Gegenbewegungen in allen starken Preistrends, die schwer lesbar sind: ist das jetzt eine Trendwende? Kann man ‚ausverkaufte‘ Bereiche endlich kaufen? Deutet sich seit Mitte Juni eine Umkehr in den Rohstoffpreisen und Anleiherenditen an? Alt gediente Börsenfische wissen jedoch, dass Kurse vor allem von ausverkauften Niveaus gerne zusammenbrechen. Daher ist Vorsicht und Demut vor den Unwägbarkeiten der Börsen angebracht. Erwähnen wollen wir eine jüngst sich positiv entwickelnde Anlageregion: China. Das Land kommt wirtschaftlich aus einer starken Rezession und wird zusätzlich durch eine lockere Geldpolitik stimuliert. Hier sehen wir endlich einen Lichtblick in der übrigen Landschaft unkooperativer Notenbanken. Im Gegensatz zu 2008/09 wird China u.E. die globale Wirtschaft diesmal nicht retten können.



## Dynamischer Wandel – dynamische Zeiten

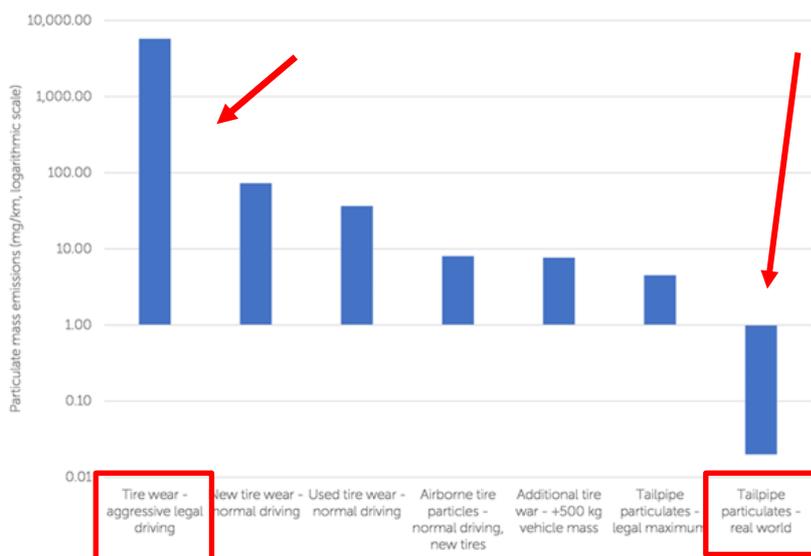
Die Historie wird sich, nach Mark Twain, nicht wiederholen, sich jedoch immer wieder ähneln/ reimen. Dies kann in verschiedenster Weise interpretiert werden. Unser Haus bezieht sich gerne auf Zyklen, die solch wiederkehrende Muster erklären. Aber auch kürzere Zeitfenster können starke Ähnlichkeiten mit vergangenen Perioden aufweisen. Seit einigen Monaten begegnet uns dieses Phänomen, dass die Entwicklung des US-Aktienindex im Jahre 2002 und die des laufenden Jahres übereinanderlegt<sup>1</sup>.

Ist das nicht erstaunlich? Danach würden wir einen ersten Zwischenstopp Ende Juli erfahren, gefolgt von einer kurzen Zwischenerholung und einer weiteren Verlustphase bis in den



Herbst. Da Bärenmärkte in der Regel nicht innerhalb eines Jahres beendet sind, sollten damit aber die Ähnlichkeiten aufhören. Denn 2002 markierte die letzte Phase des zweijährigen Dot.com-Zusammenbruchs. Gewiss können wir aus heutiger Sicht mit sehr wechselhaften Kapitalmärkten rechnen.

## Nachdenkens-Wert



Phänomene, die einen zweiten Blick hinter die Kulissen verdienen, gibt es aktuell in den Kapitalmärkten viele. Aber jüngst ist ein Aspekt in der Diskussion zu Elektrofahrzeugen aufgetaucht, die eine Erwähnung an dieser Stelle verdient. Es geht um die Emission der Schadstoffe, die beim Abrieb von Reifen entsteht. Das Analysehaus Emission Analytics hatte Anfang 2020 eine Studie veröffentlicht, die die Umweltverschmutzung durch Abriebemissionen von Rädern als wesentlich höher feststellt als die von Auspuffemissionen. In den letzten

<sup>1</sup> Quelle: The Market Ear, xx. Juni 2022.

