

**FLORIAN HOMM
MORITZ HESSEL**

DER CRASH IST DA



WAS SIE JETZT TUN MÜSSEN!

**ANLAGEN
IMMOBILIEN
ERSPARNISSE
ARBEIT**

FBV

**SPIEGEL
Bestseller**

FLORIAN HOMM
MORITZ HESSEL, DR. MARKUS KRALL,
SANTINA BERGER, RAPHAEL HUG

DER CRASH IST DA

WAS SIE JETZT TUN MÜSSEN!

ANLAGEN
IMMOBILIEN
ERSPARNISSE
ARBEIT

FBV

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://d-nb.de> abrufbar.

Für Fragen und Anregungen:

info@finanzbuchverlag.de

Originalausgabe, 3. Auflage 2019

© 2019 by FinanzBuch Verlag, ein Imprint der Münchner Verlagsgruppe GmbH,
Nymphenburger Straße 86
D-80636 München
Tel.: 089 651285-0
Fax: 089 652096

Alle Rechte, insbesondere das Recht der Vervielfältigung und Verbreitung sowie der Übersetzung, vorbehalten. Kein Teil des Werkes darf in irgendeiner Form (durch Fotokopie, Mikrofilm oder ein anderes Verfahren) ohne schriftliche Genehmigung des Verlages reproduziert oder unter Verwendung elektronischer Systeme gespeichert, verarbeitet, vervielfältigt oder verbreitet werden.

Die im Buch veröffentlichten Ratschläge wurden von Verfasser und Verlag sorgfältig erarbeitet und geprüft. Eine Garantie kann dennoch nicht übernommen werden. Ebenso ist die Haftung des Verfassers beziehungsweise des Verlages und seiner Beauftragten für Personen-, Sach- und Vermögensschäden ausgeschlossen.

Projektgesamtleitung: Georg Hodolitsch
Redaktion: Judith Engst
Korrektur: Silvia Kinkel
Umschlaggestaltung: Pamela Machleidt, München
Umschlagabbildung: istockphoto/sbayram
Satz: Daniel Förster, Belgern
Druck: GGP Media GmbH, Pößneck
Printed in Germany

ISBN Print 978-3-95972-231-5
ISBN E-Book (PDF) 978-3-96092-434-0
ISBN E-Book (EPUB, Mobi) 978-3-96092-435-7

Weitere Informationen zum Verlag finden Sie unter

www.finanzbuchverlag.de

Beachten Sie auch unsere weiteren Verlage unter www.m-vg.de.

Inhalt

Einleitung von Florian Homm	7
Kapitel 1	
Analyse und Marktumfeld	13
1.1 Ostasien und Schwellenländer-Debakel – zu hohe Schulden und steigender Finanzierungsbedarf in harten Währungen	31
1.2 Rekordschulden und Haushaltsdefizite in den entwickelten Ländern	48
1.3 Disintermediation – sinkende Risikobereitschaft und die Flucht in vermeintlich sichere Häfen	57
1.4 Die Zinsspanne lügt (fast nie)	67
1.5 Warum wir mit allem falsch liegen könnten – Oder doch nicht?	75
Kapitel 2	
Technologische Trends – Segen oder Schwarze Hightech-Schwäne?	81
2.1 Der Algo-Faktor	87
2.2 Quantencomputer	92
2.3 Distributed-Ledger-Technologie	95
2.4 Blockchain	97
2.5 3D-Druck	98
2.6 5G-Netzwerke	100
2.7 Virtual Reality	102
2.8 Fazit	103

Kapitel 3	
Von schwarzen Schwänen und chinesischen Fabelwesen	
von Dr. Markus Krall	111

Kapitel 4	
Finanzrepression und schleichende Enteignung – Was tun?	121
4.1 Wie Sie sich gegen Enteignung schützen können (Grundlagen)	121
4.2 Zunehmende Finanzrepression	128
4.3 Ferien in Neuseeland – oder: Was halten Sie von 4 Prozent Zinsen auf Festgeld bei einer Inflation von 2,2 Prozent?	145
4.4 Die nicht so liebe Inflation – der Erzfeind des traditionellen Sparer	147
4.5 Der Krall(en)-Faktor – die europäische Enteignung	149
4.6 Versicherungslüge, Strafzölle und Steuererleichterungen	158
4.7 Kryptowährungen – Eine reelle Alternative oder eine Bärenfalle?	164
4.8 Immobilien- und Zwangshypotheken – riskantes Betongeld	173

Kapitel 5	
Kurz- und langfristige Finanz-Szenarien – die optimale Positionierung	185
5.1 Unsere Szenarien bis Ende 2020	186
5.2 Unsere mittelfristigen Szenarien von 2021 bis 2025/2027	194
5.3 Anlagephilosophie – Total Return	198
5.4 Die 500 größten Aktiengesellschaften der Welt unter der Lupe	200

Kapitel 6	
Die Mega-Trades	219
6.1 Gold und Silber – perfekt kalibriert	220

6.2	Zins-Futures – ein nervenaufreibender Trade	224
6.3	Währungsreform oder der Kollaps von schwachen Währungen	229
6.4	Von der Nervosität an den Börsen profitieren – VIX-Futures	230
6.5	Short Abenomics – die gigantische Yen-Währungsreform	237
6.6	Eurodebakel – Short diverser europäischer Unternehmens- und Bundesanleihen	243
6.7	Fazit	244

Kapitel 7

Konkrete Lösungen und vielversprechende

	Anlagestrategien	245
7.1	Hohe positive Optionalität – das Konzept erklärt	245
7.2	Clinovel Pharmaceuticals – der aufstrebende Pharmawert	248
7.3	Volition RX – Krebs-Früherkennung, die Leben retten könnte	263
7.4	Blockscience PLC – gutes Geschäftsmodell in einer rasant wachsenden, wenig zyklischen Branche	278
7.5	Die konservative Anleihe – Fresenius Medical Care	293
7.6	Gamigo-Anleihe – eine hochverzinsliche Alternative für Vermögende und professionelle Investoren	296

Kapitel 8

	Schlusswort	303
--	-------------	-----

	Glossar	309
--	---------	-----

	Über die Autoren	319
--	------------------	-----

	Weitere Projekte und Engagements	323
--	----------------------------------	-----

	Bleiben Sie stets auf dem Laufenden	323
--	-------------------------------------	-----

	Karitative Engagements von Florian Homm	325
--	---	-----

	Disclaimer/Haftungsausschluss	327
--	-------------------------------	-----

Einleitung

von *Florian Homm*

Seit über vier Jahrzehnten bin ich als Nostro-Händler, Investor, Unternehmer und Analyst tätig. Zwischenzeitlich war ich 15 Monate in Auslieferungshaft und 53 Monate auf Reisen. In den vergangenen drei Jahren habe ich diverse Bücher geschrieben, etliche Videos zu aktuellen, wirtschaftlichen Themen gedreht, einige Vorträge gehalten und an einem Börsenbrief mitgewirkt. Das war eine äußerst spannende Zeit. Der Markt war mir gewogen. Den aktuell zu beobachtenden Bärenmarkt hatte ich frühzeitig und akkurat vorhergesagt.

Das war leider nicht immer so. 1994 wurde ich zum besten Hedgefonds-Manager Europas gekürt. In besagtem Jahr hatte ich wieder einmal auf fallende Kurse gesetzt und größere Investment-Debakel vermieden. Ich spekulierte auf den Kursverfall überbewerteter Aktien und hatte in mittelgroße, defensivere Value-Werte investiert. Ich sonnte mich in meiner Eitelkeit und war der Meinung, diese Strategie würde auch im folgenden Jahr bestens funktionieren. Ich hätte mich kaum mehr irren können.

Die Short-Positionen in meinem Depot liefen fast alle gegen mich. Die Aktien, die ich kaufte, bewegten sich nicht vom Fleck. Mein Anlagestil mochte vielleicht plausibel erscheinen, aber das nützte nichts, da die meisten Investoren nach der Börsenkorrektur große, liquide Wachstumswerte kauften statt der großen Mittelständler, die ich im Depot hatte. Mitte des Jahres warfen meine Trader Papierkügelchen nach mir und fragten mich, wann ich diesen irrsinnigen Trade auflösen würde. Keine drei Monate später zogen meine Investoren mehr als 100 Millionen Euro aus meinem Fonds ab. Ich hatte den Nadir meiner Karriere als Hedgefonds-Manager erreicht. Ich musste zugeben: Ich war definitiv nicht der »Master des Universums«.

