

Winterthur, 6. November 2014

Marketview 4. Quartal 2014

Geschätzte Kunden, geschätzte Partner

Wir freuen uns sehr, Ihnen die vierte diesjährige Ausgabe von „Marketview“ vorzustellen.

Der letzte Jahreskommentar trägt den Titel „Falsche Freunde – auf dem Weg in eine neue Risikokultur“ und beleuchtet sowohl Ursachen als auch mögliche Folgen jener monetären Anreizpolitik, die bis zum heutigen Zeitpunkt über alle Anlageklassen hinweg zu einer starken Preisverzerrung geführt hat.

Gerade zum Jahreswechsel hat sich der Blick in die Glaskugel als Erwartungshaltung etabliert. Wir erachten solche Prophezeiungen als völlig unseriös. Eine Momentaufnahme der einzelnen Vermögensklassen und vor allem das Bewusstsein, wie die gegenwärtige Situation entstanden ist, halten wir als verlässlicheren Indikator für die Zukunft.

Wir hoffen, mit dem beiliegenden Kommentar einen Gedankenanstoss zu erzielen und wünschen Ihnen eine frohen Jahresausklang.

Mit herzlichem Gruss aus der Arbeiterstadt Winterthur

KALYPSO PARTNERS AG
Zürcherstrasse 262
8406 Winterthur – Schweiz
Telefon + 41 52 212 89 93
info@kalypsopartners.ch

www.kalypsopartners.ch

Kalypso Partners AG

„Marketview“

Falsche Freunde – Auf dem Weg in eine neue Risikokultur?

Falsche Freunde

„In der fortgeschrittenen Moderne geht die gesellschaftliche Produktion von Reichtum systematisch einher mit der gesellschaftlichen Produktion von Risiken. Entsprechend werden die Verteilungsprobleme und -konflikte der Mangelgesellschaft überlagert durch die Probleme und Konflikte, die aus der Produktion, Definition und Verteilung wissenschaftlich-technisch produzierter Risiken entstehen.“ Es kommt zu einem „[...] Wechsel von der Logik der Reichtumsverteilung [...] zur Logik der Risikoverteilung“.¹

In der hochverschuldeten politischen Staatengemeinschaft des Westens herrscht ausgelassene Freudenstimmung, denn die niedrigen Zinsen sorgen weiterhin für enorm tiefe Refinanzierungskosten. Vergegenwärtigen wir uns: Obwohl die Staatsverschuldung der Eurozone zwischen 2008 und 2014 (und je nach Messmethode) unaufhaltsam von 68.5% auf satte 95% des BIPs angestiegen ist, haben sich durch das gefallene Zinsniveau die Zinskosten um über 75% gesenkt. Dieselbe Bundesanleihe, welche in den Jahren 2004/2005 also noch mit 4% berappt werden musste, liegt gegenwärtig deutlich unter dem Rekordniveau von 1%.



Quelle: Eurostat, Zinsentwicklung 10y, 2005 - 2014

¹ Ulrich Beck: *Risikogesellschaft. Auf dem Weg in eine andere Moderne*. Suhrkamp, Frankfurt a.M. 1986, S. 25f.

Wir leben in schizophrenen Parallelwelten: hier die hoffnungslos überschuldete westliche Hemisphäre, die sich nur dank des massiven Einsatzes der Zentralbanken und aufgeblähter Bilanzen über Wasser hält, da eine beispiellos tiefe Refinanzierungsbelastung, welche weit unter dem Vorkrisenniveau liegt und sich *dennoch* bester Bonität erfreut. Ja, so machen neue Schulden wahrlich Spass, denn selbst bei bestenfalls gleichbleibender Wirtschaftsleistung gewinnen marode Staaten an Wettbewerbskraft, weil ihre Schuldenrefinanzierungskosten sinken. Davon kann die reale Industrie nur träumen. Und gerade weil wir selbst aus der kritischen Unternehmerperspektive analysieren müssen, können wir nur zum Schluss gelangen: hier sind „Falsche Freunde“ am Werk. Nämlich solche, die Risiken aktiv innerhalb eines gesellschaftlichen Konstruktionsprozesses erzeugen und damit eine neue Risikokultur etablieren, deren Fundament auf Sand gebaut ist.