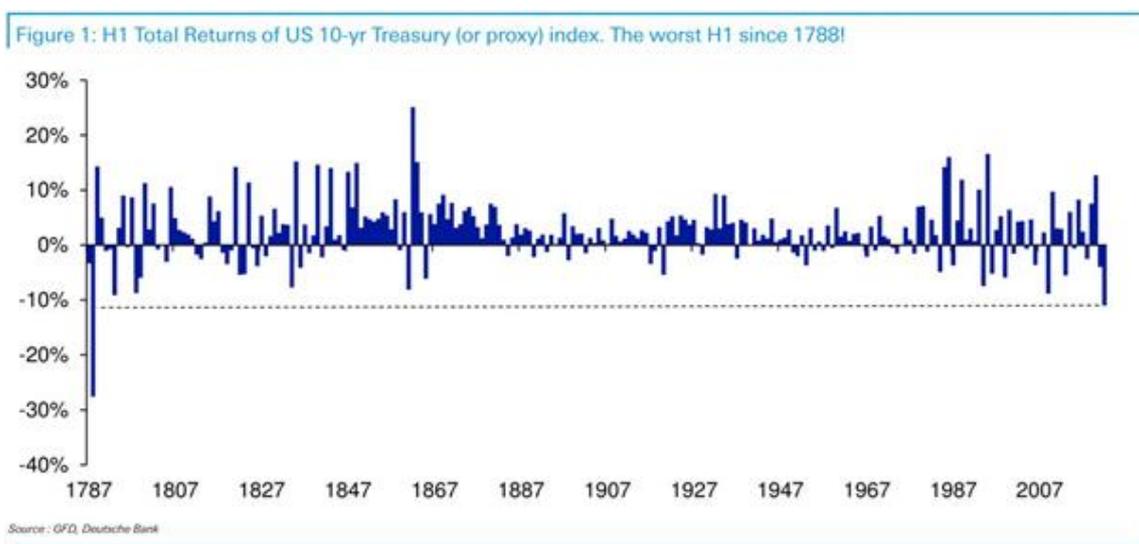


zwei Jahren wurde dies durch tieferführende Tests und Analysen weiter untersucht.<sup>2</sup> Fazit: der Schadstoffausstoß durch Reifenabrieb ist bei normalen Fahrverhalten um ca. 1.850-mal höher als derjenige von Auspuffen. Den Vergleich der beiden Werten (logarithmische Skala) kann man anhand des linken und rechten Balkens auf der Graphik ziehen. Grundsätzlich scheinen die Reifenemissionen durch schwerere Fahrzeuge und höhere Drehmomente zuzunehmen, während die Auspuffabgase durch immer effizientere Filter mittlerweile rapide abnehmen. A propos Gewicht von Elektrofahrzeugen: Zum Beispiel resultiert eine halbe Tonne Batteriegewicht in 400-mal höheren Reifenemissionen.

Die Tests haben zusätzliche, interessante Aspekte aufgedeckt. Während Auspuffabgase die Luft belasten, endet der toxische Reifenabrieb in Boden und Wasser. Die Gesundheitsaspekte sind noch wenig erforscht – auch, weil bis dato wenig Aufmerksamkeit dem Thema Reifenabrieb geschenkt wurde. Generell scheint es mehr und mehr wissenschaftliche Anzeichen zu geben, dass ultra-feine Partikel (nicht nur) bei Menschen leicht in Blut und Lunge gelangen und damit auch den Weg ins Gehirn finden.

## Indikatoren unter Beobachtung

Eine langfristige Betrachtung des tiefen Absturz des Anleihemarkts zeigt Ihnen diese Graphik<sup>3</sup> zum Kollaps der 10-jährigen amerikanischen Staatsanleihen. In der Tat sind die aktuellen Kursentwicklungen bei Anleihen schwer zu deuten: Paradigmenwechsel oder nicht?



Unabhängig davon scheint es kaum möglich, dass diese Entwicklung in der Intensität andauert. Fakt ist, dass ein Umfeld höherer Zinsen starken Gegenwind für Unternehmen mit hoher Verschuldung schafft. In einem rapide verschlechternden Wirtschaftsumfeld ist weiterhin Vorsicht bei Anleihenengagements geboten, vor allem wenn es um Bonität des Emittenten und Liquidität der Anleihe geht.

<sup>2</sup> <https://www.emissionsanalytics.com/news/gaining-traction-losing-tread> - auch Quelle der Graphik.

<sup>3</sup> <https://twitter.com/jessefelder/status/1542901303667335168/photo/1>.