Zum einzigen und hoffentlich letzten Mal produzierte mein Hedgefonds einen Verlust, und der beste Fondsmanager des Jahres 1994 wurde im Folgejahr zu einem der schlechtesten. Seit dieser Erfahrung bin ich bescheidener geworden. Glauben Sie mir: Es ist nahezu unmöglich, Jahr um Jahr in den Ranglisten der besten Fondsmanager und Analysten aufzutauchen. Das sollten Sie wissen, bevor Sie jetzt weiterlesen.

Und jetzt kommen wir endlich zu der Publikation *Der Crash ist da*. Dieses Buch ist mindestens genauso unkonventionell und polarisierend wie meine anderen Bücher. Ich werde Ihnen zusammen mit meinem Team zunächst einen Überblick geben, was sich gerade weltweit an den Börsen abspielt und mit welchen Entwicklungen Sie in den kommenden Monaten rechnen müssen. Selbstredend werden wir Ihnen auch erklären, wie Sie sich und Ihr Geld in der aktuellen Lage sinnvoll positionieren können.

Der Crash ist da ist der vorletzte Teil einer einzigartigen Buchreihe, die mit der Veröffentlichung des Bestsellers *Endspiel* im Jahr 2016 begann. Bereits darin haben wir auf eine brüchige Marktkonstellation hingewiesen. Das Buch diente als Einführung in teilweise komplexe Wirtschaftsthemen, die wir einem breiten Publikum leicht verständlich vermitteln wollten.

Im Juli 2017 erschien das Buch *Erfolg im Crash*. Darin, sowie in vielen Videos, dem Börsenbrief *Florian Homm Long-Short* und etlichen Vorträgen, verwiesen wir darauf, dass in den Jahren 2017 bis 2019 mit einem Crash oder zumindest mit herben Korrekturen oder instabilen Verhältnissen an den wesentlichen Börsen und in der Wirtschaft zu rechnen sei.

Im Gegensatz zu vergleichbaren Büchern fokussieren wir uns nicht allein darauf, die bestehenden Risiken zu schildern. Vielmehr geben wir Ihnen auch zahlreiche Tipps, wie Sie sich am besten durch das Minenfeld der Finanzmärkte bewegen. Aktuelle Hinweise von uns finden Sie unter folgendem Link auch auf YouTube:

<https://www.youtube.com/channel/UC9Iq-yi4q3lsnSEXltzpqcQ>

Die Abonnenten unseres Börsenbriefs (www.florianhommlongshort.ch) konnten mit der Nachbildung unseres Musterportfolios im schwierigen Börsenjahr 2018 einen Gewinn von 23,1 Prozent nach Kosten verzeichnen. Die Performance des DAX lag in derselben Zeitspanne bei circa minus 12 Prozent. Ein Zitat aus der *Welt am Sonntag* ist selbsterklärend. Die große deutsche Sonntagszeitung stellte am 18. November 2018 mehrere Geldmanager vor, die gut durch das Jahr gekommen waren. Ich, Florian Homm, landete hierbei auf dem ersten Platz. Anbei ein Kommentar aus der Zeitungsausgabe 46/2018:

»[...] zu ihnen zählt Florian Homm. Wer den Empfehlungen des Börsenbriefes folgte, den er mit seinen Ideen bestückt, konnte in diesem Jahr bisher 23 Prozent verdienen – während der Dax 12 Prozent verlor.«

Die Risse im globalen Finanzsystem sind mittlerweile deutlich erkennbar. Es ist allerhöchste Zeit, diese Krise zu analysieren und daraus wichtige Schlüsse zu ziehen. Deswegen haben wir *Der Crash ist da* geschrieben, denn für die meisten Anleger besteht akuter Handlungsbedarf.

Als Crash wird ein extremer Kurseinbruch an den Börsen bezeichnet. In Fachkreisen wird ein Wertverlust von 20 Prozent oder mehr als Beginn eines Bärenmarktes interpretiert. Diese Marke wurde an einigen wichtigen Börsen wie in Deutschland (DAX und TecDAX), in China sowie in diversen Schwellenländern bereits unterschritten, und auch einige Währungen, etwa in Argentinien, der Türkei, Pakistan und Venezuela, verzeichnen bereits Verluste in mindestens dieser Größenordnung. In der vorliegenden Publikation, *Der Crash ist da*, geht es uns darum, wichtige Entwicklungen zu analysieren und das Marktumfeld richtig einzuschätzen. Denn aus diesen Recherchen ergeben sich konkrete Maßnahmen, die in einem hochriskanten Umfeld zum Vermögenserhalt beitragen sollten. Agile Investoren sollten überproportional von diesem Crash profitieren. Defensiv orientierte Investoren sollten ihr Vermögen zumindest vor Wertverfall und Finanzrepressionen schützen.

Wir als Autorenteam sprechen aber nicht nur vermögende Privatanleger an, sondern auch Immobilien-Investoren und Menschen, die noch im Frühstadium ihrer beruflichen Entwicklung sind. Der bekannte Experte Dr. Markus Krall beschreibt die China-Problematik. Die Jungautoren Santina Berger, Moritz Hessel und Raphael Hug haben die diffizilen Themen Blockchain, künstliche Intelligenz und Digitalisierung intensiv analysiert und wichtige Schlussfolgerungen formuliert. Ganz entscheidend sind konkrete Hinweise, wie Sie sich gegen die schleichende Enteignung und die Finanzrepression wehren können.

Für diejenigen, die sich nicht regelmäßig mit Wirtschaftsthemen beschäftigen, erklären wir alle wichtigen Begriffe im Glossar.

Wir hoffen, Ihnen viel Interessantes mitteilen zu können, das Sie in dieser Breite und Tiefe in keinem anderen deutschsprachigen Investmentbuch finden.

Kapitel 1 »Analyse und Marktumfeld« bildet die Grundlage unserer Annahmen und Einschätzungen.

Die Frage, ob technologische Trends der nächsten zehn Jahre ein Segen sind oder sich womöglich als Schwarze Hightech-Schwäne entpuppen, beantworten wir in **Kapitel 2**.

In **Kapitel 3** gibt der Bestsellerautor Dr. Markus Krall einmalige Einblicke in die Finanzwelt Chinas. Dabei geht es unter anderem um geopolitische Rivalitäten und um die Stabilität des Finanzsystems im Reich der Mitte.

Kapitel 4 widmet sich der schleichenden Finanzrepression und einer drohenden Enteignung durch negative reale Zinsen, Regierungsmaßnahmen und Inflation. Auch zu diesem hochrelevanten Thema präsentieren wir Ihnen Handlungsansätze. Denn Sie mögen so gut investieren und so gut wirtschaften wie König Salomon – wenn man Ihnen die Erträge Ihrer Arbeit stiehlt, war alles umsonst.

In **Kapitel 5** zeigen wir Ihnen wahrscheinliche kurzfristige, mittel- und langfristige Entwicklungen an den Kapitalmärkten auf. Sie erfahren, welche Anlagestrategien in den einzelnen Phasen am vielversprechendsten sein dürften.

Das **Kapitel 6** beschäftigt sich mit sogenannten Mega-Trades. Das sind Investments mit einem extrem hohen Ertragspotenzial, die aber keineswegs risikoarm sind. Hier ist das Timing besonders wichtig.

Anders als alle anderen vergleichbaren Bücher erhalten Sie in dieser Publikation ausführliche Infos zu umsetzbaren und realistischen Lösungen zur Kapitalsicherung sowie der Kapitalvermehrung in einem schwierigen Umfeld. Entsprechende Hinweise finden Sie in **Kapitel 7**.

Das vierte und abschließende Buch in dieser Reihe heißt: *Kaufen! Die Investmentchance des Jahrhunderts*. Diese Publikation wird erst erscheinen, wenn wir davon ausgehen, dass es sich wieder lohnen könnte, kräftig zu investieren. Aktuell wagen wir noch keine Prognose, wann das der Fall sein wird. Nur so viel sei verraten: Wir meinen, es könnte diesmal wesentlich länger dauern als nach den Börsencrashes von 2000 bis 2002 und 2008 bis 2009. Es wird wohl etwas länger dauern, bis das Chance-Risiko-Verhältnis auf breiter Flur wieder auf einem akzeptablen Niveau sein wird.

