

Winterthur, 15. Januar 2015

Marketview 1. Quartal 2015

Geschätzte Kunden und 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 erste „Marketview“-Ausgabe im Jahr 2015 vorzustellen. In neuem Gewand und Layout präsentieren wir Ihnen nicht nur unseren Anlagekommentar, sondern auch die Homepage. Wir hoffen, damit sowohl die Navigation auf dem Netz wie auch den Lesespass bei der vorliegenden Ausgabe in Ihrem Sinne verbessert zu haben.

Gleich bleibt unsere kritische Haltung: Getrost nach dem Motto der Europäischen Zentralbank „Life below zero: Learning about negative interest rates“ verstärken wir unseren analytischen Blick im neuen Jahr ganz im Sinne wirkungsvoller Investitionsmöglichkeiten, denn solche sind zunehmend rar...

Mit herzlichem Gruss aus Winterthur

Kalypso Partners AG

„Marketview“

Life below zero – Learning about negative interest rates

Life below zero

Angesichts der kollabierenden Ölpreise werden nicht nur die stark exponierten Volkswirtschaften Russlands, Venezuelas oder Mexikos an den Rand des Abgrunds geführt, sondern sämtliche volkswirtschaftlichen Rechnungen geradezu im Stechschritt in eine Deflation befördert. Doch was soll schlecht daran sein, wenn die Tankstellenpreise endlich sinken? Beginnen wir von vorn:

Unter einer Deflation versteht man in der Volkswirtschaftslehre den allgemeinen, signifikanten und *anhaltenden* Rückgang des Preisniveaus für Waren und Dienstleistungen. Gefährliche Deflation entsteht, wenn die gesamtwirtschaftliche Nachfrage geringer ist als das gesamtwirtschaftliche Angebot. Unternehmen müssen dann ihre Preise senken, um überhaupt noch Ware abzusetzen. Das Halten von Cash wird als beste Option angesehen, da die Erwartungshaltung impliziert, dass Waren und Investitionen künftig noch billiger werden. Das wertvoller werdende Geld wird gehortet und Investitionen aufgeschoben. Damit bricht die Gesamtnachfrage noch stärker ein. Mit anderen Worten: Was individuell rational erscheint, führt gesamtgesellschaftlich in die Katastrophe.

Platzen in solchen Phasen Spekulationsblasen, kommt es vor allem dann zu einer Vermögensdeflation, wenn die Vermögensgegenstände durch *Kredite* finanziert wurden (und die massiven Anleiheaufkaufprogramme der Nationalbanken der vergangenen Jahre sind genau das). Sinkende Vermögenspreise ihrerseits führen zur Überschuldung von Haushalten, wodurch Kreditausfälle entstehen können, was wiederum das Bankensystem destabilisiert. Die Kreditvergabe geht zurück. Während die Kredite, Konsumausgaben, Löhne und Staatsausgaben sinken, steigt gleichzeitig die Verschuldungslast an. Und da die wichtigen Notenbanken dieser Welt ihr Standardpulver bereits verschossen haben, indem sie die Zinsen schon

längst auf Null gesenkt haben, bleiben letztlich nur unkonventionelle Massnahmen mit unsicherem Ausgang, um eine massive Deflationsspirale abzuwenden. Es ist deshalb kaum verwunderlich, dass die Europäische Zentralbank, genauer Benoît Coeuré, Mitglied des Executive Boards der Europäischen Zentralbank, das Thema mit grosser Besorgnis anlässlich des jährlichen Abendessens der Geldmarktgruppe aufgriff und sich unter dem Titel „Life below zero“ an eine bislang undenkbbare Beziehung heranwagte: den lobenden Vergleich mit der Freigeldlehre Silvio Gesells.¹

Wir wollen nun weniger über die moralische Stimmigkeit von Gesells Freiwirtschaftslehre nachdenken, denn vielmehr eine erfolgreiche, aber äusserst unkonventionelle Massnahme der frühen 30er Jahre diskutieren, welche auf Gesells Gedankengut zurückgriff: In Wörgl (AT) war 1932 die örtliche Zement- und Zellulosefabrikation vom Konkurs bedroht und die Arbeitslosenquote beunruhigend angestiegen. Die Gemeinde hatte beträchtliche Steuerausfälle und hohe Lasten durch Unterstützungsleistungen an Arbeitslose zu beklagen. Die Kassen waren sogar derart leer, dass schliesslich ein Wohlfahrtsausschuss gebildet wurde, der die Ausgabe des *Notgeldes* organisierte. Ab Ende Juli 1932 vergab die Gemeindeverwaltung den Gemeindeangestellten als Lohn eine eigene Parallelwährung, Monatlich musste eine Marke zu einem Prozent des Nennwertes der Note gekauft und in ein dafür vorgesehenes Feld auf der Vorderseite des Geldscheins geklebt werden, um ihn gültig zu erhalten. Das Wörgler-Geld war durch die Hinterlegung von Schillingen der Gemeinde bei der hiesigen Raiffeisenkasse gedeckt und gleichwertig an den Schilling gekoppelt. Mit diesen

