

Winterthur, 1. Oktober 2015

Marketview 4. Quartal 2015

Geschätzte Kunden und Partner

KALYPSO PARTNERS AG

Zürcherstrasse 262
8406 Winterthur
Schweiz

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

Der kürzlich erfolgte globale Aktiencrash, der auf China zurückzuführen ist, mutet nicht überraschend an. Nichts zu schreiben also? Oh doch, China ist viel mehr Auslöser denn Ursache. Die wahren Triebfedern liegen unserer Meinung nach in der bedrohten Fiktion einer seit Jahren widersinnigen Vermögensverteilung.

Diese Ausgabe widmen wir deshalb dem Thema „*Staatsverschuldung und Vermögensverteilung - zwischen Fiktion und Realität*“. Uns liegt daran, gemeinsam mit Ihnen einige fundamentale Gedanken für die kommenden Börsen quartale zu erarbeiten: Die ausufernde Staatsverschuldung und das künstlich erzeugte Börsenwachstum sind unserer Meinung nach wechselseitig abhängig, weil beide Seiten ein fragiles Spiel von Fiktion und Realitätsoptionen bedienen. Ihr Ende wird zwar gerne beschworen, aber prognostizieren lassen sich solche Metaereignisse kaum.

Wer einmal verstanden hat, dass es *die* Realität nicht geben kann, sondern immer nur ihre Optionen bewirtet werden, vermag sich im Dschungel der Varianten nicht zu saturieren. Doch Wissen schärft bekanntlich den Verstand und damit eine weitere wesentliche Voraussetzung für die Vermögensbewahrung in kontroversen Momenten: die Geduld.

Mit herzlichem Gruss aus Winterthur

Kalypso Partners AG

„Marketview“

Staatsverschuldung und Vermögensverteilung - zwischen Fiktion und Realität

„Die Dinge sind nie so, wie sie sind. Sie sind immer das, was man aus ihnen macht“
(Jean Anouilh).

Zwischen Fiktion und Realität

Das Privatvermögen pro Kopf erreicht in Westeuropa gegenwärtig sein historisches Hoch¹ – und das trotz Griechenlandkrise, ansteigender Staatsverschuldung und fehlender Lösungskonzepte. Eine seit Jahren andauernde diametrale Entwicklung also, die irgendwann den letzten Funken Glaubwürdigkeit verliert und den Gedanken befeuert, dass irgendwo ein Graben zwischen Fiktion und Realität besteht muss. Wie sehr *die* „Realität“ der Gegenwart durch das Zeitgeschehen geprägt wird, offenbaren Populärökonomien wie etwa Thomas Piketty. Sie geniessen eine hohe mediale Reputation, weil sie den Konnex mangelnden sozialen Charakters und einer schiefen Vermögensverteilung der wirtschaftlich starken Länder anprangern. Doch dabei wird grosszügig übersehen, dass die gegenwärtige Schieflage das Resultat einer über Jahrzehnte andauernden laxen Steuer- und Steuerungspolitik der Krisenländer selbst ist. Alles Ansichtssache also? Sammeln wir ein paar Fakten:

In der Ära vor dem Euro vermochten die südperipheren Staaten Europas die eigene Währung nämlich im Krisenfall und quasi-regelmässiger Kadenz jeweils abzuwerten, um so den fehlenden Produktivitätsschub auszugleichen. Diese Möglichkeit fehlt durch die Gemeinschaftswährung des Euro heute. Mit dem Euro wurde deshalb eine neue Form von Realität geschaffen, die mit anderen Massnahmen bewältigt werden muss. Und das ist einer der aus unserer Sicht unabsehbarer Konstruktionsfehler des Euro, denn Abwertung bei fehlender Produktivitätssteigerung bedeutet andauernder Verzicht und endlose Verschuldung.

