

NOVOVEST BLICKT AUF DIE WELT

„Capitalism as we have known it is dead. This obsession we have with maximizing profits for shareholders alone has led to incredible inequality and a planetary emergency.“

Marc Benioff, Chairman & Co-CEO Salesforce am 24.01.2020, World Economic Forum, Davos

Marc Benioff ist nicht als der größte Altruist auf Erden bekannt, aber als er bereits in einem Zeitungs-Essay im Herbst 2019 und dann im Januar 2020 auf dem World Economic Forum in Davos den Zustand des globalen Kapitalismus - zumindest in der Form wie wir ihn kennen - für tot erklärte, nahm er eine außerordentliche Zustandsbeschreibung vor. Insbesondere für uns Deutsche, denen in Ergänzung des Wortes Marktwirtschaft in bester Erinnerung an Ludwig Erhard meist gleichzeitig der Begriff „sozial“ in den Sinn kommt, muss es bei den ökonomischen und gesellschaftlichen Entwicklungen der letzten Jahre und Jahrzehnte ganz schwummerig werden. Hat etwa Karl Marx doch recht gehabt als er prophezeite, dass sich der Kapitalismus in seinem Endstadium selbst zerstört?

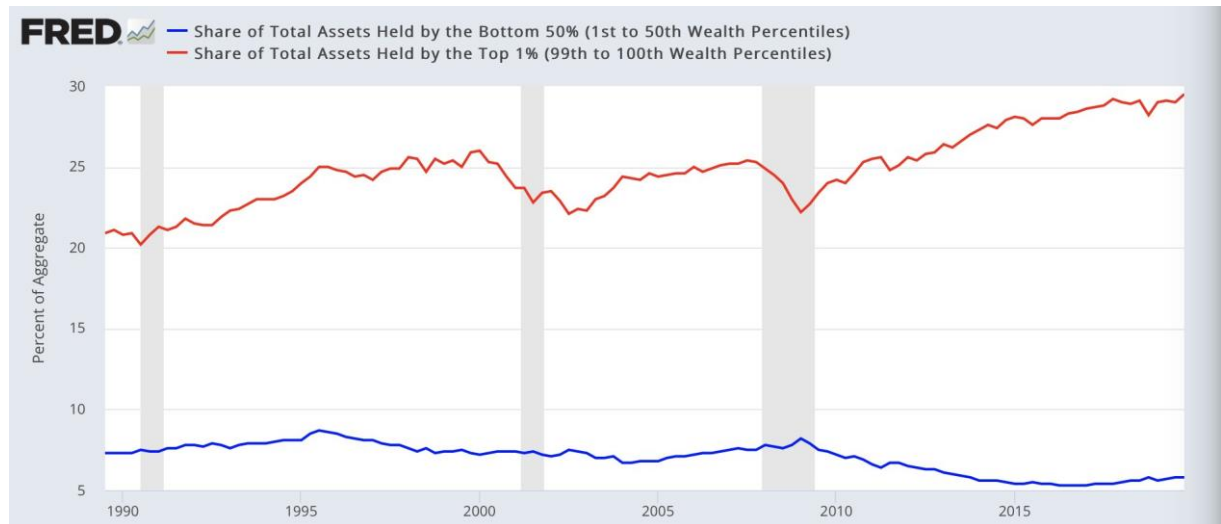
Fakt ist, dass wir in den vergangenen 30 Jahren in den westlichen Industrieländern volkswirtschaftlich betrachtet eine klare Umverteilung von Wohlfahrtsgewinnen weg von Arbeitnehmern hin zu Kapitalgebern zu verzeichnen hatten. Dies lässt sich insbesondere an der Entwicklung der Reallöhne ablesen. Während wir in den Deutschland in den vergangenen paar Jahren des Aufschwungs eine moderate Kehrtwende dieses Trends sehen konnten und die Reallöhne auch für die Mittelschicht und untere Einkommen leicht zulegten, sind in den USA trotz rekordniedriger Arbeitslosenzahlen bis Anfang dieses Jahres die Reallöhne für mittlere und niedrige Einkommen inflationsbereinigt seit den 90er Jahren des 20. Jahrhunderts stagniert oder waren gar rückläufig. Die beste Ökonomie seit dem Zweiten Weltkrieg, die US Präsident Donald Trump bis zur Corona-Pandemie beschworen hat, indem er wiederholt auf rekordhohe Aktienstände und historisch niedrige Arbeitslosenraten verwies, ist eine Schimäre.

