

Winterthur, 1. Juli 2015

Marketview 3. Quartal 2015

Geschätzte Kunden und Partner

Wohin wir unsere Blicke auch lenken: langfristige Strukturprobleme werden durch kurzfristige und tollkühne staatliche Rettungsmassnahmen akzentuiert.

Der zweifellos repressive Staatscharakter offenbart sich jüngst auch dem letzten Zweifler durch die Idee der verordneten Abschaffung des Bargeldes. Die damit faktische Auflösung der Privatsphäre stärkt das Primat des Staats unter dem Deckmäntelchen der Freiheit und bestärkt die Tendenz der Gleichschaltung einer staatlich orchestrierten Denkschule.

Wir würden gut daran tun, die Wurzeln unseres Wohlstands zu verstehen und sie wie einen heiligen Gral zu behüten. Die Sommerausgabe widmen wir deshalb Nikolai Dmitrijewitsch Kondratjew und dem aus seinem Schaffen davon abgeleiteten Versuch, mit Gigachancen eine Megakrise zu überstehen – für uns als Vermögensverwalter natürlich ein Steilpass, um für eine stabile „Strategische Asset Allocation“ (SAA) zu werben. Wir wünschen Ihnen einen kühlen Kopf bei heisser Lektüre.

Mit herzlichem Gruss aus Winterthur

Kalypso Partners AG

KALYPSO PARTNERS AG

Zürcherstrasse 262
8406 Winterthur
Schweiz

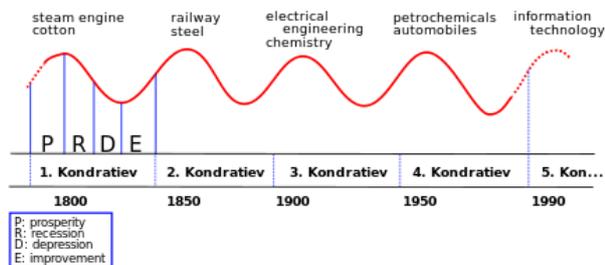
Telefon +41 52 266 06 40
info@kalypsopartners.ch

„Marketview“

Der nächste Kondratjew - mit Gigatrends aus der Megakrise

Der nächste Kondratjew

Nikolai Dmitrijewitsch Kondratjew (1892 – 1938) wurde am 17. September 1938 von einem kommunistischen Militärtribunal der damaligen UdSSR zum Tode verurteilt und noch am gleichen Tag erschossen. Sein Verbrechen: Der Wirtschaftswissenschaftler weigerte sich statthaft, seinen bahnbrechenden Forschungsergebnissen abzuschwören. Die „Theorie der Langen Wellen“ besagt nämlich, dass sich der Kapitalismus nach einer Abschwungphase wieder regenerieren werde. Damit geriet er in horrenden Widerspruch zur vorherrschenden Doktrin des totalitären Russlands, das nach dem Megabörsencrash von 1929 von einem endgültigen Zerfall der westlichen Welt ausging.



Ausgangspunkt für die *Langen Wellen* sind Paradigmenwechsel und die damit verbundenen innovationsinduzierten Investitionen: Es wird massenhaft in eine neue Technik investiert und damit ein Aufschwung hervorgerufen. Hat sich die Innovation allgemein durchgesetzt, verringern sich die damit verbundenen Investitionen drastisch und es kommt, wie in der oberen Grafik ersichtlich, zu einem Abschwung.¹

¹ Als Technologien, welche einen möglichen sechsten Kondratjew-Zyklus dominieren gelten die Biotechnologie, die Nanotechnologie, die Robotik beziehungsweise die künstliche

In der Zeit des Abschwungs wird bereits an einem neuen Paradigma gearbeitet – und genau in einer solchen Situation befinden wir uns heute aufgrund der staatsgetriebenen Schuldenwirtschaft auch in der Vermögensverwaltung. Mit sozialistisch anmutender Gleichmacherei wird aus dem bürgerlichen Bewusstsein verbannt, was nicht sein darf. Schuldenkrise als Gigaproblem? Nicht doch, die Notenbanken retten. Schuldenwirtschaft als Megakrise für künftige Beitrags- und Rentnergeneration? Aber bittschön, wir lösen das schon irgendwann – aber sicher nicht in dieser Wahlperiode. Mit der Geldpresse wird seit geraumer Zeit versucht jene Abschwungmechanismen auszublenden, für die Kondratjew sterben musste. Eigentlich wüssten wir es heute besser. Und dennoch ist die Angst vor dem Abschwung derart gross, dass wir mit allen Mitteln und unter Ausblendung sämtlicher Konsequenzen das Unvermeidliche durch staatlich orchestrierte Stimulationsorgien verstärken, bevor die Fehler der Gegenwart brutal bereinigen werden.