Meine primäre berufliche Aufgabe liegt darin, einem breiten Publikum Insiderwissen aus der Investmentbranche zu vermitteln. Sie, liebe Leser, sollten sich klarmachen, dass Sie in einem schwierigen wirtschaftlichen und finanziellen Umfeld nicht automatisch zu den Krisenopfern gehören müssen. Deswegen haben wir *Der Crash ist da* geschrieben. Tun Sie etwas gegen den Wertverlust Ihrer Aktien, Immobilien oder Anleihen sowie gegen die schleichende Enteignung Ihres Vermögens durch Inflation und Finanzrepression!

Mit herzlichen Grüßen

Ihr Florian Homm

KAPITEL 1

Analyse und Marktumfeld

*»Jene, die sich nicht an die Vergangenheit erinnern,
sind dazu verdammt, sie zu wiederholen.«*

BENJAMIN GRAHAM

Erinnern Sie sich an die Finanzkrise 2008/2009? Sie begann in den USA. Die Banken hatten reihenweise extrem niedrig verzinste Kredite an Immobilienkäufer mit teilweise äußerst schlechter Bonität vergeben, was zu einer Explosion der Immobilienpreise führte. Das ging so lange gut, bis eine große Zahl an Kreditnehmern ihre Schulden nicht mehr bedienen konnte. Für ihre Häuser fanden sich keine neuen Käufer mehr. Die Immobilienpreise stürzten ab. Diese Krise schwappte innerhalb weniger Monate nach Europa. Auch deutsche Banken waren massiv betroffen, weil sie in Kreditpakete investiert hatten, in denen mitunter viele faule US-Darlehen gebündelt waren. Auch Pakete, die Kredite an Schuldner mit hoher Bonität enthielten, verloren im nächsten Schritt deutlich an Wert. Sie wurden von Investoren quasi in Sippenhaft genommen und temporär nicht mehr gehandelt. Dadurch kam es zu einem großen Abschreibungsbedarf bei den Finanzinstituten. Die Banken machten hohe Verluste. Einige von ihnen wurden verstaatlicht oder erhielten Finanzspritzen von der öffentlichen Hand.

Damit war die Sache allerdings nicht erledigt. Es blieb nicht bei einer reinen Bankenkrise. Die Institute reduzierten aus Angst vor Risiken fortan teilweise ihr Kreditvolumen. Sie agierten vor allem risikoavers, und ausländische Banken verabschiedeten sich teils gänzlich aus dem deutschen Markt. So wurde auch der Rest der Wirtschaft infiziert.

Haben wir aus dieser Krise gelernt?

Es sieht nicht so aus. Werfen Sie einen Blick auf die Banken. Die Deutsche Bank hat bis heute kein tragfähiges Geschäftsmodell. Um die Commerzbank steht es nicht besser. Für die NordLB, die die Finanzkrise noch ganz locker überstanden hatte, wird aktuell ein Investor gesucht. Das Institut kämpft ums Überleben. Die Bundesländer waren nicht in der Lage, ihre Landesbanken im großen Stil zu fusionieren. Die Deutsche Bank als systemrelevantes Institut wurde nicht in kleinere Einheiten zerteilt.

Die traurige Wahrheit lautet vielmehr: Die Bilanzsumme der Banken, die vor dem Crash von 2008/2009 zu den größten zählten und als systemrelevant galten, ist heute fast doppelt so hoch wie vor der letzten Krise.

Statt das Bankensystem auf gesunde Beine zu stellen, setzten die Zentralbanken alles daran, das kranke System am Leben zu halten. Die Zinsen wurden auf null gesenkt und die Geldmenge wurde hochgeschraubt.

Wie Sie an dem nachfolgenden Schaubild (Abbildung 1) erkennen können, sind die Verbindlichkeiten der größten Zentralbanken seit 2008 um mehr als 500 Prozent gestiegen. Dies steht in keinem Verhältnis zur Entwicklung der Wirtschaftsleistung (plus 45 Prozent).

Viele Staaten sind auf geradezu groteske Weise überschuldet und weisen hohe Haushaltsdefizite auf. Seit 2008 steigt die Verschuldung relativ zur Wirtschaftsleistung praktisch in allen wichtigen Wirtschaftsregionen der Welt. Der Aufschwung nach der letzten Krise wurde schlicht auf Pump finanziert.

Schauen wir nur einmal kurz in die USA: Im Juni 2019 befindet sich die USA in der längsten wirtschaftlichen Expansionsphase, die verzeichnet wurde, seit diese Daten im Jahr 1861 zum ersten Mal erhoben worden sind. Aktuell prognostiziert die amerikanische Wirtschaftsbehörde, das Congressional Budget Office, dass der bestehende Wirtschaftsboom bis Ende 2028 anhalten soll. Sollte dieses Szenario wirklich eintreten, wäre der Zyklus fast doppelt so lang wie die längste Wirtschaftsexpansion in der US-Geschichte (vgl. Abbildung 2).

Global Central Bank Balance Sheet Assets

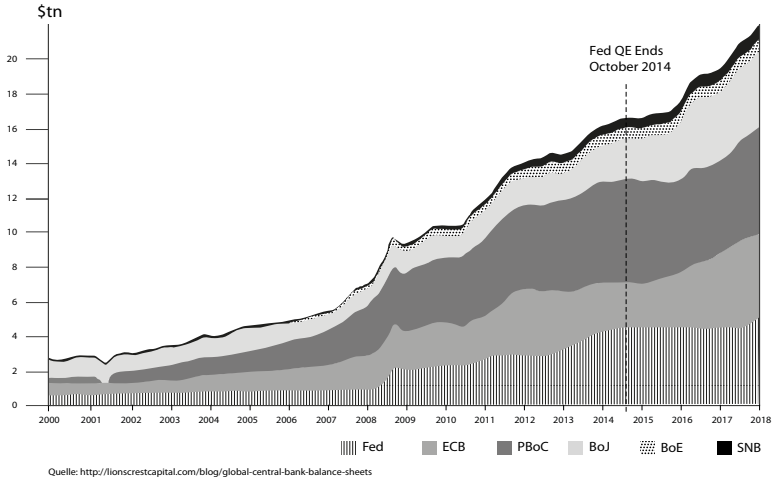


Abbildung 1: Zentralbankbilanzen der führenden Notenbanken

Duration Of The U.S. Business Cycle (in Months)

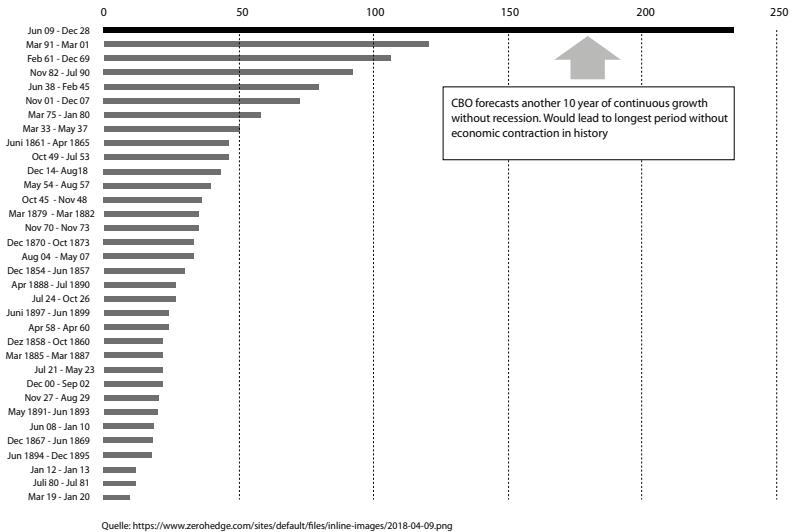


Abbildung 2: Dauer des amerikanischen Wirtschafts-Zyklus

Auswirkungen auf den Aktienmarkt

Ganz besonders haben die Aktienmärkte vom lang anhaltenden Aufschwung profitiert. Das können Sie am folgenden Schaubild (vgl. Abbildung 3) ablesen. Während es zwischen den Jahren 2000 und 2008 an den Börsen noch bergauf und bergab ging, steigt der S&P seit zehn Jahren fast nur noch, begleitet von Geldschwemmen der Zentralbanken (QE1, QE2, QE3).

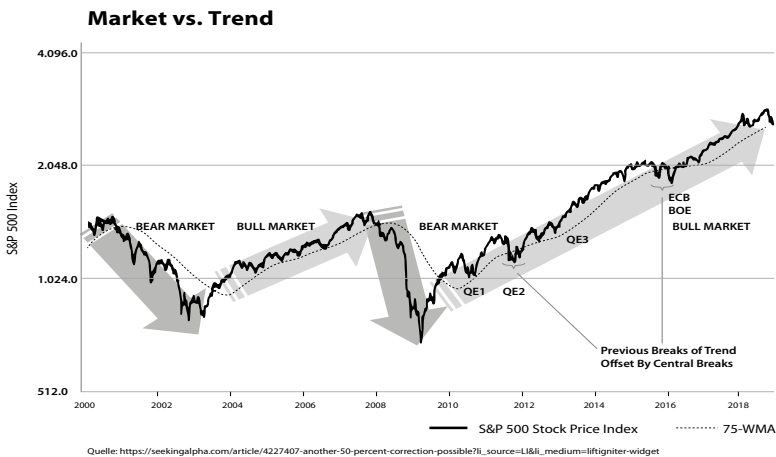


Abbildung 3: S&P 500 Index seit dem Jahr 2000: Phasen von Bären- und Bullenmärkten

Es scheint fast, als könnten die führenden Zentralbanken die gängigen Zyklen an den Börsen außer Kraft setzen. Allerdings muss das nicht so bleiben. Wichtige Rahmenbedingungen haben sich in der Zwischenzeit verändert.

1. Kaufimpulse könnten ausbleiben

Das globale Verschuldungsniveau der Staaten liegt auf seinem absoluten Hochpunkt, dies gilt vor allem in Relation zum Weltwirtschaftswachstum. Auch das Volumen der Kredite, die Investoren aufneh-

men, um damit Aktien zu kaufen, hat einen Rekordstand erreicht. Der Bargeldbestand der amerikanischen Privatanleger ist auf dem niedrigsten Stand seit dem Crash im Jahr 2000. Private Anleger haben ihre Reserven ausgegeben oder investiert. Aus dieser Richtung können kaum noch Kaufimpulse kommen.

2. Die Unternehmenswerte sind bereits extrem hoch

Das wollen wir Ihnen am Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) nach Shiller demonstrieren. Beim Shiller-Kurs-Gewinn-Verhältnis, auch CAPE Ratio genannt, wird der aktuelle Aktienkurs eines Unternehmens durch die durchschnittlichen Nettogewinne der letzten zehn Jahre dividiert. Zudem werden historische Gewinne inflationsbereinigt dargestellt. Dieser Indikator lässt sich ebenfalls auf große Indizes wie den S&P 500 aus den USA anwenden. Die Entwicklung des Shiller-KGV zeigt Abbildung 4.

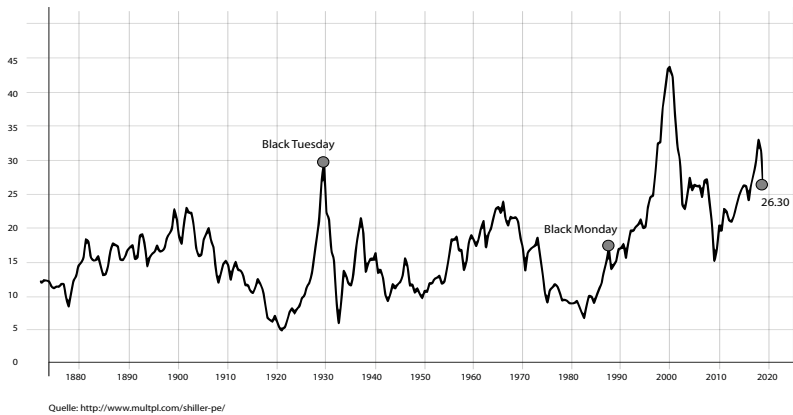


Abbildung 4: Shiller-KGV im Zeitraum von 1880 bis Dezember 2018

Nur während des Crashes 1929 und zu Zeiten der Dotcom-Krise lag dieser Wert höher als heute. Sollte sich die CAPE Ratio seinem Mittelwert annähern, würde dies trotz der jüngsten Kurskorrekturen

(Stand: Dezember 2018) weitere Kursrückgänge mit sich bringen. Für den S&P 500 hieße das ganz konkret, dass der Index um 44 bis 54 Prozent sinken würde. Übrigens: Die Daten werden seit 1877 erhoben. Seitdem lag die CAPE Ratio nur in etwa 5 Prozent der gemessenen Zeit auf einem höheren Niveau als dem aktuellen.

3. Die Unternehmensgewinne steigen nicht im selben Umfang wie die Bewertungen

Seit Beginn der Datenerfassung im Jahr 1871 sind die Dividendenrenditen amerikanischer Aktiengesellschaften aktuell auf dem zweitniedrigsten Stand. Noch niedriger waren sie nur vor dem Platzen der Dotcom-Blase im Jahr 2000. Heute liegt die Dividendenrendite der Titel im S&P 500 bei lediglich 1,8 Prozent. Die historische durchschnittliche Dividendenrendite beträgt 4,3 Prozent (zur Entwicklung der Dividendenrenditen, siehe Abbildung 5). Dies liegt unter anderem daran, dass die Titel im S&P deutlich gestiegen sind. Das aktuelle Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) des S&P 500 beläuft sich auf 24,7, der historische Durchschnitt liegt lediglich bei 15,7. Von den nach Marktkapitalisierung sechs größten Aktien im S&P 500 schütten nur zwei Unternehmen überhaupt eine Dividende aus.

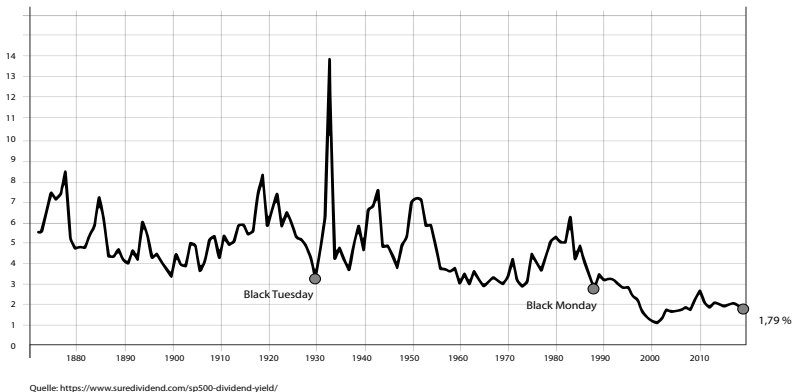


Abbildung 5: Dividendenrendite im S&P 500 Index seit 1871

4. Der Einfluss des Zinsniveaus auf die Unternehmensgewinne steigt

Im Folgenden möchten wir Ihnen die vermutlich wichtigste Grafik des ganzen Buches zeigen, die zugleich die Wurzel allen Übels veranschaulicht. Die Kursexplosion an der Börse ist eine unmittelbare Folge des aktuellen Zinsniveaus. Man könnte die aktuellen Niedrigzinsen auch als Goldenes Ei der Blasenökonomie bezeichnen. Nahezu der gesamte Anstieg der Gewinne (83 Prozent) der 500 größten amerikanischen Unternehmen seit 2007 lässt sich darauf zurückführen, dass deren Zinskosten gesunken sind, wie Tabelle 1 zeigt. Sollten die Zinskosten steigen, dürften die Erträge sinken – sofern kein Wunder geschieht. Erhöhen sich die durchschnittlichen Finanzierungskosten der großen US-Firmen um nur 150 Basispunkte (1,5 Prozentpunkte), steigen die Zinsaufwendungen auf circa 360 Milliarden US-Dollar pro Jahr. Die Nettogewinne der Unternehmen müssten um 25 Prozent fallen. Die Börsenwerte dürften dann gewaltig unter Druck geraten.

Tabelle 1: Anteil der Nettozinskosten an den Gewinnsteigerungen

S&P 500 Index	2007 (Top)	2018
Stand	1.550	2.900
Ertrag nach Steuern (US-GAAP)	85	129
Zinsaufwendungen	18,2	22,6

S&P 500 Index (2007–2018)	
Wertsteigerung (2007–2018)	87,0 Prozent
Veränderung der Zinsaufwendungen (2007–2018)	35,7 Prozent
Gewinnsteigerung (2007–2018)	43,0 Prozent
Anteil der geringeren Zinskosten an der Gewinnsteigerung	83,0 Prozent

Quelle: Eigene Darstellung

5. Die Unternehmen haben das geliehene Geld nicht unbedingt sinnvoll eingesetzt

Corporate debt is at a record high – and still rising

Total credit to nonfinancial corporations, as a percent of GDP



Quelle: The Millstein Co., https://img.washingtonpost.com/ff/image_1484w/2010-2019/WashingtonPost/2018/06/08/Business/Graphics/2300-corporateDebt06XX-C-v2.jpg

Abbildung 6: Verschuldung amerikanischer Unternehmen im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung (GDP)

Die Verschuldung amerikanischer Unternehmen im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung ist in den USA in den vergangenen Jahrzehnten deutlich gestiegen. Dies können Sie an der obigen Grafik ablesen (Abbildung 6).

Ein Blick auf die Entwicklung der Produktivität im selben Zeitraum zeigt uns, dass die Unternehmen das geliehene Geld nicht sonderlich sinnvoll eingesetzt haben können. In den entwickelten Volkswirtschaften hat sich das Produktivitätswachstum seit den 1970er-Jahren eher verlangsamt. Die Wachstumsrate tendiert in Richtung 0 Prozent (vgl. Abbildung 7).

Wachstumsrate der Arbeitsproduktivität

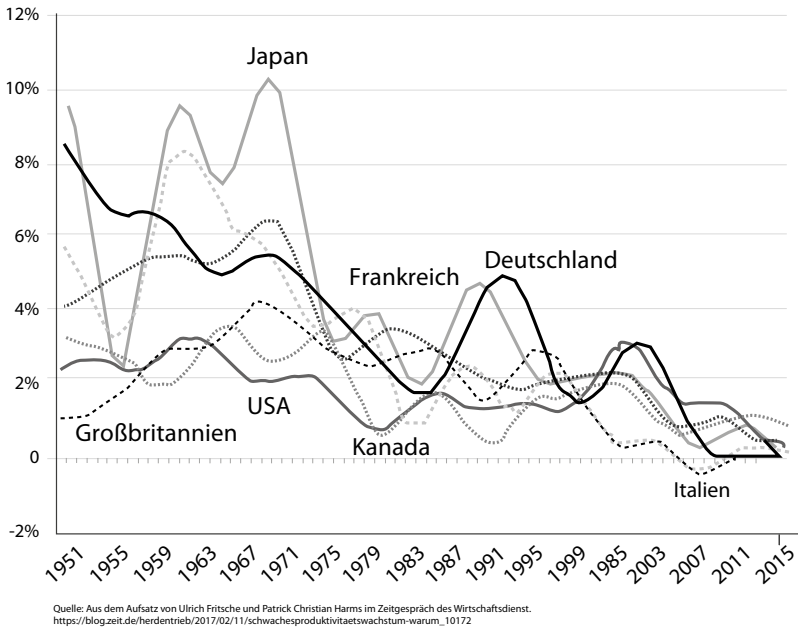


Abbildung 7: Jährliches Produktivitätswachstum in Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Italien, Japan, Kanada, USA

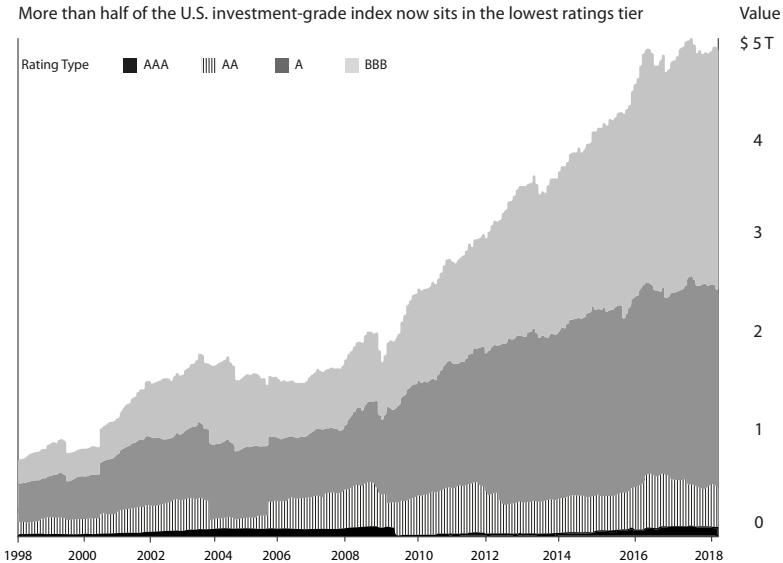
6. Die Verschuldung der Unternehmen ist auf einem hohen Stand

Der S&P 500 Investment Grade Index für Unternehmensanleihen ist ein Subindex des S&P 500 Anleihen-Index und misst den Wert von US-Unternehmensanleihen, die von Mitgliedsunternehmen des Aktienindex S&P 500 mit einem Investment-Grade-Rating begeben wurden. Durch Akquisitionen (Übernahmen) hat sich fast die Hälfte aller gelisteten Unternehmen in besagtem Investment Grade Index auf Junk-Bond-Niveau (das Niveau von Schrottanleihen) heruntergewirtschaftet. In den vergangenen sieben Jahren wurden über 50 Über-

nahmen im Gesamtwert von 1,9 Billionen US-Dollar überwiegend durch Schulden finanziert. Dies führte dazu, dass mehr als 50 Prozent des gesamten Index mit dem niedrigsten Investment-Rating der Kategorie BBB bewertet wurden (vgl. Abbildung 8).

The Big Downgrade

More than half of the U.S. investment-grade index now sits in the lowest ratings tier

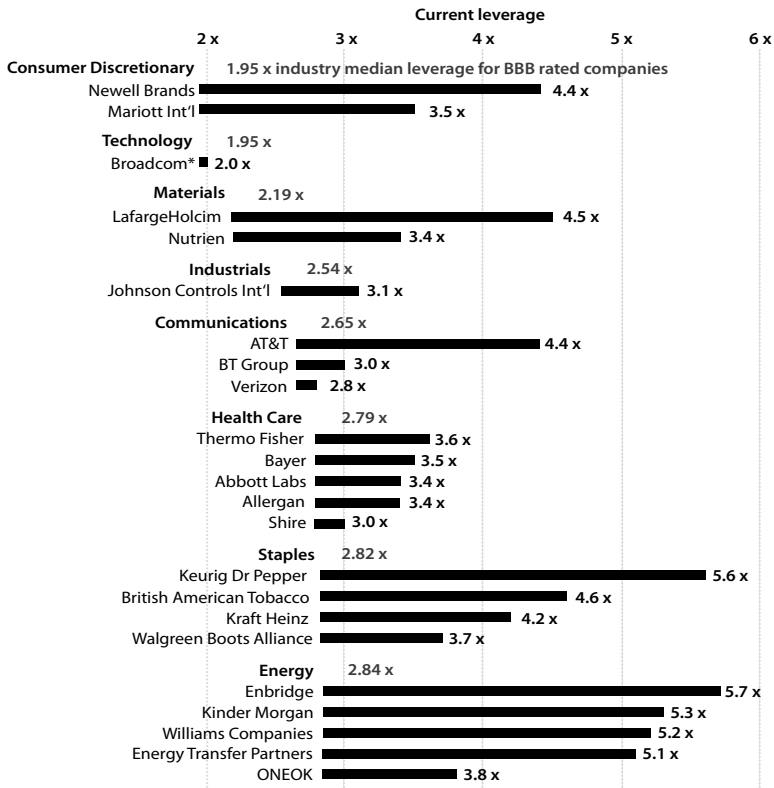


Quelle: <https://www.bloomberg.com/graphics/2018-almost-junk-credit-ratings/>

Abbildung 8: Markt der US-Anleihen nach Rating-Kategorie

Für das folgende Schaubild (Abbildung 9) wurde das Ergebnis der Unternehmen vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) ins Verhältnis zu den Schulden gesetzt. Der Median von allen Firmen, bei denen diese Daten erhoben wurden, liegt bei 1,95. Die in Abbildung 9 aufgeführten Firmen liegen sehr deutlich über diesem Wert.

Darunter sind auch einige großartige Unternehmen, die eigentlich bislang als sehr stabil galten, so zum Beispiel Kraft Heinz, AT&T oder auch Bayer mit seiner bisher glücklosen Übernahme von Monsanto. Jedoch konnten auch sie der Versuchung nicht widerstehen.



Notes: Broadcom's rated issuer is Broadcom Cayman Finance Ltd. Moody's leverage and Bloomberg Intelligence leverage may not compare. Nutrien's leverage is as of year-end 2017; Bayer's leverage reflects full-year Ebitda contribution from Monsanto. Energy sector median includes E&P, midstream oil & gas, renewables, integrated oils, oil & gas services, power and refineries. Pipeline companies, such as those listed above, tend to have higher leverage than E&P companies. Representatives for some of the firms said this was not a fair comparison.

Quelle: Moody's Investors Service, Bloomberg Intelligence
<https://www.bloomberg.com/graphics/2018-almost-junk-credit-ratings/>

Abbildung 9: Debt-to-EBITDA (Schulden im Verhältnis zum Gewinn vor Zinsen, Steuern und materiellen sowie immateriellen Abschreibungen)

Ein Jahrzehnt mit schwachem Umsatzwachstum und den tiefsten Zinssätzen aller Zeiten motivierte sie offenbar, Unmengen an Geld zu leihen, um Konkurrenten zu kaufen. Dass sich durch die hohen Schulden das Rating des Unternehmens verschlechtern könnte, war dabei kein Hemmnis, was verständlich ist. Ein Unternehmen, das die letzten sieben Jahre fleißig Schulden aufnahm, zahlte nur 0,5 Prozent

mehr Zinsen pro Jahr, wenn es statt eines A-Ratings auf ein BBB Rating kam. Das entspricht bei einem Kredit über 1 Milliarde US-Dollar lächerlichen Mehrkosten in Höhe von 5 Millionen US-Dollar pro Jahr.

Warum uns die Übernahmeflut nervös macht, können Sie an der folgenden Grafik (Abbildung 10) ablesen. Wie Sie sehen, erreichte das M&A-Volumen im Vorfeld der beiden letzten Crashes jeweils einen vorläufigen Höchststand.

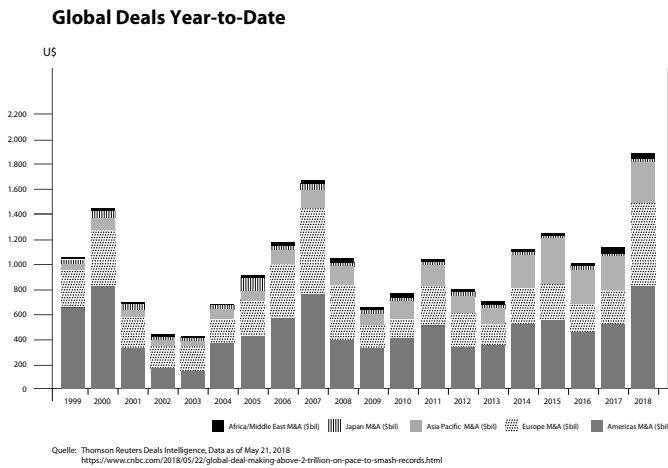


Abbildung 10: M&A-Volumen seit 1999 (weltweit)

7. Zinsausgaben der Staaten steigen

Das nächste Schaubild (Abbildung 11) zeigt die prognostizierten Netto-Zinskosten der US-Regierung für die kommenden acht Jahre. Demnach könnten sich diese Kosten im genannten Zeitraum mehr als verdreifachen und über zehn Jahre hinweg auf circa 6,9 Billionen US-Dollar anwachsen. Die Prognose basiert auf der Annahme, dass der Finanzierungsbedarf des Staates steigt und dass zugleich die amerikanische Zentralbank (Fed) weniger Staatsanleihen nachfragt – das alles bei einer etwas schwächeren Wirtschaftsleistung als im ersten Halbjahr 2018.

Net interest costs are projected to rise sharply

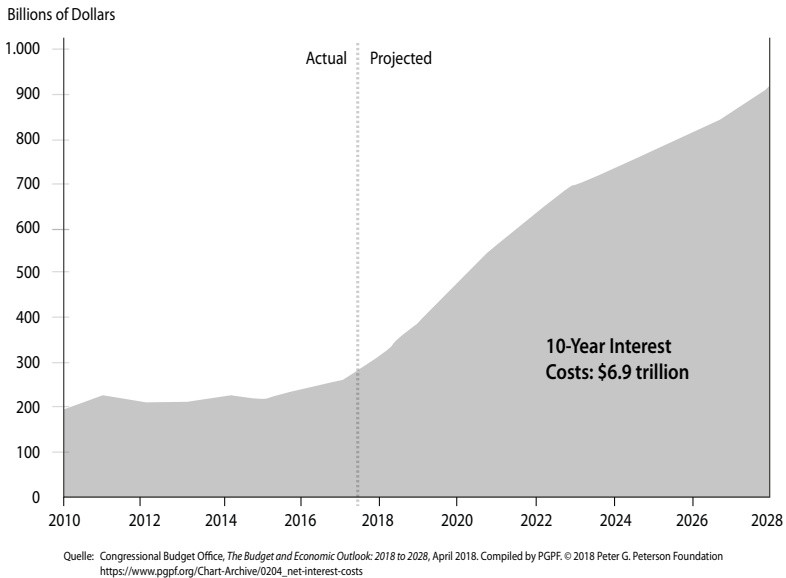


Abbildung 11: Zu erwartende Netto-Zinskosten der US-Regierung für die kommenden acht Jahre

8. Das Q-Ratio ist auf dem zweithöchsten Stand seit 117 Jahren

Wir sind große Fans einer Kennzahl namens Equity Q-Ratio. Die Ermittlung der Q-Ratio ist eine beliebte Methode zur Schätzung des fairen Wertes eines einzelnen Unternehmens oder sogar kompletter Indizes. Dahinter steht ein ziemlich einfaches Konzept, es ist nur mühsam zu berechnen. Die Q-Ratio wird ermittelt, indem der Gesamtpreis eines Unternehmens (Enterprise Value) durch die Wiederbeschaffungskosten aller seiner Güter dividiert wird.

$$\text{Q-Ratio} = \frac{\text{Gesamtwert des Aktienmarktes/}}{\text{Wiederbeschaffungskosten aller Unternehmensgüter}}$$

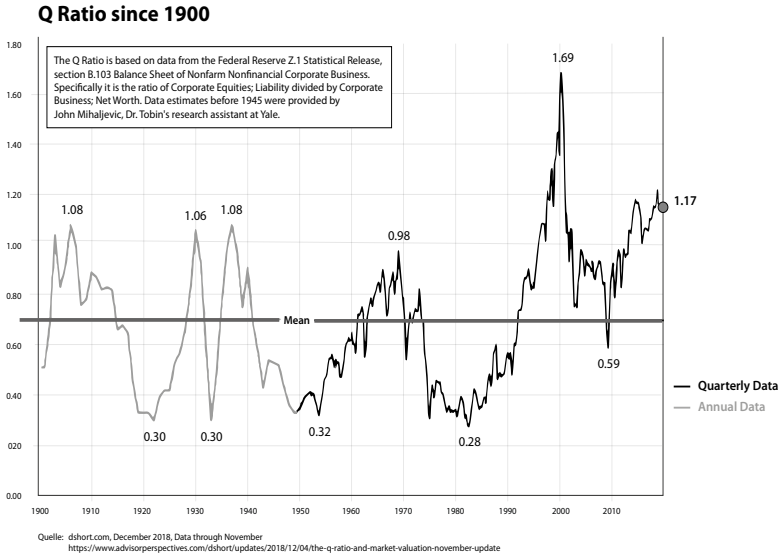


Abbildung 12: Equity Q-Ratio seit dem Jahr 1900

Aus unserer Sicht ist dieser Indikator noch besser als das ohnehin schon sehr nützliche Shiller-KGV oder der verlässliche Warren-Buffet-Indikator. Durch die Equity Q-Ratio lässt sich der Wiederbeschaffungswert beziehungsweise der adjustierte Buchwert von Aktien und Indizes berechnen. Die Q-Ratio lag Ende 2018 auf dem zweithöchsten Stand seit 117 Jahren. Das liefert ein enorm wichtiges Warnsignal. Steigt die Q-Ratio über die Zahl 1, gilt der Markt als überbewertet. Ende 2018 lag er bei 1,17 (vgl. Abbildung 12).

