

Allgemeiner Marktkommentar und Anlagestrategie Dez. 2016 Nr. 13

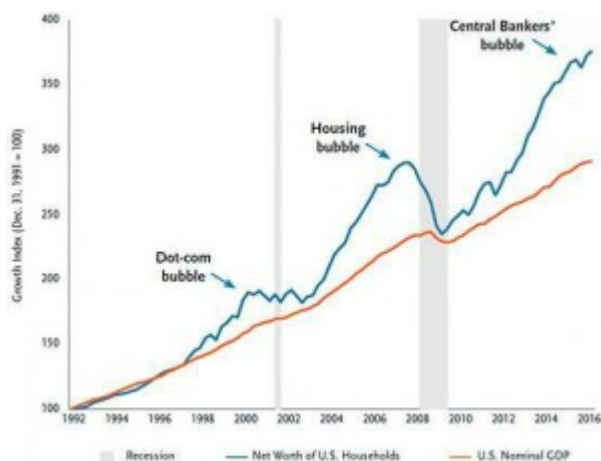
„Stocks have priced in nirvana where debt doesn't matter ...
best of luck with that!“

ZeroHedge

Wilten, den 2. Dezember 2016

Sehr geehrte Damen und Herren,

der Populismus hat wieder gesiegt: Donald Trump wird am 20. Januar 2017 zum 45. Präsidenten der USA vereidigt werden. In der Wahlnacht und am frühen Morgen danach reagierten die Börsen panisch. Die Aktienmärkte rund um den Globus fielen. An einigen Börsen wurde zwischenzeitlich sogar der Handel ausgesetzt. Der S&P 500 brach um 6 Prozent ein. Der Nikkei verlor 7,5 Prozent. Auf der anderen Seite gewann Gold ca. 6 Prozent hinzu. Bereits am späten Vormittag drehten alle Märkte. Inzwischen sind die amerikanischen Börsen und in ihrem Schlepptau die der restlichen Welt nach oben geschossen. Wall Street wittert Steuersenkungen und höhere Ausgaben für Infrastruktur und Militär. Damit sind vor allem Finanz- und Industrieaktien stark gestiegen und haben die Indices mitgezogen.



Ausschlaggebend dafür:

1. Niedrige Zinsen sind gut für die Unternehmensgewinne und werden die Wirtschaft stimulieren.
2. Infrastrukturinvestitionen und höhere Militärausgaben sind gut für die ausführenden Firmen und daher gut für die Beschäftigung.
3. Die Inflation kommt und das ist gut für die Finanzindustrie und daher gut für Aktien.

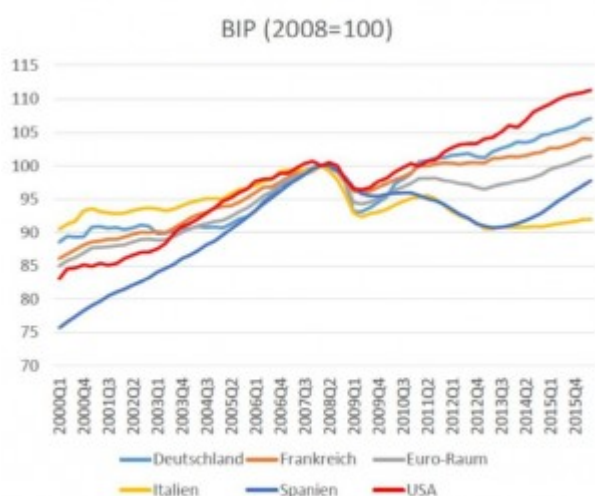
Summa summarum: Kauft Aktien! Das hört sich auf dem Papier – trotz aller Widersprüche – alles sehr gut an. Aber die Wirkung der Infrastrukturmaßnahmen kommt frühestens 2018 zum Tragen, obwohl sie jetzt bereits im Markt eingepreist ist. Nur zur Verdeutlichung: Wann immer ich in Deutschland mit dem Auto unterwegs bin, stelle ich fest, dass immer noch Infrastrukturmaßnahmen, die in der letzten Krise (2009) beschlossen wurden, ausgeführt werden. Im Moment werden also Versprechungen bezahlt, die noch nicht in Planung sind.

