Quartalsbericht

Für die Zeit vom 1. Januar bis 31. März 2014

POLLEIT & RIECHERT
Investment Management

11. April 2014

Sehr verehrte Investorinnen,
sehr geehrte Investoren,

wir freuen uns, Ihnen den ersten Quartalsbericht für das Jahr 2014 zu überreichen.

Der P&R REAL VALUE hält zum Quartalsende 83,7 Prozent in Aktien, 8,1 Prozent in Zertifikaten und Fonds mit direkter Anbindung an Gold sowie 8,1 Prozent in Cash. Wir halten 13 langfristige Investments in Unternehmen sowie ein Basket von vier Goldminenwerten (4,0 Prozent). Bezogen auf das Gesamtportfolio sind 55,2 Prozent in US-Dollar-Werten investiert, 25,4 Prozent in Britischen-Pfund-Werten und 3,0 Prozent in Kanadischen-Dollar-Werten. Die Größe des Fonds beträgt 12,4 Mio. Euro.

In den letzten Monaten beobachten wir einen zunehmenden Popularitätswettbewerb an den Börsen. Aktien, die einen positiven Kursverlauf aufweisen, werden als gut eingestuft und weiter gekauft. Zurück bleiben die Aktien, deren Chartverlauf bisher enttäuschte, aber dafür ein umso besseres Verhältnis zwischen Preis und fundamentaler Ertragskraft aufweisen. Letzteres ist bei einigen unserer Werte der Fall. Langfristig zählt jedoch nicht die Popularität, sondern der Wert einer Firma und daher sehen wir momentan bessere Chancen bei unpopulären aber günstig bewerteten Titeln.

Wenn sich der Börsenkurs einer Aktie entgegen unserer Einschätzung entwickelt, überprüfen wir unsere Annahmen hinsichtlich der zukünftigen Ertragskraft. Oft finden wir Anhaltspunkte in Geschäftsberichten und Industriemagazinen, manchmal helfen uns Befragungen von Kunden, Konkurrenten, Mitarbeitern und Lieferanten. Je besser wir uns bei den Unternehmen auskennen, desto eher sind wir in der Lage, tatsächliche Wertänderungen zu erkennen.

„Wenn Sie den Wert eines Unternehmens richtig ermitteln, wird der Markt mit Ihrem Wert übereinstimmen. Das garantiere ich Ihnen. Ich kann Ihnen nur nicht sagen wann."

Joel Greenblatt zu Studenten

Unternehmensperformance

Mittlerweile sind alle Finanzberichte für das Geschäftsjahr 2013 veröffentlicht und wir können Ihnen einen Überblick über die Geschäftsentwicklung unserer wichtigsten Portfoliofirmen geben. Nachstehend finden Sie die Ergebnisse unserer Top 8 Positionen, die zusammen 63 Prozent des Fonds ausmachen.

	Gewinn pro Aktie in lokaler Währung		Wachstum
Top 8 Investments	2012	2013	in %
Energy Assets plc	0.08	0.12	50.0%
Credit Acceptance	8.58	10.43	21.6%
Vistaprint	0.85	1.44	69.4%
Berkshire Hathaway (BRK-B Buchwert)	76.14	89.98	18.2%
Ebay	1.99	2.18	9.5%
Aggreko	1.02	0.93	-8.0%
Moody's	3.05	3.60	18.0%
Regional Management	2.07	2.23	7.7%

Quelle: Capital IQ und eigene Berechnungen

Gute Unternehmen zeichnen sich durch stetige, langfristige Steigerung der Gewinne pro Aktie aus, dem der Aktienkurs mit (oftmals starken) Schwankungen folgt. Darum geben die Ergebnisse pro Aktie im Zeitablauf einen besseren Einblick in die Geschäftsentwicklung als der Börsenkurs. Unsere Aufgabe ist es, die künftige Gewinnentwicklung abzuschätzen und darüber hinaus zu berücksichtigen, wie viel vom Gewinn reinvestiert werden muss um das Wachstum zu erzeugen. Denn nur der verbleibende Teil steht den Eigentümern zu und repräsentiert den Gegenwert eines Investments.

Energy Assets – stabiles Wachstum erwartet

Das Geschäftsjahr endete bei dieser Firma im März. Die Zahlen für 2014 stehen noch nicht zur Verfügung. Wir haben kürzlich eine Reihe von Gesprächen mit Konkurrenzfirmen (National Grid und Smart Metering Systems), Industriespezialisten und dem Firmen-Management auf der Messe „Sustainability Live“ geführt. Unsere ohnehin positive Einschätzung der Firma hat sich daraufhin weiter verbessert, und wir erwarten für das abgelaufene Geschäftsjahr einen deutlichen Gewinnzuwachs. Die Aktie bleibt unsere größte Position im Fonds.

