

Winterthur, Oktober 2016

Marketview 4. Quartal 2016

KALYPSO PARTNERS AG Geschätzte Kunden und Partner

Zürcherstrasse 262
8406 Winterthur
Schweiz

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

Der Turmbau zu Babylon ist Mythos und Realität zugleich: Zwar bestehen keine archäologischen Zweifel an dessen Existenz. Den darum entstandenen Mythos jedoch hat die damalige Zivilisation benötigt, um sich selbst zu verstehen.

Sind wir heute so anders? Gerade eben wurden im Zuge der Dotcom-Blase noch hohe Cash-Burn-Rates bei Firmenbewertungen als positives Merkmal erachtet (!) – mit bekanntem Ausgang. Und eigentlich gestaltet sich die Gegenwart doch gar nicht so anders, denn aus dem Gegensatz zwischen sorglos enteiltten Börsenkursen und dem bislang dafür aufgewendeten Buchgeld seitens der Notenbanken könnte man durchaus eine Cash-Burn-Rate erkennen – wenn man nur wollte. Aber eben, wir bedienen lieber den Mythos des unendlichen Geldturmbaus, anstatt dessen Stabilität auf fundierten Berechnungen zu prüfen.

Wir stellen Ihnen in der letzten Jahresausgabe drei Szenarien vor, mit denen wir dem babylonischen Turmbau in den kommenden Quartalen auf Portfolioebene entgegentreten.

Mit herzlichem Gruss aus Winterthur

Kalypso Partners AG

„Marketview“

Ein Plan für Babylon

„Man nennt das Zynismus: ein Ding zu betrachten, wie es wirklich ist, nicht, wie es sein sollte“.

(Oscar Wilde 1854 – 1900)

Babylon. Kein Sternzeichen, keine Uhr, kein Kalender der Gegenwart wäre denkbar ohne die einzigartige Blüte, welche die Wissenschaft in Babylonien erreichte. Die Grundlage unserer heutigen abendländischen Kultur bildet die Erfindung der Schrift. Erst dadurch war es möglich, Erkenntnisse über Generationen weiterzugeben. Und auch in sprachwissenschaftlicher Theorie blickt Babylon auf eine Tradition mehrerer Jahrtausende zurück. Ganzheitliche Weltansicht, Errungenschaften der Medizin bis hin zur Astrologie, all dies wäre ohne die babylonischen Chaldäer nicht möglich gewesen. Noch prägender für unser gegenwärtiges Bedeutungsempfinden Babylons sind jedoch jene mythischen Geschichten vom Aufstieg und Fall Babylons als Stadt der Sünde und der Tyrannei (heute etwa die bad banks, entstanden durch faule Kredite deren Grundlage unsaubere Bewertung und eine kurzsichtige Gewinnmaximierung um jeden Preis ist), als Schauplatz der Sprachverwirrung (verklauulierte Formulierung der Notenbanken als Folge) und als Metropole der ewigen Apokalypse (wo endet dieses beispiellose Geldexperiment...), welche die Wahrheit über eine Zivilisation beinhaltet, die den Mythos des Turmbaus zu Babel braucht, um sich selbst zu verstehen.

Eine Revidierung dieser Sicht scheint auf der Oberfläche betrachtet auch für die Gegenwart vorerst gar nicht notwendig, denn geopolitische Ereignisse wie der Putsch in der Türkei oder der so gefürchtete Brexit, ja, selbst die von uns bereits schon im vergangenen Herbst angekündigte italienische Bankenkrise können den Märkten offenbar nichts anhaben. Wir fragen uns daher, woher jenes Erdbeben kommen könnte, welches den Phantasierturm unendlicher geldpolitischer Massnahmen wieder auf ein realistisches und ökonomisch sinnvolles Niveau zurückführt.

