
Winterthur, April 2017

KALYPSO PARTNERS AG

Zürcherstrasse 262
8406 Winterthur
Schweiz

Telefon +41 52 266 06 40
info@kalypsopartners.ch

Marketview 2. Quartal 2017

Geschätzte Kunden und Partner

Generation Pump. Nein, dabei handelt es sich keinesfalls um „Alternative Facts“. Vielmehr unterstreichen wir unsere Sorge, wie stark sich jegliche Art von Märkten aufgebläht haben und wie sehr die in den USA eingeläutete Zinswende diese Probleme bewirtschaftet und für sich selbst nutzt.

Die riesigen Schuldenberge auf nationaler oder transnationaler Ebene oder die vermögensinflationstriebene Aktien- und Bondmärkte, welche allesamt durch die Geldschöpfung der vergangenen Jahre getrieben wurden, sprechen eine deutliche Sprache.

Nun gelangt die Generation Pump spürbar an ihre Grenzen, was die kurze Analyse der Giralgeldschöpfung aufzeigt. Die Folgen für uns Investoren sind unabsehbar, allerdings verankert sich bei uns das Gefühl, einem gigantischen Ponzi-Schema auf den Leim gegangen zu sein...

Mit herzlichem Gruss aus Winterthur

Kalypso Partners AG

„Marketview“

Generation Pump

Overview

Hinter dem Zauberwort der Giralgeldschöpfung versteckt sich ein monetärer Anspruch, der als Guthaben in den Büchern der Banken steht und nicht wie Bargeld in Form von Noten und Münzen effektiv im Umlauf sind. Zum Giralgeld zählen nur Guthaben, über die jederzeit verfügt werden kann. Neues Giralgeld entsteht in der Regel durch die Vergabe von Krediten von Geschäftsbanken. Auch Nationalbanken schöpfen Giralgeld, doch in der Regel gelangt dies nur reduziert in den Wirtschaftskreislauf. Konzentrieren wir uns also auf die Geschäftsbanken und die Folgen der gigantischen Verschuldungszunahme.

Wenn ein Kreditnehmer ein Darlehen in Höhe von CHF 500'000 für einen Hauskauf aufnimmt, dann stellt ihm die Hausbank diesen Betrag auf seinem Liegenschaftskonto zur Verfügung, damit er das Geld an den Hausverkäufer überweisen kann. Das Geld beginnt im Geldkreislauf zu zirkulieren. Es verschwindet erst wieder in dem Moment, in dem der Kreditnehmer das Darlehen zurückgezahlt hat. Problematisch und faszinierend zugleich ist die Tatsache, dass die Buchgeldschöpfung lediglich ein Buchungsvorgang in den Büchern der Banken darstellt. Es wird von Seiten der Bank eine Forderung in der Höhe des Darlehensbetrages gegenüber dem Kreditnehmer erfasst und gleichzeitig wird eine Verbindlichkeit der Bank gegenüber dem Kreditnehmer gebucht in Höhe des Guthabens (Bilanzverlängerung). Und noch besser: Giralgeld muss einzig durch die gesetzlichen Vorschriften über die Mindestreserven gedeckt werden, welche in der Schweiz gegenwärtig bei rund 2.5% liegen.¹ Das bedeutet im obigen Bei-

spiel, dass von den CHF 500'000 nur CHF 12'500 effektiv abgedeckt sind. Wir sehen und unterstützen die enormen Vorteile der Giralgeldschöpfung, gerade weil so im stark angeschlagenen Industriesektor Wachstum und Investition erzeugt wird. Allerdings wird die konstant ausgeweitete Schöpfungsmenge (untere Grafik) früher oder später den Verdacht eines Ponzi-Schemas wiederlegen müssen. Und der Beginn könnte 2017 über die Anleihenmärkte erfolgen.

Schweiz		von SNB erzeugt:		von Banken erzeugt:	
Jahr	Bargeldumlauf Durchschnitt Milliarden CHF	Geldmenge M1 (Milliarden CHF(1))	Anteil Bargeld an M1 in %	Anteil Giralgeld an M1 in %	
2003	36	274	13	87	
2004	36	288	13	87	
2005	34	284	12	88	
2006	35	282	12	88	
2007	36	269	13	87	
2008	38	273	14	86	
2009	42	377	11	89	
2010	44	417	10	90	
2011	47	453	10	90	
2012	56	505	11	89	
2013	63	547	12	88	
2014	66	567	12	88	
2015	74	559	13	87	
Mittelwert	47	392	12	88	

Quelle: Schweizerische Nationalbank: Statistisches Monatsheft²

Bondview

Prognosen darüber, wie nachhaltig die eingeläutete Zinswende sein wird, gleichen einer Casinowette. Wir denken, dass sich Zinsanstieg und Verschuldungsproblematik unter der Prämisse der angelaufenen US-Zinswende vor allem in den Emerging Markets niederschlagen werden, welche sich in den vergangenen Jahren durch billiges Geld refinanziert haben (wir haben in der Marketview Q4/2014 darauf hingewiesen). Damit dürfte die Zeit des billigen Geldes und der sorglos drehenden Verschuldungsspirale bald auch in Europa zu den oben gestellten Fragen führen.

