

NOVOVEST BLICKT AUF DIE WELT

„Those who can't remember the past are condemned to repeat it.“

George Santayana (1863-1952)

Es sind bewegende Zeiten, in denen wir uns das erste Mal mit unserem Blick auf die Welt an Sie wenden. Bewegend für uns persönlich, weil wir uns mit der Gründung von Novovest Asset Consulting GmbH einen Herzenswunsch erfüllt haben. Der Schritt in die unternehmerische Selbständigkeit bedeutet für Marc-André Köhler und mich die Erfüllung eines lang gehegten Wunsches. Eine kompromisslose objektive Beratung ganz im Sinne unserer institutionellen Kunden steht für uns im Mittelpunkt unseres Handelns - ohne das Eingehen von Kompromissen und das Akzeptieren der Limitationen, die mit dem Arbeiten in einer großen Organisation üblicherweise einhergehen. Dies ist vermutlich nur in Form einer Unternehmensneugründung uneingeschränkt umsetzbar, weswegen wir uns für diesen Weg entschieden haben und voller Leidenschaft für Exzellenz in der Beratung stehen wollen. Professioneller Sparringspartner bei Entscheidungen rund um die Aufstellung und Ausrichtung Ihrer Kapitalanlage zu sein, ist unser Anliegen. Transparenz, Meinungsstärke, Sorgfalt und Unabhängigkeit sind unser Markenkern. So ist es unser Anspruch, in Tradition eines erfahrenen Navigators unsere Kunden auch in schwierigen Passagen der Kapitalanlage kompetent und sicher zu begleiten, um konsistent bessere Ergebnisse zu erzielen. Um dies zu erreichen hilft uns nicht nur unser langjähriger und umfangreicher Erfahrungsschatz sowie unsere kompromisslose analytische Herangehensweise, sondern vor allem auch ein klar ausgerichteter ethischer Kompass, der dem Leitbild eines ehrbaren (hanseatischen) Kaufmanns verpflichtet ist.

Um Ihnen, geschätzte Kunden und Geschäftspartner, unsere Sichtweise auf relevante ökonomische, politische und gesellschaftliche Zustände oder Ereignisse zu kommunizieren, möchten wir neben den regelmäßigen persönlichen Gesprächen von Zeit zu Zeit zusätzlich in Schriftform ein paar Gedankenanstöße unter dem Titel „*Novovest blickt auf die Welt*“ liefern. Es handelt sich trotz ausgiebiger und teils akribischer Recherche um kein klassisches volkswirtschaftliches Research – auch wenn sich vermutlich viele Beiträge mit volkswirtschaftlichen Zusammenhängen beschäftigen werden. Im Mittelpunkt sollen aber weniger die üblichen ökonomischen Analysen stehen, sondern vielmehr Aspekte, die mittel- und langfristig Einfluss auf die Entwicklung von Kapitalanlagen haben können, deren Relevanz oder Zusammenhang aber nicht immer auf Anhieb ersichtlich ist. Anstatt

zwangsläufig feststehende Analyseergebnisse zu liefern, wollen wir zum Nachdenken anregen und gelegentlich auch mit herausfordernden oder kontroversen Thesen außerhalb der breit ausgetretenen Meinungspfade das Weltgeschehen aus einer hoffentlich auch für Sie frischen Perspektive heraus beleuchten.

Als ich einleitend davon schrieb, dass wir uns in bewegenden Zeiten befinden, war dies nicht nur auf die Neugründung von Novovest Asset Consulting GmbH gemünzt, sondern vielmehr auf das aktuelle Geschehen in der Welt. Während die Börsen im März den zwölften Geburtstag ihres nur von kurzen Unterbrechungen getragenen Aufschwungs nach der Insolvenz von Lehman Bros. feiern, markierten Aktienindizes im Februar 2020 reihenweise neue Rekordstände. Trotzdem macht sich angesichts der Ausbreitung der aktuellen Corona-Virus-Epidemie allenthalben Unbehagen breit. Hinzu kommen große politische Unsicherheiten in Deutschland, Europa, Amerika und manch anderen Regionen der Welt. Unsicherheit überall scheint „the new normal“ zu sein.