Bond View

Wir haben in der zweiten diesjährigen Ausgabe die Pläne der EZB, Verbriefungskategorien wie ABS, RMBS und CMBS² als undurchsichtiger Bail-out Pool zu missbrauchen, deutlich genug kritisiert. Um es klar zu unterstreichen: Uns stört der Kauf europäischer ABS-Produkte an sich nicht, denn ihre Qualität ist gegenüber dem unliebsamen

² Ein forderungsbesichertes Wertpapier (englisch asset-backed security, ABS) ist ein verzinsliches Wertpapier, welches Zahlungsansprüche gegen eine Zweckgesellschaft zum Gegenstand hat, und wobei die Zweckgesellschaft die Mittel ausschließlich zum Erwerb von Forderungen meist mehrerer Gläubiger verwendet und zu einem Wertpapier verbrieft.

Commercial MBS (CMBS) sind durch Gewerbe- und Mehrfamilienimmobilien (wie etwa Wohnanlagen, Einzelhandels- oder Bürogebäude) besichert. Im Gegensatz zu Commercial MBS (CMBS) sind Residential MBS (RMBS) durch private Wohnimmobilien besichert.

„Marketview“

Falsche Freunde – Auf dem Weg in eine neue Risikokultur?

berühmten amerikanischen Pendant von 2007 ungleich viel besser. Für uns viel alarmierender ist die toxische Vernetzung von fragwürdig besicherten europäischen Staatsanleihen, den bis anhin als „Betongold“ gehandelten Immobilienkrediten, maroden Bankenbilanzen und einer Geldpolitik, die im Euroraum aller Voraussicht nach noch für lange Zeit expansiv bleiben muss.

Und Draghi & Co. machen ernst: Die mächtigste Zentralbank Europas kauft seit Oktober 2014 sogenannte Mezzanine- und Senior-ABS-Tranchen sowie „Covered Bonds“. Der Löwenanteil von Asset Backed Securities im weiteren Sinne entfällt auf Wohnungsbaukredite und Autokredite. An dritter Stelle stehen sogenannte „Collateralized Loan Obligations“, kurz CLOs, die Unternehmenskredite bündeln. Kreditkarten- und Verbrauchercredit-ABS spielen nur eine untergeordnete Rolle. Covered Bonds hingegen sind mit Hypotheken oder Krediten an die öffentliche Hand gedeckte Anleihen von Banken. Es handelt sich dabei um Anleihen, bei denen das Geld für Zins und Tilgung aus Krediten kommt, welche an Unternehmen oder Verbraucher vergeben wurde. Die EZB geht damit ins Risiko für Firmenkredite – und das ist eine klare Überdehnung ihres Mandats. Die Europäische Zentralbank versichert zwar noch immer, Staatschuldypapiere nicht direkt von Staaten sondern von Banken zu kaufen – dem so genannten Sekundärmarkt. Diese Unterscheidung ist aber bestenfalls noch formaler Natur, denn die Haltedauer der Papiere, welche die EZB den Banken abkauft, beträgt meist nur wenige Tage – und das bedeutet eine direkte Staatsfinanzierung, die der Artikel 123 des EU-Vertrags verbietet. Ja, hier wird eine Risikokultur fundamental und für jedermann visibel transformiert.

Der Tabubruch ist vollzogen. Und ist eine solche Verlagerung erst einmal initialisiert, begünstigt er eine „fiskalische Kreditpolitik“, die den Aufbau einer Blase mit faulen Wertpapieren unterstützt, welche die europäischen Steuerzahler im Falle einer Wertberichtigung teuer zu stehen kommt. Draghi selbst hat Anfang Oktober betont, dass er auch griechische und zyprische Papiere kaufen

würde - auch wenn diese die Mindestbonität von BBB- nicht erfüllen. Wer will angesichts solcher Massnahmen noch ernsthaft bezweifeln, dass im nächsten Krisenfall zusammengeführt wird, was nicht zusammen gehört?

