



DER FINEZIANER

MARKTAUSBLICK



Machtpolitik vor Ökonomie

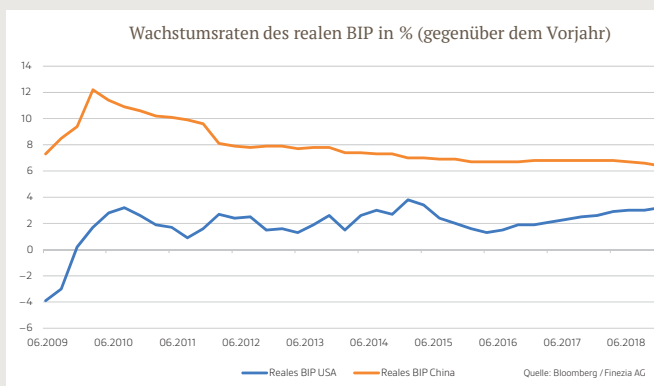
Bei der handelspolitischen Auseinandersetzung zwischen den USA und China geht es nur indirekt um Ökonomie. In Wirklichkeit geht es um das gegenwärtige und zukünftige Machtverhältnis zwischen den beiden Staaten. Die Einfuhrzölle sind nur die Ebene, auf welcher diese Auseinandersetzung zurzeit ausgetragen wird. Aber warum gerade diese Ebene? Bereits der frühere US-Präsident Ronald Reagan hatte nach Ansicht vieler in den USA die UdSSR «erfolgreich» ökonomisch zu Tode gerüstet. Nunmehr attackiert Trump die Chinesen ebenfalls auf diese Weise, und er hat dafür gute ökonomische Gründe. China hat nämlich die weitaus höheren realen Wachstumsraten als die USA, und der

wirtschaftliche Erfolg hängt zunehmend von der Fähigkeit ab, technische Normen setzen zu können.

Wenn es denn vor allem um Macht geht, dann ist es wichtig zu erkennen, dass sich die Interessenlage der USA hinsichtlich der globalen wirtschaftlichen Ordnung diametral gewandelt hat. Fast erscheint es wie eine Ironie des Schicksals, dass die USA im Verlauf der Geschichte immer Mal wieder unter Androhung von Gewalt die Öffnung abgeschotteter Märkte erzwungen haben. Doch dies geschah zu einer Zeit, als die USA ein hohes Wachstum aufwiesen und die Bedingungen der Marktöffnung diktieren konnten.



Heute weist China das höhere reale Wachstumstempo auf und profitiert vom globalen System freier Märkte letztlich mehr als die USA.



Viele westliche Staaten, die dieses System mitgetragen haben, müssen sich erst mit der Tatsache arrangieren, dass global freie Märkte heute eher im Interesse von China und nicht mehr im Interesse der USA sind. Für stark exportorientierte westliche Staaten, wie die Schweiz oder Deutschland, werden deshalb der jeweilige Binnenmarkt bzw. am Freihandel orientierte Handelsräume wie der EU-Binnenmarkt an Bedeutung zunehmen. Gleichzeitig werden die USA von diesen Ländern vermehrt Gefolgschaft einfordern bei aus Sicht der USA notwendigen ökonomischen Sanktionen. So setzt US-Präsident Trump z.B. seine «Alliierten» für seine ökonomischen Ziele unter Druck, sei es in der Auseinandersetzung mit dem Iran, mit Mexiko, bzw. in Sachen Energieversorgung durch

Russland (Pipeline North Stream 2) – oder er benutzt die Zölle, um unliebsame europäische Konkurrenz zu beeinträchtigen, Stichwort europäische Automobilindustrie. Auf jeden Fall scheint ein «weiter so wie bisher» nicht mehr angebracht.