## Indikatoren unter Beobachtung II

Der fortwährend starke Preisverfall bei Aktien und auch Anleihen lässt nach Alternativen suchen. Die letzten Anlagenotizen stellen die stabilisierende Rolle von Gold nach einer verflachten Renditekurve heraus. Auch in Phasen von starken Aktienkorrekturen hat sich das Krisenmetall bewährt. Der Überblick<sup>4</sup>, der das Preisverhalten von Gold und Silber im Verhältnis zu den US-Bärenmärkten seit 1976 zeigt, weist Gold (Ausnahme: 1982 nach einem starken Preisanstieg) in der Tat eine stabilisierende Rolle in einem Portfolio zu.

Gold Performance During Stock Market Crashes			
Dates of S&P 500's Biggest Declines	S&P 500	Gold	Silver
Sep 21, 1976 - Mar 6, 1978	-19.4%	53.8%	15.2%
Nov 28, 1980 - Aug 12, 1982	-27.1%	-46.0%	-66.1%
Aug 25, 1987 - Dec 4, 1987	-33.5%	6.2%	-11.8%
Jul 16, 1990 - Oct 11, 1990	-19.9%	6.8%	-10.8%
Jul 17, 1998 - Aug 31, 1998	-19.3%	-5.0%	-9.5%
Mar 27, 2000 - Oct 9, 2002	-49.0%	12.4%	-14.4%
Oct 9, 2007 - Mar 9, 2009	-56.8%	25.5%	1.1%
May 10, 2011 - Oct 3, 2011	-19.0%	9.4%	-19.1%
Feb 19, 2020 - Mar 23, 2020	-33.9%	-4.9%	-31.8%
<b>AVERAGE</b>	<b>-30.9%</b>	<b>6.5%</b>	<b>-16.4%</b>

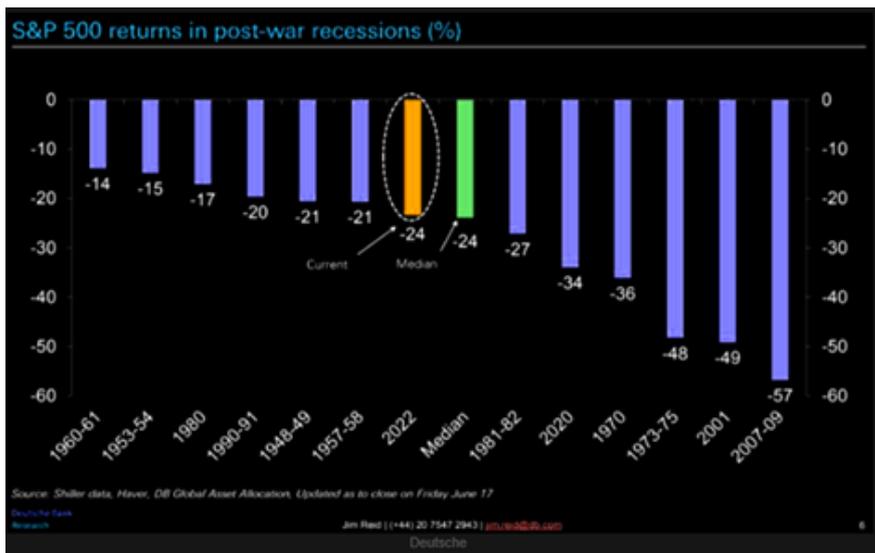
\*Barron's Gold Mining Index used through 1990; HUI 1998 to present

Viele Stimmen haben Enttäuschung ob der sehr neutralen Entwicklung des Goldpreises in den letzten Monaten geäußert. Relativ betrachtet, also im Verhältnis zur Performance der Aktien- und Anleihemärkte, hat sich der Goldpreis aktuell gut geschlagen und zur Balance eines Portfolios beigetragen.

## Indikatoren unter Beobachtung III

Nach den brutalen Aktienkorrekturen im ersten Halbjahr stellen sich die Anleger die Frage, wann der Kaufzeitpunkt gekommen ist. Hilfestellung bei der Standortbestimmung kann die Vergangenheit des wichtigsten globalen Marktes (S&P 500) in Phasen stark rückgängigen Wirtschaftswachstums geben<sup>5</sup>:

Warum unsere derzeitige Situation voraussichtlich nur ein Zwischenschritt in den jetzigen Korrekturbewegungen ist, erläutern wir in ‚Das Wesentliche‘.