Fortwährender Verzicht aus Sicht der Schuldenstaaten und ihrer Bürger, weil vor allem sinkende

Lohnstückkosten die Güterpreise im Vergleich zu anderen Volkswirtschaften zwar senken, die Güterpreise im Inland im Verhältnis zum sinkenden Einkommen aber ansteigen. Endlose Verschuldung aus Sicht der Schuldenstaaten und der EU, weil nur weitere „Rettungspakete“ eine Neubewertung des Barwerts der bislang aufgetürmten Schuldenberge Schlimmeres hinauszögern. Würde man die angesammelten Verbindlichkeiten nämlich stunden, käme dies ökonomisch einem Schuldenschnitt gleich – und dieses Eingeständnis gilt es zu verhindern, weil er die Fehlkonstruktion des Euro offenbart und so systemische Fragen generiert. Insofern ist der andauernde desolante Zustand Griechenlands und jener südperipheren Staaten Europas vielmehr Resultat als Ursache einer gewachsenen Misstrauenskultur, welche ihre Wurzel in der Verknennung ökonomischer Grundparameter hat.

Die darauf erfolgte und bis heute gültige Petardentaktik der Europäischen Zentralbank (EZB) erzielt inzwischen greifbare Ergebnisse. Wie in unserem Kommentar „*Falsche Freunde*“ (Q4/2014) befürchtet, führt die Ausweitung des EZB-Kaufprogramms zu Marktverzerrungen. Die vor einigen Wochen beschlossene Ausweitung des Kaufprogramms auf italienische quasi-staatliche Unternehmen verschafft diesen nämlich einen verbotenen Wettbewerbsvorteil und impliziert eine gefährliche Grösse, die gerade durch jene politischen Kräfte gefördert werden, die im Fall zu grosser Banken ideologisch dagegen ankämpfen: „*too big to fail*“.² Es ist nur eine Frage der Zeit, bis andere Staaten von denselben Vorteilen profitieren möchten. Marktwirtschaftliche Prinzipien werden so geopfert, um einen äusserst fragwürdigen Integrationsprozess der europäischen Union voranzutreiben. Diese Formen sozialistisch anmutender Regulierungswellen führen schliesslich auch dazu, dass das globale Kreditrisiko wie eine Blase auf wenigen Schultern verteilt ist. Den grössten Teil schultern heute Pensionskassen und Assetmanager

¹Vgl. https://www.allianz.com/v_1411404269000/media/press/document/Allianz_Global_Wealth_Report_2014_de.pdf, S. 49-51.

²<http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/pspp.en.htm>

„Marketview“

Staatsverschuldung und Vermögensverteilung - zwischen Fiktion und Realität

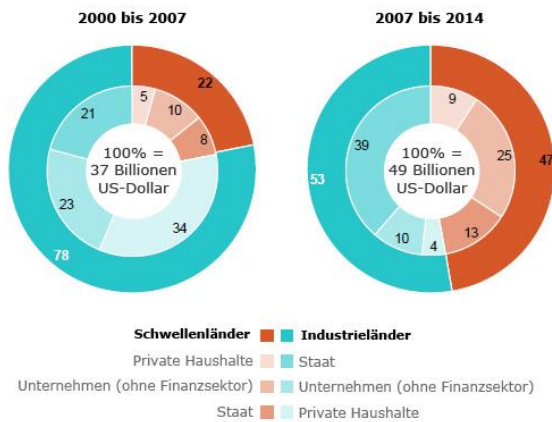
ohne genau zu wissen, wie die Sache ausgeht. Und so erliegen wir mit einem Blick auf den Deckungsgrad unserer Pensionskassen vorerst weiterhin der Fiktion, dass jedermann im Durchschnitt reicher wird während die Schulden gleichsam steigen.

Welche Realität also?

Interessanterweise wuchs die Neuverschuldung in den vergangenen 14 Jahren in den Schwellenländern und nicht in den Industriestaaten, wie die untere Grafik zeigt. Das muss auch nicht schlecht sein, solange die Gelder in produktive Unternehmen fließen

Schwellenländer: Verschulden wie die Großen

Anteil von Industrie- und Schwellenländern an globaler Neuverschuldung (in Prozent)

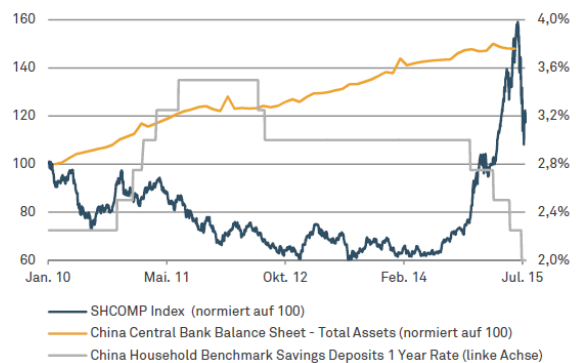


Quelle: Haver Analytics; national sources; World economic outlook, IMF; BIS; McKinsey Global Institute