All das ändert nur, wenn wir Ansätze unternehmerischer Lichtblicke sehen, welche die unrettbaren Rettungsschirme und ihre ebenso unrettbaren Retter ablösen (wir haben im Anlagekommentar „Des Kaisers Neue Kleider“ darüber gesprochen). Und als Asset Manager und Unternehmer müssen wir uns fragen, welche *Lösungsansätze* eine zureichende Problemanalyse flankieren, denn was nützt all die gut gemeinte und berechtigte Kritik, wenn diese fehlen? Unserer Meinung nach bietet das

Intelligenz, die Kernfusionsenergie (man mag es kaum glauben), die Technologie der Ressourceneffizienz und regenerativen Energien, jene des Energiesparens, der Energieeffizienz, die psychosoziale Gesundheit und Kompetenz, das mobile Internet, Cloud-Computing oder das „Internet der Dinge“.

„Marketview“

Der nächste Kondratjew - mit Gigatrends aus der Megakrise

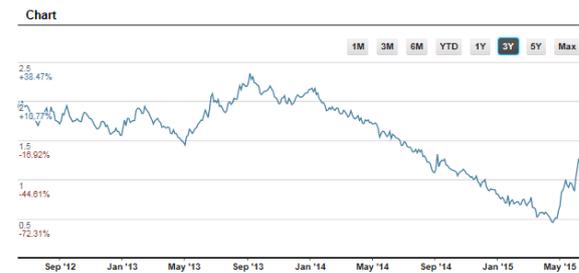
Theorem der Langen Wellen eben deshalb einen kurativen Ansatz, weil es Fehlallokationen gepaart mit kurzfristigem Denken brutal abstrafft. Wer die einmal herbeigeführte Vermögensaufteilung (kurz: „*Strategic Asset Allocation*“ oder „*SAA*“) und die konsequente Beibehaltung des Diversifikationsprimats aufgrund marktgetriebener Umschichtung verändert (sprich die Portfoliorisiken aufgrund der künstlichen Welten erhöht), wird im Abschwung doppelt bestraft. Der grösste Feind der Zukunft ist die Gier der Gegenwart.

Der „Kondratjew“ der Vermögensverwaltung liegt unserer Meinung nach in der langfristigen Sichtweise und Auslegeordnung, dem Bewusstsein zyklischer Bewegungen und dem regenerativen Vertrauen in Unternehmen. Zu letzterem noch ein paar Worte. Wir wissen es selbst; Gesundes Business braucht Disziplin und Zeit, dann vermögen sich Unternehmen auch von grossen Rückschlägen zu erholen. Und gut geführte (und nicht „gemanagte“) Firmen überstehen exogene Schocks, wie sie von den Schuldenstaaten gegenwärtig provoziert werden, in der Regel deutlich besser als quartalsgetriebene Manager. Doch was nützt all das Ihrer Portfolioallokation? Es bedeutet eben, für jede Anlageklasse fundamentale und keine marktgetriebenen Entscheidungen zu treffen – auch wenn die Antworten zuweilen unbequem sind. Doch schauen wir uns das etwas genauer an.

Bond View

Nur schon ein minimaler Anstieg der Niedrigzinsen wirkt sich erbarmungslos auf ein klassisches Anleihenportfolio aus. Erste Verbote haben Anleger mit dem Anstieg des 10-Jahres Interest Rate Swaps in den vergangenen Wochen schmerzlich erfahren müssen. Die untenstehende Grafik verdeutlicht, dass

ein Anstieg, wie wir es schon einige Male betont haben, schnell und heftig erfolgt.



Erdbeben an den Zinsmärkten: 10y IRS Swap Satz EUR
Quelle: UBS quotes

Die „*SAA*“ im Anleihenbereich sollte unserer Meinung infolgedessen nicht nur über eine zureichende Solidität der Anlagen verfügen, sondern auch einen geeigneten Anlagehorizont ausweisen. Doch woher nehmen und nicht stehlen? Währungsgesicherte Lösungen können ebenso einen Mehrertrag bedeuten wie die banale Absicherung der Zinskurve. Letztere würde den anstehenden Kurszerfall etwa bei Institutionellen Investoren stark reduzieren und auch bei längeren Laufzeiten einen Mehrertrag sichern.

Wir befürchten, dass eine Vielzahl von Pensionskassengremien diesbezüglich nicht auf Kurs sind. Sie werden, wie bei der letzten Krise, ihre Reglemente erst nach dem Schadensereignis anpassen oder flüchten in Anlageklassen mit niedrigerer Bonität oder höherer Volatilität. Das ist aus Performancesicht zwar verständlich, aber aus dem Blickwinkel Strategischer Entscheidungsfindung sträflich falsch, denn das grösste Risiko im Anleihenbereich liegt unserer Ansicht nach nicht in makroökonomischen Entwicklungen, sondern vielmehr in der Charakterisierung von *Staatsanleihen* als wichtigstem und vermeintlich beständigstem Vermögenswert im Besicherungsmechanismus. Ein Platzen der Zinsblase führt, wie in der oberen Grafik ersichtlich, rasch zu einem *relativ* starken Renditeanstieg

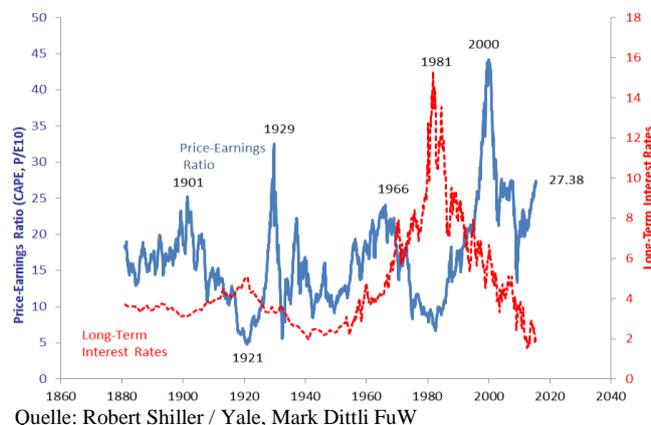
„Marketview“

Der nächste Kondratjew - mit Gigatrends aus der Megakrise

und bedingt früher oder später eine enge Korrelation zwischen *allen* Anlage-Klassen. Und davon sind Anleihen mit niedriger Bonität stärker betroffen als solche mit besserer Solidität, weil eine Korrektur eben von der Volatilität angetrieben wird und eine schlechte Bewertung die Ausfallwahrscheinlichkeit erhöht. Eine stabile und solide „SAA“ macht sich angesichts solch heftiger Vorboten schon heute bezahlt - auch wenn die Renditen seit Jahren bescheiden anmuten. Doch das Platzen der Zinsblase hat vor allem weitreichende Folgen für die strategische Vermögensallokation im Aktiensektor.

Equity View

Wenn wir die Aktienmärkte mit dem Fernrohr betrachten und uns auf die langen Wellen konzentrieren, stellen wir stolze Bewertungen fest. Punkt. Aus. Amen. Erst zweimal wies der Leitindex S&P ein höheres Case/Shiller P/E als heute auf (siehe Grafik). Nämlich 1929 vor der grossen Depression und im Jahr 2000 vor dem Platzen der Tech-Bubble.



Natürlich vermögen wir nicht vorauszusagen, wie stark die Märkte noch ansteigen bevor sie beim nächsten grossen Knall einbrechen. Doch sicher ist schon heute, dass die

Renditen auf zehn Jahre hinaus bei einem Investment auf diesen Niveaus unterdurchschnittlich ausfallen werden. Deshalb behalten wir das Fernrohr zwar fest in der einen Hand, greifen mit der Anderen aber zur Lupe, um in jene Unternehmen zu investieren, welche in Zukunftsmärkten tätig sind und unternehmerisch geführt werden. Unser Anlageverhalten ist geprägt durch Zurückhaltung und dem Zuwarten auf Korrekturen. Das bedeutet eine eher hohe Cashquote und allenfalls Opportunitätsverluste. Doch das ist der Preis einer konsequenten strategischen Asset Allocation. Korrekturen werden von zahlreichen Marktteilnehmern genutzt, um aus dem renditearmen Anleihensegment auszusteigen und in den schon hoch bewerteten Aktienmarkt einzusteigen. Das ist der Grund für das ambivalente Verhalten wider besseren Wissen auf hohem Niveau. Eine inzwischen etwas bessere verbesserte Situation versprechen die Rohstoffmärkte.

Precious Metal View

Rohstoffseitig sind die Voraussetzungen für ein nachhaltiges und gesundes Wirtschaftswachstum wegen des harten Preiszerfalls eher wieder gegeben. Und um Kondratjew zu bemühen: Die Rohstoffe haben in den vergangenen Jahren einen ausgeprägten Preiszerfall und einen innerbetrieblichen Paradigmenwechsel eingefordert. Der ausgeprägte Preiszerfall beim Öl oder bei Agrarrohstoffen wird gleichsam von einem satten und nachhaltigen Produktionswachstum angetrieben. Die sinkenden Preise beleben die Nachfrage und fordern die Produzenten ultima ratio auf, Anpassung an eine völlig neue Realität vorzunehmen, welche den vielbeschriebenen „Peak Oil“ für den gesamten Rohstoffsektor in angenehm weite Ferne rücken lässt. Das gilt insbesondere auch für die gescholtenen Basismetalle, denn die Expansionspläne der vergangenen

„Marketview“

Der nächste Kondratjew - mit Gigatrends aus der Megakrise

Jahre wurden stark reduziert, Investitionsvorhaben begraben und das Angebot insgesamt reduziert. Die Edelmetallpreise sind kurzfristig zwar unter Druck. Sowohl bei Gold wie auch bei Silber kam es jedoch (noch) nicht zum befürchteten Bruch der wichtigen Unterstützungslinien. Offensichtlich sammeln starke Hände zu tiefen Preisen kontinuierlich Material ein. Das Eintreten des erwarteten finalen Ausverkaufs in den Edelmetallen dürfte deshalb eine glänzende Einstiegsmöglichkeit darstellen. Rückenwind für die Edelmetalle würde mittelfristig vor allem ein Anstieg der Inflationserwartungen bringen. Und die bereits erwähnten steigenden Zinsen auch ausserhalb der USA sowie eine erfolgreiche Bodenbildung von wichtigen Rohstoffindizes deuten auf eine (endlich) höhere Inflation hin.

All dies spricht mittelfristig für einen Preisanstieg bei stabilem Wirtschaftswachstum. Natürlich ist das keine Innovationstechnologie im originären Sinne Kondratjews, aber die tiefen Rohstoffpreise bieten immerhin eine starke Voraussetzung für ein nachhaltiges Wachstum an.

Fazit

Wenn der Niedergang eines Zyklus von einem Abschwung begleitet wird und die globalen vereinigten Schuldenstaaten dieser Welt ihr Ende über die Gelddruckpresse und gebrochene Staatsverträge hinauszuzögern versuchen, sollte uns das alles Warnung genug sein, sich auf jene wenigen zuverlässigen Prinzipien zu verlassen, die uns die Ökonomie anbietet. Unsere Vermögensallokation plädiert deshalb ganz entschieden für eine weitsichtigere Denkweise im Sinne zyklischer Bewegungen, was die Bedeutung einer stabilen „*SAA*“ untermauert. Kurzfristige Marketingbefindlichkeiten gebührengereicher Assetmanager sind nicht unser Metier.

Mag sein, dass wir etwas zu praktisch veranlagt sind, doch wir würden, mit Verlaub, die nächste Gigachance in einer anderen drohenden Megakrise suchen: nämlich die der Befriedigung von Primärbedürfnissen. Wer sich einmal eine Maslow-Pyramide verinnerlicht hat, weiss wovon wir sprechen.



Bedürfnispyramide nach Maslow

Die Befriedigung defizitärer Grundbedürfnisse überstrahlt die übrigen (politischen) Anliegen der Gegenwart. Diese Mutmassung wird nicht nur durch die bekannten Wassernöte in den Drittweltstaaten bestärkt, sondern vor allem durch jene seit einiger Zeit auftretenden und unkontrollierbaren Dürren in hochentwickelten Industriestaaten wie Kalifornien oder dem bedrohlich sinkenden Wasserstand des Hoover-Damms vor Las Vegas. Hierin könnte der nächste Kondratjew liegen, denn um die Befriedigung biologischer und physiologischer Bedürfnisse kommt kein Schuldenstaat der Welt herum – und schon gar nicht in der Post-Ära der Schuldenwirtschaft, die durch Verzicht und Verlust gekennzeichnet sein wird.

Dr. Thomas Langer (TLA), 1. Juli 2015