Credit Acceptance – sehr gutes Ergebnis

Im letzten Jahr steigerte Credit Acceptance den Gewinn pro Aktie um 21,6 Prozent. Die langfristige Erfolgshistorie der Firma ist beeindruckend: Das annualisierte Wachstum des Gewinns pro Aktie über die letzten 10 Jahre beträgt 30,8 Prozent. [Laut Capital IQ gibt es weltweit nur 196 börsengelistete Unternehmen, die eine höhere Wachstumsrate ohne Verlustjahr in den

letzten 10 Jahren erzielt haben.] Doch kann das Unternehmen weiter wachsen?

Im Jahr 2013 hat die Firma über 2 Milliarden US-Dollar für Autofinanzierungen eingesetzt. Das entspricht einem Marktanteil bei Gebrauchtwagenfinanzierungen von nur etwa 1,5 Prozent. Es ist also noch viel Raum für Wachstum – und zwar für wertsteigerndes Wachstum, bei dem die Rendite auf das eingesetzte Kapital über den Kapitalkosten liegt. Die Firma verfügt über Eintrittsbarrieren und „Underwriting"-Disziplin. Die Rendite auf das eingesetzte Kapital belief sich auf 14,2 Prozent und die Kapitalkosten betrugen 5,7 Prozent. Die Zinsspanne lag damit bei 8,5 Prozent, 0,9 Prozentpunkte unter der des Vorjahres. Aber weil 18 Prozent mehr Kapital eingesetzt werden konnte, stieg der Gewinn ordentlich. Beruhigend ist auch das sehr moderate Fremd- zu Eigenkapitalverhältnis von 1,85 zu 1.

Bis zum 26. März hat die Firma über ein Tenderverfahren 2,8 Prozent der ausstehenden Aktien zurück gekauft. Alle Direktoren besitzen zusammen mehr als 24 Prozent der Firma, und keiner hat seine Aktien eingeliefert. Wir auch nicht. Die Firma ist unsere zweitgrößte Position im Fonds.

Vistaprint – USA auf Plan, Europa hinterher

Vistaprint schließt das Geschäftsjahr im Juni ab. Die Halbjahresergebnisse zeigten planmäßiges Wachstum in den USA, hinkten aber in Europa hinterher. Am 1. April verkündete Vistaprint den Zukauf von zwei Firmen in Italien und den Niederlanden. Wir werden nach Veröffentlichung der Jahreszahlen genauer berichten.

Berkshire Hathaway – eine Gewinnmaschine

Berkshires Gewinn pro Aktie ist im letzten Jahr um 32 Prozent gestiegen. Der Gewinn nach Steuern beträgt 19,5 Milliarden US-Dollar. Zum Vergleich: **Die Zahl entspricht einem Viertel des Gewinns aller DAX Unternehmen**. Die Firma ist eine gigantische Gewinnmaschine. Um die Unternehmensperformance zu erfassen, empfiehlt Warren Buffett nicht auf den Gewinn, sondern die Entwicklung des Eigenkapitals zu betrachten, weil der buchhalterische Gewinn nicht alle Investments unmittelbar berücksichtigt. Der Buchwert des Eigenkapitals ist im letzten Jahr um 18,1 Prozent gestiegen. Der Kurs der Aktie liegt zum Quartalsende nur 10 Prozent oberhalb des Rückkaufsniveaus, was uns zusätzliche Sicherheit gibt.

Aggreko – Erholung lässt auf sich warten

Letztes Jahr konnte Aggreko nicht an das Rekordjahr 2012 anknüpfen. Der Rückgang war erwartet. Wir hatten allerdings auch erwartet, dass die Firma schneller auf den Wachstumspfad zurückkehren würde, der durch die langfristig steigende Stromnachfrage und gleichzeitige Alterung der Strom-Infrastruktur vorgezeichnet ist. Hier waren wir zu voreilig. Hinzu kam die

Schwäche der Wechselkurse in den Emerging Markets und im US Dollar gegenüber der Heimatwährung Britisches Pfund. Obendrein kam noch die Entscheidung des charismatischen CEO Rupert Soames, die Firma nach 10 sehr erfogreichen Jahren zu verlassen – sehr viel Negatives also.

