

Winterthur, 1. August 2014

Marketview 3. Quartal 2014

Geschätzte Kunden,
geschätzte Partner

KALYPSO PARTNERS AG
Zürcherstrasse 262
8406 Winterthur – Schweiz
Telefon + 41 52 266 06 40
info@kalypsopartners.ch

www.kalypsopartners.ch

Wir freuen uns sehr, Ihnen die dritte diesjährige Ausgabe von „Marketview“ vorzustellen. Quartalsweise beziehen wir zu makroökonomischen Themen und der daraus abgeleiteten Taktik für die einzelnen Vermögensklassen Stellung.

Der hiesige Kommentar mit dem Titel „Des Kaisers Neue Kleider – Vermögenspreis-inflation als „The New Normal“ geht der Frage nach, unter welchen Umständen die über Jahre sorglos angehäuften Schuldenberge der westlichen Industriestaaten am Ende sogar der Beginn einer neuen Wohlfahrt für uns alle sein könnten. Wir freuen uns, Ihnen am Ende der Marketview einen Gastkommentar von Dr. phil I Kurt Humbel zu selbsterlebter Vermögenspreis-inflation präsentieren zu dürfen.

Als Family Office und Unternehmer ist uns selbst wohl bewusst, wie hart Vermögenswerte Tag für Tag erarbeitet werden müssen, wie fluid sich Ihre Beständigkeit darlegt und wie wichtig deshalb die persönliche, systematische und strategisch richtig positionierte Bedürfnisanalyse und Umsetzung ist. Wir hoffen, mit dem beiliegenden Kommentar eine erste Gedanken-anregung zu erzielen und freuen uns wie immer über Ihre zahlreichen Anregungen.

Mit herzlichem Gruss aus der Arbeiterstadt Winterthur

Kalypso Partners AG

„Marketview“

Des Kaisers Neue Kleider – Vermögenspreis-Inflation als „The New Normal“?

Global View

"Wollen Eure Majestät sehen, welches Muster, welche Farben?" und dann zeigten die Betrüger auf den leeren Webstuhl, denn sie glaubten, dass die andern das Zeug wohl sehen könnten. 'Was!' dachte der Kaiser; ich sehe gar nichts! Das ist ja erschrecklich! Bin ich dumm? Tauge ich nicht dazu, Kaiser zu sein? Das wäre das Schrecklichste, was mir begegnen könnte.' "Oh, es ist sehr hübsch," sagte er; "es hat meinen allerhöchsten Beifall!" und er nickte zufrieden und betrachtete den leeren Webstuhl; er wollte nicht sagen, dass er nichts sehen könne (Gebrüder Grimm: Des Kaisers neue Kleider).

Die untenstehende Grafik beeindruckt uns aus ökonomischer, politischer und, sagen wir, „märchen-historischer“ Sicht in gleichem Masse. Aus ökonomischer Sicht, weil die Divergenz zwischen dem gegenwärtigen DAX-Verlauf und dem deutschen BIP (Bruttoinlandprodukt) inzwischen unübersehbar geworden ist, aus politischer Sicht, weil man sich getrost die Frage stellen kann, wie es überhaupt soweit kommen konnte und aus märchen-historischer Sicht, weil die originäre Funktion einer Mär darin besteht, in didaktisch verständlicher Art komplexe Erfahrungen als gelebte Wertziehung weiterzugeben.