<sup>4</sup> Hard Assets Alliance, 16. Juni 2022.

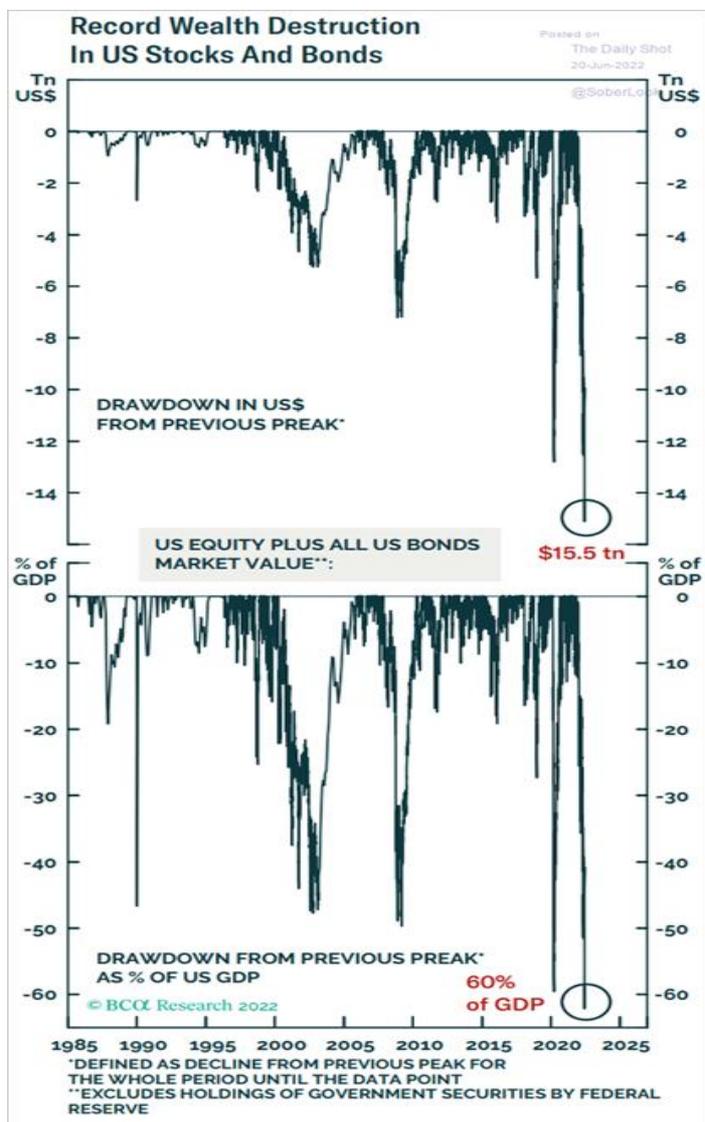
<sup>5</sup> Quelle: Deutsche Bank.



## Indikatoren unter Beobachtung IV

Seit Herbst letzten Jahres stehen wir vor einer unvergleichbaren Zerstörung von Vermögenswerten in

Krypto-, Aktien-, Anleihemärkten und jetzt auch Immobilien. Als größter Kapitalmarkt sind die USA besonders betroffen, auch wenn sie stellvertretend für die Industriestaaten stehen. Während Wohlstand bzw. Bewertungen in diesen Märkten im Zeitraum 2007-2009 ‚nur‘ in der Größenordnung von ca. 5 Billionen US\$ zerstört wurden, sind per heute schon Verluste in Höhe von etwa 13-15 Billionen US-\$ zu verzeichnen. Die Graphik veranschaulicht das Ausmaß der Entwicklungen <sup>6</sup>.