Wunschdenken? Sicher nicht, denn die steigenden fundamentalen und geopolitischen Risiken werden in den aktuellen Risikoprämien nicht adäquat abgebildet. Das haben sich Ende August wohl

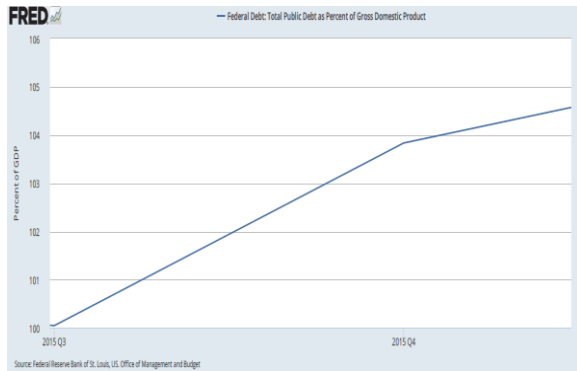
auch die Verkäufer von Anleihen an die Britische Notenbank nach dem Brexit gedacht, denn die bezahlten Zinsen auf langfristige Anleihen sind den Vorsorgewerken und Versicherern schlicht zu tief, um ihre langfristigen Verbindlichkeiten zu erfüllen.¹ Während tiefe Zinsen für die geplagte Industrie in Sachen Langfristfinanzierung ein Segen darstellen, bedeuten Sie für Vorsorgewerke und Versicherungen aller Art in Kürze eine unüberwindbare Hürde für die zuvor garantierten Leistungsversprechen. Und wenn solche gebrochen werden, stirbt auch die politische Glaubwürdigkeit jener politischer Exponenten und Parteien, welche im Einklang mit der EZB, der Britischen Notenbank, der SNB, der FED den andauernden Gelddrucksegen erst ermöglicht haben.

Wir haben in der zweiten Ausgabe dieses Jahres einen Wertewechsel weg von der gottesähnlichen „unsichtbaren Hand“ hin zu einer Auffassung von Regulierung gefordert, auch wenn dieser nur durch schmerzhaft Anpassungen erfolgen kann. Die englischen Versicherer haben diesen Damm zumindest stark aufgeweicht, denn die Bank of England findet aufgrund der Verkaufsverweigerung nicht genügend Marktliquidität, um das nach dem Brexit angekündigte Aufkaufprogramm durchzuführen. Ein Paradigmenwechsel hin zu einer Normalisierung wird zum ersten Mal greifbar – der babylonische Turmbau ist in Gefahr. Noch misslicher: würde sich diese Entwicklung verschärfen, wären die optimalen Bedingungen für eine Stagflation gegeben, denn die Stagflation bedeutet ein Nebeneinander von wirtschaftlicher Stagnation und Inflation, welche durch einen Angebotsschock (z.B. Entzug von Liquidität aus dem Markt) ausgelöst wird. Um solchen Folgen bereits heute entgegen zu halten, lässt sich vermehrt eine Verschiebung in eine defizitäre Fiskalpolitik beobachten. Alleine die USA haben ihr Defizit innert Jahresfrist wiederum um knappe 5% ausgeweitet.

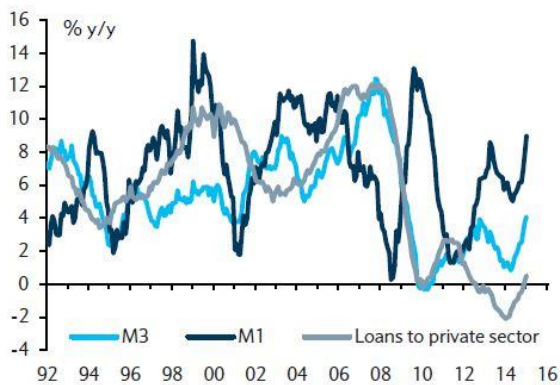
¹ <http://www.ft.com/cms/s/0/681cc244-5e2e-11e6-bb77-a121aa8abd95.html#axzz4HsB9NGKt>

„Marketview“

Ein Plan für Babylon



Doch führt ein höheres Defizit eben nicht automatisch zu mehr Wachstum, sondern vor allem zu höheren Defiziten. Wir vermuten einerseits die Grenzen der bisherigen expansiven Geldpolitik zu sehen sowie einen ersten Versuch, den daraus entstehenden Folgen auf politischer Ebene entgegenzuwirken. Ob in den USA, Italien, Spanien, Japan oder Deutschland: überall werden wachstumsstimulierenden Massnahmen in Aussicht gestellt, koste es, was es wolle. Wir verstehen die kürzlich postulierte politische Intention der G20 durchaus, schliesslich will man ja gewählt oder wiedergewählt werden. Und sie wäre auch richtig, sofern die Kredite auch im privaten Sektor ankommen – und genau das tun sie bislang viel zu wenig, wie die untenstehende Abbildung zeigt.