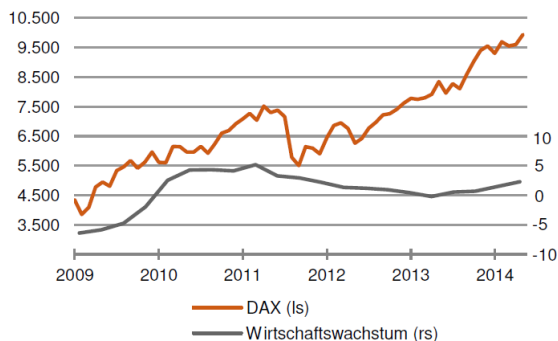


Abbildung 1: DAX vs. Wirtschaftswachstum, Quelle: Bundesbank

Doch welche Lektion soll an uns vermittelt werden? Die unübersehbare Lücke in der Grafik bezeichnet die Differenz zwischen der tatsächlichen Wirtschaftsleistung (BIP) und dem enteiltten deutschen Aktienmarkt (DAX). Diese ist nicht nur für Europa, sondern spätestens seit der Ankopplung des Schweizer Franken an die Eurountergrenze von CHF 1.20 ebenso relevant, denn die Schweizer Abhängigkeit von der europäischen Industrielokomotive Deutschland ist hoch. Und eines ist sicher: Solche GAP's schliessen sich über kurz oder lang.

Dies könnte (theoretisch) durch Wirtschaftswachstum, ernsthafte Sparanstrengungen, einer heftigen Korrektur der Aktienmärkte oder, wie bereits in den vergangenen Kommentaren erwähnt, durch äusserst kreative Massnahmen bei der Umschuldung der Eurozone oder der Bewertung von Vermögenswerten vollzogen werden. Seien wir vorderhand nicht zu optimistisch: An ein Wirtschaftswachstum von rund 40% in den kommenden Jahren werden selbst unverbesserliche Optimisten kaum glauben und wer als solcher dennoch ernsthafte Sparanstrengungen der Eurozone in Erwägung zieht, den möchten wir an dieser Stelle auf das oben eingeführte Grimm-Märchen, „Des Kaisers neue Kleider“, hinweisen. Und nein, wir wollen uns nicht als jene unschuldige Stimme emporheben, welche schliesslich die spärliche Kaiserkleidung bemerkt hat. Wer aber die reale Wirtschaftsleistung, Gelddruckmenge und die Aktienkursentwicklung als Ausdruck der realwirtschaftlichen Entkopplung ernsthaft vergleicht, muss zwingend zum Schluss kommen, dass die neueuropäischen Aristokraten in Brüssel spärlich bekleidet vor uns stehen.

Schlimmer noch: Bekanntermassen haben in dieser Geschichte die beiden Betrüger dem Kaiser vor dem leeren Webstuhl erfolgreich vorgegaukelt, neue Kleider für ihn zu produzieren. Die Ausführungen der Gebrüder Grimm liefern hierin eine fabelhafte Antwort auf die Frage, wie es aus politischer Sicht überhaupt soweit kommen konnte. Die Sache hat nämlich überaus religiösen Charakter, denn wer den systemischen Glauben aufgibt,

„Marketview“

Des Kaisers Neue Kleider – Vermögenspreis-Inflation als „The New Normal“?

scheidet aus dem Spiel – selbst der Kaiser. Und weil sich jedermann einen möglichst hohen und andauernden Anteil an den Verteilungs- und Machtpfründen sichern möchte, der blendet, wider besseres Wissen, Systemrisiken höchst eigennützig aus. Um es kurz zu subsumieren. Die gesamte westliche Hemisphäre krankt seit Beginn der Finanzkrise 2007 an dieser unsäglichen Malaise. Eine Finanzkrise 2.0 rückt so in greifbare Nähe und droht dann, zur beschämenden Systemkrise zu werden, die eine Neuordnung verlangt. Nicht von ungefähr hat die Europäische Zentralbank deshalb vor kurzem eindringlich davor gewarnt, die Regeln für die Staatsverschuldung in Europa wie 2003 zu lockern. Der Stabilitätspakt dürfe nicht noch einmal zu dem Punkt gedehnt werden, an dem er seine Glaubwürdigkeit verliere.¹ Doch gegenwärtig geschieht das Gegenteil und der immer offensichtlichere Gelddruckwahnsinn wird eifrig als „The New Normal“, beklatscht. Alles in Ordnung. Die Schuldenkrise ist gebannt. Keine Sorge, wir haben die Lage im Griff. Ach ja? Was bedeutet der willkürlich anmutende politische Interventionismus konkret für die einzelnen Anlageklassen?