¹ <http://www.vollgeld-initiative.ch/fragen-antworten/#c3315>

²http://www.vollgeld.info/fileadmin/media/Vollgeld_Online_Erganzungsbuch/Tabelle_Schweiz_-_In_welchem_Umfange_stellen_die_Banken_Geld_her.pdf

„Marketview“

Generation Pump

Eine nächste Zinserhöhung der Trump-Administration hat der Markt bereits eskomptiert, wie die untenstehende Grafik leicht erkennen lässt.



Quelle: NZZ

Gegenwärtig vermögen die EM noch immer grosse Teile der Neuemissionen mit geringer Bonität auszugeben. Hier vermuten wir 2017 erhöhte Ausfallrisiken, was wiederum die (Spread)-Volatilität erhöht, welche Trump massgeblich beeinflusst. Damit obliegt der US-Aussenpolitik sowie die US-Wirtschaftspolitik einen gigantischer Hebel, der wohl in eigener Sache genutzt wird.

Wir bleiben bei unserer letzten Einschätzung und empfehlen wie bisher Kurz- und Mittelläufer, nachrangige Anleihen mit guter Bonität und einem Call-Mechanismus sowie gut diversifizierte Emerging Markets Anleihen mit tragbarer Bonität. Und last but not least predigen die Notenbanken auch weiterhin das Mantra der geordneten Zinswende. Ein Marktcrash hat viele Ursachen, die Notenbanken werden nicht Auslöser eines solchen sein, das hat gerade die letzte Sitzung der FED verdeutlicht. Vielmehr werden Anleger beruhigt oder, wie wir es formulieren würden, mit dem Gift des billigen Geldes hingehalten.

Equityview

In Bezug auf die Aktienmärkte dürfte die vorgenannte Problematik ebenfalls früher oder später seine Auswirkungen entfalten. Die bereits sehr stark gestiegenen globalen Aktienmärkte haben die in früheren Marketviews proklamierte Vermögenspreisinflation befeuert. Die Kurse sind ohne grossartige Verbesserung der Unternehmensgewinne gestiegen, da die Alternativen wie Obligationen oder Bargeld zu wenig Rendite versprochen. Falls die Inflation wie befürchtet zurückkommt, werden die Zinsen mittelfristig weiter steigen müssen. Dadurch erkennen die Investoren, dass die den Risiken entsprechend geforderte Rendite bei den Aktien nicht mehr gegeben ist. Zu diesem Zeitpunkt wird sich die Spreu vom Weizen trennen und die extrem hoch bewerteten Tech-Titel sollten, angelehnt an die Bewertungsutopien aus dem Jahr 2000, zu einer realistischen Bewertung zurückfinden. Wir empfehlen deshalb Titel mit Substanz und einem nachhaltigen Geschäftsmodell und stabilen Erträgen. Dazu gehören längst nicht nur die üblichen Verdächtigen des SMI, sondern vielmehr eine Reihe von mittelgrossen und kleinen KMU's.

Commodities

Auch die Rohstoffe sind vor Problemen nicht gefeit. Grundsätzlich schützen Rohstoffe und insbesondere Edelmetalle gut vor aufkeimender Inflation. Der Ölmarkt zeigt allerdings noch Schwächen, was uns vorsichtig agieren lässt, zumindest für das nächste Quartal. Ein starkes Auf und Ab sehen wir auch bei den Edelmetallen, allerdings mit Tendenz nach oben. Zum heutigen Zeitpunkt sind wir überzeugt, dass sich diese in einem neuen, seit Anfang 2016 laufenden Bullenmarkt befinden. Die hohe Volatilität bedarf allerdings starken Nerven.

„Marketview“

Generation Pump

Fazit

Bislang waren die negativen Eigenschaften der Giralgeldschöpfung an den Märkten wenig spürbar. Dies hat einerseits sicher mit ihrer Eigenschaft als Beruhigungsspiel zu tun, andererseits wird Geld ja auch sinnvoll eingesetzt. Der Kauf einer Immobilie mag zum heutigen Zeitpunkt überteuert sein und die Giralgeldschöpfung ihren Teil zur babylonischen Geldschöpfung beitragen, letztlich bedeutet eine Immobilie aber eben doch einen überdauernden Realwert, welche Bewertungsanpassungen unterliegt. Und damit schliessen wir mit der Feststellung des Rabbiner Isaak bar Aha, der bereits im 4. Jahrhundert nach Christus bereits subsumierte: 1/3 Immobilien inklusive Land, Acker, Wald und Grundstücken, 1/3 Wertpapiere sowie 1/3 Metalle. Die Generation Pump täte gut daran, ihre Konsumgeilheit an diesen bewährten Eckpfeilern zu messen. Nur dort, wo wirkliche Substanzwerte geschaffen werden, verbleiben auch solche.

Dr. Thomas Langer, April 2017