Dem gegenüber stehen die Fakten: Aggreko ist eine sehr gute Firma mit einer starken Kultur („Orange Blood") und dauerhaften Markteintrittsbarrieren, und sie ist sehr gut positioniert, um vom weltweiten strukturellen Nachfragewachstum nach Energie zu profitieren. In der Vergangenheit gab es immer wieder Phasen mit schwankender Nachfrage. So wurde für 2011 kaum Wachstum erwartet, bis plötzlich am 11. März 2011 der Tsunami vor Japan die Stromversorgung lahmlegte und die Nachfrage nach Aggreko-Stromaggregaten in die Höhe schoss. Aggreko ist eine Versicherung gegen solche „Black Swan" Katastrophen.

Moody's – profitiert von mehr Kreditolumen und mehr Regulation

Im Jahr 2013 stieg der Gewinn pro Aktie um 18 Prozent – ein gutes Ergebnis. Die Firma gefällt uns, weil sie steigende Umsätze produziert, die an Anleiheemissionen (Kreditvolumen) und Risikoanalysen (Regulation) gebunden sind. Gleichzeitig steigen die Kosten weniger stark als die Umsätze. Moody's kann daher von jedem Dollar Umsatz 30 Cents in Form von freien Cashflows an uns, die Aktionäre, in Form von Dividenden und Aktienrückkäufen zurückgeben. Moody's ist ein „Kannibale", der seine eigenen Aktien auffrisst. Anvisiert ist dafür eine Milliarde US-Dollar in 2014. Allein durch solch einen Rückkauf zu aktuellen Kursen würde unser Anteil am Gewinn um 6 Prozent steigen.

[Anmerkung: Wir finden bemerkenswert, dass Marktteilnehmer keine Notiz mehr von dem Verlauf der Klage gegen S&P nehmen. Im Februar 2013 hatte die Nachricht darüber zu einer „Flucht zum Ausgang" geführt und Moody's Börsenkurs korrigierte um mehr als 20 Prozent. Siehe unser Memo vom 18.3.2013.]

Regional Management – Ratenkredite gibt es nur in der Filiale

Die Firma hatte ein ordentliches Jahr. Die Zahl der Filialen wuchs (+19 Prozent), und auch die Umsätze innerhalb der bestehenden Filialen stiegen an (+16 Prozent). Abstriche gab es bei den Kreditausfällen, die durch Personalengpässe leider ebenfalls anstiegen und den Gewinn pro Aktie auf +8 Prozent reduzierte. Wir meinen, die Engpässe sind temporär, und die Firma hat ihre Kreditrisiken im Griff, denn bei dem Geschäftsmodell zählt weniger der Kreditzyklus, sondern vielmehr die persönliche Beziehung zwischen den Filialmitarbeitern und dem Kreditnehmer. Die enge, lokale Beziehung erzeugt Kundenbindung und resultiert in wiederkehrende Umsätze.

Am 12. März erhielt World Acceptance eine Auskunftsanfrage des Consumer Financial Protection Bureaus (CFPB). Weil Regional Management ebenso wie World Acceptance Ratenkredite an Haushalte mit geringem Einkommen vergibt, nahmen Marktteilnehmer dies zum Anlass, die „Flucht zum Ausgang" anzutreten. Wir sehen hier erstaunliche Parallelen zu Moody's.

Ebay – ein neues Investment

Im Jahr 1998 umschrieb Paypals Co-Founder Peter Thiel seine Vision für das Zahlungssystem Paypal wie folgt *(aus dem Buch „The PayPal Wars")*:

„[...] wenn die Internet-Durchdringung weiter wächst, werden Bürger weltweit mehr direkte Kontrolle über ihre Währungen durch Paypal erhalten können als je zuvor. Es wird ***dann fast unmöglich für korrupte Regierungen, das Vermögen der Menschen durch ihre alten bekannten Maßnahmen zu stehlen****, weil Menschen nun schneller in Dollar, Pfund oder Yen wechseln werden und so die wertlose Währung in etwas sicheres eintauschen werden."*

Ebay ist nicht nur aufgrund des libertär gesinnten Paypal-Gründers bereits auf unserem Radarschirm erschienen. Das Geschäftsmodell eines „Auktions-Marktplatzes" ist aus unserer Sicht sehr gut geeignet, um auch bei Inflation profitabel zu wachsen.

Ebay besteht aus drei Segmenten:

1. Marketplaces: Dieser Bereich umfasst die globale E-Commerce Plattform eBay.com und andere lokale eBay-Webseiten auf der ganzen Welt (in Deutschland zum Beispiel Ebay Kleinanzeigen). Reine Auktionen machen inzwischen weniger als 30 Prozent dieses Bereiches aus. Im Dezember 2013 hatte Ebay mehr als 128 Millionen aktive Nutzer.