*9. Unser eigenes Modell zeigt eine hohe
Wahrscheinlichkeit für Kursrückgänge an*

Wir haben einen Indikator entwickelt, der verschiedene Parameter kombiniert:

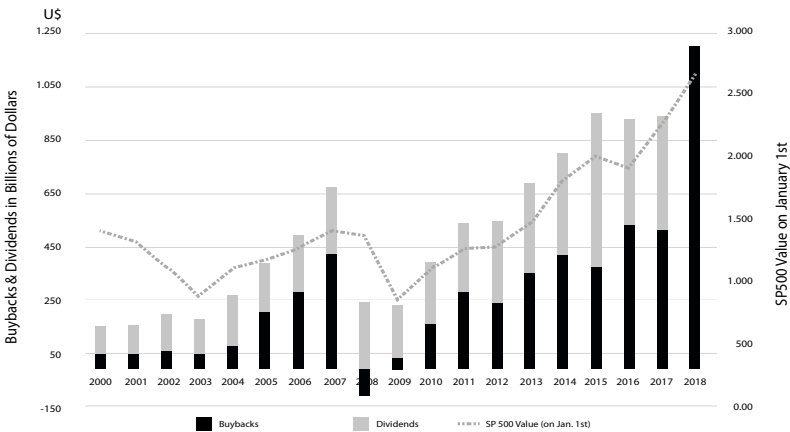
- a) Die Shiller Cape PE-Ratio (Shiller-KGV)
- b) Die Payout-Ratio (Quote des ausgeschütteten Nettoeinkommens)
- c) Die Dividendenrendite
- d) Die Gewinnmargen der 500 größten US-amerikanischen Unternehmen im Aktienindex S&P 500 sowie aller Unternehmen im Aktienindex Eurostoxx 600

Wir haben diesen Indikator bis ins Jahr 1928 zurückberechnet. Damit ließen sich Crashes in der Vergangenheit fünf Jahre im Voraus mit 91-prozentiger Sicherheit prognostizieren. Dieser Index zeigt aktuell ein hohes Crash-Risiko an (ähnlich wie die Q-Ratio, das Dividend Range Model und der Buffett-Index). Als besonders interessant erachten wir an diesem neuen Index den Umstand, dass alle vier konstituierenden Faktoren an sich Korrelationen von mehr als 70 Prozent zur Aktien-Index-Performance aufweisen; jedoch haben alle unterschiedliche Mängel im Hinblick auf die Qualität der Prognose. Zusammen sind diese vier Faktoren wesentlich aussagekräftiger als jeder einzelne für sich. Sie zu kombinieren, erscheint sinnvoll und mit hoher Wahrscheinlichkeit treffsicher. Denn auch die äußerst nützliche Q-Ratio impliziert multiple Faktoren. Aufgrund der historisch extrem hohen Gewinnmargen, Ausschüttungsquoten und Bewertungen bei historisch niedrigen Dividenden ermittelt diese Kennzahl den wahrscheinlichen Gewinn für ein Investment in Aktien. Über das kommende Jahrzehnt hinweg prognostiziert dieser Indikator ein Minus von 2,64 Prozent. Das jedoch ist lediglich das nominale Minus. Beziehen Sie nun noch eine Teuerungsrate von 2 bis 3 Prozent per annum in Ihr Kalkül ein, wird das Ausmaß der zu erwartenden Verluste überdeutlich.

10. Unternehmen kaufen eigene Aktien zum denkbar schlechtesten Zeitpunkt zurück

Der Rückkauf eigener Aktien hat den Kurs vieler Unternehmen in den letzten Jahren beflügelt. Deshalb stellt sich die zentrale Frage, wann die Aktienrückkäufe zurückgefahren werden. Gemäß unserer Einschätzung sollte dies definitiv dann eintreten, wenn zehnjährige US-Staatsanleihen deutlich mehr als 3,5 Prozent Rendite abwerfen. Denn dann wird es empfindlich teurer, Aktienrückkäufe und Firmenübernahmen auf Pump zu finanzieren.

Buybacks and Dividends Paid vs. the SP500's Value



Note: 2017 Data is for the trailing 12 months ending Sept. 30. 2018 buyback data is estimated.

Quelle: S&P Dow Jones Indices, Morgan Stanley Research, Bloomberg.
<http://realinvestmentadvice.com/wp-content/uploads/2018/02/buybacks.png>

Abbildung 13: Aktienrückkäufe plus Dividenden vs. S&P 500

Aktienrückkäufe und Übernahmen machen derzeit bis zu 40 Prozent des Handelsvolumens aus. Mehreren seriösen Schätzungen zufolge sollen Unternehmen einen erheblichen Teil der Auslandsgelder in den Rückkauf von Aktien investiert haben, die infolge von Steuererleichterungen in die USA zurückgeführt wurden. 2018 war ein Re-

kordjahr im Hinblick auf Aktienrückkäufe. Die US-Investmentbank JP Morgan Chase & Co. gibt an, dass US-Unternehmen für Aktienrückkäufe in diesem Jahr 1 Billion US-Dollar ausgegeben haben. Die Aktienkurse der Firmen haben davon profitiert. Dies dürfte einer der wesentlichen Gründe dafür gewesen sein, dass die US-Indizes 2018 besser liefen als so mancher ausländische Konkurrenz-Index.

Nur eines sollte dabei nicht vergessen werden: Die Aktienrückkäufe werden größtenteils über Kredite finanziert, und die Zinskosten haben sich in drei Jahren mehr als verdoppelt. Insgesamt liegt die Verschuldung der börsennotierten amerikanischen Unternehmen bei 14 Billionen US-Dollar. Deswegen geht Top-Ökonom David Stockman davon aus, dass deutlich höhere Zinsen die Unternehmensgewinne belasten werden und dass dieser Negativfaktor bisweilen von vielen Investoren nicht in deren Anlagestrategie berücksichtigt wird. Das bedeutet, in einer Inflation und danach verlieren diese Unternehmen langfristig an Wert. Viele Unternehmen kaufen eigene Aktien zum denkbar schlechtesten Zeitpunkt zurück. Man sollte Rückkäufe dann tätigen, wenn Unternehmen günstig bewertet sind. Das gleiche gilt für Übernahmen. De facto kaufen aber circa drei von vier Unternehmen zum falschen Zeitpunkt massiv eigene Aktien zurück und übernehmen auch Mitbewerber zu überbewerteten Kursen. Wenn es dann zu einem Börsencrash kommt oder wenn die Gewinne durch eine Rezession fallen, dann bleiben die Schulden und Zinskosten bestehen, während der Wert der übernommenen Unternehmen oder der eigenen Aktien schrumpft. Das führt in der Regel zu signifikanten Kursverlusten, stark reduzierten Gewinnen und Bilanzen, die zunehmend gefährdet sind.

So haben allein die großen Technologie-Unternehmen Apple, Alphabet, Cisco, Microsoft und Oracle in den ersten drei Quartalen des laufenden Jahres eigene Aktien im Wert von 115 Milliarden US-Dollar zurückgekauft. Normalerweise sollten diese Technologie-Unternehmen einen Großteil ihrer Cash-Reserven dazu verwenden, neue und innovative Produkte auf den Markt zu bringen, um nicht eines Tages von einem neuen, technologisch stärker aufgestellten Unternehmen

abgehängt zu werden. Stattdessen kaufen diese Unternehmen ihre eigenen Aktien zu absoluten Höchstständen zurück und verhandelten sich auf diese Weise ihre bis dato soliden Bilanzen (vgl. Abbildung 14).

Five US tech companies with largest cash holdings

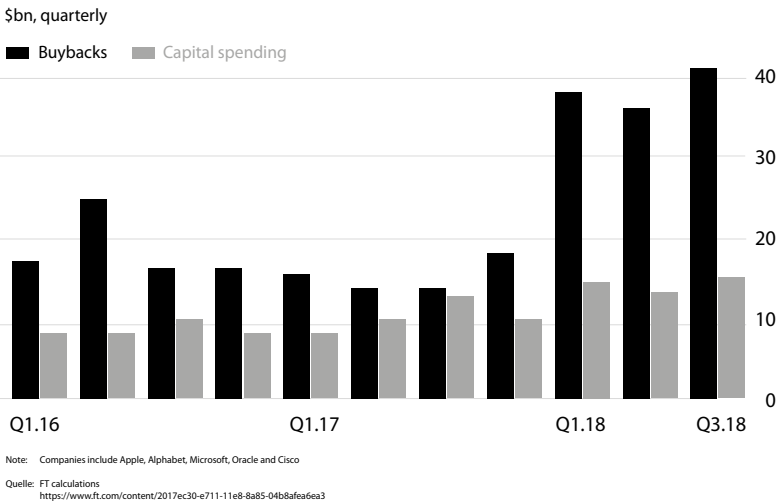


Abbildung 14: Die Rückkäufe der fünf größten US-Technologieunternehmen im Verhältnis zu ihren Investitionen

Der Wert von Unternehmen, die in den vergangenen acht Jahren Gewinne reinvestiert haben, hat sich besser entwickelt als derjenige von Unternehmen, die im großen Stil Aktien zurückgekauft haben. Was geschieht, wenn die Aktienkurse dieser Unternehmen durch eben diese Rückkäufe nicht mehr künstlich gestützt werden? US-amerikanische Privat- und Firmenschulden haben schon längst die Topwerte der letzten großen Krise in den Jahren 2008 und 2009 übertroffen. Die US-Firmenschulden haben sich durch Aktienrückkäufe und Übernahmen auf mittlerweile 14,5 Billionen verdoppelt. Das gleiche gilt für die amerikanischen Staatsschulden. Leider lag das Wirt-

schaftswachstum seit 2010 nur bei 30 Prozent. Die Unternehmensgewinne sind seit 2010 um circa 67 Prozent gestiegen. Seit dem Crash von 2008/2009 ist der S&P 500 Aktienindex aber um 167 Prozent gestiegen. Dieses Re-Rating von Aktien führte zu historisch hohen Bewertungen, die wir bereits in früheren Börsenbriefen und in unserer Publikation *Erfolg im Crash* kommentiert haben.

Fazit

Es gibt viele Faktoren, die für einen Rückgang der Aktienkurse sorgen können – trotz Steuerreform in den USA und trotz einer von den Zentralbanken initiierten Geldschwemme. Unsere Kernbotschaft lautet: Seien Sie vorsichtig!

1.1 Ostasien und Schwellenländer-Debakel – zu hohe Schulden und steigender Finanzierungsbedarf in harten Währungen

*»99 Prozent der Probleme, die unsere Gesellschaft bedrohen,
kommen von einer zu optimistischen Buchhaltung.«*

CHARLIE MUNGER

Zuallererst muss man die Dimension Chinas – als Wirtschaftsmacht und als Treiber der Weltwirtschaft – richtig einordnen. China ist, basierend auf der Kaufkraftparität, die wichtigste Wirtschaftsmacht der Welt. Betrachtet man lediglich das Bruttoinlandsprodukt (BIP), liegt die Wirtschaftsleistung bei beeindruckenden 12,2 Billionen US-Dollar (USA: 19,6 Billionen US-Dollar, Deutschland: 3,6 Billionen US-Dollar). Noch einfacher ausgedrückt heißt das: Das chinesische BIP liegt über dem kumulierten BIP der fünf größten EU-Volkswirtschaften (ohne Großbritannien).

Die ausgesprochen schlechte relative und absolute Performance des Shenzhen-Index seit 2016 muss hinterfragt werden. Anscheinend gibt es eine Korrelation zwischen der schlechten Börsenperformance und den Auftragseingängen. Auch die Kreditnachfrage scheint sich zu verlangsamen. Doch haben die Bank of China und das Zentralkomitee in der Vergangenheit bei jeder Wirtschaftsflaute den Geldhahn derart weit aufgedreht, dass die Wirtschaft immer wieder in Schwung kam. Das Geld wurde, nicht anders als in Japan oder Korea, vor den Krisen in Immobilien, Infrastruktur und in Industriegütern investiert – bis ein Maximum erreicht war und die betreffenden Länder wirtschaftlich kollabierten.

Ende 2018 befand sich Chinas Manufacturing Index auf dem tiefsten Stand seit Juli 2016. Der Purchasing Managers Index (PMI), ist einer der wichtigsten und verlässlichsten Frühindikatoren für die wirtschaftliche Aktivität eines Landes. Die Entwicklung im Jahr 2018 sollte definitiv Fragen zu den Perspektiven des Wirtschaftswachstums in China aufwerfen. Sowohl die Autoverkäufe als auch die Auslandsnachfrage sind gesunken. Noch scheint alles im grünen Bereich. Trotzdem sollte man eine Verlangsamung des Wachstums in der weltweit zweitgrößten Volkswirtschaft nicht unkommentiert lassen.

Es ist zu befürchten, dass China eine weitere Lockerung der Geldpolitik einleiten wird (vgl. Abbildung 15). In der letzten Oktoberwoche 2018 wurde in Pekings Politbüro darüber diskutiert. In einer Erklärung heißt es: »Die Führung schenkt den Problemen große Aufmerksamkeit und wird präventiv und rechtzeitig handeln.« Das Politbüro bekräftigte, dass China eine proaktive Steuerpolitik und eine umsichtige Geldpolitik aufrechterhalten werde und zugleich nach Lösungen suche, um privaten Unternehmen zu helfen.

China steckt in einem Dilemma. Wenn die Regierung nicht eingreift, könnten die jährlichen Wachstumsraten deutlich zurückgehen. Pumpet die Regierung dagegen Geld in den Markt, um die Wirtschaft anzukurbeln, dürfte der Yuan gegenüber dem Dollar deutlich an Wert verlieren. Das würde zwar dazu führen, dass China günstig

exportieren kann. Andererseits dürfte dies den Handelskrieg mit den USA wieder in Fahrt bringen.

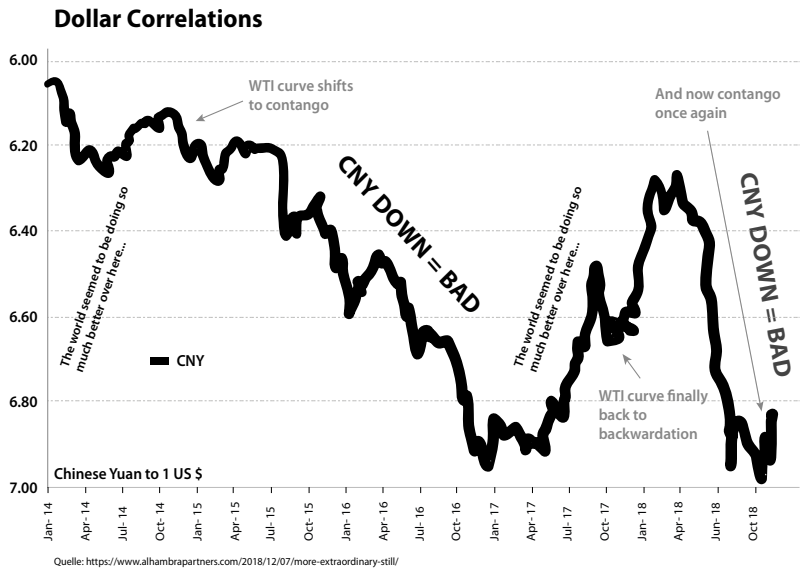


Abbildung 15: Dollar/Yuan-Korrelation

Anfang November 2018 ergriffen Chinas Regierung und Zentralbank bereits Maßnahmen, um die aufkommende negative Stimmung einzudämmen. Dazu gehörten Schritte zur Erhöhung der Liquidität im Finanzsystem, Steuerabzüge für private Haushalte und gezielte Maßnahmen zur Unterstützung von Exporteuren. Bislang haben diese Maßnahmen noch keine weitreichende Wirkung erzielt. Bereits jetzt sind einige Risse im chinesischen Finanzsystem erkennbar. Der Lebensversicherer Anbang und die HNA-Gruppe wären ohne die Unterstützung und Intervention des chinesischen Staates womöglich bereits zahlungsunfähig. Immerhin kommen beide Unternehmen zusammen auf eine Bilanzsumme von mehr als 500 Milliarden US-Dollar. Das entspricht einem Drittel der Börsenkapitalisierung des DAX.