Das Problem daran: Bislang führt die Krisen-Geldpolitik Europas zu einer fast anarchisch anmutenden Risikobeurteilung im Anleihenmarkt, denn den krisengeschüttelten Peripherieländern Europas obliegen Refinanzierungskosten, die weit unter dem Vorkrisenniveau liegen. Italien bezahlt heute auf dem Kapitalmarkt auf zehn Jahre noch rund 2.4% - das ist nur noch rund *die Hälfte* einer deutschen Staatsanleihe vor zehn Jahren, kurz: es war für hochverschuldete Staaten bei gleichzeitig beispiellos hoher Arbeitslosigkeit und äusserst maroder Wirtschaftslage noch nie so einfach, sich vor notwendigen Strukturreformen zu drücken. Wir glauben deshalb, dass das reale BIP von Italien oder Spanien per Saldo mitunter noch immer deshalb negativ ist,³ weil sich die fehlende ökonomische Konvergenz als Ausdruck einer *massiven Fehlallokation von Anreizpolitik* darstellt. Ja, Brüssel muss sich heute durchaus die Kritik gefallen lassen, ebenso quartalsgetrieben wie Investmentbanker zu agieren, denn die neuen Kaufprogramme der EZB führen weder zu neuen Krediten für Unternehmen, noch erreichen sie die leidende Bevölkerung. Sie dienen einzig dem Selbstzweck. Der EZB, das muss betont werden, bleibt letztlich einzig, ihre Mitglieder zu warnen, notwendige Strukturreformen endlich umzusetzen. Aber ernsthaft: wer verlässt schon freiwillig die rauschende Refinanzierungsparty? Nur ein Gedanke: Hatten wir das alles 2007 nicht schon einmal?

Damit stossen wir zum eigentlichen Problemkern der „Falschen Freunde“ vor: Die ausufernde Liquiditätsflut der vergangenen Jahre hat ausgehend von den Bond-Märkten zu einer umfassenden Verfälschung der Risikobilanz in *sämtlichen* Asset

³<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/graph.do?tab=graph&plugin=1&pcode=tec00115&language=de&toolbox=data>

„Marketview“

Falsche Freunde – Auf dem Weg in eine neue Risikokultur?

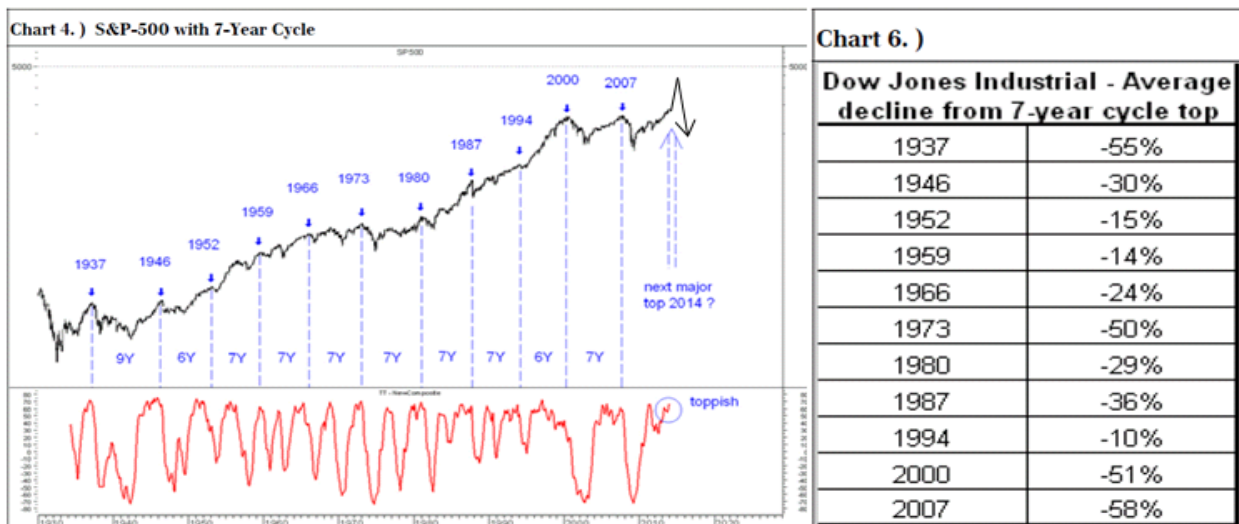
Klassen geführt, weil die *relativen* Marktpreise beeinflusst werden. Suggestiert wird eine heile Welt der Staatsrefinanzierung, die nur aufgrund völlig falscher Risikoparameter möglich geworden ist. Riskante Asset Klassen erscheinen deshalb noch immer als attraktiv, obwohl Ihre Kursentwicklung vielmehr durch die Markttechnik als durch realwirtschaftlich begründbare Daten getragen wird. Und deshalb werden *alle* Anlagekategorien zunehmend anfällig für exogene Schocks. Der berühmte Kater nach dem rauschenden Fest könnte sich schliesslich als veritable Vergiftung erweisen, weil letztlich nur noch schmerzhaft Eingriffe (etwa ein Bilanzschnitt oder eine harte Konsolidierung - sagen wir Bilanzrezession) den eigenen Konkurs verhindern.