Grund ist die gravierende Unwucht in der Verteilung von Vermögen und Einkommen in den entwickelten Volkswirtschaften. Nicht nur, dass die Wachstumspfade in diesen Ländern nahezu durch die Bank über die vergangenen Jahrzehnte gesunken sind, sondern vor allem die zurückgehende

Partizipation an Wohlfahrtsgewinnen in der unteren Hälfte der Einkommensbezieher und Vermögensinhaber ist erschreckend und verhindert eine dynamischere wirtschaftliche Entwicklung. Die Exzesse fanden ihren Gipfel in den Steuererleichterungen der Trump-Administration 2018, die die Schere zwischen Arm und Reich noch verstärkten. Besitzer großer Aktienpakete im Silicon Valley oder an der Wall Street konnten sich eines erheblichen Vermögenszuwachses genauso erfreuen wie die seit Jahren steuerlich privilegierten „Carried Interest“-Bezieher aus der Private Equity und Hedgefonds-Branche.

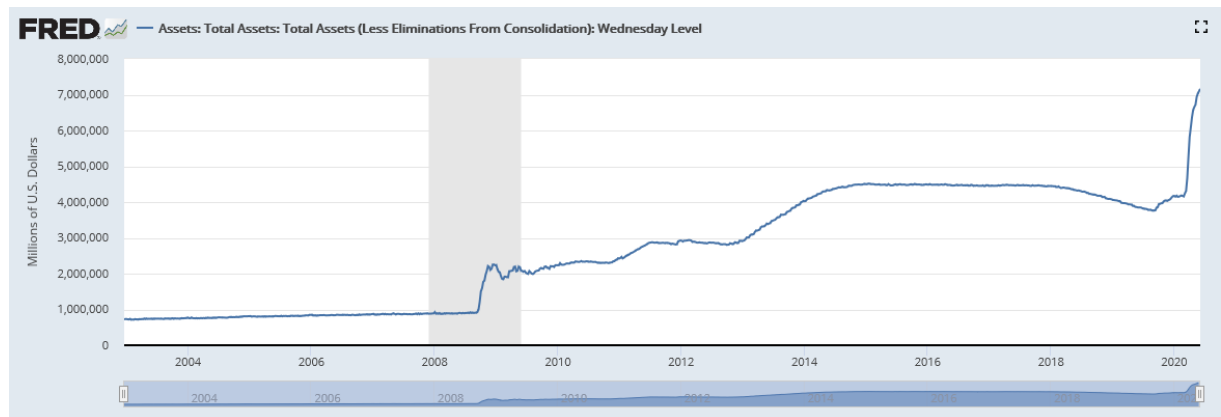
Warum dies ökonomisch relevant ist, zeigt sich in der gegenwärtigen Corona-Krise. Selbst wenn Aktienkurse bereits wieder auf dem Weg zu neuen Höchstständen sind, täuscht dies nicht darüber hinweg, in welcher kritischer Situation sich die Realwirtschaft befindet. Die tragenden Säulen der Weltwirtschaft werden immer schmaler und müssen von Krise zu Krise durch immer mehr künstlich geschöpftes Notenbankgeld stabilisiert werden. Lag 1991 die Bilanzsumme der US Notenbank noch bei rund USD 300 Mrd. bzw. knapp 6 % des BIP stieg diese rapide von Wirtschaftskrise zu Wirtschaftskrise an. Ende 2008 nach der Lehman-Insolvenz stieg sie bereits auf rund USD 2250 Mrd. bzw. knapp 16 % des BIP an. Die folgenden drei „Quantitative Easing“-Programme ließen die Fed-Bilanz dann über die kommenden Jahre auf rund USD 4500 Mrd. anschwellen. Ähnlich entwickelte sich die EZB-Bilanz, spätestens nachdem Mario Draghi seine legendäre „Whatever it takes“-Aussage traf, brachen auch hier alle Dämme in der Bilanzausweitung.