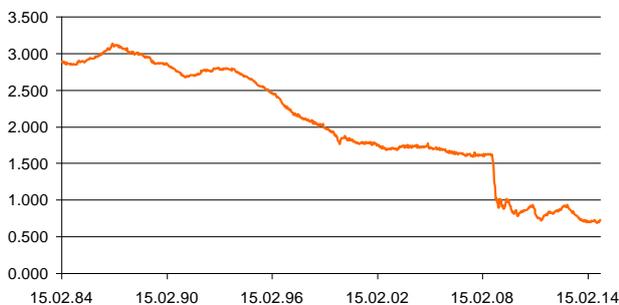
¹ Freiwirtschaft ist ein Wirtschaftsmodell aus dem 20. Jahrhundert, das auf der Kritik der Geldverfassung und der Kritik der Grundrente (Bodenrente) durch Silvio Gesell beruht. Freiwirtschaft hat sich zum Ziel gesetzt, eine stabile und freiheitliche Marktwirtschaft ohne Monopolrenten durch den Besitz von Geld bzw. Eigentum an Boden oder Handelsrechten zu erreichen, in der zudem Vollbeschäftigung herrscht.

„Marketview“

Life below zero – Learning about negative interest rates

Scheinen konnten Gemeindesteuern bezahlt werden, einheimische Geschäftsleute nahmen Freigeld in Zahlung. Eine funktionierende Alternativ-Währung ward geboren - und das Experiment war äusserst erfolgreich. Im Nu wurde es über die Landesgrenzen bekannt, denn der Geldkreislauf und die Wirtschaftstätigkeit wurden wiederbelebt, während das übrige Land tief in der Wirtschaftskrise verblieb. Angesichts der tiefen Geldumlaufgeschwindigkeit, welche die untenstehende Grafik am Beispiel der USA ausweist, wäre diese unkonventionelle Methode auch heute ein durchaus potenter Gedanke – wohl auch vor allem deshalb, weil der vielgelobte Wachstumsschub in den USA sehr viel mit einem Lageraufbau zu tun hat – ein ökonomischer Effekt also, der in Kürze verpufft und dann die deflatorischen Kräfte wieder in den Vordergrund rücken.

Umlaufgeschwindigkeit M1



Quelle: FRED

Der vorderhand einzig positive Deflationseffekt wäre wohl, dass die Unternehmen mangels Alternativen ihre Schulden mit den brachliegenden Cashbergen abbauen, was bei der Anleihen- und Aktienselektion positiv genutzt werden kann. Doch das Wörgler Experiment führte über den blossen Schuldenabbau hinaus: Nebst dem Abbau von Einnahmen- und Abgabenrückstand wuchs nämlich auch der Ertrag an Gemeindesteuern substantiell an, was wiederum die *Investitionsausgaben* der Gemeinde um über 200% zunehmen liess. Und um genau das muss es auch in der Gegenwart gehen: ein Programm, um saubere und nachhaltige

Investitionen aufzugleisen - in den vierzehn Monaten des Experiments sackte die Arbeitslosenquote von 21 auf 15% ab, während sie im übrigen Land weiter anstieg – und das alles nur, weil das Halten von Bargeld durch den Freigeldeingriff unattraktiv geworden war, damit die Geldumlaufgeschwindigkeit ankurbelte und sich so die Investitionen in Sach- und Realgüter zu einer nachhaltigen Alternative der Tresor- und Bargeldwirtschaft etablierten.² Das Interesse daran stieg derart, dass *über hundert* weitere Gemeinden im Umkreis von Wörgl dem Beispiel folgen wollten. Auch im Ausland und in Übersee fand die Massnahme starke Beachtung und Nachahmer. Aus Frankreich reiste der Finanzminister und spätere Ministerpräsident Édouard Daladier nach Wörgl (man möge sich einen Sarkozy im heutigen Frankreich vorstellen, der solch lautere Absichten verfolgt...), und in den USA schlug der Wirtschaftswissenschaftler Irving Fisher der amerikanischen Regierung, wenn auch vergeblich, vor, ein Wörgl-ähnliches Geld mit dem Namen „Stamp Scrip“ zur Überwindung der Wirtschaftskrise einzuführen.

Doch die Wissenschaft hatte Ihre Rechnung ohne den zerstörerischen Selbsterhaltungstrieb der damaligen Politik gemacht. Bedauernswerterweise erhob die Österreichische Nationalbank gegen die Wörgler Freigeld-Aktion vor Gericht erfolgreich Einspruch, *weil allein ihr das Recht auf Ausgabe von Münzen und Banknoten zustand*. Das Experiment von Wörgl und alle weiteren Planungen wurden darauf hin verboten. Die politischen Kräfte fürchteten derart um Ihre Monopolstellung, dass das Freigeldexperiment erst nach Androhung eines Armeeeinsatzes im September 1933 sein jähes Ende fand. Es ist heute also durchaus als beruhigendes Zeichen demütigen Lernens zu werten, wenn ein gewichtiges EZB Executive Mitglied wie Benoît Coeuré unverblümt über unkonventionelle

² Ähnliche Zuckungen bringt der gegenwärtige Rubelzerfall zum Vorschein: Die Bürger in St. Petersburg etwa trauen der heimischen Währung nicht mehr und investieren ihr Geld lieber in reale Sachwerte.

Vgl. <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/wirtschaftspolitik/sankt-petersburg-rationiert-u-bahn-muenzen-13342661.html>

„Marketview“

Life below zero – Learning about negative interest rates

Massnahmen à la Gesell nachzudenken beginnt. Weniger beruhigend ist für uns allerdings der Umstand, dass erst die schleichende Substitution des Marktes durch die jahrelange staatliche Preisregulierungen zu dieser Einsicht geführt hat. Insofern muss die EZB auf inquisitorische Massnahmen der 30er überhaupt nicht mehr zurückgreifen. Sämtliche wesentlichen Anlagemärkte - inklusive dem so oft gelobten Immobilienmarkt - hängen schon längst untrennbar am Tropf der Nationalbanken. Es bleibt zu hoffen, dass ein quasi-staatliches Wörgler Experiment nicht vom destruktiven Geist politischen Machterhalts angeleitet wird. Doch schauen wir uns das anhand der einzelnen Anlageklassen etwas genauer an:

Bond View

Ein deflatorisches Umfeld ist zuerst einmal gut für qualitativ hochwertige Anleihen, da die Zinszahlung in Verbindung mit dem tiefen Ausfallrisiko als besser verzinsten Kontoersatz gesehen werden kann. Lange Laufzeiten bringen stärkere Kursgewinne. Deutlich schlechter wird es den sogenannten Junk Bonds und hoch verschuldeten Unternehmen gehen: Da die Schulden aufgrund der sinkenden Preise zunehmen, wird die Refinanzierung solcher Unternehmen zunehmend in Frage gestellt. Bei der Anleihenauswahl gilt es also mit grosser Vorsicht vorzugehen. Nach der Deflation ist aber auch vor der Inflation: steigen die Zinsen dereinst wieder, werden jene Anleger belohnt, die rechtzeitig auf Anleihen guter Bonität in Verbindung mit kurzen Laufzeiten gesetzt haben – oder sich gar für Lösungen entscheiden, welche das Zinskurvenrisiko auf ein Minimum reduzieren. Wenn die Zinsen dereinst nach oben gehen, wird das zusammen mit steigenden Preisen (Inflation) geschehen. Höhere Zinsen sind dann real nicht mehr wert. Wer höhere Renditen sucht, wird nicht darum herum kommen, höhere Risiken in Kauf zu nehmen.

Equity View

Auch in einer Deflation können Aktien attraktiv sein, doch die Risiken überwiegen. So fiel der Dow Jones im Nachgang zur Weltwirtschaftskrise

1929, genauer zwischen September 1929 und Juli 1932, während der Deflation, um rund 90% von 381 auf 41 Zähler. Auch der Nikkei verlor in der Deflationsphase der 90er Jahre (milde Ausprägung) über $\frac{3}{4}$ seines Wertes und ging über Jahre von 38'000 Punkten auf 8'000 Punkte zurück. In solchen Phasen sind vor allem Aktien interessant, welche auf hohen Bargeldbeständen sitzen, respektive nur eine sehr geringe Verschuldung aufweisen, denn das Bargeld wird in einer Deflation mehr Wert, Schulden werden im Verhältnis zur Kaufkraft und den sinkenden Einnahmen grösser.

Anleger sind nicht schlecht beraten, in der aktuellen Phase von Höchstpreisen an den Aktienmärkten in Verbindung mit dem Kampf der Notenbanken gegen die Deflation etwas konservativer anzulegen und einen Teil der Ersparnisse für spätere Zukäufe bereitzuhalten. Viele Aktienmärkte befinden sich bereits seit September in einer Konsolidierungsphase wie nachstehende Grafik zeigt.

Chart 1.) MSCI World versus S&P-500



Quelle: UBS Investment Bank, 2015

Nicht wenige Märkte (Emerging Markets im Osten wie auch in Lateinamerika) befinden sich sogar bereits in einem Bärenmarkt. Es scheint nur eine Frage der Zeit zu sein, bis sich die liquidesten

„Marketview“

Life below zero – Learning about negative interest rates

und grössten Märkte der Richtung anschliessen werden. Gerade der starke Dollar könnte das Wachstum in den USA empfindlich bremsen und der Weltwirtschaft einen Dämpfer verpassen.

Precious Metal View

Trotz steigendem US-Dollar und weiterhin anziehende Aktienmärkte konnten die Edelmetalle den anfangs November 2014 erreichten Tiefpunkt erfolgreich verteidigen. Noch konstruktiver präsentiert sich die Lage bei den Minengesellschaften. Zumindest aus charttechnischer Sicht lässt sich bei einer Vielzahl von Minenaktien eine ausgeprägte Bodenbildung vermuten. Der seit bereits 6 Monaten anhaltende Verfall der Erdölpreise dürfte zwar die Kunden an der Tankstelle freuen, könnte sich aber als gefährlicher Bumerang für das Wirtschaftswachstum in den USA erweisen. Dies vor allem deshalb, weil die Ölindustrie sich nach der Finanzkrise zum eigentlichen Wachstumsmotor für die US-Wirtschaft entwickelt hat. Da die Zinsen von der US-Notenbank bereits auf null abgesenkt wurden, wird wahrscheinlich nur eine erneute quantitative Lockerung, in welcher Form auch immer, der Ausweg sein. Das Anwerfen der Druckerpresse würde das Interesse an Gold, Silber und Platin schlagartig auch im Westen wieder erhöhen. Im Osten (China, Indien) ist die physische Nachfrage aus traditionellen Gründen sowieso sehr robust geblieben. Und weil die Verschuldungssituation weltweit weiter ungelöst bleibt und sich durch neue QE Massnahmen akzentuiert, wird das noch bestehende Vertrauen der Anleger in das heutige marode Papiergeldsystem arg strapaziert, so dass Edelmetalle früher oder später als Rettungsanker wieder populärer werden.

Fazit:

„Life below zero“ – das bedeutet heute Höchststände an den Aktienmärkten, rekordtiefe Zinsen (welche real noch viele Jahre tief bleiben werden), eine lahrende Weltwirtschaft sowie vorerst deflatorische Tendenzen. All dies verheisst vorerst nichts Gutes. Wir mahnen Anleger deshalb zur

Vorsicht. Die Realität holt die Märkte früher oder später ein – so wie das in den vergangenen 100 Jahren auch immer gewesen ist. Das wissen auch die Nationalbanken. Mit aller Kraft wird deshalb die künstliche Geldschöpfung aufrecht erhalten - vermieden werden soll das Unvermeidliche - gesucht wird ein Wörgler Wunder. Aber solange Geldmagnaten und Politik nicht à la Coeuré Farbe bekennen, ist keine Heilung in Sicht. Ein kleiner europäischer Hoffnungsschimmer ist die geöffnete Diskussion über einen allfälligen Exit Griechenlands aus der Eurozone. Scheidet Griechenland unter harten Bedingungen aus, wird das zum Mahnmal für die übrigen europäischen Sünderfühle. Aber bis dahin ist es noch ein weiter Weg.

Die kurzfristigen, sehr hohen Gewinne an den Aktienmärkten sollten deshalb vorderhand zur Reduktion und nicht zum weiteren Aufbau genutzt werden. Bei der Aktienselektion lohnen sich Qualitätstitel mit tiefer Verschuldung respektive hohen Cashbeständen. Zudem bieten jene Wachstumstitel Chancen, die durch ein überproportionales Wachstum der Absätze die möglicherweise sinkenden Margen zu kompensieren vermögen. Weniger Chancen messen wir auf kurze Sicht den Metallen bei, da sie nur bei ausserordentlich hohem Wachstum, ungeahnt hohen QE Massnahmen oder einer überraschend stark anziehenden Inflation zu gewinnen neigen. Metalle sind und bleiben eine Krisenwährung, welche durch die Verschleierungspolitik der Zentralbanken unter Druck bleiben. Qualitätsobligationen sind interessant, doch die äusserst mageren Renditen kompensieren kaum hohe Durationsrisiken. Für uns ist eine über sämtliche Anlageklassen defensive Positionierung des Portfolios eine vorderhand sinnvolle Ordnung der Vermögenswerte. „Life below zero“ bedeutet deshalb die stringente Positionierung für ein „life after zero“.