



10. APRIL 2022

NOTIZEN ZUM I. 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.

Krisen beschleunigen die Geschichte und wir sind nun mit einem zweiten, wiederum selbstverschuldeten Dilemma innerhalb von zwei Jahren konfrontiert. Wie sich die Welt plötzlich verändert hat: Die neuen Gebote unserer Stunde sind nun Energie- und Nahrungsmittelsicherheit, Verteidigung und Cybersicherheit. Geopolitische Strategien müssen angepasst werden. Was ist mit der Priorität Klimawechsel? Dies wird vor allem in Europa große Kontroversen auslösen, denn nun müssen die ursprünglichen Funktionen eines Staates in den Vordergrund gestellt werden: Energie, der Lebensunterhalt der Bürger, Lieferketten, innere und äußere Sicherheit. Auch wenn Europa aktuell davon am meisten betroffen zu sein scheint, wird die Tragik global zu spüren sein. Die Ärmsten werden wie immer verlieren.

Koordinierte Hilfe auf weltweiter Basis ist in solchen Zeiten eine Illusion. Nationalismus, also extremes Eigeninteresse, wird unsere freiheitliche Weltordnung neu kalibrieren. Eine Welt von regionalen Blöcken, die sich durch einen harten Wettbewerb um Macht, physische und wirtschaftliche Sicherheit, Ressourcen bzw. eingeschränkte Lieferketten und relativ hohe Inflationsraten definiert, ist in der Tat ein Paradigmenwechsel. Dies wird auch die Finanzmärkte betreffen. Daher würden wir die Situation eher mit einem historischen Bezug zu den 40er Jahren vergleichen wollen. Wir gehen mittelfristig von einer Zwangsjacke für Kapital aus, durch Deckelung der langfristigen Zinsen trotz erhöhter Inflation, Kapitalverkehrskontrollen in irgendeiner Art und der zwangsweisen Zeichnung von Staatsanleihen trotz negativer Realrenditen. Letzteres ist nicht so neu, denn unsere Pensionswerke und Versicherungen sind schon seit mehreren Jahren gezwungen, negativ rentierliche Anleihen in ihren Vermögensstock zu kaufen.

Analysiert man die aktuellen Dynamiken in den globalen Aktienmärkten, sind quasi rollierende Zusammenbrüche in verschiedenen Branchen bzw. Sektoren festzustellen. Dies spiegelt sich (noch) nicht in der Entwicklung aller Aktienmarkt-Indizes wieder, ist jedoch besorgniserregend. In der Vergangenheit konnten diese Korrekturen durch Investitionen in „sichere“ Anleihen aufgefangen werden. Aktuell ist davon keine Rede und die abrupten, starken Renditesteigerungen, nicht nur bei den europäischen Staatsanleihen sondern auch in den USA, zeigen in ihrem Ausmaß Tsunami-Charakter. Viele Anleger stellen sich deshalb die Frage, wo erfolgreich Schutz in einem offensichtlich nicht traditionellen Marktumfeld gesucht werden kann. Wir gehen darauf im späteren Verlauf ein.

Festzustellen ist bei den unter der Oberflächen starken Preisveränderungen in den Kapitalmärkten, dass die avisierte Notenbankpolitik zur Eindämmung einer knappheitsbedingten Inflation wirkungslos sein wird. Die steile Abflachung der Renditekurve warnt schon heute vor den Konsequenzen. Es ist abzusehen, dass die nächsten Quartale bei einem Rückgang der Wirtschaftsaktivitäten zwar abflachende Preissteigerungen sehen werden, diese jedoch auf einem hohen Niveau verbleiben. Wir erwarten ein disinflationäres Umfeld, was voraussichtlich zu Bewertungsrückgängen in den Aktienmärkten führen wird. Eine defensive Strategie ist angebracht, ein neuer Bullenmarkt wird auf sich warten lassen.