2. Payments: Die Marke Paypal ermöglicht Privatpersonen und Unternehmen, online und über mobile Geräte Zahlungen zu senden und zu empfangen. Im Dezember 2013 waren 143 Millionen aktive PayPal Konten registriert. Über das Jahr wurden 180 Milliarden US-Dollar in Transaktionen abgewickelt, die einen Nettoumsatz von 6,6 Milliarden US-Dollar und einen operativen Gewinn von 1,6 Milliarden US-Dollar erzeugten.

3. Enterprise: Dieser Bereich hilft Einzelhändlern und anderen Geschäftskunden, unterschiedliche Verkaufskanäle wie Webseite, Mobile Phone, Tablet mit dem physischen Ladenangebot zu verbinden. Dabei werden Marketing, Bezahlfunktion und Warenlieferung miteinander koordiniert.

Die folgende Tabelle zeigt die historische Umsatzentwicklung in den letzten zehn Jahren.

A: Ebay gesamt	B: Paypal	Anteil Paypal

Bevorzugte Geschäftsmodelle bei Inflation

Wir bevorzugen Geschäftsmodelle bei denen der Umsatz bei Inflation stärker steigen kann als die Kosten. Dies trifft auf Unternehmen zu, die wenig Anlagevermögen besitzen („asset light") und damit kaum Reinvestments in Anlage- oder Umlaufvermögen tätigen müssen. Bestimmte Firmen benötigen nahezu keine Investitionen weil ihre Umsätze an das Geschäftsvolumen eines Dritten gelinkt sind. Dies entspricht dem Auszahlprofil einer versteckten Option. Es gibt folgende Kategorien:

1) Royalty, Streaming
2) Auktion, Brokerage, Rating
3) Franchise Modell

	Umsatz ($ Mio.)	%	Umsatz ($ Mio.)	%	B/A in %
2004	3,271		698		21%
2005	4,552	39%	1,028	47%	23%
2006	5,970	31%	1,441	40%	24%
2007	7,672	29%	1,927	34%	25%
2008	8,541	11%	2,404	25%	28%
2009	8,727	2%	2,796	16%	32%
2010	9,156	5%	3,435	23%	38%
2011	11,652	27%	4,412	28%	38%
2012	14,072	21%	5,574	26%	40%
2013	16,047	14%	6,628	19%	41%
10-Jahres CAGR		19%		28%	

Paypal ist die Wachstumsmaschine von Ebay. Wir haben darum unsere Analyse hauptsächlich auf Paypal ausgerichtet.

Die wichtigste Frage

In den nächsten Jahren werden sich die Zahlungsgewohnheiten (und vielleicht auch die Währung) ändern. Die Verwendung von Geldscheinen, Münzen, Kredit- und Geldkarten wird ergänzt durch digitale Portemonnaies. Bezahlvorgänge sind notwendig für einen Kaufvorgang, aber sie stellen lediglich Friktion dar. Händler müssen im Schnitt 2,5 Prozent „Payment Fees" akzeptieren aufgrund der Dominanz der Kreditkartenindustrie. Doch wenn es gelingt, eine Alternative zu etablieren, die (1) einfach, (2) sicher, (3) günstiger und (4) allgemein anerkannt ist, dann kann das zu einem Wechsel der Bezahlgewohnheiten führen. Wir sind der Meinung, dass Paypal diese Alternative sein kann. Darum lautet für uns die wichtigste Frage: **Wird Paypal in 5 bis 10 Jahren zu einem der führenden Anbieter im digitalen Zahlungsverkehr?**

Wir haben dazu viele Analysen, Berichte und Blogs gelesen, mit Händlern und Mitarbeitern gesprochen und eine Online-Umfrage mit MBA-Studenten aus Amerika, Europa und Asien vorgenommen. Die Antwort auf unsere Frage lautet: **Ja**. Nachstehend die Erklärungen.

(1) Netzwerkeffekt

Paypal ist der erste große Spieler, der sich in der digitalen Zahlungsindustrie etablieren konnte. Paypal profitierte in der Anfangsphase enorm von Ebay. Das geschlossene System zwischen Kaufabschluss und Bezahlung motivierte Ebay Kunden zum Eröffnen eines Paypal Kontos. Mittlerweile hat Paypal mit 143 Millionen Kunden eine große Basis und damit den nötigen Netzwerkeffekt, um für zusätzliche Nutzer auch außerhalb Ebays attraktiv zu sein. In unserer Umfrage gaben 61 Prozent aller Befragten an, Paypal zu nutzen, weil andere Nutzer Paypal Konten besitzen. 70 Prozent des Paypal Transaktionsvolumens wird ausserhalb von Ebay generiert, Tendenz steigend. Paypal arbeitet verstärkt daran, das Netzwerk auch „offline" durch Einbeziehung von Einzelhändlern, Restaurants und Bars auszuweiten. Da-

mit können immer mehr Nutzer ihr Smartphone zur Bezahlung mittels Paypal App nutzen. Inzwischen wurde die Paypal App von über 100 Millionen Kunden installiert. Mit jedem neuen Kunden wächst das Netzwerk und damit der Wettbewerbsvorteil.