Der republikanisch beherrschte Kongress hat schon jetzt Probleme mit dem diesjährigen Defizit von 616 Milliarden US-Dollar. Und von diesem Defizit ist kaum etwas einzusparen. Woher sollen die Mittel kommen, wenn man die Militärausgaben erhöhen, ein Infrastrukturprogramm auflegen und als Krönung auch noch die Steuern senken will? Dann gibt es nur einen Weg: Die USA müssen ihre Schulden stark erhöhen. Werden die Schulden erhöht, dürfte auch eine höhere Inflation folgen. Das wiederum wird allerdings die Finanzierungskosten der bereits existierenden Schulden, die sich für die USA auf 423 Milliarden US-Dollar belaufen, deutlich erhöhen.

Hinzu kommt noch, dass sich auch die Unternehmen massiv verschuldet haben. Inzwischen ist das Verhältnis von Nettoverschuldung zu EBITDA fast so wie im Rekordjahr 1992. In den nächsten zwei Jahren werden allein in Amerika 2 Billionen US-Dollar an Unternehmensschulden fällig und müssen refinanziert werden. Die S&P-500-Unternehmen sollen allerdings 1,6 Billionen US-Dollar an Liquidität halten. Die meiste

Liquidität ist allerdings auf die 25 größten Gesellschaften konzentriert. Die letzten 52 Gesellschaften im Index halten lediglich 90 Milliarden US- Dollar an Liquidität. Jetzt hofft alles auf niedrigere Steuern. Allerdings: Die normale Unternehmens- steuerquote liegt in den USA bei 35 Prozent. Die Deutsche Bank hat jedoch errechnet, dass durch die geschickte Ausnutzung von legalen Optimierungsmaßnahmen die tatsächliche Steuerquote inzwischen zwischen 7 und 20 Prozent liegt.

Die Amerikaner sind nicht die einzigen, die die Nase von ihrer Regierung voll haben. Die Italiener sind auch nicht weit davon entfernt. Seit 1999 gibt es dort kein Produktionswachstum. Das reale Bruttoinlandsprodukt pro Person ist kleiner als zur Jahrtausendwende. Das sind beinahe zwei Jahrzehnte wirtschaftlicher Stagnation. Nach jedem Maßstab befindet sich die Wirtschaft Italiens in einer tiefen Rezession und ein Ende ist nicht in Sicht.



Das hat dazu geführt, dass eine politische Gruppe, bekannt als M5S (Movimento 5 Stelle), gegründet von dem populären Komiker Beppe Grillo, immer stärker wird. Sie sucht die Schuld an dem nicht vorhandenen Wirtschaftswachstum vor allem beim Euro. Und die meisten Italiener stimmen zu. M5S verspricht, dass Italien die Eurozone verlässt und die alte Währung, die Lira, wieder aufleben lässt, sobald sie die Macht dazu hat. Und das könnte bald sein. In Italien findet am 4. Dezember ein Referendum statt. Verliert Renzi, will er zurücktreten. Ein Ja ist die

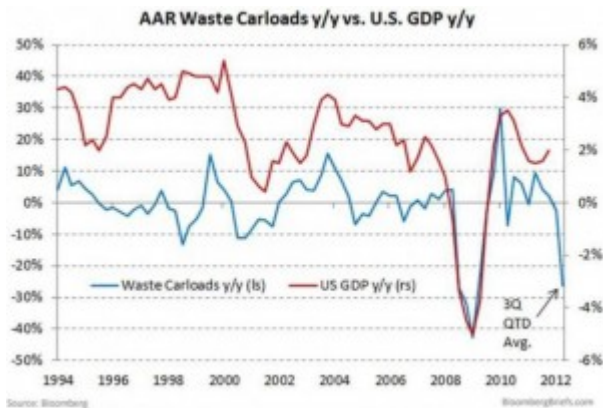
Zustimmung für Renzi's Politik, ein Nein ist die Chance, Italiens Politik umzudrehen. Die letzten Umfragen besagen, dass die meisten Italiener mit Nein stimmen wollen. Das alles geschieht vor dem Hintergrund einer Staatsverschuldung von 135 Prozent des Bruttoinlandprodukts und einer völlig desolaten Bankenwelt. Wird Italien dann 2018 eine neue Regierung wählen, könnte M5S die Regierung übernehmen.

Aktien

Betrachten wir das im ersten Teil erwähnte Spannungsfeld zwischen steigender Verschuldung und geplanten Ausgabenprogrammen, so kann sich die Stagflation weiter ausbreiten. Aktien können sich dann im besten Fall in einem breiten Band seitwärts bewegen.

Ein Warnsignal senden auch die fallenden amerikanischen Staatseinnahmen aus den Unternehmenssteuern. Denn Börse und Steuereinnahmen bewegen sich in der Regel parallel. Allerdings zeigen die Steuereinnahmen seit ihrem Nachkrisenhöchststand im Dezember 2014 nach unten, während der S&P 500 unvermindert nach oben strebt. Das heißt, die Gewinnsituation der Unternehmen ist alles andere als rosig. Im Vergleich zum Vorjahr sind die Steuereinnahmen um rund 12 Prozent eingebrochen. Ein vergleichbarer Rückgang wurde letztmals in der Finanzkrise 2009 beobachtet. Ähnliches geschah zuvor in der Rezession 2001.

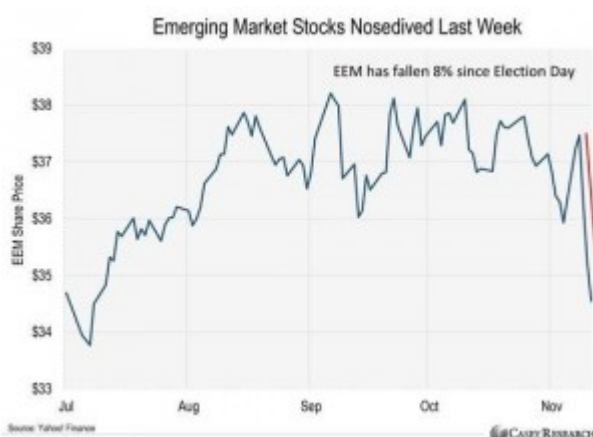
Auch die Müllmenge zeigt den Zustand eines Landes. In einer Gesellschaft fällt meist viel Müll an, wenn es ihr gut geht. Steigt die Bedürftigkeit, so steigt die Wiederverwendungsquote.



Ich maße mir zwar nicht an, zu beurteilen, ob der Indikator ein zuverlässiges Signal für die Börse ist, aber in der Vergangenheit hat er zumindest gut wiedergegeben, in welche Richtung sich das amerikanische Bruttoinlandsprodukts entwickelt. Im Moment kann man die Entwicklung nur als verhängnisvolles Vorzeichen für die Wirtschaft deuten.

Raoul Pal hat in seinem letzten „Global Macro Investor“ gezeigt, dass sich die US-Wirtschaft seit 1910 am Ende einer Präsidentschaft von zwei Amtszeiten entweder in einer Rezession befand oder kurz davor stand. Dies würde bedeuten: Donald Trump ist eine Rezession im nächsten Jahr quasi garantiert.

Vorsicht ist im Moment auch im Bereich der Schwellenländeraktien angebracht. Aufgrund der hohen Verschuldung vieler Unternehmen, in dem immer stärker werdenden US-Dollar, und den von Herrn Trump angestrebten Handelsbeschränkungen sind die Aktien vieler Unternehmen in den Schwellenländern deutlich gefallen.