In Deutschland fallen die einst staatstragenden Volksparteien in sich zusammen und eine nur noch auf dem Papier als „groß“ zu bezeichnende Koalition unter Führung von Bundeskanzlerin Angela Merkel versucht sich soft- und kraftlos wie der namensgebende Marathonläufer 490 v. Chr. ins Ziel, d. h. das Ende der aktuellen Legislaturperiode, zu retten. Schade nur, dass anders als in der Antike niemand einen Sieg – wie damals in der Schlacht gegen die Perser – zu verkünden hat, sondern sich Union und SPD eher wie zwei taumelnde Boxer in der 15. Runde aneinanderklammern, um bloß nicht umzukippen. Das erinnert vielmehr an das legendäre Boxer-Drama *Rocky* mit Sylvester Stallone und hat definitiv mehr mit Stillstand als Aufbruch zu tun. Bewahrung des Status Quo anstatt dringend überfällige Reformen anzupacken, damit Deutschland zukunfts- und international wettbewerbsfähig bleibt, scheint sich die GroKo auf die Fahnen geschrieben zu haben. Niemandem wehtun, den Wählern bloß nichts Unbequemes zumuten und stattdessen zur Beruhigung lieber ein paar weitere Wahlgeschenke mit wohlklingendem Namen wie z. B. die Grundrente verteilen, lautet das Credo.

Man muss nichts gegen die Grundrente haben, genauso wenig wie gegen die Mütterrente, die Einführung der Rente mit 63 nach 45 Beitragsjahren (nicht Arbeitsjahren – das ist ein großer Unterschied!) oder andere Klientelpolitik der GroKo – schließlich haben Union und SPD lediglich bei der Generation 55+ noch vergleichsweise hohe Zustimmungswerte. Die entscheidende Frage ist

vielmehr, wie lange sich eine massiv unter Druck stehende Volkswirtschaft wie Deutschland solch subtile Wahlgeschenke noch leisten können.

Bereits heute fließen mit etwas mehr als EUR 100 Mrd. rund 28 % des Bundeshaushalts als Zuschuss in die Rentenkasse – Tendenz steigend. Insgesamt verfügt der Sozialetat über mehr als 41 % Anteil an allen Ausgaben des Bundes. Kein Wunder, dass kaum Geld für Infrastruktur-Projekte, Bildung und Forschung oder andere zukunftssträchtige Bereiche vorhanden ist, obwohl seit Jahren die Steuereinnahmen nur so sprudeln. Stattdessen verfallen Straßen, Schienen und Brücken, und die junge Generation muss regelmäßig in Schulen bzw. Hochschulen zum Unterricht gehen, die oftmals den Charme der 60er und 70er Jahren des vergangenen Jahrhunderts versprühen - bevor der Pillenknick die Demographie zum Kippen brachte und nur noch hier und da neue Unterrichtsgebäude entstanden. Dass dort in der Regel auch noch analog statt digital gelernt wird, versteht sich angesichts des riesigen Investitionsstaus fast von selbst.

Dabei ist ein Land wie Deutschland, das ohne nennenswerte Bodenschätze auskommen muss, auf den Rohstoff Bildung so dringend angewiesen. Innovationsfähigkeit und Spitzenforschung müssen das Fundament seines Wohlstands sein. Während Deutschland bei Internetökonomie, Biotechnologie, Künstlicher Intelligenz und anderen zukunftssträchtigen Wirtschaftsfeldern vielfach hinterherhinkt, führen die einstigen Vorzeigebereiche Automobil- und Maschinenbau Rückzugsgefechte und versuchen zu retten, was zu retten ist.