(2) Gewohnheiten ändern sich bei erkennbarem Zusatznutzen

Zahlungsgewohnheiten lassen sich nur schwer ändern, weil es Aufwand bedeutet: Formulare ausfüllen, Schriftverkehr, neue Kennwörter auswendig lernen. Die Kombination von Gewohnheiten und Wechselkosten führt zu Markteintrittsbarrieren: Man ist nur bereit, seine Gewohnheiten zu ändern, wenn der zusätzliche Nutzen die Kosten übersteigt. In bestimmten Bereichen kann Paypal einen solchen Zusatznutzen geben, beispielsweise durch den Paypal Käuferschutz bei Ebay oder durch die Paypal App. Laut unserer Umfrage waren 58 Prozent der Befragten bereit, die Paypal App zu installieren, weil sie damit Restaurantrechnungen per Smartphone bezahlen können, ohne auf die Rechnung warten zu müssen. Es wird zwar noch Jahre dauern, bis sich unsere Zahlungsgewohnheiten grundlegend geändert haben, aber Paypal hat gute Voraussetzungen, um in bestimmten Gebieten Marktanteile zu gewinnen.

(3) Paypal wächst mit Online-Konsumentenkrediten

Paypal bietet in den USA einfache Online-Kredite für Verbraucher an. Über „Bill me Later“ wird ein Überziehungskredit gewährt, der erst nach Ablauf von 6 Monaten zu Zinskosten (in Höhe von 19,9% APR) führt. Das so generierte Kreditvolumen befindet sich im Hyper-Wachstumsmodus – es hat sich in den letzten drei Jahren verdreifacht. Zuletzt betrug es 4,1 Milliarden US-Dollar. Wir sind der Meinung, dass dieses Geschäft noch deutlich wachsen wird, auch weil die Kreditnachfrage zunehmen wird. Ebay hält etwa 9 Milliarden US-Dollar in Cash und 5 Milliarden US-Dollar in langfristigen Investments. Dieses Geld steht zur Finanzierung von „Bill me Later“ Krediten bereit und kann einen Zinsertrag von etwa 12 bis 14 Prozent generieren. Dies ist eine großartige Strategie um Händlerumsätze zu generieren, Kunden zu binden und die Profitabilität zu steigern.

(4) Rückenwind durch Internet, Smartphone, Tablet & Co

Die Durchdringung des Internets nimmt weiter zu. Von 7 Milliarden Menschen nutzen nur 34 Prozent das Internet. Nicht nur die Zahl der Internetanschlüsse wächst, sondern auch die Zahl der Geschäftsvorgänge, die online abgeschlossen werden. Im E-Commerce müssen Händler mit der Verquickung von offline und online umgehen und dafür Zugänge durch mobile Geräte schaffen. Weil dies kompliziert und teuer ist, nutzen immer mehr Händler eine Marktplattform, die online und offline Kanäle bedienen und Marketing, Abwicklung mit einem Zahlungssystem verbinden kann. Ebay ist hier mit Paypal optimal positioniert.

Bewertung

Wir haben für eine Ebay Aktie knapp 55 US-Dollar bezahlt (und halten 5,3 Prozent des Fondsvolumens). Für 45 US Dollar davon erhalten wir das operative Geschäft, welches im laufenden Jahr etwa 2,95 bis 3 US-Dollar Gewinn erwirtschaften wird – das entspricht einem KGV von 15. Für die verbleibenden 10 US Dollar erhalten wir Cash und Investments, die künftig für „Bill me Later"- Kredite rentabel eingesetzt werden können. Wir halten es für wahrscheinlich, dass der Gewinn in den nächsten Jahren um etwa 10 bis 15 Prozent jährlich wächst. Die Rendite auf das eingesetzte Kapital beträgt mehr als 20 Prozent und steigt aufgrund von Skaleneffekten, denn Ebay muss wenig investieren, um zu wachsen.

Aktivist Carl Icahn

Carl Icahn konfrontierte jüngst das Management von Ebay und forderte ein separates Börsenlisting von Paypal (mittels Spinoff von 20 Prozent von Paypal). Damit würden die Synergien zwischen Ebay und Paypal weiter erhalten bleiben, aber gleichzeitig könnte Paypal separat bewertet werden. Laut Icahn ist die Summe der Einzelteile höher als der Wert der Kombination. Wir denken ebenso. Zudem sehen wir in Icahn einen guten Antreiber, der Veränderungen voranbringt und die Interessen der Aktionäre vertritt.

Makro-Thema

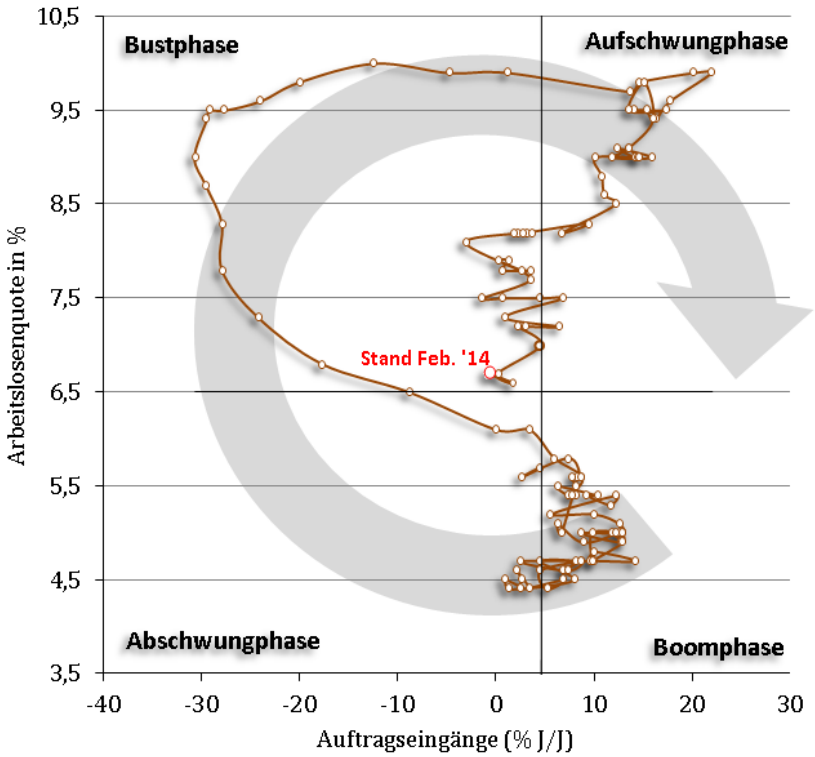
Boom & Bust, und das Ende des Kreditausfalls

Alle Volkswirtschaften der Welt sind im Boom-und-Bust-Zyklus gefangen: Das chronische Auf („Boom") und Ab („Bust") der Konjunkturen ist dabei keine Naturgesetzlichkeit, sondern vielmehr das Ergebnis des ungedeckten Papiergeldsystems: Das „aus dem Nichts" geschaffene, per Kredit in Umlauf gebrachte Geld sorgt für wirtschaftliche „Scheinblüten", die jedoch immer wieder in sich zusammensacken.

Wann kippt der Boom in einen Bust um? Um diese Frage zu beantworten, muss man sich zunächst die Faktoren vor Augen zu führen, die den Boom in Gang setzen. Zwei Dinge müssen dafür Hand in Hand gehen: (1) Die Zinsen müssen künstlich niedrig gehalten beziehungsweise immer tiefer gedrückt werden; und (2) die Kreditausfallsorgen müssen gering sein. Künstlich tiefe Zinsen treiben die Konjunktur an, sorglose Kreditmärkte ermöglichen den dafür notwendigen Schuldenaufbau.

Boom-and-Bust in den USA

Zusammenhang zwischen Arbeitslosenquote (sa) in Prozent und Auftragseingänge in der Industrie (J/J) in Prozent



Quelle: Thomson Financial, eigene Berechnungen.
Periode: Jan. '04 bis Feb. '14.

Die nebenstehende Graphik zeigt die Konjunkturphasen in Abhängigkeit von der Arbeitslosenquote („Lagging Indicator") und den Auftragseingängen der Industrie („Leading Indictor"). Auf dieser Grundlage scheint die US-Konjunktur durchaus an Fahrt zu verlieren. Angesichts der „Unschärfe" dieser Darstellung wäre es jedoch verfrüht, bereits an dieser Stelle schon von einem Einstieg in den Abschwung zu sprechen. Allerdings scheint vor diesem Hintergrund ein Anziehen der Zinszügel durch die Fed in weitere Ferne zu rücken.

Steigende Zinsen und steigende Kreditausfallsorgen auf den Finanzmärkten sind die Feinde des Papiergeldsystems, sie können ihm sogar den Todesstoß versetzen. Das wurde spätestens im Zuge der Lehman-Pleite im September 2008 unmissverständlich deutlich. Aus dieser Erfahrung haben die Anhänger des Papiergeldsystems jedoch ihre Lehren gezogen. Es ist daher alles andere als ein Zufall, dass weltweit alle großen Zentralbanken jetzt die gleiche Politik verfolgen: Tiefzins- und Geldvermehrungspolitik.

Diese Politiken haben durchaus Wirkung gezeigt. Sie tragen immer noch die weltweite Konjunktur, ihre Wirkung ist noch nicht verpufft. Je höher nun jedoch die Aktienmärkte steigen, und je tiefer die Zinsen fallen, desto größer scheint auch die Sorge vor einem möglichen „Crash" zu werden, einem Zusammenbruch von Konjunktur, Börsen sowie Häuser- und Rohstoffpreisen. Die Sorgen sind durchaus begründet. Allerdings lässt sich nicht mit Gewissheit vorhersagen, wann es wirklich soweit ist. Entscheidend dürfte für Investoren vielmehr die folgende Frage sein: *Wie werden die Zentralbanken auf einen herannahenden Crash reagieren?*

Zwei Szenarien

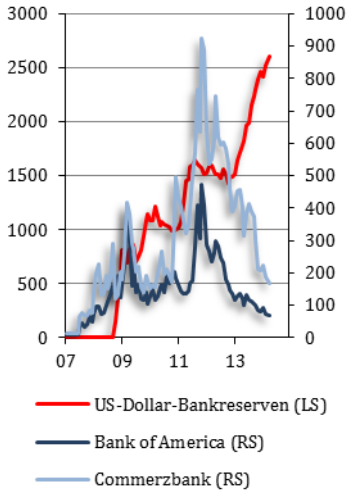
Um diese Frage zu beantworten, ist es hilfreich, zwei (Extrem-)Szenarien anzudenken: (1) Die Zentralbanken greifen nicht ein, oder (2) sie stemmen sich mit allen verfügbaren Mittel und Instrumenten gegen den Crash.

In Szenario (1) würde die Krise losgetreten, die es bislang galt zu verhindern: Rezession-Depression. Nach Jahren der Tiefzinspolitik und Schuldenmehrung könnten so etwas dramatischer ausfallen als noch in 2008/2009. Der Kreditzustrom, der die Konjunkturen bislang getragen hat, versiegt. Zahlungsausfälle von Banken und Staaten wären die Folge. Die Zinsen stiegen, die gesamte Schuldenpyramide geriete nicht nur ins Wanken, sie würde vermutlich à la Lehman kollabieren und mit ihr die Wirtschaft.

In Szenario (2) öffnen die Zentralbanken die Geldschleusen. Banken und Staaten erhalten, wenn nötig, von den Zentralbanken Direktkredite in unbegrenzter Höhe. Um einen Zinsanstieg zu verhindern, kaufen die Zentralbank Staats- und Bankanleihen gegen Ausgabe von neuem Geld auf. Ein drohender Einbruch von Konjunktur und Börsen zieht ein ungehemmtes Geldmengenvermehren zur Begleichung offener Rechnungen nach sich.

Szenario (1) könnte mit großer Wahrscheinlichkeit das Ende des Papiergeldsystems einläuten. Daher setzen die Finanzmärkte vermutlich auch eher auf Szenario (2): Im Vergleich zur Deflation-Rezession wird die Inflation in der Öffentlichkeit als das vergleichsweise kleinere Übel erblickt. Wenn das stimmt, wären Crash-Sorgen – ein Absturz der Börsen wie 2008/2009 – überzogen. Die Sorgen der Investoren sollten dann den Folgen der künftigen Geldmengenvermehrung gelten: Der Inflation, die derzeit kleingeredet wird.

US-Basisgeldmenge (US$ Mrd.) und Banken-CDS-Spreads (Basispunkte)



Quelle: Thomson Financial, Federal Reserve Bank of St. Louis.

Durch ihre Bereitschaft, strauchelnde Schuldner mit tiefen Zinsen und neu geschaffenem Geld zu subventionieren, haben die Zentralbanken die Kreditausfallsorgen aus den Finanzmärkten vertrieben.

Bei unseren Praktikanten hat es Veränderungen gegeben. Jimish Gandhi und Sachee Trivedi haben beide Ihr Studium abgeschlossen und eine Vollzeit Position als Analyst bei guten Investmenthäusern gefunden. Wir wünschen beiden viel Erfolg. Carsten Rother, der ebenso sein Studium in diesem Jahr beendet, wird ab Anfang Mai für ein amerikanisches Investment-Haus tätig. Neu dazugekommen ist dafür Prithish Ray (London Business School) der uns tatkräftig im Research unterstützt.