Uns stört vor allem die *Struktur* der chinesischen Schulden: Die Hälfte der Bestandsschulden geht auf den Immobiliensektor zurück, neue Schulden wurden lange bei unregulierten Schattenbanken gemacht, und vor allem die Schuldenpolitik vieler Regionalregierungen erweist sich als Spiel mit dem Feuer.

Der jüngste chinesische Börsencrash ist unserer Meinung nach symptomatisch für den irreführenden Gegensatz zwischen Staatsverschuldung und Vermögensverteilung, denn auch das chinesische Finanzsystem ist stark fremdfinanziert (Stichwort „Leverage“). Um das Platzen dieser Blase zu ver-

hindern, muss jährlich ein zumindest hohes einstelliges Wachstum erzielt werden. Genau deshalb hat die chinesische Zentralbank lange Zeit Aktien am Markt gekauft und dafür in der ersten Jahreshälfte 2015 US-Treasury-Bills im Wert von über USD 100 Mrd.³ verkauft. Doch ein Börsencrash um bis zu 40% liess sich, wie wir inzwischen wissen, nicht verhindern.



Erdbeben am chinesischen Aktienmarkt. Quelle: Bloomberg

Bisherige Massnahmen versagen, nun muss man analog zu Europa und den USA tiefer in die Munitionskiste greifen und die Landeswährung abwerten. Hierfür stehen weitere USD 900 Mrd. an Devisenreserven bereit. Und so kommt es wie es kommen muss: Manipulativ erzeugtes Wachstum um jeden Preis wird nun um jeden Preis erhalten, damit die kreditgetriebene Vermögensfiktion nicht einer eigentlich naheliegenden aber politisch brandgefährlichen Realitätsoption zum Opfer fällt. Dabei obliegt der Abwertung eigentlich ein positiver Effekt: Chinesische Arbeit wird trotz steigender inländischer Löhne aus Sicht ausländischer Investoren wieder billiger und verbessert die chinesischen Exportchancen. Genau diese billigen Arbeitskräfte haben in den vergangenen Jahren die niedrige globale Inflationsrate gestützt und so der ratlosen Schuldenwirtschaft der Industriestaaten in die Hände gespielt. Gleichzeitig verteuert die Abwertung des Renminbi allerdings die Produkte der industrialisierten Welt in chinesischen Regalen auf

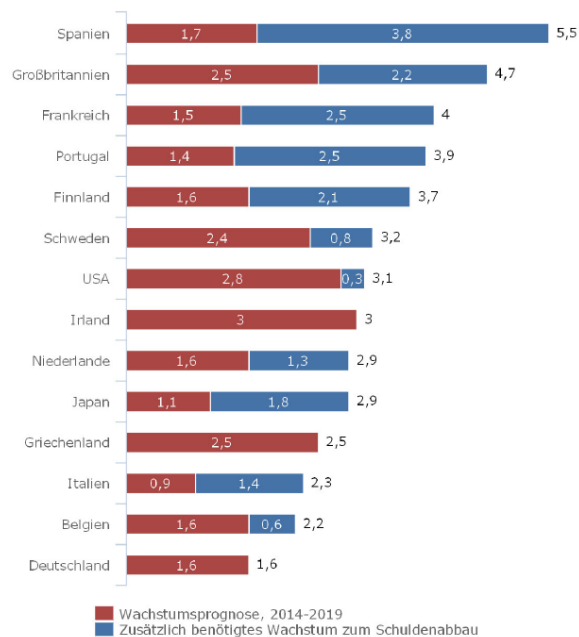
³ <http://www.zerohedge.com/news/2015-08-25/devaluation-stunner-china-has-dumped-100-billion-treasurys-past-two-weeks>

„Marketview“

Staatsverschuldung und Vermögensverteilung - zwischen Fiktion und Realität

einen Schlag, weshalb die westlichen Börsen einen markanten Südwardtsgalopp eingeschlagen haben.