Bond View

Wie von uns in der letzten Ausgabe prognostiziert, begründet die US-Fed Chefin Yellen die Fortführung der lockeren Geldpolitik mit der stokenden wirtschaftlichen Erholung und der erlahmenden Erholung am Häusermarkt. Yellen bestätigte, dass das Fed wohl im Oktober 2014 die Anleihenkäufe einstellen und der Leitzins möglicherweise erstmals 2015 erhöht werde. Gleichzeitig hält sie fest, dass sich das Zinsniveau anschließend nur langsam normalisiere. Die Fed-Präsidentin räumte zu guter Letzt erstmals ein, dass die riesige Fed-Bilanz die Fähigkeit der Notenbank verringere, den Leitzins zu steuern. Damit bedient sie das, was wir weiter oben als „religiösen Charakter“ identifiziert haben, denn Yellen gibt zu,

was eigentlich alle schon lange wissen – es will mit dem Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik nicht so richtig funktionieren. Das Sinnbild des verzweifelnden Kaisers vor dem leeren Webstuhl offenbart sich spätestens mit dem Eingeständnis, dass versuchsweise eingesetzte Instrumente wie etwa die „Reverse Repos“² in Stresssituationen für Geldmarktinstrumente an ihre Grenzen stossen – kurz: das Fed verfügt bislang einzig über Regenschirme, die bei Regen automatisch zuklappen.

Und weil auch die geldpolitische US-Kaiserin aus unstillbarem Eigeninteresse weiterhin marktverzerrend agieren *muss*, bleiben wir im Anleihenbereich bei unserer Empfehlungsformel: Corporate Bonds guter Qualität und mit globaler Präsenz, kurze Laufzeiten und hoher Liquidität über die gesamte Portfoliogrösse, weil so ein Inflationsschock vergleichsweise gut abgefedert werden kann. Den Kern-Teil unserer Anleihen-Portfolios bestücken wir weiterhin ausschliesslich mit Investment-Grade Anleihen, auch wenn (oder gerade erst recht weil) so manche Bank Investitionen in den chinesischen Bondmarkt als Innovation anbietet: wir raten vor solch vorprogrammierten Rohrkrepiern ab, weil diesem Markt schlicht die Rechtssicherheit fehlt. Der jüngste Zahlungsausfall des bis anhin wenig bekannten Baukonzerns Huatong aus der Provinz Shanxi etwa wurde politisch verbannt, weil der brodelnde Immobilienmarkt zu explodieren droht. „The New Normal“ führt selbst beim asiatischen Hoffnungsträger zu einer unverblühten politischen Verzerrung der Marktkräfte.

Equity View

Um das Sinnbild des leeren Webstuhls bezogen auf den Aktienmarkt zu erkennen, müssen Daten verwendet werden, die eben *nicht* von Notenbanken direkt beeinflusst werden können. Hier hilft

¹ <http://www.faz.net/aktuell/politik/europaeische-union/linksregierungen-fuer-lockere-regeln-angriff-auf-europas-sparpolitik-13002270.html>

² Als Reverse Repos bezeichnet man folgenden Vorgang: Über Nacht werden Anleihen verkauft und gleichzeitig der Rückkauf zu einem etwas höheren Kurs vereinbart. Die Differenz entspricht implizit dem Zins, den das Fed dem Geschäftspartner bezahlt.

„Marketview“

Des Kaisers Neue Kleider – Vermögenspreis-Inflation als „The New Normal“?

die Marktkapitalisierung im Verhältnis zum BIP,³ die auch für den wohl bekanntesten Value-Investor Warren Buffet als vermutlich beste Messung der Bewertungshöhe der Aktienmärkte wahrgenommen wird. Nimmt man die untenstehende Grafik als seismologisches Messinstrument über die vergangenen 60 Jahre zur Hand, lässt sich erahnen, dass die Aktienmärkte aufgrund der anhaltenden Liquiditätsflut im historischen Kontext überschüssig sind. Und solche Anomalien schliessen sich wieder. Ein zweites Erdbebensignal ist der gegenwärtig historisch tiefe Stand der Dividendenrendite. Lag diese in den letzten 120 Jahren bei durchschnittlichen 4.35% p.a., erhalten wir gegenwärtig gerade einmal magere 1.92% p.a.⁴

Was bedeutet das konkret? Sollten die politischen und geldpolitischen Kräfte der westlichen Industriestaaten nicht endlich in glaubwürdiger Manier Garn auf den Webstuhl aufzuspannen wissen, droht die Enttarnung des Gelddruckwahnsinns, was wiederum zu einer Neubewertung der hohen Aktienpreise bei tiefen Dividendenrenditen führen wird.

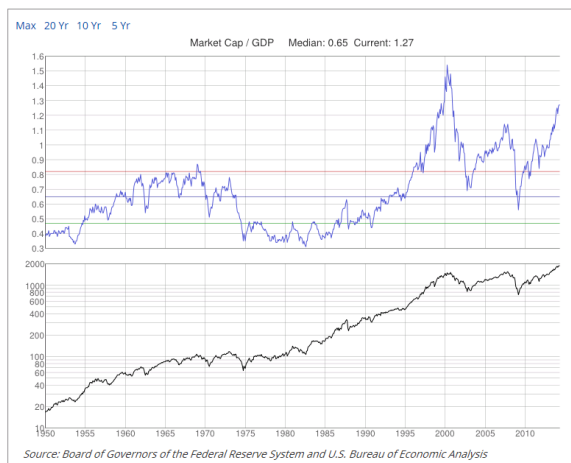


Abbildung 2: Marktkapitalisierung im Verhältnis zum BIP.
Quelle: www.vectorgrader.com

³ BIP: Bruttoinlandprodukt, GDP (engl.)

⁴ Standard & Poor's, Robert Shiller. (US-Aktien)

Als langfristig und konservativ orientierte Vermögensverwaltung setzen wir bei der aktuellen Bewertungslage deshalb auf eine vorsichtige Gewichtung und Auswahl der Aktien und nicht auf einen vollständigen Verzicht. Das wäre auch angesichts der stolzen Bewertungen töricht. Die Zeichen einer grösseren Korrektur mehren sich zwar, dennoch tendiert der Markt weiterhin gegen Norden – eben weil die Enttarnung des leeren Webstuhls mit allen lautern und unlauteren (geld-) politischen Mitteln verhindert werden soll. Eine *wirkliche* Trendwende wird vermutlich mit einer Konsolidierungsphase eingeläutet, in welcher die Volatilitäten steigen und immer weniger Aktien neue Höchststände verzeichnen.

Precious Metal View

Die Preisfindung der Edelmetalle ist im Vergleich zu den Aktienmärkten komplexer. Da ein Edelmetall keine Dividenden oder Zinsen abwirft, ja, sogar noch Kosten für die Lagerung anfallen, sind herkömmliche Bewertungsmethoden hinfällig. Als geeigneter erachten wir deswegen die Produktionskosten sowie die Nachfrage nach den Metallen. Zudem muss der Aspekt der Spekulation sowie der Krisenschutz der Metalle berücksichtigt werden. Die Herstellkosten einerseits sind in den letzten Jahren explodiert. Jedoch waren Rohstofffirmen auch faul in der Optimierung Ihrer Kosten, weil die Verkaufserlöse über eine Dekade ständig gestiegen sind. Diese Kostenoptimierung, die nun seit einiger Zeit vorangetrieben wird, wird positive Einflüsse auf die Produktionskosten haben. Die Nachfrage andererseits schwankt stark, in Silber deutlich mehr als in Gold, weil Silber in der industriellen Produktion eine höhere Gewichtung erfährt. Die chinesische Wachstumsdelle hinterlässt deswegen grosse Spuren in der Nachfrage nach den Metallen. Bleibt der Krisenschutz: Viel wird gegenwärtig über die Funktion der Edelmetalle als Krisenschutz vor der Ukraine-Krise oder der drohenden militärischen Eskalation im Gaza-Streifen gesprochen. Vergessen Sie diese Tagesschwankungen. Auch in einer Finanzmarktkrise 2.0 muss ein Preisbildungsmechanismus erfolgen – und hier

„Marketview“

Des Kaisers Neue Kleider – Vermögenspreis-Inflation als „The New Normal“?

bieten sich zuerst Edelmetalle und danach Aktien an. Diese übergeordnete Logik greift viel eher als pseudo-professionell Kursziele zu prognostizieren. Aber weil eben niemand genau zu sagen vermag, wann die unschuldige Stimme aus Grimm’s Märchen erklingt - und die notwendige kritische Masse ihr auch das Gehör schenkt - halten wir aktuell an unserer neutralen Gewichtung fest. Tendenzen für sich abschwächende Metallpreise überwiegen aktuell die Gefahr vor Krisen, welche das Geldsystem akut in Frage stellen.

Fazit:

Wir sehen das gegenwärtige Hauptrisiko für den Anleger im Dilemma, dass die lockere Geldpolitik der Notenbanken einerseits zu „inflationierten“ Preisen für Bonds, Aktien, Edelmetalle und Immobilien geführt hat und weiterhin führt, während viele Investoren, gebrannt durch die Finanzmarktkrisen der vergangenen Jahre, an der Seitenlinie stehend auf bessere Zeiten hoffen. Auch wenn die Zentralbanken anders kommunizieren: Insgesamt wollen wir das Märchen des Ausstiegs aus der ultralockeren Geldpolitik noch nicht so recht glauben und formulieren deshalb gerne mit Goethe’s Faust: „Die Botschaft hör ich wohl, allein mir fehlt der Glaube“. Im Gegenteil: Aus unserer Sicht wird es in den kommenden Jahre ganz entscheidend sein, folgendes Gegensatz in der persönlichen Anlagestrategie zu berücksichtigen: Ja, die globale und politisch motivierte Assetprice-Inflation führt zu einem berechtigten Gefühl des leeren Webstuhls. Trotz fehlender Produktivität und Wirtschaftsreformen steigen die Vermögenswerte in praktisch allen Asset-Klassen an. Es ist der Ausdruck einer politisch gewollten „New Normal“, die trotz fehlendem Wirtschaftsfundament Wertsteigerungen in sämtlichen Anlage-Klassen „produziert“. Eine klassische Blasenbildung bei sämtlichen Wertpapieren also, die in einem „Mega-Crash“ endet? Wohl kaum.

Börsentaucher und nervöse Verwerfungen – ja, vielleicht sogar eine politische Systemverwerfung. Doch geben wir folgende Annahme zur Gedanken-anregung: Die Eurozone kollabiert schliesslich un-

ter dem Schuldenberg, die politischen Kräfte aber überleben. Wie wird wohl eine postpolitische Union nach dem Euro aussehen? Das alles bleibt zwar spekulativ. Sicher ist aber: Die (geld-)politischen Kaiser und ihr jeweiliger Hofstaat werden sich mit Leibeskräften an den Fädchen ihrer fragilen Macht festhalten. Reale Vermögenswerte wie Edelmetalle, Aktien, Immobilien bilden dann erst recht die Grundlage einer neuen Preisbildung – eben weil funktionierende Systeme die Glaubensfrage der „Werthaltigkeit“, valid beantworten müssen.

Der vorliegende Kommentar versteht sich als Anregung darüber nachzudenken, welche realwertorientierten Strategieoptionen sich für den Anleger aufgrund der doch äusserst unkalkulierbaren politischen Verfahrensstrategien anbieten. Auch wenn wir gegenwärtig in einer Hochpreisphase zu sein scheinen - die Tendenz, dass sich das Halten von *realem, fassbarem* und *diversifizierbarem* Eigentum wie Aktien und Metalle auf Dauer und gerade in Phasen politischer Irritation ausbezahlt, ist, wie die untere Grafik abschliessend illustriert, empirisch reichhaltig belegt.