Getreu dem Spruch „Don't fight the FED“ empfehlen wir auch im Falle EZB, Portfoliorisiken systematisch zu reduzieren und auf jegliche Art von Phantasieprodukten *konsequent* zu verzichten – auch wenn dies renditeseitig zum heutigen Zeitpunkt wenig attraktiv und das Risiko als „vernachlässigbar“ erscheinen mag: Neue, wohlfeile Konstruktionen, die sichere Renditen im Namen des Volkes versprechen, können nur unter Inkaufnahme überproportionaler Risiken erzielt werden.

Equity View

Sowohl ein Renditeanstieg bei den Anleihen als auch platzende Blasen reduzieren die relative Attraktivität riskanterer Assetklassen wie etwa den Aktien. Wir empfehlen deshalb vor allem auf jene Märkte zu schauen, deren Realwirtschaft wachsen. Einer sind beispielsweise die USA. Eine starke Aufwertung der US-Valuta wird den Boom in den USA allerdings bremsen und der bekannte 7-Jahreszyklus neigt sich dem Ende entgegen. Auch China scheint für den Moment das Größte hinter sich zu haben, doch die Dynamik in den Emerging Markets flachen bestenfalls ab.

Die politische Auseinandersetzung mit der Ukraine hat Russland in eine tiefe Rezession gestürzt und lassen das ressourcenreiche Land als Partner im Welthandel weitgehend ausfallen. Es gibt zudem noch immer Sanktionen zwischen West und Ost, die vielen Unternehmen weh tun. Das alles hilft Europa, das wohl am Rande einer Rezession steht, überhaupt nicht. Der andauernde Ost-West Konflikt im Stile des Kalten Kriegs bedeutet eine temporäre Rückbildung der Globalisierung, die in der Vergangenheit für viel Wachstum gesorgt hat - nicht umsonst betonen die USA und die EU die Bedeutung eines umfassenden Freihandelsabkommens zwischen den beiden alten Industriekontinenten.



Quelle Chart 4.) & Chart 6.): UBS AG, Michael Riesner, Technische Analyse Outlook 2014

„Marketview“

Falsche Freunde – Auf dem Weg in eine neue Risikokultur?

Die gegenwärtige Krisenvielfalt müsste deshalb eigentlich die Unternehmensgewinne verringern, was sich wiederum auf die Aktienkurse auswirken würde. Dass das bisher nicht so brutal wie in früheren Krisen eingetreten ist, liegt einerseits an der schleichenden Entwicklung, andererseits zeigt sich hier der Einfluss der hohen Liquidität und der niedrigen Zinsen. Die Anleger haben Aktien in der jüngeren Vergangenheit eben nicht gekauft, weil sie so zuversichtlich in die Zukunft schauen. Sie tun es vor allem aufgrund der endlosen Geldflut. Wie in so vielen anderen Fällen verschleiert der überreichliche monetäre Mantel das tatsächliche Ausmass der Probleme - die durch die expansive Geldpolitik veränderte Risikokultur hält uns noch immer in trügerischer Sicherheit.

Wo liegt die Hoffnung? Eine bedeutende Rolle spielt die fundamental veränderte Situation am Ölmarkt. Trotz der Auseinandersetzungen im Nahen Osten und der Bombardierung von Ölquellen steigen die Preise nämlich nicht. Sie sinken, weil es genügend Öl auf der Welt gibt und die Nachfrage sinkt. Und der sinkende Ölpreis wirkt kathartisch auf die Aktienkurse, denn die Gewinne der Unternehmen erhöhen sich und stärken die Kaufkraft der Verbraucher. Im Vorteil sind hier US-Firmen und dollarorientierte Unternehmen. Auch die Eurozone dürfte zu den kurzfristigen Gewinnern gehören, solange sich der Euro gegenüber dem Dollar abschwächt. Zudem hat sich der jüngste Kursrutsch positiv auf die Dividendenrendite ausgewirkt, was angesichts des andauernden Anlagentostands für Anschlusskäufe sorgen dürfte.

Global verankerte Substanzunternehmen, die von niedrigeren Rohstoffpreisen profitieren, dem Dollar nahe stehen oder aufgrund sinkender Wechselkurse die Gelegenheit haben, sich gegen steigende abzusichern (wie jene der Eurozone) und ihren Wachstumspfad beibehalten können, gehören deshalb zu unseren Favoriten.