Befürworter dieser Notenbank-Politik würden nunmehr behaupten, dass diese Maßnahmen zu einer Ankurbelung der Konjunktur und abnehmenden Arbeitslosenraten geführt haben. Allerdings muss man nicht nur das aktuelle Bundesverfassungsgerichtsurteil anführen, wenn man die berechnete Frage nach Kosten und Nutzen dieser Maßnahmen stellt. Denn neben dem kaum bestreitbaren Fakt der indirekten Staatsfinanzierung durch „Quantitative Easing“ muss man durch alle verfügbare Evidenz annehmen, dass diese Notenbank-Politik die Schere zwischen Arm und Reich immer weiter auseinander klaffen lässt, weil eine schwerwiegende Nebenwirkung dieser Maßnahmen die seit Jahren zu beobachtende Vermögenspreisinflation darstellt, von der ausschließlich Menschen mit signifikanten Vermögen profitieren. Ergo werden die Reichen immer reicher und die Armen können froh sein, wenn sie ihren Arbeitsplatz ohne Reallohnzuwachs nicht verlieren.



Graphik: Anteil des aggregierten Vermögens des reichsten 1 % der Bevölkerung (rot) und der unteren 50 % der Bevölkerung (blau) im Zeitablauf (Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis)

Die Konsequenzen dieser fehlgeleiteten Notenbankpolitik lassen sich leider in der aktuellen Corona-Krise beobachten. Bereits nachdem die US Fed 2018 versucht hatte ihre Geldpolitik etwas zu normalisieren (was die EZB noch nicht einmal in Betracht gezogen hatte), bekamen die Börsen bereits einen Schwächeanfall. In Q4 2018 purzelten die Kurse am Aktienmarkt und die Spreads für schwächere Schuldner stiegen merklich an – allein infolge der geringfügig steigenden Leitzinsen und der Reduktion der Fed-Bilanz auf rund USD 3750 Mrd. So musste die US Notenbank 2019 eine 180-Grad-Wende in ihrer Geldpolitik vornehmen und anstatt den Zinserhöhungszyklus wie angekündigt moderat fortzusetzen, senkte sie die Leitzinsen dreimal und begann bereits im Herbst 2019 durch ein mehr oder minder verdecktes erneutes Ankaufsprogramm die Notenbankbilanz bis Anfang 2020 um rund USD 400 Mrd. wieder auszuweiten. Offiziell diente dieses Vorgehen zwar dazu, den aus den Fugen geratenen Repo-Markt zu beruhigen, aber es bleibt festzuhalten, dass seit Einleitung dieser Maßnahmen insbesondere die Kurse an der Technologie-Börse Nasdaq explodierten und die Gesamt-Aktienmarktbewertung in Relation zum BIP neue Rekordstände erklomm. Vor allem wurde aber nie wirklich geklärt, woher die Ungleichgewichte am Markt für Repo-Geschäfte eigentlich resultierten. Es gibt etliche Marktbeobachter, die dies auf extreme Positionierungen von großen Hedgefonds zurückführten.



Graphik: US Notenbank Bilanzvolumen im Zeitablauf in USD Mio. (Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis)