Strategie	Was tun mit dem Geld?						
	Langsame Genesung	Deflation	Inflation	Insolvenz Staaten/Banken	Vermögens-abgabe	Kapitalverkehrs-kontrollen	Währungs-reform
Cash	+	+++	--	+++	--	++	---
Anleihen Deutschland	+	+++	---	+++	--	+	---
Anleihen Peripherie	+	++	---	---	--	--	---
Aktien - Qualität	++	++	+++	++	--	++	+++
Aktien - Wachstum	+++	-	+	0	--	0	+++
Immobilien	+	--	+++	+++	--	++	+++
Gold	--	0	+++	+++	--	++	+++
Schulden	0	---	++	0	0	0	0

Abbildung 3: Was tun mit dem Geld. Quelle: NZZ. Welche Anlageklasse profitiert bei welchem Szenario. Eine bildliche Zusammenfassung.

Vielleicht sollte man sich bei der Evaluation seiner persönlichen „Überlebensallokation“ angesichts des von uns nun einige Male bemühten Vergleichs mit dem leeren Webstuhls ebenso deutlich vor Augen führen, dass gerade die unverzichtbaren Produkte des realen Vermögenserhalts mit fortschreitender Krise teurer werden. Die für Investoren spürbare Vermögenspreis-Inflation wäre dann auf lange Sicht nur der Vorbote einer beständigen Neubewertung werthaltiger Investitionsgüter.

„Marketview“

Des Kaisers Neue Kleider – Vermögenspreis-Inflation als „The New Normal“?

Gastkommentar von Dr. phil I Kurt Humbel

Vermögenspreis-inflation an der „Null-Teuerung“ vorbei

Die ersten 50 meiner 75 Lebensjahre standen wirtschaftlich im Zeichen der Inflation und deren Bekämpfung. Bis zu meinem 20. Geburtstag im Jahr 1959 hatte sich der Wert des Schweizerfrankens, gemessen am Landesindex der Konsumentenpreise, halbiert. Immerhin ein Glanzresultat angesichts der im Zweiten Weltkrieg untergegangenen oder durch Hyperinflationen entwerteten Währungen. Aber beim 40. Wiegenfest ohne Krieg dasselbe Bild: Der Franken von 1939 war 1979 noch 25 Rappen wert. Und auf diesem Verlust waren noch Vermögens- und Einkommenssteuern aus Zinserträgen und Dividenden angefallen!

Glücklicher als Geldbesitzer waren Grundeigentümer. Zwei Beispiele: 1981 kauften meine Frau und ich ein älteres Einfamilienhaus in Lugano-Castagnola. Bis zum Verkauf acht Jahre später hatte sich der Bodenpreis im Wert fast verdoppelt. Noch grotesker die Vermögenspreis-inflation seit 1948, als unser Vorgänger das Grundstück erworben hatte – eine Versiebzifachung innert 41 Jah-

ren. Bei meinen Nachforschungen zur Biografie eines Opfiker Zeitungsmachers stiess ich auf eine noch viel heftigere Preisentwicklung im Grundstückmarkt. 1938 hatte die Stadt Zürich einen Strohmann beauftragt, im Oberhauserriet Land für eine Kläranlage zu kaufen. Dieser Schleichweg wurde eingeschlagen in der Befürchtung, dass der reichen Stadt ein höherer Preis abverlangt worden wäre. Der damalige Preis von 65 Rappen dürfte sich dank Umzonung zum heutigen Glattpark mindestens vertausendfacht haben.

Ein drittes Beispiel aus dem Kunstmarkt: Vor der Volksabstimmung Ende 2012 über die Erweiterung des Zürcher Kunsthouses wurde bekannt, dass ein Gemälde von Claude Monet 1940 den Besitzer für 30'000 Franken gewechselt hatte. Dieser, ein Kunsthändler verkaufte es wenig später an Emil G. Bührle für 35'000 Franken. Der heutige Wert wird auf 25 Millionen Franken geschätzt, 714mal über dem damaligen Wert, durchaus kein Notverkauf eines jüdischen Kunstsammlers auf der Flucht.

Wie sich die angebliche Null-Inflation mit der Vermögenspreis-inflation verträgt, sollte Ökonomen zu Studien anregen.

Kontakt:

Kalypso Partners AG
Zürcherstrasse 262
8406 Winterthur

Telefon: 052 266 06 40

Mail: info@kalypsopartners.ch

Web: <http://www.kalypsopartners.ch>