Precious Metal View

Die Edelmetalle verspüren einen deutlichen Gegenwind durch den starken USD, weshalb ein

weiteres Korrekturpotential besteht. Es könnte noch einmal einen (finalen) sell-off geben, welcher den Goldpreis bis fast auf die 1'000.- USD Grenze drücken könnte – auch wenn die physische Nachfrage in Asien (China und Indien), aber auch in Russland oder Indonesien robust bleibt. Wir erachten die Preise zwischen 1'050.- und 1'180.- USD als gute Einstiegsgemeinschaften. Die weltweit ungelöste Verschuldungssituation und das zögerliche Wirtschaftswachstum lassen wenig Raum für substantielle Zinserhöhungen. Im Gegenteil: Sobald der Konjunkturoptimismus kippt, werden die grossen Notenbanken weitere Massnahmen ergreifen, um die Wirtschaft mit Geld zu fluten. Die zentrale Frage bleibt das Vertrauen der Anleger in das Finanzsystem (fiat money). Ein Vertrauensbruch könnte eine deutliche Verlagerung der Anlageinteressen in die Edelmetalle auslösen.

Fazit:

Falsche Freunde sind im Extremfall tödlich. Die aufgezeigte Entwicklung ausgehend von den Bondmärkten hat zu einer umfassenden Verzerrung der relativen Preise in sämtlichen Anlageklassen geführt, wodurch die Überlagerung der Logik der Reichtumsverteilung durch jene der Risikoverteilung begünstigt wurde. Das dicke Ende steht uns ohne Gegenmassnahmen also noch bevor. Vielleicht braucht es noch etwas stärkeren und vor allem *unmittelbareren* Systemdruck. Die Entwicklung des Dollars im kommenden Jahr könnte eine solche Gelegenheit darstellen, denn ein hoher Dollar führt vor allem für die USA zu vermehrtem Wirtschaftsdruck, weil der gegenwärtige Boom eingedämmt wird. Aus dieser Sicht dürfte eine Entspannung des Ukraine-Konflikts auch für die Amerikaner attraktiv werden. Sollte eine solche erfolgen, dürfte die heimische Wirtschaft daraus gestärkt hervorgehen und die schon lange fällige Zinsanhebung in den USA vollzogen werden. Auch für Europa wäre dies eine Chance. Der gegenwärtig schwache Euro verleiht Krisenländern wie Italien und Frankreich, aber auch der schwächelnden Industrielokomotive Deutschland Wettbewerbsvorteile, weil die Struktur- und Lohnstückkosten im Vergleich zu den US-Pendants

„Marketview“

Falsche Freunde – Auf dem Weg in eine neue Risikokultur?

sinken. Für Europa wäre es die - vielleicht letzte - Chance, unabhängig von geldpolitischen Massnahmen der Zentralbanken die lange verschlafenen Strukturreformen anzugehen. Dabei gilt es, eklatante Mängel zu beheben: Flexibilisierung des Arbeitsmarktes, Modernisierung der Infrastruktur, Abbau von Bürokratie, Investitionen in Forschung & Bildung, Abbau exorbitanter Schuldenberge usw. kurz: Mängel müssen identifiziert und behoben werden und dies kann nur erfolgreich schaffen, wer ebenso konsequent die Rückkehr hin zur Logik der Reichtumsverteilung beschreitet.

Die blinde Gläubigkeit in die Risikoproduktionsgesellschaft ist ein teurer Irrweg. Riesige Risikomanagementapparate in staatlichen Verwaltungs- und/oder Industriebetrieben sind fragwürdige Zeitzeugen einer unternehmerischen Beerdigungstaktik, die eben nur noch Risiken, aber kaum mehr die Produktion von unternehmerischem Wert ins Zentrum stellt. Das schliesslich hat langfristig Auswirkungen auf unser Rentensystem, weil unmittelbar die Wettbewerbsfähigkeit existierender Unternehmen sowie die eigene Innovationskraft gebremst werden. Zu welchen Ergebnissen das Mantra der Risikoproduktionskultur führt, zeigt der aktuelle Fall der EZB. Fragwürdige Regelanpassungen bedeuten für Europa unabsehbar katastrophale Lähmungserscheinungen, weil vorderhand die Notwendigkeit fehlt, wesentliche Versäumnisse der vergangenen Jahrzehnte zu beheben. Man täte gut daran, sich im kommenden Jahr von solch Falschen Freunden *konsequent* zu entledigen.

Taktische Positionierung:

