

# INVESTMENT OUTLOOK 2016

by Visual Finance

21. Januar 2016

## Journey to unknown Territory

From Monetary Expansion and Economic Wealth to gigantic Bond Debt Levels

### ***Looking back to move ahead in 2016***

Den letztjährigen Anlageausblick ‚Investment Outlook 2015‘ betitelten wir mit ‚*Welcome to the Danger Zone*‘, um Sie auf die zahlreichen wirtschaftlichen Stolpersteine und Anlagerisiken aufmerksam zu machen. An der Gefahrenlage hat sich in unseren Augen nicht viel verändert. Eine deutliche Entspannung ist nicht absehbar. Die markanten Kursstürze angeführt von den Aktienbörsen in China zum Jahreswechsel 2015/16 veranschaulichen die Nervosität in Anlegerkreisen bezüglich der zukünftigen globalen Wirtschaftsentwicklung. In der altherwürdigen City von London ist der FTSE 100 Aktienindex unter den Stand von Ende 1999 abgesackt. Interessanterweise ist der Bloomberg Commodity-Index auf ein sehr ähnliches Vergleichsniveau gefallen. Eine derart schwache Kursentwicklung über einen so langen Zeithorizont findet man nur wenige Male in der Wirtschaftsgeschichte. Die Situation ähnelt nun der langen Konjunkturschwäche, welche als ‚Grosse Gründerkrise (1873)‘ im 19. Jahrhundert in die Geschichtsbücher einging. Es ist gut möglich, dass die Korrekturperiode nach den Übertreibungen der ‚Technologischen/Digitalen Revolution‘ vergleichbar ist mit der Korrekturphase nach den ungesunden Auswüchsen im Zusammenhang mit der ‚Industriellen Revolution‘. Damals wie heute sanken die Produzenten- und Konsumentenpreise heftig und blieben über einen (sehr) langen Zeitraum hinweg tief. Unseren ‚Global Credit Risk Outlook‘, den wir am 22. September 2009 nach einer fulminanten Kursrallye (Opportunitätsfenster) wieder zurück auf die Höchststufe „rot“ angehoben hatten, belassen wir unverändert. Damals begründeten wir die Risikoverschärfung mit *„We expect many emerging markets going through a similar process of readjustment like today’s industrialized countries. The chance that the whole world will at one point enter a – what Visual Finance calls – ‘secular cycle of global consolidation and economic regeneration’ is fifty-fifty.“* Eine Befürchtung war, dass in den Folgejahren das Risiko zu einem nicht unwesentlichen Teil von den privaten Firmen (Privatwirtschaft) verallgemeinert würde, d. h. dem Staat aufgebürdet würde, was die Stabilität und Bonität der entsprechenden Staaten beeinträchtigen würde. Ein Artikel mit der dazugehörigen Visualisierung verfasst von der Schweizer Wirtschaftszeitung FINANZ und WIRTSCHAFT („Es gibt kaum noch Triple-A-Schuldner“) vom 14. November 2015 zeigt eindrücklich, was mit den Kreditratings einiger ‚Problemstaaten‘ nach unserer Lagebeurteilung geschah. Und

der Anpassungsprozess ist noch nicht abgeschlossen. Die Ratingagentur Fitch Ratings hat 2015 im Zuge der fundamentalen Ereignisse von den G-7-Staaten den Wirtschaftsriesen Japan zurückgestuft, und von den fünf BRICS-Staaten (aufstrebende Nationen) gleich deren drei, nämlich Brasilien, Russland und Südafrika. Brasiliens Kreditwürdigkeit wurde in den spekulativen Bereich (Ramschbereich) gesenkt. Neben Indien sind nun auch Russland und Südafrika nur noch eine Notenkerbe vom gefürchteten Junkniveau entfernt; der Ratingausblick ist für Russland ‚negativ‘, bei Indien und Südafrika ‚stabil‘. Im Jahresverlauf musste der Internationale Währungsfonds IWF wie von uns erwartet die BIP-Jahresprognosen schrittweise nach unten anpassen (Prognosen von Januar 2016: +3.1% für 2015, 3,4% für 2016, 3,6% für 2017). Das globale Wachstum ist nach der Grossen Rezession von 2008/2009 weniger stark als in früheren Referenzperioden, aber absolut gesehen noch nicht alarmierend schwach: Das Problem ist, dass die Konjunkturrisiken die Chancen klar überwiegen. Vor einem Jahr haben sehr viele Konjunkturforscher völlig unterschätzt, dass einbrechende Rohwarenpreise (z. B. Öl) nicht nur die Geldbeutel der Konsumenten füllen, sondern auch sehr viele Verlierer hervorbringen würden. Im Hochzins-Anleihensegment (High Yield Bonds) sind die Insolvenzen und Kreditprämien 2015 im Energie- und Rohstoffbereich in die Höhe geschossen. **Bildlich gesehen ist die Weltwirtschaft auf einer nassen, kurvigen Strasse unterwegs: Die Sicht ist schlecht! Entsprechend gering ist die Lust, grössere Risiken einzugehen (als Konsument, Produzent, Investor). Die Last, welche die Weltwirtschaft auf ihrem schleppend verlaufenden Konjunkturpfad mitführt, sind die riesigen Anleihenschulden, die mit etlichen Vertragsverpflichtungen verbunden sind (Zinszahlung, Rückzahlung, Erneuerung etc.).** Diese werden auf Jahre hinaus ‚tonnenschwer‘ wiegen und keine rasante Konjunkturfahrt zulassen. In der Schweiz sorgte 2015 die Aufhebung der Mindestkursgrenze von 1.20 Franken pro Euro am 15. Januar 2015 für viel Unruhe und Verunsicherung. Besonders stark setzt der enorm überbewertete Schweizer Franken dem Industriesektor und der Tourismusbranche zu. Die Arbeitslosenrate stieg im Jahresverlauf kontinuierlich auf saisonbereinigte 3.4% per Ende 2015. Markante tiefere Preise für Importe drückten die Teuerung in den negativen Bereich (Durchschnittsteuerung: -1.1%). Die Schweizerische Notenbank rechnet mit einem Jahresverlust in der Höhe von 23 Milliarden Franken. Die Schweizer Wirtschaft schrammte 2015 knapp an einer Rezession vorbei. Der relative starke private Konsum bewahrte die Schweiz vor einer Kontraktion; ein beträchtlicher Teil davon ist auf das Bevölkerungswachstum zurückzuführen. In den kommenden Jahren dürfte sich das mengenbedingte Wachstum verlangsamen. Auch die ins Ausland verschobenen (verlustig gegangenen) Industrieaktivitäten sowie relativ schwache Produktivitätsfortschritte trüben die Schweizer Konjunkturperspektiven. Die USA hat Ende Dezember 2015 die lang erwartete (kleine) Zinswende vollzogen (Zielband Federal Funds Rate: 0.25% - 0.50%), ist aber immer noch sehr weit von einer Zinsnormalisierung entfernt. 2015 haben sich die (geo-)politischen, wirtschaftlichen und religiös motivierten Spannungen verschärft (Griechenlandkrise, Terroranschläge, Flüchtlingsströme, nachbarstaatliche und innergemeinschaftliche Konflikte, Separationsbestrebungen, kriegerische Auseinandersetzungen, atomare Drohgebärden

u.v.m.). Die deutsche Bundeskanzlerin hat für ihre 'Willkommenspolitik' viel Kritik einstecken müssen und wirkt angeschlagen. In den USA wird im Herbst eine neue Präsidentin oder ein neuer Präsident gewählt. Im ‚Land der unbegrenzten Möglichkeiten‘ ist die Kapazitätsauslastung zuletzt mit 76.5% (u. a. wegen Kapazitätsverringeringen in den Bereichen Energie und Rohstoffe) unter den langfristigen Durchschnitt (1972-2014) gefallen: Der neu gewählten Präsidentin bzw. dem neu gewählten Präsidenten steht eine anspruchsvolle Amtsperiode bevor. Die sozioökonomischen Ungleichgewichte – Visual Finance hat bereits 2015 darauf hingewiesen – erschweren es, neben all den anderen Herausforderungen, auf einen stabileren, breit abgestützten (d. h. möglichst nachhaltigen) Wachstumspfad einzuschwenken. Der soeben veröffentlichte Bericht der Hilfsorganisation OXFAM bestätigt unsere Einschätzung einer dramatisch wachsenden, sozialen Ungleichheit. Gemäss den Studienautoren besitzen die 62 reichsten Menschen (hauptsächlich Männer) so viel wie die Hälfte der Weltbevölkerung. Das Vermögen der ärmsten Hälfte der Weltbevölkerung hat seit 2010 um eine Billion Dollar abgenommen (-41%). Dies, obschon die Weltbevölkerung in dieser Periode um etwa 400 Millionen Menschen zugenommen hat. Auf der anderen Seite hat das Vermögen der 62 reichsten Menschen um mehr als die Hälfte auf sagenhafte 1.76 Billionen Dollar zugenommen. Visual Finance geht davon aus, dass die Superreichen in ganz besonderem Masse von der Inkaufnahme günstiger Kredite (Schulden) Gebrauch gemacht haben, um mit der Kraft von Hebeleffekten hohe Vermögenszuwächse erzielen zu können. Viel zu viel Geld fliesst in die ‚falschen‘ Hände/Taschen. Beim jetzigen Status quo werden sich die Armutprobleme akzentuieren. Ein Umdenken bei den Superreichen selbst wäre wünschenswert. Eine Umverteilung (in welcher Form und aufgrund welcher Regelung auch immer) würde der Weltwirtschaft ohne jeglichen Zweifel neues Leben einhauchen.

## ***From ‚Super Trick‘ to ‚Gigantic Debt‘***

Aufgrund unserer Analysen gelangen wir zur Schlussfolgerung, dass der Einfluss der Notenbanken auf den Wirtschaftsverlauf sehr viel ausgeprägter ist, als allgemein angenommen. Der Übergang von (Edel-)Metallwährungen zu Papierwährungen hat bekanntlich zu einer gigantischen Ausweitung der monetären Basis geführt, die bei einem Festhalten von Gold- und Silbermünzen (neben anderen minderwertigeren Metallen) niemals möglich gewesen wäre. Die Erfolgsrezeptur bestand/besteht darin, die Geldmenge etwas stärker als das nominelle volkswirtschaftliche Wachstum steigen zu lassen. Unbedingt muss die Geldmengenerweiterung flankierend mit Fortschritten im wirtschaftlichen, politischen und gesellschaftlichen Bereich unterstützt werden. In gar keinem Fall darf es zu einer Masslosigkeit kommen, weder beim Staat, bei den Privaten noch bei Unternehmungen (siehe wachsende Bedeutung der Finanzmarktstabilität). Wird beim ‚Gelddrucken‘ übertrieben, so kippt der ‚Super-Trick‘ in ein Fiasko, welches über einen kaum zu stoppenden Währungszerfall und einen rasanten Inflationsanstieg bis in den Staatskollaps führen kann. Die Geldmengenausweitung findet über komplizierte Transmissionsmechanismen den Weg zu den Konsumenten und Produzenten. Die Rezeptur

(„Super Trick“) ist unserer Ansicht massgeblich (viel mehr als angenommen) verantwortlich für den wunderbaren Wohlstandsaufbau (Wirtschaftswunder) in den etablierten und aufstrebenden Nationen. Was ist die Krux mit dem „Super Trick“? Der Haken ist, dass die gigantische Geldschöpfung in verblüffend ähnlichem Ausmass auf der Schuldenanzeige der Internationalen Bondmärkte (Börsen für Schuldpapiere) auftaucht. Unsere Konklusion: Die Geldmengenausweitung führt schlussendlich zu einem sichtbaren Anstieg ausstehender Schuldenpapiere an den Wertpapierbörsen: Steigen die Schulden (fast parallel zur Geldmenge), obschon die Schuldner keine ausreichende Profitrate mehr zur Bedienung ihrer Verpflichtungen zu erzielen imstande sind, muss mit dramatischen Verwerfungen auf den globalen Bondmärkten gerechnet werden. Beim jetzigen Schuldenhochstand ist überall dort, wo das Wachstum fehlt und wo hohe Schuldverpflichtungen bestehen, in zunehmendem Masse mit Zahlungsschwierigkeiten zu rechnen. Dazu kommt, dass fast überall auf der Welt die Gesellschaften älter werden. War in Japan beispielsweise vor etwas mehr als fünfzig Jahren nur eine von sechszehn Personen über 65 Jahre alt, sind heute bereits vier von sechszehn Japanerinnen und Japaner 65-jährig und älter. Obschon der Anteil der „Aktiven“ (Personen im Arbeitsprozess) zurückgeht, nimmt der Staatsschuldenberg weiter zu.