Der Brückenschlag zur Kapitalanlage liegt gar nicht so fern wie mancher denken mag. Wenn man sich die langjährige Underperformance des deutschen Aktienmarktes gegenüber den USA erklären will, muss man schlichtweg nur auf die Zusammensetzung der Indizes gucken. Während der DAX von zahlreichen „Old Economy“-Unternehmen dominiert wird und mit SAP nur eine einzige Technologie-Firma von Weltrang aufweisen kann, stehen alleine Apple, Amazon, Microsoft, Alphabet (Google) und Facebook gemeinsam für rund 18 % der Marktkapitalisierung des S&P 500. Diese fünf Megacap-Aktien haben bereits 2019 die Entwicklung des US-Aktienmarktes dominiert und standen in den ersten sechs Wochen des Jahre 2020 für etwa 70 % der Kursgewinne des S&P 500.

Statt den „Nifty Fifty“ der 60er und 70er Jahre dominiert heutzutage MAGA; dieses Kürzel steht für den Club der USD > 1000 Mrd. Unternehmen und exkludiert Facebook, dessen Marktkapitalisierung noch ein ganzes Stück von dieser Grenze entfernt ist. Wenn man aber überlegt, dass Apple oder Microsoft mehr Wert sind als alle börsennotierten Öl- und Gaskonzerne der USA zusammengerechnet inkl. ExxonMobil, dann zeigt dies auch, wie viel Fantasie in so mancher Bewertung steckt. Anders als in der TMT-Blase, die im Jahr 2000 platzte, machen alle diese Megacap-Unternehmen jedes Quartal zwar milliardenschwere Gewinne. Dennoch stellt sich die Frage, ob hier nicht eine gewisse Unwucht vorliegt, wenn so viele Anleger ob direkt oder via ETFs bzw. benchmarknahen Strategien in dieselben Großunternehmen investieren. Kann es sein, dass hier die Hausse die Hausse nährt, bis der letzte Käufer bereits investiert ist?

Man muss nicht gleich Szenarien von einer durch die US-Politik betriebenen Zerschlagung im Hinterkopf haben, obwohl dies zuletzt bereits öffentlich diskutiert wurde. Schließlich ist es momentan den USA vermutlich noch sehr nützlich, die weltweite Internetökonomie mittels dieser Unternehmen zu prägen; zumal es mit Alibaba, Tencent & Co. die entsprechenden chinesischen Pendant gibt, die nur auf die Gelegenheit warten, auch international zu expandieren. Jedoch sollte man zur Kenntnis nehmen, dass Beispiele wie Standard Oil und AT&T zeigen, dass durchaus eine gewisse Tradition hinsichtlich der Aufspaltung markbeherrschender Monopolunternehmen in den Vereinigten Staaten erkennbar ist, und es keine Garantie dafür gibt, dass MAGA immer Mega bleiben.

Vielmehr gefährden zunehmende Kosten der strenger werdenden Regulierung sowie insgesamt stagnierende Gewinnaussichten aufgrund der schieren Größe dieser Megacap-Unternehmen vergleichbare Kursgewinne wie in den vergangenen Jahren. Anstiege beim Gewinn je Aktie wurden schon zuletzt vielfach nur noch aufgrund der massiven Aktienrückkaufprogramme erreicht, da die absoluten Gewinne bereits horrenden Dimensionen erreicht haben und eher stagnieren. Hinzu kam 2019 eine massive Ausweitung des Vervielfachers beim KGV des S&P 500. Nahezu der gesamte Kursanstieg dieses Index im Jahr 2019 lässt sich nicht durch steigende Unternehmensgewinne, sondern lediglich durch eine Ausweitung des Multiples für die erwirtschafteten Ergebnisse auf nunmehr das rund 19-fache erklären. Im historischen Vergleich eine stattliche Bewertung, die trotz des anhaltend niedrigen Zinsniveaus wenig Spielraum für Kursfantasie lässt.

Natürlich rechtfertigen viele Analysten gerade aufgrund des extrem niedrigen Zinsniveaus die aktuellen Aktienbewertungen als angemessen oder gar günstig. Dabei sollte man aber bedenken, dass das sog. Fed-Modell, das als adäquates KGV den inversen Wert der 10-jährigen Treasury-Rendite vorschlägt, der Prüfung nicht standhält. Sollten KGVs deutscher Unternehmen unendlich sein, nur weil die zehnjährige Bundesanleihe bei null Prozent Rendite oder wie seit geraumer Zeit sogar im negativen Terrain notiert? Im Gegenteil weisen die anhaltend sehr niedrigen Staatsanleiherenditen vielmehr auf eine mangelnde wirtschaftliche Dynamik hin und sollten nicht zur Rechtfertigung unbotmäßiger Aktien-KGVs herangezogen werden. Eine historisch hohe Bewertung für den US-Aktienmarkt zeigt das Verhältnis der Marktkapitalisierung im Vergleich zum Bruttoinlandsprodukt (siehe Graphik unten). Noch nie - selbst 2000 oder 2007 - war diese Bewertung mit aktuell 158 % (Stichtag 20.02.2020) derart hoch wie heute.

The Ratio of Total Market Cap to US GDP



Selbst das Überschwämmen der Märkte mit Liquidität aufgrund jahrelanger „Quantitative Easing“-Anleiheaufkauf-Programme aller führenden Notenbanken der Welt hat offensichtlich weder zu einem nachhaltigen Anstieg der Inflationsraten noch zu einer allgemein verbesserten wirtschaftlichen Dynamik geführt. Anstatt dass Geld in die Realwirtschaft floss, haben diese Maßnahmen ähnlich wie die Einführung von Negativzinsen in Europa ausschließlich zu einem breiten Anstieg jedweder Vermögenspreise geführt. Über Staats-, Unternehmensanleihen, Aktien, Immobilien, Gold, Kunst, Oldtimer oder hochpreisige Bordeaux-Weine hinweg sind alle erdenklichen Vermögenswerte im vergangenen Jahrzehnt massiv im Preis gestiegen. Somit hat der Chicagoer Ökonom und Nobelpreisträger Milton Friedman doch recht behalten: „Inflation ist immer und überall ein monetäres Phänomen.“ Nur dass diese Inflation aufgrund bestehender globaler Überkapazitäten schlichtweg nicht in der Realwirtschaft ankommen will. „Man kann die Pferde nur zur Tränke führen, saufen müssen sie selbst“, hat Karl Schiller, Wirtschaftsminister in der ersten Großen Koalition der Bundesrepublik, einst gesagt. Stattdessen zeigt sich ein massiver Anstieg von Vermögenspreisen. Doch dies hat nicht nur zu signifikanten Rückgängen bezüglich der künftigen Renditeerwartungen geführt, sondern vor allem auch zu einem zunehmenden Auseinanderdriften zwischen vermögenden und ärmeren Bevölkerungsschichten. Und das wiederum hat starke politische Auswirkungen.

Obwohl es der Weltwirtschaft auf den ersten Blick noch nie zuvor so gut ging wie heute - sofern man die rekordhohe weltweite Verschuldung von 320 % im Verhältnis zum globalen BIP ausblendet - sind populistische und autoritäre Strömungen auf dem Vormarsch. Während die Briten endlich ihren Brexit bekommen und die jungen Demokratien Osteuropas zunehmend autokratischer regiert werden, gewinnen populistische Strömungen fast in allen Ländern der EU an Gewicht. Die politische Mitte zerfleddert, die sozialdemokratische Bewegung in Europa muss sich mit Ausnahme der iberischen Halbinsel vor dem Fall in die zunehmende Bedeutungslosigkeit retten, und in den USA zeigt Donald Trump wie man mithilfe (a)sozialer Medien und gezielter Manipulation eines erheblichen Teils der Bevölkerung auf dem besten Weg zur Wiederwahl ist. Zumal wenn sich bei den oppositionellen Demokraten tatsächlich Bernie Sanders als Präsidentschaftskandidat durchsetzen sollte. Da fragt man sich, ob die beiden alten Männer aus der Muppet Show, Waldorf & Statler, nicht das geeigneteren Kandidaten-Paar wären. Man hat ja bereits im Kleinformat von Britannien gesehen, wie solch ein Duell ausgehen dürfte, als Boris Johnson einen Kanter Sieg gegen Jeremy Corbyn einfuhr.

Beunruhigend ist jedoch, dass die Welt simultan zunehmend instabile politische Verhältnisse bekommt, während in den führenden Industrienationen sowie auch China der demographische Wandel im bevorstehenden Jahrzehnt voll durchschlagen wird und die Realwirtschaft trotz massiver Notenbank-Interventionen keine wirkliche Dynamik entfaltet. Deutschland und Japan flirtieren bereits mit einer Rezession – obwohl aufgrund des anhaltend niedrigen Zinsniveaus die heimische Bauwirtschaft mit Volldampf am Rande der vollen Kapazitätsauslastung arbeitet. Der globale Wirtschaftszyklus ist nach elf Jahren Aufschwung reif, wenn nicht gar überreif - trotz einer künstlichen Verlängerung durch die massiven Notenbank-Interventionen. Gut möglich, dass wir kurz vor dem Lackmustest stehen, ob die Notenbanken den Wirtschaftszyklus mittels anhaltend billigen Geldes tatsächlich weiter verlängern können. Falls nicht, werden viele Bewertungen, die sich in den Vermögenswerten über die vergangene Dekade aufgebaut haben, in Frage gestellt werden. Im Unternehmens-Anleihebereich werden Defaults derart zunehmen, dass sie in den aktuellen Renditeniveaus bzw. Spreads nicht ausreichend reflektiert werden. Vergleichbares gilt für manche Schwellenländer-Emittenten, für anspruchsvoll bewertete Aktienmärkte, aber auch für bestimmte Sachwerte wie Immobilien schwächerer Qualität.

Es gilt, sich auf eine Dekade mit geringeren Renditeerwartungen einzurichten. Und möglicherweise bleibt dafür nicht viel Zeit übrig, wenn sich der aktuelle Corona-Virus tatsächlich als Schwarzer Schwan in Form einer globalen Pandemie entpuppen sollte. Einer Kombination aus Angebots- und Nachfrageschock ist mutmaßlich nicht mit einer immer lockereren Geldpolitik beizukommen. Zudem steht die Weltwirtschaft erstmals seit Jahrzehnten vor der Frage, ob die Globalisierung zurückgedreht werden könnte. Bereits die von US-Präsident Trump angezettelten Handelskonflikte haben den Trend umgekehrt. Wenn aufgrund einer schweren Pandemie globale Lieferketten längerfristig unterbrochen werden sollten, wird dies möglicherweise nachhaltige Auswirkungen auf die Beschaffungspolitik vieler Unternehmen haben. Es könnte vermehrt zu Insourcing-Tendenzen kommen und Wertschöpfung aus Schwellenländern zurück in Industrieländer verlagert werden. Doch vorher besteht das Risiko eines Abgleitens in den ersten synchronen Wirtschaftsabschwung seit der Lehman-Krise 2008, der zu stärkeren Verwerfungen an den globalen Kapitalmärkten führen könnte.

Ihr Peter Dombeck

DISCLAIMER

Novovest Asset Consulting GmbH weist darauf hin, dass die Gesellschaft oder die in ihrem Namen handelnden Personen zu keiner Zeit Anlageberatung, -vermittlung oder Finanzportfolioverwaltung im Sinne des KWG bzw. KAGB erbringt oder beabsichtigt zu erbringen. Erstellte Unterlagen richten sich stets und ausschließlich an professionelle Anleger, die ihre Entscheidungen eigenständig zu treffen haben und nicht ausschließlich auf Informationen von Novovest Asset Consulting GmbH stützen sollten. Jegliche Unterlagen dienen ausschließlich Informationszwecken und sollten nicht als Angebot, Investmentempfehlung oder -aufforderung aufgefasst werden, in den hier genannten Anlagen bzw. Anlageklassen zu handeln. Novovest Asset Consulting GmbH wird zu keiner Zeit konkrete Empfehlungen zum Erwerb, Halten oder Verkauf von bestimmten Finanzinstrumenten geben.

Novovest Asset Consulting GmbH übernimmt keine Gewähr für die Genauigkeit, Angemessenheit oder Vollständigkeit der in diesen Unterlagen enthaltenen Informationen und Materialien und lehnt ausdrücklich jegliche Haftung für Fehler oder Auslassungen in diesen Informationen und Materialien ab. Jegliches Research oder Analysen, die bei der Vorbereitung dieser Unterlagen genutzt wurden, wurden von Novovest Asset Consulting GmbH zur eigenen Verwendung beschafft und unter Umständen für ihre eigenen Zwecke eingesetzt. Die so erhaltenen Ergebnisse werden nur zufällig zur Verfügung gestellt und die Richtigkeit der Informationen ist nicht garantiert. Einige Informationen in diesen Unterlagen können Vorhersagen oder anderweitig zukunftsorientierte Aussagen bezüglich künftiger Ereignisse oder künftiger finanzieller Performance von Ländern, Märkten, Unternehmen oder Finanz- und Anlageinstrumenten beinhalten. Es handelt sich bei diesen Aussagen lediglich um Prognosen und die tatsächlichen Ereignisse oder Ergebnisse können hiervon entscheidend abweichen. Der Leser muss sich über Relevanz, Genauigkeit und Angemessenheit der in diesen Materialien enthaltenen Informationen ein eigenes Urteil bilden und in dem Maße unabhängige Untersuchungen anstellen, wie sie für eine derartige Einschätzung als notwendig oder angemessen erachtet werden. Jede in diesem Dokument enthaltene Meinung oder Schätzung wurde allgemein ausgedrückt und sollte vom Leser nicht als individueller Ratschlag ausgelegt werden.

Weder Novovest Asset Consulting GmbH noch ihre Angestellten oder Vertreter haben die Anlageziele, die Finanzlage oder die individuellen Bedürfnisse des Lesers, einer bestimmten Person oder einer Personengruppe in Betracht gezogen oder in Erfahrung gebracht. Ausgeschlossen sind alle Garantie- oder Haftungsansprüche für jeglichen Verlust, ob direkt oder indirekt, die aus dem Handeln des Lesers, einer Person oder Personengruppe entstehen, welches auf einer Information, Meinung oder Schätzung in diesen Unterlagen beruht. Novovest Asset Consulting GmbH behält sich das Recht vor, jederzeit und ohne vorherige Benachrichtigung Änderungen oder Korrekturen an diesen Unterlagen und den ausgeführten Einschätzungen vorzunehmen.

Bei Immobilien-, Infrastruktur-, Private Equity-Investments und vergleichbaren Anlagen handelt es sich um illiquide Anlageklassen, deren Bewertung eine Auslegungsfrage ist. Es gibt für diese Vermögenswerte keinen anerkannten Markt und bei der Realisierung des Werts von Vermögensanlagen kann es zu ggf. auch erheblichen Verzögerungen kommen.

Der Kapitalwert von Anlagen generell und die aus ihnen entstehenden Erträge können sowohl fallen als auch steigen, zudem ist es möglich, dass ein Investor weniger als den ursprünglich investierten Betrag zurückerhält und je nach Vertragsgestaltung ggf. sogar Nachschuss- oder Haftungsverpflichtungen eingeht, die den Wert der ursprünglichen Investition übersteigen. Die Wertentwicklung von angeführten Anlagen in der Vergangenheit dient ausschließlich der Illustration und lässt keine Rückschlüsse auf zukünftige Entwicklungen zu.

Die Steuerbehandlung hängt von den persönlichen Umständen jedes Anlegers ab und kann sich in Zukunft ändern. Vor einer Anlageentscheidung sollte professioneller Rat eingeholt werden. Novovest Asset Consulting GmbH übernimmt zu keiner Zeit eine steuerliche Einschätzung oder Beratung vor.

Die hierin dargelegten Informationen dürfen weder in Teilen noch als Ganzes fremden Dritten offengelegt, verwendet oder verteilt noch reproduziert, kopiert oder unautorisierten Personen bzw. Institutionen zur Verfügung gestellt werden. Bei Verstößen dagegen hält sich Novovest Asset Consulting GmbH rechtliche Schritte vor.

© 2020 Novovest Asset Consulting GmbH - Alle Rechte vorbehalten.