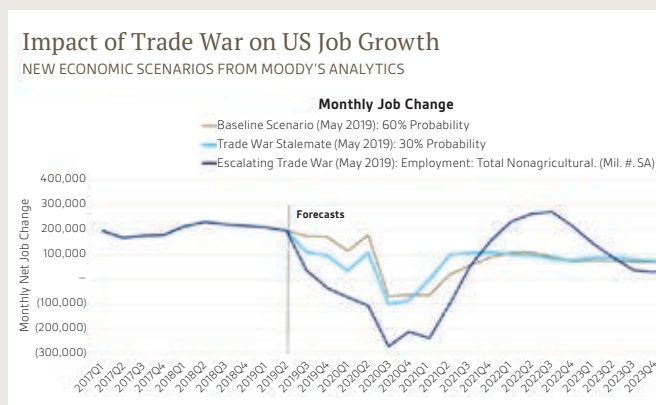
So begrüßenswert es ist, dass dieser Streit aktuell «nur» über Zölle ausgetragen wird, so ernüchternd ist es für die Ökonomen einzusehen, dass die Logik der Auseinandersetzung nicht von ökonomischen, sondern vor allem von machtpolitischen Überlegungen dominiert wird. Letztlich bedeutet dies, dass auch die wirtschaftspolitische Strategie der Administration Trump von dieser Perspektive dominiert wird, während die US-Notenbank von der inländischen Konjunkturentwicklung in den USA abhängt. Das verdeutlicht sich, wenn US-Präsident Trump zum Beispiel aktuell für Zinssenkungen plädiert, da dies den Abwertungsspielraum des chinesischen Renminbis einschränkt, unabhängig davon, ob dies angesichts der binnenwirtschaftlichen Konjunkturentwicklung sinnvoll ist oder nicht. Dementsprechend hat die US-Notenbank bis vor kurzem eher ausweichend auf die Forderungen nach Zinssenkungen reagiert. Erst nachdem US-Präsident Trump – trotz eines erst vor wenigen Wochen unterzeichneten neuen Nordamerikanischen Freihandelsabkommens – Mexiko mit neuen Zöllen auf deren Exporte in die USA drohte, signalisierte US-Notenbankchef Powell Bereitschaft, negative Auswirkungen mit Zinssenkungen abzufedern. Inzwischen hat US-Präsident Trump die angedrohten Zollerhöhungen für Mexiko wieder sistiert, doch es bleibt die Unsicherheit.

Rein ökonomisch gesehen ist eine auf die USA und China bzw. Mexiko «begrenzte» ökonomische Auseinandersetzung zwar ärgerlich, aber nicht übermäßig gefährlich. Die betroffenen

Länder würden stagflationäre Impulse erfahren, diese würden aber teilweise durch Produktionsverlagerungen in andere Länder (Mexiko, Vietnam, Deutschland, Schweiz) kompensiert. Nimmt der Disput hingegen globale Züge an, dann wäre dies ökonomisch gesehen sehr riskant, da ein globaler Handelskrieg die Neuorganisation globaler Handelsketten erzwingen würde, und dies unter grosser politischer Unsicherheit. Ähnlich wie beim noch nicht vollzogenen Brexit würden Investitionen zumindest zurückgestellt, wenn nicht sogar ganz gestrichen. Folglich würde die Dynamik des Wirtschaftswachstums zurückgehen. Geschieht dies in vielen Ländern gleichzeitig, so wäre eine Rezession im aktuellen Kontext wohl kaum zu vermeiden. Dann wäre es mit Zinssenkungen in den USA nicht getan.

Das wichtigste Argument auf der politischen Ebene, welches US-Präsident Trump von einer globalen Eskalation abhalten sollte, ist die Tatsache, dass Ende 2020 Neuwahlen für die US-Präsidentschaft anstehen.

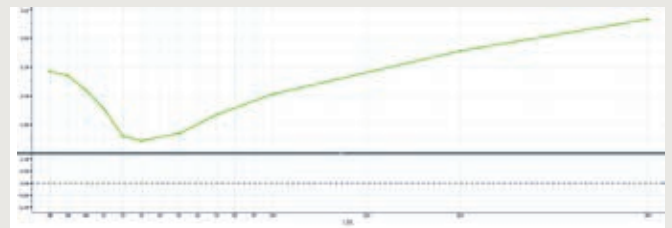
Eine Rezession bis dahin würde die Chancen auf seine Wiederwahl drastisch senken. Mit anderen Worten lautet die entscheidende Frage hinsichtlich der konjunkturellen Entwicklung letztlich, ob US-Präsident Trump seine Wiederwahl im November 2020 anstrebt oder nicht! Falls er dies nicht unbedingt möchte, dann sind die Risiken für einen politisch motivierten globalen Konjunkturreinbruch ungleich grösser als bei einer angestrebten Wiederwahl. Nach den jüngsten Ereignissen gehen wir mehr denn je davon aus, dass US-Präsident Trump seine Wiederwahl anstrebt. Somit kann er es sich kaum leisten, mit seinen Aktionen in den nächsten 18 Monaten eine Rezession vom Zaun zu brechen. Präsident Trump kann eines seiner grössten Wahlversprechen, die Schaffung neuer Arbeitsplätze in den USA, nicht ignorieren. Damit unterstellen wir, dass das Interesse in der US-Wirtschaft letztlich stark genug sein wird, einen «ökonomischen Amoklauf» zu verhindern, auch wenn der generell harte Kurs gegenüber China in den USA sehr breit abgestützt ist.



US-Präsident Trump kann sich keinen Handelskrieg leisten, ohne sein Wahlversprechen zu gefährden.
Quelle: BLS, Moody's

In diesem Szenario spricht alles dafür, die bisherige, optimistische Strategie beizubehalten, zumal die konjunkturellen Daten aus den USA und der Eurozone erneut eine Zunahme des Wachstums nahelegen. Insbesondere der in vielen Ländern erstarkte private Konsum und eine ungebrochene Bautätigkeit stärken die jeweilige nationale Konjunktur. Selbst der durch den kräftigen Rückgang gezeichnete Exportsektor hat gemäss jüngster Daten den Boden gefunden. Nach wie vor gilt, dass trotz der ungewöhnlich langen Expansion noch immer keine «harten» ökonomischen Grössen erkennbar sind, die ein Ende des Aufschwungs einleiten müssten. Die Realzinsen sind immer noch negativ und weit entfernt von Werten, die einen Abschwung forcieren würden. Dennoch ist die US-Zinskurve zurzeit teilweise invers. Obwohl dieses Signal keineswegs zwingend ist, dominiert es die aktuelle Diskussion. Dabei spricht der heutige Kontext, die zuvor erwähnten tiefen Realzinsen und eine ausgesprochen expansive Haltung der Notenbanken dafür, dass es nicht zu einer ökonomisch begründeten Rezession kommen wird und sich die Inversion wieder auflöst. Die Notenbanken suchen immer noch nach Wegen Preissteigerungen in der gesamten Wirtschaft voranzutreiben. Eine etwaige daraus resultierende Inflation würde deshalb nicht sofort bekämpft. Als neues Ziel würde anstelle jährlicher Inflationsziele ein Durchschnittswert angestrebt, was zur Folge hätte, dass eine vorübergehend höhere Inflation in Kauf genommen würde.

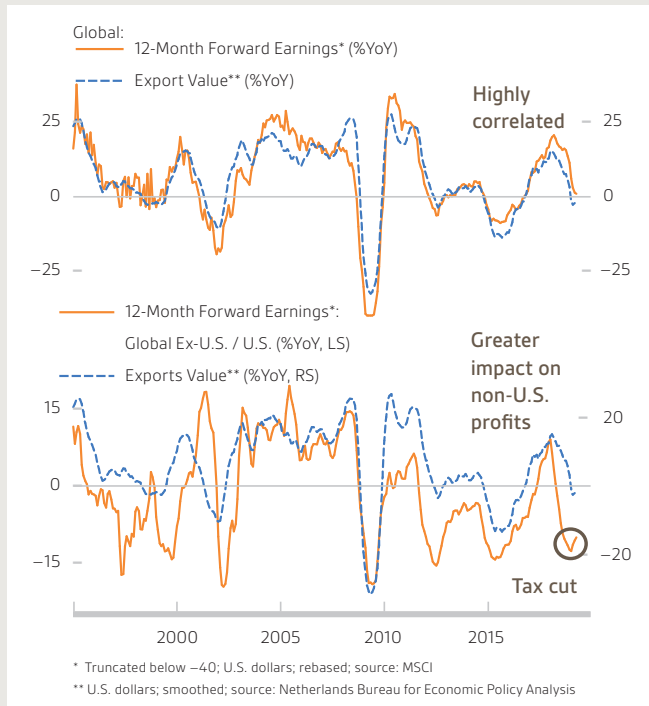
Diese Haltung der Notenbanken hat einen nicht zu unterschätzenden Effekt, welcher die Finanzmärkte massgeblich stützen dürfte.



Die US-Zinskurve (Stand 20.06.2019)

Quelle: Bloomberg

Das grösste Risiko in diesem positiven Szenario besteht darin, dass es aufgrund der politischen Drohungen zu einer Art voraus-eilendem Investitionsstopp kommen könnte. Dies würde, gepaart mit grosser politischer Angst auf Seiten der Konsumenten, durchaus zu rezessiven Tendenzen führen, insbesondere in Deutschland, welches durch die Automobilindustrie und die enge Zusammenarbeit mit Russland bei der Energieversorgung nicht gerade zu den Lieblingen von US-Präsident Trump zählt. Indirekt wäre davon auch die bedeutende Zulieferindustrie in der Schweiz betroffen. Ganz generell wird jede Einschränkung des Handels, sei sie erzwungen oder «freiwillig», als negativer Vorbote für fallende Profite der Unternehmen angesehen werden.



Globale Gewinne sind hochkorreliert mit Exportzahlen

Selbst wenn es nicht zu einem derartig destruktiven Gehorsam kommen würde, muss man sich bewusst sein, dass US-Präsident Trump jederzeit mit politisch motivierten Massnahmen die globale Wirtschaft empfindlich treffen könnte. Dies würde zwar den USD kurzfristig stärken, aber mittel- und langfristig wäre das für die USA sehr negativ, da sich in der vernetzten Welt von heute alle eine Lösung ohne die USA überlegen müssten. Europa, ins-

besondere Deutschland und die Schweiz als stark exportorientierte Volkswirtschaften, wäre in so einem Fall deutlich negativer betroffen. Falls auch noch der CHF als «safe haven» angesehen würde, wäre die Schweizer Exportwirtschaft zusätzlich belastet. Ob die SNB erneut unbeschränkt intervenieren könnte, ist eine offene und höchst politische Frage.



Anteile der Wertschöpfung an Chinas Exporten nach Regionen/Ländern

Dementsprechend sollte die taktische Positionierung zwar eine optimistische Grundhaltung an den Tag legen und gleichzeitig eine möglichst grosse Flexibilität hinsichtlich Risiken als auch Chancen aufweisen, zumal US-Präsident Trump noch für manch unerwartete Wendung gut sein wird.





Finezia Asset Allocation

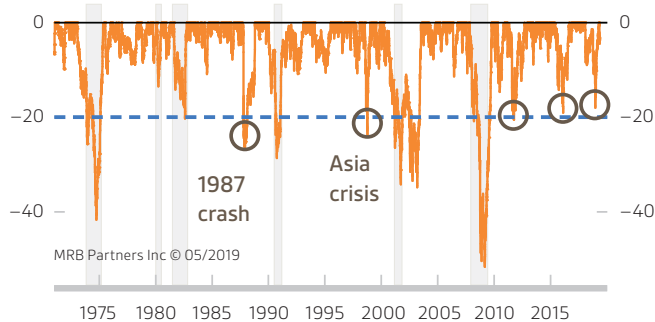
Unsere positive Grundhaltung, welche wir bereits im letzten «Finezianer» entgegen der allgemeinen Stimmung propagierten, behalten wir nach wie vor bei. Die vielen skeptischen Stimmen bestärken uns darin, dass der Markt positiv überraschen wird.

Obligationen

Aufgrund der erwähnten Auseinandersetzungen haben sich die Risikoprämien (und somit Rendite...) von Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen im vergangenen Monat zwar wieder erhöht, im Allgemeinen bleibt die Anlageklasse jedoch unattraktiv. Daher gilt es im momentanen Umfeld, sich bietende Chancen opportunistisch wahrzunehmen. Durch diese selektive Auswahl kann selbst im Obligationen-Bereich eine Überperformance gegenüber den Indizes erzielt werden. Sollte es tatsächlich zu einer Stagflation kommen, wovon wir momentan zwar nicht ausgehen, wären Unternehmensanleihen noch unattraktiver und diese Vorgehensweise gilt umso mehr.

Aktien

Wir haben unsere hohe Aktienquote beibehalten, da wir eine weltweit gutlaufende Konjunktur sehen. Dazu steht nach wie vor die Tatsache im Raum, dass Aktien aufgrund des weltweiten Tiefzinsniveaus die attraktivste Anlagemöglichkeit darstellen. Die temporären Kursrückgänge im Mai haben uns in keiner Weise beunruhigt. Doch auch in den nächsten Wochen und Monaten erwarten wir eine erhöhte Volatilität. Einbrüche von 10 bis 15% müssen verkraftbar sein.



* Rebased; source: MSCI

** Percentage decline versus rolling 1-year peak

Note: Shaded for NBER-designated U.S. recessions

Einbrüche gibt es immer wieder, die Erholungsphase ist meist nicht allzu lang.

Innerhalb der Aktien setzen wir vor allem auf dividendenstarke Titel, auf Unternehmen, welche in zukunftsorientierten Themen gut positioniert sind und/oder in ihrem Bereich Innovationsführer sind – mehr dazu erfahren Sie auf der nächsten Seite. Weiterhin finden wir den asiatischen Aktienmarkt aufgrund des oftmals tieferen Bewertungsniveaus interessant. Dort fokussieren wir uns v.a. auf Investments in Vietnam, Indien und nach dem Kursrückgang im Mai auch auf China.

Die angestrebten Antitrust-Verfahren gegen die grossen Internetfirmen wie Google oder Facebook dürften unserer Erwartung nach eingeleitet werden, deren ökonomischen Konsequenzen sind zurzeit noch schwierig abschätzbar. Kurzfristig dürfte dies kursbelastend wirken. Die Geschichte zeigt jedoch auch, dass solche Zerschlagungen langfristig nicht unbedingt negativ für den betroffenen Sektor sein müssen.

Alternative Anlagen

In den letzten Monaten konnten wir auch im Bereich Alternative Anlagen einige spannende Investments tätigen. Diese Anlageklasse ist insbesondere aufgrund der grossen Diversifikationseigenschaften, welche durch die teilweise tiefe bzw. nicht vorhandene Korrelation mit anderen Anlageklassen entsteht, sehr interessant. Hedge Funds, als Subkategorie, werden in diesem Anlageumfeld wieder lukrativ, da sie – je nach Strategie – von den volatileren Märkten profitieren können. Auch im Private-Equity-Bereich gibt es nach wie vor spannende Anlagemöglichkeiten. Gold hat im Portfolio eine legitime, defensive Rolle, vornehmlich als Absicherung gegen Systemrisiken wie z.B. eine Staatsschuldenkrise. Aufgrund der steigenden Volatilität und einem dadurch entstehenden Vertrauensverlust von gewissen Marktteilnehmern könnte das Gold zukünftig wieder leicht steigen. Zudem begünstigen die tiefen Zinsen den Goldpreis. Nebst physischem Gold in Form von ETF werden dann auch Goldminenaktien profitieren.

Währungen

Bei oben beschriebenem Szenario (keine Rezession) gehen wir davon aus, dass sich der CHF weiter abschwächt. Dabei sehen wir den EUR stärker als den USD.