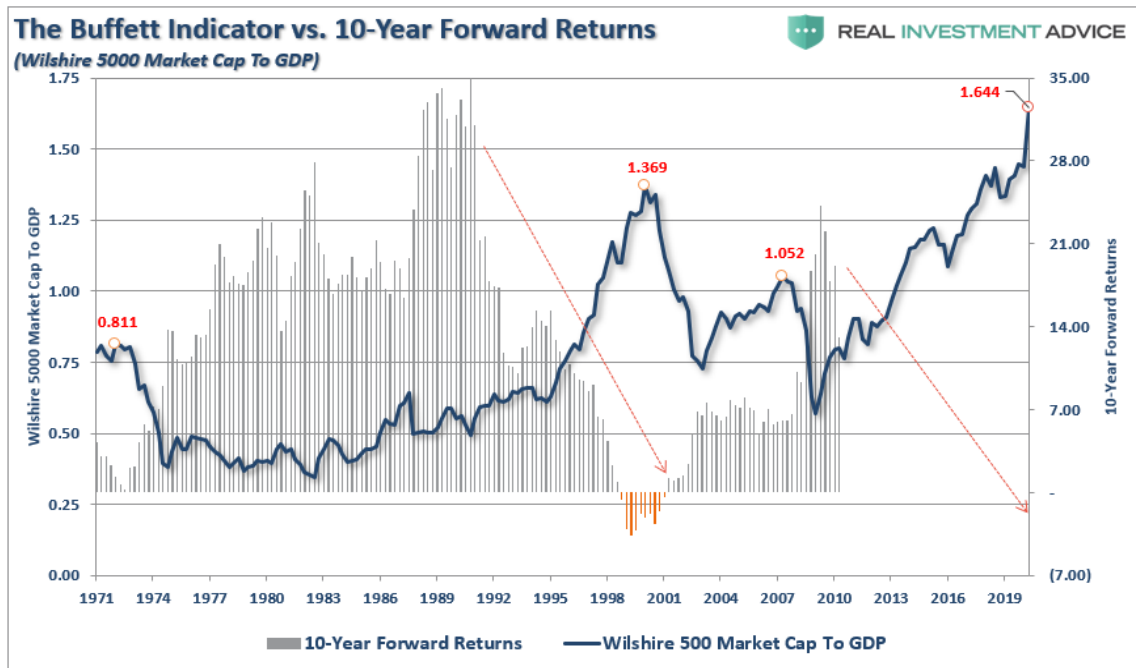
Gestützt auf eine global anhaltend lose Geldpolitik und historische hohe Bewertungen an den Vermögenmärkten traf die Corona-Krise auf eine bereits schwächelnde globale Konjunktur. Als die möglichen verheerenden Auswirkungen dieser Pandemie von Anlegern realisiert wurden, offenbarte sich im Laufe von Q1 2020 die Fragilität des auf Schulden, exzessiven Geldmengenwachstum und überbordender Risikoneigung basierenden Überschwangs an den Börsen. Es ist nicht übertrieben zu behaupten, dass sich die Finanzmärkte im März 2020 kurz vor einem Zusammenbruch befanden. Nicht nur die Dynamik der Abwärtsbewegung suchte seinesgleichen, sondern auch die anlageklassenübergreifende Dysfunktionalität des Marktes übertraf das Chaos nach der Lehman-Insolvenz oder dem Anschlag auf das World Trade Center 2001 bei weitem. Am ehesten war es vielleicht noch mit der Russland- und LTCM-Krise 1998 vergleichbar, als es neben der Staatsinsolvenz der Russischen Föderation vor allem die hochgehebelten Positionen eines legendären Hedgefonds waren, die das Finanzsystem fast in die Knie zwangen. Verglichen mit den heutigen Maßstäben war der Umfang der LTCM-Positionierungen jedoch geradezu lächerlich klein.

Dieses „Moral Hazard“-Phänomen, wonach Marktteilnehmer unvorsichtig hohe Risiko-Positionen eingehen, weil sie darauf vertrauen für die Konsequenzen ihres Handelns nicht zur Rechenschaft gezogen zu werden, ist aber das Kern-Problem, das aus anhaltend niedrigen Zinsen und zügelloser Geldmengenausweitung resultiert. So konnten die Finanzmarktteilnehmer auch in diesem März die Notenbanken soweit erpressen, dass diese keine andere Wahl hatten, als im nie zuvor gesehen Umfang