Dynamischer Wandel – dynamische Zeiten

Die Herausforderungen dieses Jahrzehnts sind so vielfältig, dass alte wirtschaftliche Zusammenhänge mit Vorsicht betrachtet werden müssen. Wir rechnen mit einer längeren Periode von sehr abrupten Wirtschaftszyklen, angedeutet durch die kürzeste und schnellste Wirtschaftserholung des vergangenen Jahres. Auch die Liquiditätszyklen der sich rapide verändernden Geldpolitik (jetzt sehr negativ – vgl. auch am Ende dieser Notizen) in Kombination mit fiskalpolitischen Maßnahmen wird die Amplitude von Reaktionen in den Finanzmärkten weiter verstärken. Einen Eindruck von dem jetzt zu erlebenden Ausmaß der Veränderungen in verschiedenen Wirtschaftsindikatoren zeigt das Beispiel



der Preisentwicklung in Deutschland in den letzten 20 Jahren (gelb: Erzeugerpreise, blau: allgemeine Inflation).

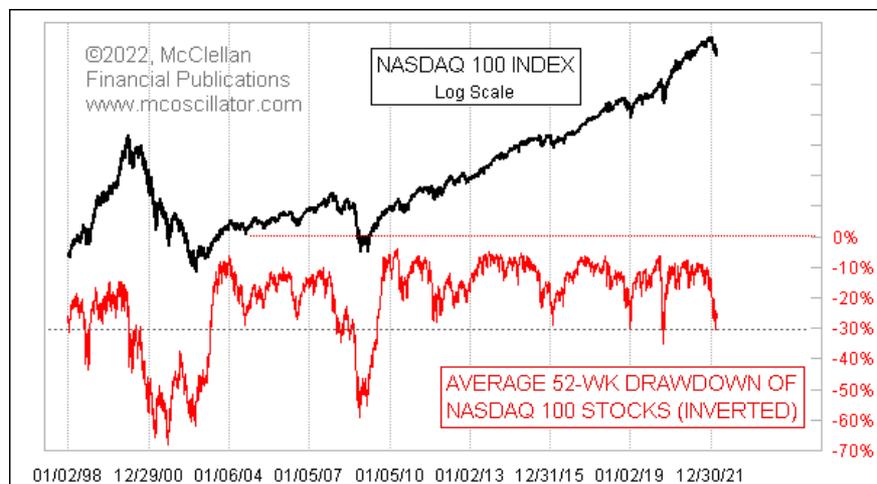
Schon vor dem Einfall Russlands in der Ukraine deutete sich eine spürbare Wirtschaftsverlangsamung im zweiten Halbjahr in Europa

an. Dabei ging man auch von einer Normalisierung der Inflationsrate aus. Beides ist nun Makulatur.

Nachdenkens-Wert

In Zeiten von Aktienmarktkorrekturen stellt sich der Anleger natürlich die Frage, wann sich legitime Kaufgelegenheiten ergeben. Ein Beurteilungsmaßstab ist der durchschnittliche Verlust der in einem Aktienindex enthaltenen Werte. Hieraus kann man ersehen, wie weit ein Markt überverkauft ist bzw. ob schon eine Verkauferschöpfung eingetreten ist. Betrachtet man den Champignon der letzten 12 Jahre, den US-amerikanischen Technologieindex NASDAQ, scheinen wir uns einem solchen Erschöpfungszustand zu nähern. Hier sehen Sie in

der roten Linie, dass der durchschnittliche Verlust der im Index enthaltenen Werte am 8. März einen hohen Wert, minus 30%, erreicht hatte. Der NASDAQ wies zu diesem Zeitpunkt einen Verlust von „nur“ 20% auf. Wie ist das zu erklären und kann es sein, dass dieser Maßstab derzeit mit Vorsicht zu betrachten ist?



Der NASDAQ-Index gewichtet die Unternehmen gemäß ihrer Marktkapitalisierung. Damit sind die Technologieriesen wie Apple und Microsoft richtungsbestimmend. Sie haben seit dem Hoch des



NASDAQs Mitte November 2021 jedoch nur mäßig verloren. Sollten diese sogen. „Generäle“ in den nächsten Wochen stärker schwächeln, sind weitere Verluste abzusehen. Das langfristige Schaubild legt nahe, dass vor dem Zeitalter der stark unterstützenden Zentralbankaktionen (QE) das Ausmaß der Korrekturen regelmäßig größer war. Dies gibt Anlass zu einem sehr vorsichtigen Ausblick in diesem Jahr, denn schließlich liegt die Priorität z.B. der US-Notenbank jetzt explizit auf der Bekämpfung der Inflation - weniger auf der Stabilität der Finanzmärkte.