Ebenfalls in die Hände westlicher Industriestaaten und neuerdings auch Chinas spielt der anhaltende Rohstoffpreiszerfall. Er wirkt wie eine Zinssenkung für die lahrende globale Wirtschaft und versucht sich so als realwirtschaftliche Gesundungsmassnahme. Die tiefen Rohstoffpreise sind deswegen Bedürfnis und Notwendigkeit zugleich, um den totalen Kreditkollaps vorläufig zu verhindern.



Quelle: MGI Country Debt database; IMF; IHS; EIU; Oxford Economics; OECD; McKinsey Global Growth Model

Die Notwendigkeit tiefer Rohstoffpreise lässt sich leicht mit den Ergebnissen einer McKinsey Studie in Verbindung bringen, welche den Zusammenhang zwischen Schuldenwirtschaft und Wachstum ergründet. Wie die obenstehende Grafik zeigt, obliegt Krisenstaaten und Wirtschaftsmächten nämlich das Problem der *mangelnden Schuldenkonsolidierung* aufgrund des fehlenden Wachstums. Ob Spanien, USA, Deutschland oder neuerdings China: *Die Illusion konstant steigender Realvermögen wird von der Notwendigkeit stetig ansteigender Staatsverschuldung genährt* – und

deshalb darf das Wachstum nicht versiegen. Ohne die Akzeptanz hoher und wohl über Jahrzehnte anhaltender Schuldenberge würden wir schon heute nicht überleben, sondern müssten eigentlich den geordneten Konkurs anordnen. Künftige geldpolitische Entscheidungen werden unserer Meinung nach deshalb vor allem darauf ausgelegt sein, die überbordenden Schuldenberge in den Griff zu bekommen ohne das zarte Wachstumspflänzchen zu beschädigen.

Fassen wir zusammen: Bislang hat der Westen also von den tiefen Zinsen, den tiefen Rohstoffpreisen und den billigen chinesischen Arbeitskräften profitiert. Doch wenn zwei das gleiche tun, ist das noch lange nicht dasselbe. Wenn China nun, wie oben beschrieben, ausschert, ja ausscheren muss, um das kreditfinanzierte Wachstum aufrecht zu erhalten, läuft das den US-Interessen diametral entgegen. Noch mehr, die gesamte bisherige Geldpolitik seit Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2007 ist gefährdet. Und deshalb war die FED unserer Meinung nach kürzlich auch motiviert, den Leitzins entgegen jeglichem ökonomischen Verständnis aufgrund eines annualisierten BIP's von über 3.5% auf dem bisherigen Tiefstand zu halten. Vorsorglich konstruiert das FED nämlich das, was die USA immer dann unternehmen, wenn ihre eigenen Interessen bedrängt sind: sie erstellen ein breit abgestütztes Feindbild. Die Botschaft: Hält China an seinem Kurs fest, bringt das die US-Geldpolitik zunehmend in unangenehme Bedrängnis. Und ist ein solches Feindbild erst einmal ausreichend zementiert, können Massnahmen zur Behebung der Missstände kommuniziert werden. Janet Yellen hat die Stossrichtung bereits sanft eingeführt: *die fehlende Inflation*. Der oben eingeforderte geordnete Konkurs bedeutet dann eben, dass sich die angehäuften Vermögen in Realgeld irgendwann durch einen Inflationsschub stark entwerten *müssen*. Über den Zeitpunkt spekuliert freilich auch Janet Yellen, denn harte Massnahmen müssen im US-amerikanischen Verständnis unvermeidbar und alternativlos sein – das ist die einzige verlässliche Konstante auf der Zeitachse.

„Marketview“

Staatsverschuldung und Vermögensverteilung - zwischen Fiktion und Realität

Wir zweifeln entgegen der grossmedialen Berichterstattung deshalb an einer substantiellen Zinserhöhung der US-Notenbank oder dem Märchen einer gesunden Zinswende. Vielmehr glauben wir an weitere unzählige Versuche entspannender geldpolitischer Massnahmen und einer US-Wirtschaft, die im kommenden Quartal verführerisch positiv in eigener Sache zu berichten weiss, während China und andere Aussenstehenden (VW, BMW) als Antagonisten aufgebaut werden. Insofern ist der US-amerikanische Feindbildaufbau ein politisch motiviertes „Rettungspaket“ in eigener Sache.