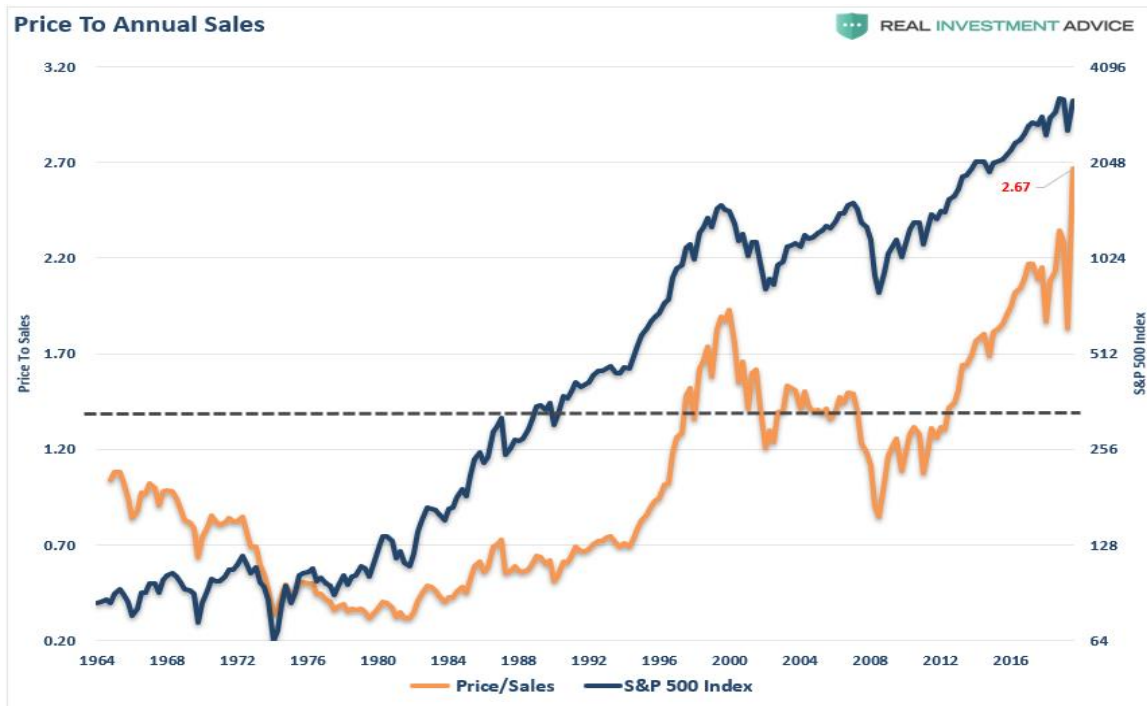
durch Stützungsmaßnahmen einzugreifen. Erstaunlich war, dass kürzlich der bis 2018 amtierende New Yorker Fed-Chef Bill Dudley, der gleichzeitig Nr. 2 des wichtigen FOMC-Offenmarktausschusses der US Fed war, in einem Beitrag für den Nachrichtendienst Bloomberg genau dieses Problem adressierte und darauf hinwies, wie schwierig sich ein möglicher Ausstieg aus dieser ultralockeren Geldpolitik gestalten könnte und welche unerwünschten Nebeneffekte in Hinsicht auf das „Moral Hazard“-Problem („Fed's Coronavirus Rescues Invite Bigger Bailouts / Ending the cycle of saving investors and markets from themselves is going to be really hard“) es gibt. Zudem machte er klar, dass im März 2020 nicht nur unverschuldet in Not geratene Marktteilnehmer gerettet wurden, sondern explizit auch hochspekulative Hedgefonds, die u. a. stark gehebelt am Markt für US Treasuries operiert hatten.

Die US Notenbank ließ ihre Bilanz seit Beginn der Corona-Krise jedenfalls um USD 2700 Mrd. auf mehr als EUR 7100 Mrd. geradezu explodieren, ohne dass ein Ende absehbar ist, und die EZB stockte Anfang Juni erst ihr „PEPP“-Programm um weitere EUR 600 Mrd. auf nunmehr EUR 1350 Mrd. auf. So stieg das weltweit ausstehende Zentralbankgeldvolumen inzwischen auf etwa 22,3 % des globalen BIP an – zum Vergleich: 2007 lag diese Kennzahl bei 7,2 % und 1992 bei 3,7 %. Darüber hinaus spekulieren zuletzt manche Ökonomen und Marktteilnehmer in den USA über Negativzinsen sowie eine Kontrolle der Zinsstrukturkurve („Yield Curve Control“) bei US Treasuries; letztere Maßnahme ist nicht neu, sondern hat es bereits nach dem zweiten Weltkrieg schon einmal gegeben. Zudem nutzt die Bank of Japan seit einiger Zeit bereits dieses Instrument im Rahmen ihrer Geldpolitik.