Mit bestem Gruß

Thorsten Polleit
Königstein i. T.

Matthias Riechert
London

Polleit & Riechert
Investment Management LLP

Ölmühlweg 33C
D-61462 Königstein im Taunus

St. Albans House 4th Floor
57/59 Haymarket
GB-London SW1Y 4QX

Internet: **www.polleit-riechert.com**
Limited Liability Partnership
Partnership No. OC377772
Companies House
Registrar of Companies under the Limited Liability Partnerships

Disclaimer
Für die Erstellung dieser Ausarbeitung ist Polleit & Riechert Investment Management LLP verantwortlich. Die Verfasser dieses Dokuments bestätigen, dass die in diesem Dokument geäußerten Einschätzungen ihre eigenen Einschätzungen genau wiedergeben und kein Zusammenhang zwischen ihrer Dotierung – weder direkt noch indirekt noch teilweise – und den jeweiligen, in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen oder Einschätzungen bestand, besteht oder bestehen wird. Der (bzw. die) in dieser Ausarbeitung genannte(n) Analyst(en) sind nicht bei der FINRA als Research-Analysten registriert/qualifiziert und unterliegen nicht der NASD Rule 2711. Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und berücksichtigt nicht die besonderen Umstände des Empfängers. Es stellt keine Anlageberatung dar. Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von in diesem Dokument genannten Edelmetallen und Wertpapieren beabsichtigt und dienen nicht als Grundlage oder Teil eines Vertrages. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen aus Quellen, die von Polleit & Riechert Investment Management LLP als zuverlässig und korrekt erachtet werden. Polleit & Riechert Investment Management LLP übernimmt keine Garantie oder Gewährleistung im Hinblick auf Richtigkeit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck. Alle Meinungsaussagen oder Einschätzungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers bzw. der Verfasser zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln die Meinungen von Polleit & Riechert Investment Management LLP wider Polleit & Riechert Investment Management LLP ist nicht dazu verpflichtet, dieses Dokument zu aktualisieren, abzuändern oder zu ergänzen oder deren Empfänger auf andere Weise zu informieren, wenn sich ein in diesem Dokument genannter Umstand oder eine darin enthaltene Stellungnahme, Schätzung oder Prognose ändert oder unzutreffend wird. Die in der Vergangenheit gezeigte Kursentwicklung von Finanzinstrumenten erlaubt keine verlässliche Aussage über deren zukünftigen Verlauf. Eine Gewähr für den positiven Anlageertrag einer in diesem Dokument beschriebenen Einschätzung kann daher nicht übernommen werden. Es besteht die Möglichkeit, dass in diesem Dokument genannte Prognosen aufgrund verschiedener Risikofaktoren nicht erreicht werden. Hierzu zählen in unbegrenztem Maße Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Unternehmensentscheidungen, Nichtverfügbarkeit vollständiger und akkurater Informationen und/oder die Tatsache, dass sich die von Polleit & Riechert Investment Management LLP oder anderen Quellen getroffenen und diesem Dokument zugrunde liegenden Annahmen als nicht zutreffend erweisen. Weder Polleit & Riechert Investment Management LLP oder Mitarbeiter übernehmen die Haftung für Schäden, die ggf. aus der Verwendung dieses Dokuments, seines Inhalts oder in sonstiger Weise entstehen. Die Aufnahme von Hyperlinks zu den Websites von Organisationen, soweit sie in diesem Dokument auf-genommen werden, impliziert keineswegs eine Zustimmung, Empfehlung oder Billigung der Informationen der Websites bzw. der von dort aus zugänglichen Informationen durch Polleit & Riechert Investment Management LLP. Polleit & Riechert Investment Management LLP übernimmt keine Verantwortung für den Inhalt dieser Websites oder von dort aus zugänglichen Informationen oder für eventuelle Folgen aus der Verwendung dieser Inhalte oder Informationen. Dieses Dokument ist nur zur Verwendung durch den Empfänger bestimmt. Es darf weder in Auszügen noch als Ganzes ohne vorherige schriftliche Genehmigung von Polleit & Riechert Investment Management LLP auf irgendeine Weise verändert, vervielfältigt, verbreitet, veröffentlicht oder an andere Personen weitergegeben werden. Die Art und Weise, wie dieses Produkt vertrieben wird, kann in bestimmten Ländern, einschließlich der USA, weiteren gesetzlichen Beschränkungen unterliegen. Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sind verpflichtet, sich diesbezüglich zu informieren und solche Einschränkungen zu beachten. Mit Annahme dieses Dokuments stimmt der Empfänger der Verbindlichkeit der vorstehenden Bestimmungen zu.