Fazit – Realität ist, was sein könnte

Die Vermögensanstiege der vergangenen Jahre sind auf Sand gebaut, denn sie sind nicht realwirtschaftlich untermauert und durch Börsenkollapse und Feindbildkonstruktionen wie etwa dem jüngsten US-Versuch hochgradig gefährdet. Was werden wir in den kommenden Jahren also sehen? Steigt steigende Börsen bei gleichbleibend tiefen Zinsen? Eine überbordende Inflationswelle, welche die Aktienkursgewinne der vergangenen Jahre im Nu erodiert oder doch eine Deflationsspirale, welche die globale Schuldenlast ins Unerträgliche stürzt? Eine Implosion der EU oder eine Stärkung derer? Bauen die USA Ihren gigantischen Schuldenberg endlich ab? Entkrampft der asiatische Drache sein Marktverhältnis und überlässt schliesslich den Marktkräften die Steuerkraft? Erleben wir eine neue Ära bipolarer Geldpolitik, ein Kalter Krieg geldpolitischen Treibens sozusagen, in dem China zum (unfreiwilligen) US-Gegenspieler mutiert? Unmöglich? Fantasterei meinen Sie? Mag schon sein, aber Realitätsoptionen sind eben oft ein Zusammenspiel unprognostizierbarer Multifaktorenmodelle.

Hände weg von der Börse also? Lieber das Bargeld horten? Oder doch noch ein neues Eigenheim ersteigern? Natürlich, die Aktien, Obligationen, Rohstoff- und Edelmetallbörsen haben sich längst von der Realwirtschaft abgekoppelt und fundamentale Bewertungsgrundlagen werden zunehmend durch politische Gesinnungsspiele abgelöst. Gleichzeitig kristallisiert sich aber immer stärker

heraus, dass der Gang an die Wertpapiermärkte über kurz oder lang einer der wenigen möglichen Wege darstellt, um sein Vermögen dauerhaft und *real* zu erhalten. Und das ist bei aller Unsicherheit und den Unwägbarkeiten zwischen Fiktionen und Realitätsoptionen die gute Nachricht: Nur Aktien sind *bewegliche* Realwerte, die den fiskalischen Griffen maroder Staatsgebilden entfliehen und Aktien gesunder Unternehmen überleben in der Regel strukturelle Fehler wie etwa die Eurokonstruktion. Die wirtschaftlichen Interessen Asiens sind von jenen der Europäer nun einmal einfach zu unterschiedlich, als dass globale Unternehmen auf lange Sicht substantielle Repressionen zu befürchten hätten. Die US-Amerikaner ihrerseits haben ein intrinsisches Interesse an funktionierenden Wertpapierbörsen, denn ungefähr zwei Drittel der US-Vorsorgevermögen liegen in US-Aktien. Und China gehört mit seinen über 1400 Milliarden US-Dollar an Währungsreserven zu den grössten US-Gläubigern. Auch das spielt eine Rolle.

Insgesamt sehen wir für den Aktienmarkt deshalb kurzfristig alle Zeichen auf grün, mittelfristig rabenschwarz und langfristig eine der wenigen Möglichkeiten, bei geordneter Auswahl die Kaufkraft des eigenen Vermögens real zu erhalten und gleichzeitig vor den unstillbaren Griffen behördlicher Einrichtungen zu bewahren. Eines ist dabei sicher: Aktien werden in den kommenden Jahren nichts für schwache Nerven sein.

Wir unterstreichen die Bedeutung einer stabilen SAA und der Auswahl strukturell gesunder Titel. Konkret bedeutet das für uns Investoren gleichwohl auch, den Gegensatz und die wechselseitige Abhängigkeit zwischen steigender Staatsverschuldung und Vermögensverteilung zu akzeptieren und zu verstehen, dass die Dinge eben nie so sind, wie sie sind. Sie sind immer das, was man aus ihnen macht.

Dr. Thomas Langer, 1. Oktober 2015