Quelle: Barclays

Hierzu lässt sich eine interessante und bislang kaum diskutierte Massnahme am US-Interbankenmarkt beobachten. Die bisherige Geldpolitik hat zwar einen grösseren wirtschaftlichen Zusammenbruch verhindert, zu einer Vermögens-

blase geführt (Asset Inflation) und so die Entkopplung der Märkte von der Realwirtschaft stimuliert. Aber die Entwicklungen im Bereich von Geldmarktfonds erinnern an den Dammbau, um sich vor grossen Flutwellen zu schützen, denn die Folgen der Negativzinsen sind immer deutlicher zu spüren. Am Geldmarkt jedoch geschieht genau das Gegenteil – der US-Interbankensatz Libor steigt! Die Kurzfristzinsen liegen so hoch wie seit der Finanzkrise 2008 nicht mehr. Der Anstieg hat mit einer Reform der US-Börsenaufsicht SEC im Sommer 2014 zu tun. Die damals getroffene Vereinbarung tritt am 14. Oktober 2016 in Kraft und bevorzugt Geldmarktfonds, welche in private Titel investieren gegenüber solchen die sich in staatlichen Anlagen engagieren. Solche Interventionsmechanismen bieten Evakuationsfelder für rissige Turmkonstruktionen der Geldpolitik an. Der etwas höhere Zinssatz könnte bei einem umfassenden Marktcrash der neue sichere Hafen sein – ein Umschichten in Aktien um jeden Preis wie bisher wird so bereits im Vorfeld weniger interessant.

Kein Zweifel, der Paradigmenwechsel weg von der unfehlbaren expansiven Geldpolitik hin zu alternativen Massnahmen mit unabsehbarem Ausgang liegt in der Luft. Doch was bedeutet das für die einzelnen Anlageklassen und den Anleger? Für uns stehen drei Szenarien im Zentrum unserer Überlegungen:

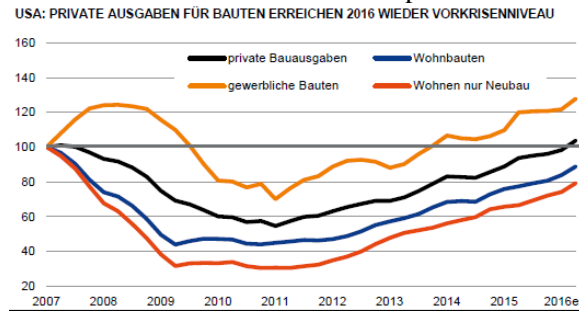
Szenario 1: Im Westen nichts Neues - vorerst

Trotz antizipierter Überbewertung der Anleihen und Aktienbörsen steigen beide Anlageklassen in ihrem Wert. Während Aktien weiterhin alternativlos sind, profitieren Anleihen von zinsbedingten Kursgewinnen. Die Gewinnerwartungen sowie die Wachstumsprognosen für das kommende Quartal sind vor allem in den USA gut und die anstehende Präsidentschaftswahl verhindert einen weiteren Zinsschritt vorerst. Hinweise für das solide Wachstum bieten die Quote der Ausrüstungsindustrie der vergangenen Jahre (in den USA wurde also investiert), die hohe Anzahl monatlich geschaffener Stellen (um die 200'000) sowie die grundsoliden privaten Bauausgaben, welche bereits wieder auf Vorkrisenniveau angekommen sind.

„Marketview“

Ein Plan für Babylon

Und auch der deutsche Ifo-Index von über 106 stellt alles Andere als eine Katastrophe dar.