Auch wenn man in dieser außergewöhnlichen Situation den Notenbank-Akteuren kaum einen Vorwurf machen möchte, so ist es verwunderlich, dass diese bis heute jeglichen Einfluss ihrer ultralockeren Geldpolitik auf Vermögenspreise negieren. Dabei steuern die US Aktienmärkte trotz globaler Rezession und einem noch immer unklaren Ausgang der Corona-Pandemie bereits neue Rekordstände an. Die Börsen-Zeitung titelte nicht umsonst in ihrer heutigen Ausgabe „Der Gipfel des Absurden“ hinsichtlich der Finanzmarkt-Bewertungen und resümierte, dass man sich wohl daran gewöhnen müsse, „dass die Aktienmärkte in absurden Höhen losgelöst von der Realwirtschaft operieren“. Langfristige Bewertungsindikatoren wie der sog. Buffett-Indikator (Gesamtmarktkapitalisierung in Relation zum BIP) oder Preis/Umsatz-Kennziffern verzeichnen nie zuvor gesehene Höchststände und deuten darauf hin, dass die langfristig zu erzielenden Renditen unterdurchschnittlich ausfallen dürften.



Graphik: Marktkapitalisierung (Wilshire 5000 Index) in Relation zum US BIP (Quelle: Real Investment Advice)



Graphik: Relation Marktkapitalisierung S&P 500 in Relation zu Umsätzen (Quelle: Real Investment Advice)

Anleger sollten sich folglich daran gewöhnen, dass nach der Auferstehung der Börsen wie Phönix aus der Asche binnen der vergangenen drei Monate ihr einziger Verbündeter die globalen Notenbanken sind. Die historisch hohen Bewertungen rechtfertigen das aktuelle Kursniveau bestenfalls, wenn die Notenbanken weiterhin nahezu unlimitiert ihre Geldmengen ausweiten und damit eine fortgesetzte Bewertungsexpansion einhergeht. Auch nur der kleinste Entzug von der Droge „Quantitative Easing“ kann zu empfindlichen Rückschlägen in den Kursen führen – selbst, wenn vorher weitere Kursanstiege in ungeahnte Höhen nicht auszuschließen sind.

Viel relevanter ist aber, was diese anhaltende Kluft zwischen Finanzmärkten und Realwirtschaft gesellschaftlich bewirkt. Man kann die Proteste in den USA nach dem Tod von George Floyd zwar ausschließlich auf den strukturell verankerten Rassismus in weiten Teilen der USA zurückführen. Wenn man jedoch bedenkt, dass in der Corona-Krise die geschätzte Arbeitslosenquote bei der farbigen Bevölkerungsgruppe auf etwa 40 % angestiegen ist und wiederum die ärmere Hälfte der US Bewohner, zu denen auch überproportional viele Afro-Amerikaner zählen, weniger als USD 500 Rücklagen oder gar Schulden hat, kann man diese Proteste teils auch als einen Aufschrei gegen die immer größer werdenden sozialen Ungerechtigkeiten interpretieren. Insbesondere wenn man sieht, dass das obere 1 % der Bevölkerung aufgrund steigender Vermögenspreise immer reicher wird.

Wie lange sich die Aktienmärkte und andere Vermögenspreise von der Realität werden entkoppeln können bleibt abzuwarten, eines ist jedoch klar: die globalen Notenbanken haben den Kapitalismus, in der Form wie wir ihn kannten, abgeschafft. Preisfindung an den Vermögenmärkten hat nur noch sehr bedingt mit fundamentalen Zusammenhängen zu tun, und die Entkoppelung von Handlungen und dazugehöriger Verantwortungsübernahme führt zu immer größer werdenden Vermögenspreisblasen. Schließlich ist sich jeder Spekulant seit dem Frühjahr 2020 wieder sicher, dass die Notenbanken ihm im Notfall einen Rettungsanker zuwerfen werden. Der Fed-Put, der einst Alan Greenspan als Erfindung zugeschrieben wurde, lebt!

Bleiben Sie gesund,

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.