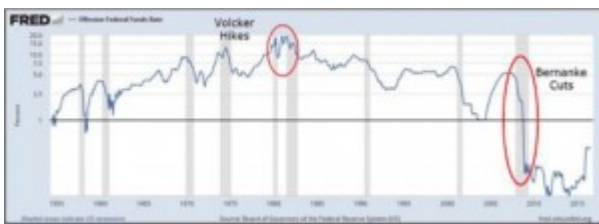


Einziger Lichtblick ist die Meinung von Goldman Sachs. Die Bank hofft, dass sich 2004 wiederholt. Bei der damaligen Steuersenkung ist ein großer Teil der im Ausland liegenden und repatriierten Gelder in Aktienrückkäufe geflossen. Das würde den Kursen weiter Auftrieb geben.

Festverzinsliche Anlagen

Noch heute erinnern wir uns an den ehemaligen Fed-Präsidenten Volcker. Seine Zinserhöhungen sind legendär. Betrachten wir allerdings die Zinsänderungen mit einer logarithmischen Aufteilung (Bild unten), dann stiegen die Zinsen in den USA im prozentualen Vergleich stärker als jemals zuvor seit 1955.

Die Verzinsung zehnjähriger US-Treasuries ist inzwischen von ihrem Rekordtief von 1,37 Prozent im Juli auf heute 2,23 Prozent gestiegen.



Der Ausverkauf der Anleihen geht auch mit höheren Renditen in Europa einher. Ein weiterer Anstieg der Zinsen wird die Erholung in Italien gefährden. Denn hier spielen neben dem generellen Zinsanstieg auch die schon oben erwähnten politischen Risiken eine wichtige Rolle. Auch in Frankreich wird im Frühjahr ein neuer Präsident gewählt und in den Niederlanden stehen ebenfalls Wahlen an. In all diesen Ländern droht die Gefahr, dass EU- bzw. Euro-kritische, stark nationalistische Parteien die Regierungsgeschäfte übernehmen. Auch sollten wir die Wahl in Deutschland nicht vergessen. Ändert sich an den Verhältnissen nichts, dürften wir einen deutlichen Rechtsruck erleben. Für das Endresultat bleibt nur die Hoffnung, dass wir nicht spanische Verhältnisse erhalten. Mit dem zunehmenden politischen Risiko verstärkt sich der Druck auf die Europäische Zentralbank (EZB) über ihre

Anleihekäufe die Märkte zu stabilisieren. Es dürfte also weiterhin Geld, das keiner braucht, in die Märkte gepumpt werden. In diesem Umfeld werden Zinserhöhungen nur in homöopathischen Größenordnungen erfolgen. Die Realverzinsung wird weiter um null schwanken.

Höhere Zinsen sind zwar schlecht für die Anleihepreise, aber eine steigende Inflation ist es auch. Wenn Zinsen und Inflationsrate steigen, verändern sich die Realzinsen nicht. Da steigende Inflationsraten die zukünftigen Zinsen von Anleihen auffressen, ist die Realverzinsung der entscheidende Faktor. Bei der Realverzinsung ist Bargeld in diesem Jahr, wenn wir die Vergangenheit betrachten, keine schlechte Anlage gewesen und wird es in der nahen Zukunft auch nicht sein, so lange man nicht mit Minuszinsen wie in der Schweiz rechnen muss.



Gold

Genauso wie die Aktien der Schwellenländer und Versorgungsunternehmen sind der Goldpreis und – noch deutlicher – die Goldminenaktien stark gefallen. Hier spielte die Erwartung steigender Zinsen eine große Rolle, da viele Investoren gern auf zinslose Anlagen verzichten, wenn sie Zinsen vereinnahmen können, ohne Rücksicht auf das Risiko nehmen zu müssen. Die Auffassung, dass die Zinsen steigen und

der Goldpreis fällt, war aber schon in der Vergangenheit falsch. Der folgende Chart zeigt die Entwicklung des Goldpreises in den sechs Monaten als die Fed die Zinsen 2004 anhob.

Der folgende Chart zeigt, wie viele Optimisten auf Goldminenaktien setzen. Inzwischen ist ihr Anteil wieder unter das Niveau von Januar 2016 gefallen, an dem die letzte Aufwärtsbewegung begann.



Donald Trump geht der Ruf eines gewieften Geschäftsmanns voraus. In einem Interview mit CBS hat er einmal gesagt: „Ich bin der König der Schulden. Ich kann mit Schulden umgehen. Niemand weiß das besser als ich. Ich habe ein Vermögen mit Schulden gemacht und falls die Dinge sich nicht so entwickeln wie gedacht, verhandle ich die Schulden neu. Ich glaube, das ist eine vernünftige Lösung und keine Dummheit.“ Auf die Frage, wie er denn seine Schulden neu verhandelt hätte, kam die Antwort: „Sie gehen einfach zur Bank und sagen die Wirtschaft ist wegen der Finanz- und Bankenkrise abgestürzt und ich zahle euch nur die Hälfte zurück.“ Wir sollten alle im Kopf behalten, dass hier der Geschäftsmann Donald Trump sprach.

In der Vergangenheit gab es mehr als 160 Situationen, in denen größere Länder über die Rückzahlung ihrer Schulden verhandelt haben, da ihre Gesamtverschuldung zu hoch war. Ich glaube zwar nicht, dass die USA nicht jeden Dollar ihrer Schulden

zurückzahlen werden, aber wir werden diese Dollars nur über höhere Steuern oder das Geld drucken zurückerhalten. Beides wird die Wirtschaft und das Vertrauen der Menschen in die Politik und die Währung signifikant beeinträchtigen.

Da wir nach wie vor Zweifel an einer gesunden wirtschaftlichen Entwicklung haben und dem Finanzsystem in seinem jetzigen Zustand nicht über den Weg trauen, empfehlen wir weiter, Gold und Goldminenaktien zu halten. Die großen Schwankungen müssen wir bei dieser Anlage allerdings aushalten. In einer Krise kann uns dieser Anteil vor größeren Verlusten im Gesamtportfolio bewahren.

Portfoliostrategie

Im Vergleich zum Euroraum haben sich die amerikanische und britische Volkswirtschaft seit der Finanzkrise deutlich besser entwickelt, nicht nur in puncto Wirtschaftswachstum, sondern auch in puncto Arbeitsmarkt. Dennoch fühlen sich große Teile der Bevölkerung vom Wirtschaftsaufschwung ausgeschlossen, sodass sie ihrem Protest an der Wahlurne Ausdruck verleihen. Auf dem europäischen Kontinent stehen in den nächsten zwölf Monaten neben der Volksabstimmung in Italien Anfang Dezember eine Präsidenten- und Parlamentswahl in Frankreich im Frühjahr beziehungsweise im Frühsommer, eine Abgeordnetenwahl in den Niederlanden im März und im September eine Bundestagswahl hierzulande an.

Auch das Grundproblem der Weltwirtschaft, das chronische Nachfragedefizit, ist nicht gelöst, da die zunehmende Ungleichheit der Einkommensverteilung zu Unternehmensgewinnen geführt hat, die nicht mehr investiert werden. Japan zeigt uns, dass ein Ausweg aus dieser Situation so schnell nicht gefunden wird. Daher können im Vorfeld der nächsten Wahlen zunehmender Protektionismus und wachsender politischer Interventionismus die Oberhand gewinnen.

Im besten Falle können die Märkte weiter in einer großen

Seitwärtsbewegung verharren. Eine falsche Bemerkung oder das Scheitern einer Wahl können bei Aktien zu einem Ausverkauf führen, die Zinsen wieder fallen lassen und den Goldpreis auf neue Höhen führen. Für den Rückgang der Wertentwicklung des Portfolios in den letzten Wochen ist hauptsächlich der Goldanteil verantwortlich. Dieser ist in den letzten vier Wochen um 8 Prozent zurückgegangen. Allerdings war der Rohstoffanteil auch der grösste positive Treiber der Wertentwicklung seit Anfang des Jahres.

Wie immer, wenn die Unsicherheit an den Märkten groß ist, empfiehlt es sich eine ausreichend liquide Position zu halten, um übertriebene Reaktionen nach unten nutzen zu können und breit diversifiziert in verschiedenen Anlagegattungen zu investieren.

Den im letzten Brief angekündigten Aktienkauf haben wir noch nicht durchgeführt. Die Kurse sind zu schnell nach oben gegangen und die Wahl in Italien steht noch vor der Tür. Vielleicht bekommen wir eine ähnliche Entwicklung wie im letzten Jahr, Optimismus bis Ultimo mit der Abrechnung in den ersten drei Monaten des neuen Jahres. Ich fühle mich mit der Mischung aus Liquidität, festverzinslichen Wertpapieren im mittleren Laufzeitenbereich und Gold im Moment sehr wohl.

Ich wünsche Ihnen noch eine geruhssame Weihnachtszeit und freue mich auf einen regen Austausch im neuen Jahr mit Ihnen.

Mit freundlichen Grüßen

O. Beck

Dax: -0,96% – Euro Stoxx 50 P: -3,88% – SMI: -10,69%- Rexp:
2,20%- SBI: 2,10% – Gold(in US\$): 10,59%
per 30.11.2016

PS: Möchten Sie wissen, wie hoch die Verschuldung pro US-Bürger oder -Steuerzahler ist? Interessiert Sie das Nachfrage-Angebots-Verhältnis von Gold? Oder möchten Sie wissen, ob

2016 tatsächlich 1.778 Bentleys in den USA verkauft wurden? In diesem Fall empfehle ich Ihnen die Fundgrube:

<http://www.usdebtclock.org/>

Diese Veröffentlichung dient ausschließlich der Information und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe von Kauf-, Verkaufs- oder Zeichnungsaufträgen dar. Sie sind auch keine Entscheidungshilfen in rechtlichen, steuerlichen, wirtschaftlichen oder anderen Belangen. Alle Informationen beruhen auf Quellen, die wir als zuverlässig erachten. Sie dienen lediglich der Information und begründen kein Haftungsobligo. Anlagen können plötzlichen und erheblichen Wertverlusten unterworfen sein, mit der Folge, dass der Anleger möglicherweise nicht den investierten Gesamtbetrag zurückerhält. Bei Aktien bestehen gegenüber festverzinslichen Wertpapieren neben höheren Renditechancen auch wesentlich größere Risiken; ein Totalverlust kann nicht ausgeschlossen werden. Die individuellen Anlageziele, die Finanzlage oder die besonderen Bedürfnisse einzelner Empfänger wurden nicht berücksichtigt. Nutzer, die den Kauf der auf diesen Seiten beschriebenen Wertpapiere in Erwägung ziehen, sollten im Hinblick auf die Ausstattung der Wertpapiere und Risiken, die mit diesen Wertpapieren verbunden sind, vor Erwerb der Wertpapiere die allein rechtlich verbindlichen endgültigen Angebotsbedingungen lesen, die in den endgültigen, offiziellen Verkaufsprospekt, gegebenenfalls aktualisiert durch Nachträge, einbezogen sind. Alleinige Grundlage für den Anteilerwerb sind die Verkaufsunterlagen zu den Sondervermögen. Verkaufsunterlagen zu allen Sondervermögen sind kostenlos bei der Kapitalverwaltungsgesellschaft und der zuständigen Depotbank erhältlich.