## Märkte und Einschätzungen

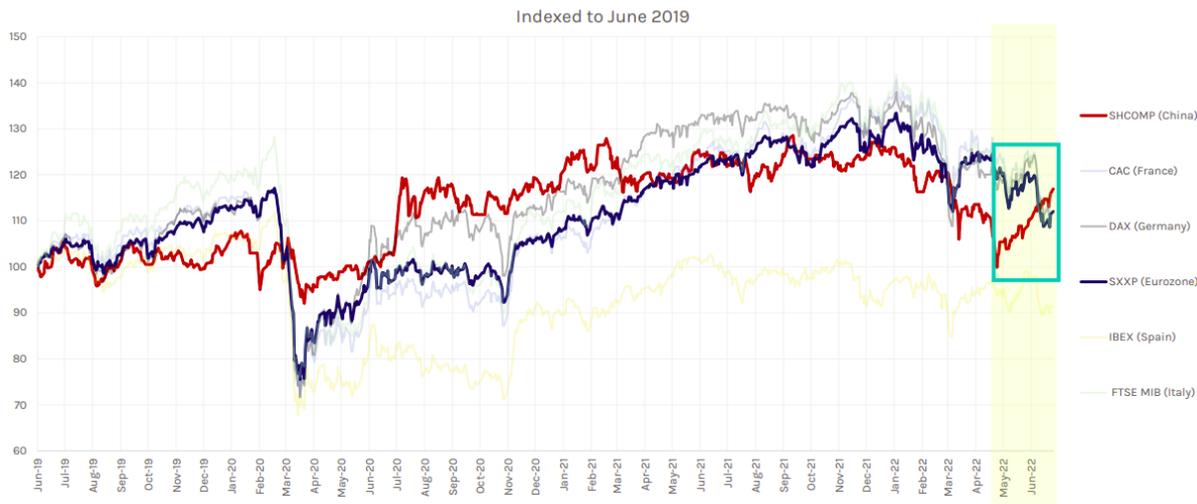
Die Aussichten Europas verdüstern sich mehr und mehr; nicht zuletzt, da die Geldpolitik der EZB Ahnungen von einer ähnlichen Entwicklung wie 2011 (europäische Schuldenkrise) aufkommen lässt. Oder konnte sich Europa aus dieser Schuldenkrise bis heute nicht befreien? Mindestens jedoch sieht man sich mit länger andauernden, stagflationären Entwicklungen konfrontiert. Auf der anderen Seite entwickelt sich China durch Trendwende und Wirtschaftspolitik zur einzig attraktiven Region für Aktienengagements. Die sich seit Mai abzeichnende Divergenz für die nächsten Monate ist in folgendem Schaubild klar erkennbar<sup>7</sup>:

<sup>6</sup> [https://twitter.com/SoberLook/status/1538813169442988040?mc\\_cid=bbe882c482&mc\\_eid=8e4b84e083](https://twitter.com/SoberLook/status/1538813169442988040?mc_cid=bbe882c482&mc_eid=8e4b84e083)

<sup>7</sup> Quelle: Hedgeye Quarterly Investment Outlook, 3Q 2022.



## May Marked the Directional Divergence



## Das Wesentliche

Risikomanagement muss weiterhin das Augenmerk jedes Kapitalanlegers sein. Das Ausmaß der Korrekturen in Aktien-, Renten- und Kryptomärkten im ersten Halbjahr ist, mit Ausnahme des kurzen Crashes in 1962 (Kubakrise), in den USA nur mit den Zwanziger Jahren vergleichbar. In Verbindung mit den gestiegenen Lebenshaltungskosten hat diese Zerstörung von Wohlstand immense Auswirkungen auf Konsumwillen und -potential der Menschen. Stark rückläufige Unternehmensgewinne sind ein verzögertes Preissignal und in den aktuellen Börsenbewertungen noch nicht berücksichtigt. Damit wird u.E. die Manifestation der schwierigen Ertragssituation der Unternehmen die zweite Phase in der aktuellen Korrekturphase einläuten.

Das Risiko- / Rendite-Verhältnis für Aktienengagements scheint aus dieser Sicht mittelfristig ungünstig. Zusätzlich befinden wir uns in einer Zeit von Polykrisen, einer Vielzahl von Krisen aus den unterschiedlichsten Bereichen unseres Lebens. Den Begriff prägte Jean-Claude Juncker 2017 als Präsident der EU-Kommission, mit der er die hohe Anzahl von miteinander vernetzten Krisen, wie Bankenkrise, Migrationskrise, Populismus, Rohstoffkrise und geopolitische Konflikte beschrieb. Die Aufzählung ist aus heutiger Sicht nicht vollständig und deutet auf die Dimensionen der Möglichkeiten. Vernetzte Herausforderungen sind schwierig zu bewältigen, da sie wenig kalkulierbar sind und sich tendenziell gegenseitig verstärken. Dass das ‚Große Ganze‘ gefährlicher als die Summe der Einzelteile sein kann, zeigt, in welcher außerordentlichen Zeiten wir leben. Als Risikomanager in einem solch komplexen und unvorhersehbaren Umfeld wird uns die Entwicklung der Preise in den Anlageklassen zu den angemessenen Investitionsentscheidungen führen.

Es grüßt Sie das Team der Ars Pecuniae GmbH

*Renia Costello*