## ***Eyes on China***

Gegenwärtig zählen nur noch wenige grosse aufstrebende Länder zu den Zugpferden der Weltwirtschaft. Darum schaut die Welt besorgt nach China. Denn auch die Werkstatt Nr. 1 der Welt befindet sich in einer Phase der Wachstumsverlangsamung. Sorgen um die Qualität des statistischen Zahlenmaterials und besorgniserregende Kursausschläge an den dortigen Finanzmärkten senden Gefahrensignale aus. Längst hat das Phänomen „Leverage“ (Verschuldung) auch die Schwellenländer erreicht. In einer Untersuchung der Marktentwicklungen im Bereich der Firmenanleihen (ohne Finanzsektor) hat der IWF berechnet, dass sich zwischen 2004 und 2014 die ausstehenden Firmenschulden in den aufstrebenden Staaten vervierfacht haben! Dabei ist eine vermehrte Abkehr von Schulden in Form von Darlehen, hin zu Schulden in Form von Anleihenschulden zu beobachten. Ein rapides Schuldenwachstum gilt als verlässlicher Risikoindikator. Die chinesische Regierung möchte bei der Wirtschaftsrichtung vermehrt auf das Potenzial des Binnenwachstums setzen. Es ist anzunehmen, dass die chinesische Führungsriege den Aussenwert der eigenen Währung (Yuan Renminbi) weiter schwächen wird, falls die Spannungen im Reich der Mitte zunehmen.

## ***International Bond Markets reflect all Typs of Risks***

Weil an den internationalen Anleihenmärkten gigantische Anleiensummen aufgetürmt worden sind und die Schuldner einen repräsentativen Querschnitt der Weltwirtschaft darstellen, lassen sich praktisch alle Makro- und Mikrorisiken am Kursverlauf dieser Anlageklasse ablesen.

## ***More Sorrows, Troubles and Turbulences***

Visual Finance rechnet mit einer wachsenden Anzahl an Firmenrestrukturierungen und höheren Insolvenzquoten. Grosse Übernahmehorizonte werden 2016 punkto (Anleihen)Finanzierung auf deutlich schwierigere Marktverhältnisse stossen. Diverse mittelgrosse Schweizer Unternehmen, darunter auch Traditionsfirmen, gehen bonitätsmässig geschwächt in das neue Jahr; es wird zu vielen schwierigen Verhandlungen mit den Kreditgebern und den anderen Anspruchsgruppen (Stakeholder) kommen. Im Jahresverlauf werden zahlreiche Restrukturierungsankündigungen für Schlagzeilen sorgen, was sich negativ auf die Konsumentenstimmung auswirken wird. Auch wenn die Herausforderungen beträchtlich sind, ist es noch nicht ausgemacht, dass es 2016 zu einem weltweiten Konjunkturreinbruch kommt. Zahlreiche Firmen in arg gebeutelten Sektoren, wie z. B. jene im Bereich Energie und Rohstoffe, die sich im Überlebensmodus befinden, versuchen mit aller Kraft, Kreativität und Entschlossenheit und mit ganz gezielten Massnahmen (strategisch und operativ), sich den deutlich rauerer Marktgegebenheiten (stark gefallene Marktpreise) anzupassen. Viele tun dies mit Effizienzsteigerungsprogrammen und Vermögensverkäufen zwecks Reduktion der horrenden Schulden. Sie tun bereits das, was manchen Schuldner aus anderen Wirtschaftszweigen erst noch bevorsteht. Zum grössten Knall, den es je an den Bondmärkten gegeben hat, wird es dann kommen, wenn nicht nur die Insolvenzfälle massiv zunehmen, sondern zusätzlich auch noch dunkle Inflationswolken am Horizont aufziehen, die sich dannzumal über sämtliche Anleihenmarktsegmente entladen. Heute gleicht der Schweizer Anleihenmarkt mit seinen unzähligen Negativrenditen einer öden Zins-Wüste: Wenn der ‚Grosse Sturm‘ losbricht, werden (Kurs-)Erosionen die logische Folge sein. Da Gold ‚neutral‘, international, physisch greifbar, leicht handelbar und frei von Gegenparteiisiken (Konkursrisiko) ist, erachten wir das gelbe Edelmetall als ein langfristig starkes Investment. Dem viel geäusserten Argument ‚Es gibt keine Alternativen zu Aktien‘ stehen wir kritisch gegenüber; zu gross sind momentan die Kursrisiken. Kommt hinzu, dass viele namhafte Banken ihrer Kundschaft bereits sehr hohe Aktienquoten empfehlen. Von diesem stattlichen Level aus sind Aktienanteilsreduktionen in der Vermögensallokation wahrscheinlicher als Aktienquotenerhöhungen. Wer keine Angst vor hohen Risiken hat und weiss, wie damit umzugehen, dem werden die volatilen Finanzmärkte zwischendurch auch einige sehr interessante Kaufgelegenheiten (Chancen) bieten. Gefragt sind die besten Argumente und die hohe Kunst der Bewertung, Selektion und Antizipation.

\*\*\*