Indikatoren unter Beobachtung

Viele Theorien werden zur Erklärung des Goldpreises herangezogen. Ein historisch belegbarer Zusammenhang besteht zwischen Goldpreis und Wirtschaftswachstum. Dem Anleihenmarkt, der weltweit das größte Volumen der verschiedenen Anlageklassen auf sich konzentriert, wird attestiert, dass er immer die richtige ‚Nase‘ hat. Die ‚Nase‘ ist der Verlauf der Renditekurve¹, die in der Regel aufwärts gerichtet ist (denn der Anleger will für das Risiko einer längeren Laufzeit mit höheren Zinsen kompensiert werden). Man spricht von einer inversen Renditekurve, wenn der Zins im kurzen Laufzeitbereich stärker als am längeren Ende steigt, dann gleichzieht bzw. letzteren überholt. Dies kann nur geschehen, wenn nach Meinung der Anleger eine positive Wirtschaftsentwicklung nicht wahrscheinlich ist – also nachlassendes Wirtschaftswachstum bzw. Rezession. Seit der Loslösung des Goldpreises in den 70er Jahren ist die Statistik lupenrein: nach einer Umkehrung der Renditekurve verzeichnete der Goldpreis regelmäßig signifikante Preissteigerungen. In der Tat: In Zeiten von Rezession, aber auch Stagflation, erfüllt Gold damit seine wichtigste Funktion: Vermögenserhalt.

Gold Price After Interest Rate Curve Inversions

Initial Inversion Date	Months Until Gold's Peak	Gold's Gain
June 1, 1973	5	101%
December 1, 1978	13	243%
October 29, 1980	—	—
May 22, 1989	9	116%
July 19, 2000	5	97%
July 20, 2006	16	126%
May 23, 2019	22	158%
Average	12 months	140%

Man sieht das Ausnahmejahr 1980 als wenig repräsentativ, da eine 20%ige Zinssteigerung durch die Federal Reserve heute wenig wahrscheinlich ist. Damals stoppte diese außerordentliche Aktion auch einen Preisanstieg des Goldes.

Indikatoren unter Beobachtung II

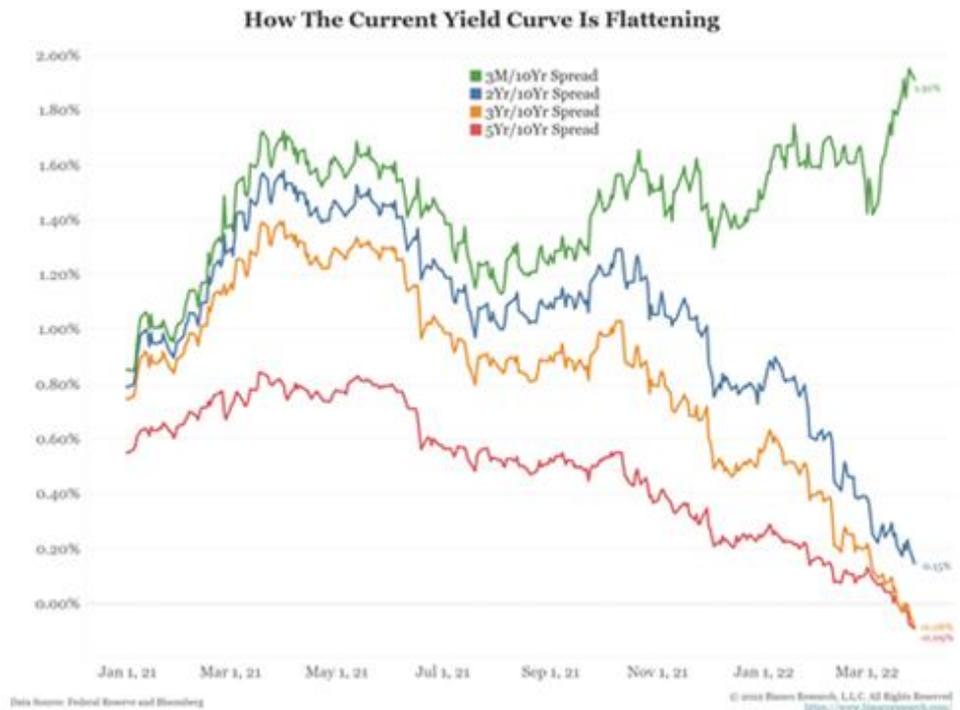
Während der Anlegerfokus traditionell auf die Aktienmärkte gerichtet zu sein scheint, sind außerordentliche Spannungen in den Anleihe- und Währungsmärkten zu beobachten. Dies sollte sich bald auch in den Aktienmärkten bemerkbar machen, da Dominoeffekte i.d.R. nicht ausbleiben. Wir gehen davon aus, dass die Dominos Richtung Süden (↓) fallen werden. Per Ende März sehen wir eine der schlechtesten Wertentwicklungen der US-Anleihen seit Jahrzehnten. Betrachtet man die als Maßstab geltende 10-jährige US-Staatsanleihe, so ist ein Renditeanstieg von 1,3% auf 2,5% in nur vier Monaten festzustellen. Die kurzfristige US-Treasury Note (2 Jahre Restlaufzeit) notierte per Ende März bei etwa 2,3%. Das ist ein riesiger Stress für Investoren, da Renditesteigerungen starke Kursverluste in Anleihen verursachen - in einer traditionell sicheren Anlageklasse.

¹ Eine Zusammensetzung der verschiedenen Renditen bis zum Laufzeitende, z.B. die Rendite für 2-jährige, 5-jährige, 10-jährige und 30-jährige Anleihen. Siehe auch das Schaubild im folgenden Abschnitt.



Betrachtet man sich die Entwicklung der grünen Renditekurve², so scheint sie zu sagen, dass die FED den kurzfristigen Zins stark anheben wird. Die langen Kurven (blau, gelb und rot) erwidern, dass dies das Wirtschaftswachstum untergräbt und eine Rezession folgt. Wir erinnern uns: solche Vorläufer einer solchen Renditeentwicklung sind März 2006 und Februar 2000.

Es ist sehr offen, wie ein neues Anlageregime mit einem höheren Inflationsumfeld aussehen wird. Aber es ist offensichtlich, dass sich Dinge derzeit schnell ändern und dass eine Neubewertung von Aktien in diesem Zusammenhang keine große Überraschung sein sollte. Vorsicht ist angebracht.



Indikatoren unter Beobachtung III

Nicht zu unterschätzen ist auch die Schwäche des japanischen Yen im Verhältnis zum US-Dollar. Normalerweise erstarkt der Yen in Krisenzeiten, nicht zuletzt da eine „inflationlose“ Währung Stabilität impliziert. Dies ist jedoch derzeit nicht der Fall: Am 28. März fiel dieser Wechselkurs nach einem schon Monate dauernden Verfall weitere 2% - eine statistisch sehr außergewöhnliche Schwankung in Währungen. Die nebenstehende Graphik³ zeigt zudem, dass die jahrzehntelange Relation zwischen starkem Yen (linke Skala – blau) und im globalen Vergleich schwachen japanischen Aktien (rechte Skala – weiß) zusammengebrochen ist.



Diese weitere ungewöhnliche Entwicklung untermauert die These, dass wir in den Kapitalmärkten mit tektonischen Veränderungen konfrontiert sind. Daher

² Quelle: Bianco Research LLC via Twitter, 28.Mrz 22

³ Bloomberg, 28. März 2022



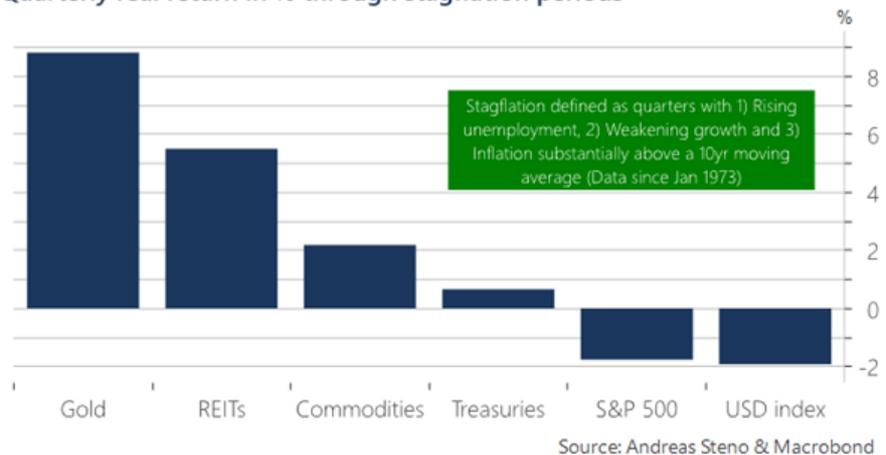
sollten historische Bezüge vor allem der letzten vier Jahrzehnte mit Vorsicht betrachtet werden. Und es impliziert auch, dass gegebenenfalls das japanische Schicksal der letzten 40 Jahre von anderen Ländern (China, ggfs. Deutschland bzw. Europa?) in der Zukunft geteilt werden könnte.

Indikatoren unter Beobachtung IV

So stellt sich die Frage, welche Vermögensanlagen in einem stagflationären Umfeld traditionell reüssieren können. Die Überalterung unserer Gesellschaft, technologische Veränderungen und eine Neuaufstellung von Strukturen und Wirtschaft sind allein Zeichen unserer Zeit, aber grundsätzlich waren in der Vergangenheit Gold, Immobilienaktien und Rohstoffe auf der Gewinnerseite. Gemeinsam weisen sie eine negative Korrelation zu niedrigen oder negativen Realzinsen auf. Staatsanleihen sollten sicherlich schwieriger sein, auch wenn sie in einem rezessiven Umfeld eine gute Risikostreuung darstellen.

Vorsicht ist auch bei Investitionen in Rohstoffe angebracht. Die Erwartung eines sehr volatilen, wechselhaften Umfeldes zwischen Stagflation und Rezession für das verbleibende Anlagejahr könnte trotz der derzeitigen Sondereffekte zwischenzeitlich zu Korrekturen in den Rohstoffpreisen führen.

Quarterly real return in % through stagflation periods



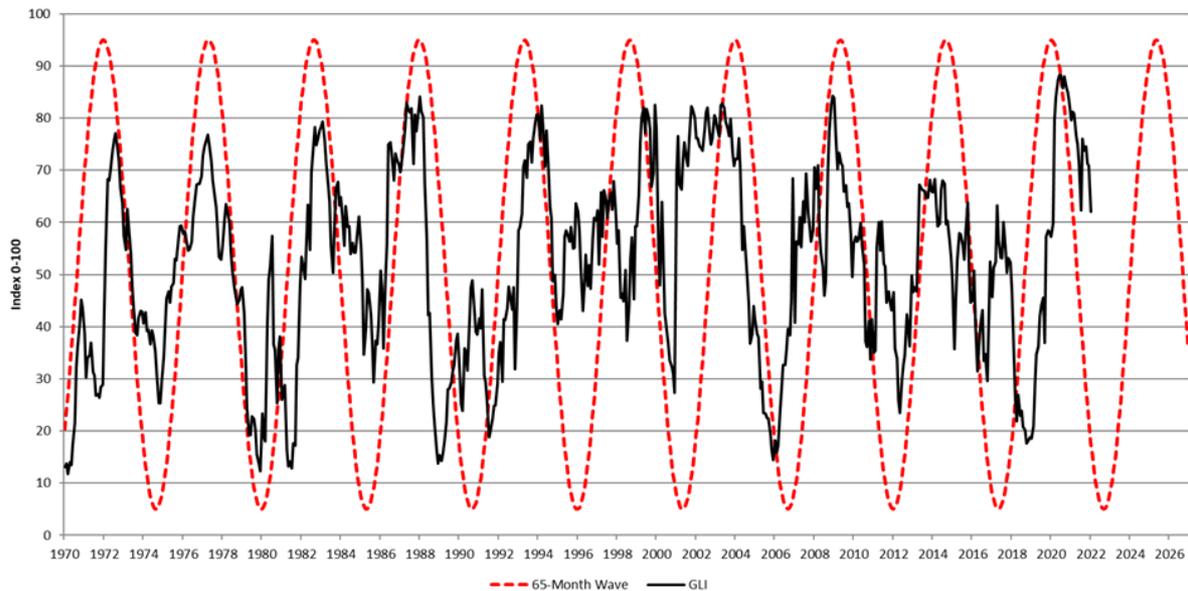
Märkte und Einschätzungen

Risikomanagement ist eine der wichtigsten Komponenten in der Vermögensanlage, insbesondere in einem Milieu eines sich zunehmend verschlechternden Wirtschafts- und Anlageumfeld. Die geopolitischen Verwerfungen, bei denen der Ukraine-Krieg unseres Erachtens nur ein Puzzleteil unter vielen darstellt, verstärken die Probleme bei Lieferketten und Rohstoffpreisen. Aber schon vorher deutete sich eine global signifikant fallende Liquidität in den Finanzmärkten an. Nun kommt hinzu, dass jedes Verdoppeln des Ölpreises die weltweite Liquidität um ca. 25-30%⁴ reduziert. Und jeder Anstieg des US-Dollars um 10% beschränkt die Liquidität um weitere 12-15%. Das sind große Veränderungen; historisch ein starker Gegenwind für Aktienmärkte. Das nachfolgende Schaubild zeigt Ihnen die Regelmäßigkeit der positiven und negativen Liquiditätsphasen (schwarz = globale Liquidität), deren Wellen (rot = abstrahierte Welle) eine Dauer von jeweils etwa 65 Monaten, bzw. 5,5 Jahre aufweisen. Zeiten von sinkender Liquidität sind in der Vergangenheit immer mit korrigierenden Aktienmärkten einhergegangen, sehr stark z.B. in den Jahren 2000, 2006 und 2018.

⁴ Crossborder Capital, Update 7. März 2022.



Global Liquidity Cycle, 1985-2025 (Index, 0-100)



Im Gegensatz zu vergangenen Perioden geben die Notenbanken heute der Inflationsbekämpfung Vorrang. Daher sollte die Stabilität der Finanzmärkte erst bei stärkeren Korrekturen Berücksichtigung finden. Dementsprechend sind die Portfolios unserer Mandanten auf Kapitalerhalt fokussiert: Liquidität, Gold, Staatsanleihen und Strategien, die höhere Schwankungen ausnutzen können, stehen im Vordergrund unserer Anlageverteilung. Damit kann in einem Bärenmarkt für Aktien gutes Geld verdient werden. Und die neuen Dynamiken werden andere interessante Gewinnchancen eröffnen – sobald diese Phase vorbei ist.

Das Wesentliche

Das Preis- und Anlageregime der letzten 40 Jahre war von niedriger Inflation geprägt. Dies machten strukturell fallende Zinsen und eine zunehmende Globalisierung möglich, wengleich die Widerstandsfähigkeit von Wirtschaft und Ländern zu Gunsten einer immens steigenden Effektivität ausgehöhlt wurde. Die lange Periode von Wohlstandswachstum, nicht zuletzt unter dem Schutzschirm einer gutmütigen Weltmacht, ist nun zu Ende.

Dies eröffnet interessante Anlageperspektiven, wenn man bereit ist, Preistrends in allen zur Verfügung stehenden Anlageklassen auszunutzen. Wie oben beschrieben ist ein inflationäres Umfeld positiv für Vermögensanlagen, die in den letzten Jahren stark vernachlässigt wurden. Höhere Schwankungen erfordern neben Flexibilität in der Strategiegestaltung einen Schwerpunkt auf ein angemessenes Risikomanagement. Wir sehen unser Haus für ein solches Umfeld gut gerüstet.

Es grüßt Sie das Team der Ars Pecuniae GmbH

Rena Costello