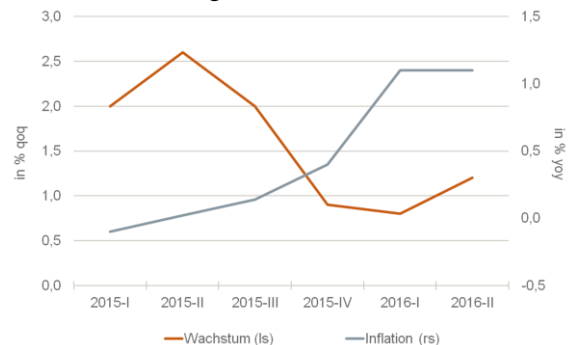
Der in diesem Jahr eingeläutete Frühling an den Rohstoffbörsen weitet sich zu einem veritablen Sommer aus, denn die zuvor eingeleiteten Sparmassnahmen bei den Rohstoffkonzernen steigern die Profitabilität. Zudem erweisen sich die oben diskutierten Marktereignisse als Strohfeuer und die nächsten QE-Runden verlaufen reibungslos. Das kann auch sein Gutes haben, denn Niedrige oder negative Zinsen müssen sich nicht zwangsläufig schlecht auf die Altersvorsorge auswirken. Es kommt vielmehr auf die Preissteigerung an. Zinsen werden fälschlicherweise isoliert betrachtet und nicht in den Kontext der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung einbezogen, vor allem nicht in die Preisentwicklung. Das ist aber wichtig, um ein richtiges Bild zu bekommen.

Und noch besser: Die gesunkenen Energiepreise drücken weiterhin auf die Inflation, was weitere QE-Runden vorab unproblematisch gestaltet. Begründet werden diese mit der zunehmend festgestellten Produktionsunterauslastung (negativer Output-Gap). Den Notenbanken kann dann zwar mangelnder Mut vorgeworfen werden, aber wer braucht diesen schon bei einer intakten Börsenparty.

Szenario 2: End of road

Die oben aufgezeigten wachsenden Schuldenberge mögen im heutigen Umfeld mit Keynes Forderung nach einer auf die Gesamtwirtschaft bezogene staatliche Steuerung begründet werden, welche das allgemeine Niveau von wirtschaftlicher Produktion und Aktivität auf einer optimalen Höhe halten will. Gleichzeitig verkünden sie aber auch die Botschaft eines nunmehr fast zehnjährigen Marktes, der nur dank staatlichem Interventionen

überlebt. Und das weiterhin ohne jegliche Aussicht auf ein „soft-landing“. Gerade wenn man obige Argumente weiterer QE-Runden einbezieht. Noch ärger: Wie die untere Grafik verdeutlicht, bröckelt das Wachstum in den USA, während die Inflation ansteigt. Das könnten erste Anzeichen der oben beschriebenen Stagflation sein.



Aktien würden dann aufgrund der hohen Bewertungen als zunehmend unattraktiv erachtet, vor allem wenn der Markt Auffangbecken für die massive Liquidität schafft, welche weder starke Kursrückgänge im Aktienmarkt noch die Folgen von steigenden Zinsen auf die Anleihenkurse beinhalten. Aktien wären schlicht nicht länger Alternativlos, vor allem dann nicht, wenn die gegenwärtigen Umsatzwachstumserwartungen in den kommenden Quartalen enttäuscht werden. Das seit Jahren enttäuschende globale Wachstum zollt schliesslich seinen Tribut und trifft vor allem Wachstumsmärkte wie die USA, Deutschland oder China. In einem solchen Szenario wären „harte Währungen“ wie der CHF-Franken, SEK, NZD, NOK oder DKK von einer starken Aufwertung bedroht, was die hiesigen Aktienbörsen noch zumindest kurzfristig stark belasten dürfte.

Szenario 3: Boom / Bust

Ähnlich wie in Szenario 2 bestehen auch für dieses Szenario die Aussichten auf mehr staatlicher Intervention. Wenn man sich die Aussagen der aktuellen oder künftigen (Clinton/Trump) Eliten anhört, stellt man fest, dass neben den Notenbank-Interventionen nun auch staatliche Ankurbelungsprogramme auf den Tisch kommen. Versprochen wird, dass diese über Massnahmen zu nicht mehr Verschuldung führen. Hier gilt: „Die Botschaft hör

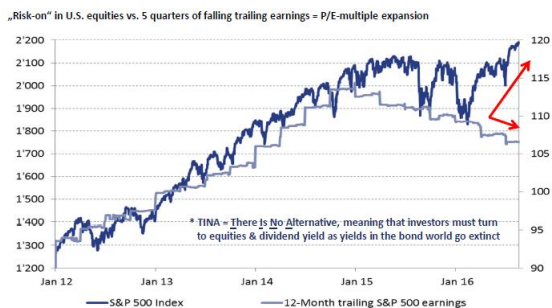
„Marketview“

Ein Plan für Babylon

ich wohl, allein mir fehlt der Glaube.“ Ob nun über die Notenpresse direkt, indirekt, oder gar nicht finanziert, wird dies zu einem (wahrscheinlich letzten) Wachstumsschub führen, der gleichzeitig hochgradig inflationär wirken wird. Dieser wiederum wird die Aktienmärkte weiter antreiben. Durch die steigende Inflation werden noch grössere Risiken für den Bond-(Obligationen-)Markt entstehen. Entscheiden sich die institutionellen Anleger, Not- und Performancegetriebe gegen die spärlichen oder gar negativen Zinserträge, beflügelt dies die Aktien- und Rohstoffmärkte erst recht. Die Spirale dreht sich immer schneller, bis sie zerbricht.

Fazit

Und was jetzt konkret bitteschön? Auch die Grossbank UBS hat inzwischen erkannt, dass der bisherige Buy- und Sellside-Research Ansatz im gegenwärtigen Umfeld ausgedient hat. Man wolle besser hinhören, war als neue Strategie zu vernehmen. Ob das reicht? Wohl kaum, denn alle oben beschriebenen Szenarien sind nicht von der Hand zu weisen und ökonomisch durchaus zu begründen. Wir haben genau hingehört. Gerade die Interventionen am Geldmarkt lassen uns vermuten, dass mehr Feuer unter dem Dach lodert, als gemeinhin zugegeben wird. Wir werden unsere Risikopositionen nach technischer Analyse in den kommenden zwölf Monaten beurteilen. Nach einem heissen Herbst könnte ein noch heisseres Jahr 2017 folgen, sollten etwa die äusserst mutigen Umsatzprognosen nicht erfüllt werden.



So oder so gilt die Faustregel: Je niedriger die Inflation, umso weniger müssen die Renditen eine Entschädigung für die Geldentwertung des Sparer enthalten. Es könnte auch dazu kommen, dass die

Nominalrenditen gleich bleiben und die *Realrenditen* sinken. In den USA haben sich die höheren Preissteigerungsraten bislang nicht negativ auf die Bondmärkte ausgewirkt. Am Aktienmarkt würde sich eine steigende Inflation allenfalls sogar positiv auf das Kursniveau auswirken (weil die Gewinnmargen steigen), steigende Zinsen dagegen negativ. Es bleibt schliesslich eine Frage des Timings und der Inflationshöhe. Zudem könnte die von den G20 angestossene Fiskalpolitik den Aktien neuen Treibstoff liefern. Hier müsste sich allerdings ein guter Mittelwert zwischen akzeptabler expansiver Geldpolitik und fiskalpolitischen Impulsen ergeben. Stand heute ist es noch viel zu früh davon auszugehen. Bislang wurden Lippenbekenntnisse abgegeben aber keine Fakten geliefert.

Bleibt die noch drängende Frage: Hätten die Notenbanken Antworten auf allenfalls zerfallende Märkte? Wir denken schon. Mögliche Antworten wären etwa Eurobonds und schliesslich das Helikoptergeld.² Aber solche Massnahmen würden schliesslich nur den Turm weiter aufbauen, – höher und noch fragiler, denn die überbordende Verschuldung bleibt weiterhin ungelöst

Wir werden unsere Portfolios mit einer entsprechenden Aktienquote versehen, Anleihenlaufzeiten kurz ansetzen oder gar gänzlich abbauen und Fremdwährungspositionen möglichst mit harten Währungen ersetzen. Die für uns wahrscheinlichste Gangart ist die Kombination der oben beschriebenen drei Szenarien, die Kontur derer wird allerdings wohl erst zum Jahresende ersichtlich.

Unsere Vorgehensweise mag ultrakonservativ erscheinen, aber wenn die höchsten Türme auf Sand gebaut sind, sollte man sich im Maschinenraum mittelfristig auf einen veritablen Sandsturm einrichten.

Dr. Thomas Langer, Oktober 2016

² Im Gegensatz zur Quantitativen Lockerung wird das neu geschaffene Zentralbankengeld nicht an Banken gegen Anleihen, sondern direkt an Staat oder Bürger ausgezahlt. Das Ziel dieser extremen Form expansiver Geldpolitik ist durch vermehrte Konsumausgaben die Wirtschaft anzukurbeln, ein angestrebtes Inflationsziel zu erreichen beziehungsweise Deflation zu vermeiden oder zu vermindern.