Auswahlkriterien für die Aktienselektion

Aktien gibt es wie Sand am Meer. Obwohl an der Schweizer Börse SIX aktuell «nur» rund 260 Unternehmen kotiert sind, beläuft sich diese Zahl weltweit auf rund 44.000. Der Anleger hat also die Qual der Wahl aus 44.000 an einer Börse kotierten Unternehmen – da erscheint es wichtig, sich einiger grundsätzlicher Kriterien zu bedienen, nach welchen man die Aktien auswählt. Illustrieren wir dies am SMI Index, welcher die 20 grösstkapitalisierten Unternehmen der Schweiz vereint. Hätte man im vergangenen Jahr nur in die bessere Hälfte des SMI – gleichgewichtet – investiert, wäre der Wert des Portfolios Ende Jahr 2% höher gewesen als zu Beginn des Jahres. Hätte man die 10 schlechtesten Titel ausgewählt, hätte der Verlust über 26% betragen. Selbst innerhalb des vermeintlich gleichen Sektors – in diesem Beispiel Finanzen – ist die Divergenz deutlich zu sehen. Währenddessen die drei Versicherungswerte Swiss Life, Zürich und Swiss Re allesamt in den Top 5 landeten, befanden sich die drei Bankwerte Julius Bär, Credit Suisse und UBS ausnahmslos in den Flop 5.

Die Wahl der richtigen Kriterien müsste folglich helfen. Auf was achten wir nun bei der Auswahl von Aktien? Natürlich gibt es die üblichen Bewertungskennzahlen, welche nicht vernachlässigt werden dürfen. Auch eine solide Bilanz ist eine Selbstverständlichkeit. Aber daneben gibt es auch einige «Soft Facts», welche für uns stimmen müssen, bevor wir in ein Unternehmen investieren. Hier stellen wir Ihnen drei dieser Kriterien kurz vor:

– Innovationskraft

Wir bevorzugen Unternehmen, welche eine Innovationskraft besitzen, die sich kommerzialisieren lässt und so zu einem höheren Betriebsergebnis führt. Dank der höheren Innovationskraft gegenüber Mitbewerbern schaffen es solche Unternehmen nachhaltig, höhere Cash-Flows zu generieren. Der optimale Mix ist dabei der zwischen etablierten Produkten, welche einen regelmässigen Ertrag generieren («Cash Cows») sowie den sogenannten «Stars», welche zwar auch schon über einen gewissen Marktanteil verfügen, aber sich insbesondere durch ein hohes Wachstum auszeichnen. Wird ein Unternehmen zu genügsam und ruht sich nur auf den bestehenden Produkten aus, leidet die Innovation.

– Markteinfluss

Unternehmen mit einem hohen Markteinfluss können mit einer höheren Marge operieren. Dadurch ist auch in schwierigeren Zeiten eine gewisse Stabilität zu erwarten. Global aufgestellte Unternehmen haben dabei den Vorteil, dass sie regional unabhängig operieren und flexibel agieren können.



– Zukunftsaussichten

Ein Hauptaugenmerk legen wir des Weiteren auf die Zukunftsaussichten der Branche oder präziser gesagt auf deren Umfeld. Es gibt Megatrends, welche unsere Gesellschaft noch über Jahrzehnte prägen werden. Diese Trends umfassen alle Ebenen der Gesellschaft und betreffen jeden Einzelnen von uns. Wir haben einige der bestehenden Megatrends – z.B. Urbanisierung und demografischer Wandel – bestimmt, durch welche wir eine besonders tiefgreifende Umwälzung der aktuellen vorherrschenden Gesellschaft erwarten.

Diese Liste ist keineswegs vollständig, doch fragt man sich bei jedem einzelnen Investment, ob die obigen Kriterien erfüllt sind, so sind wir überzeugt, dass sich über die längere Frist eine Mehrrendite gegenüber einem passiven Anlagestil erzielen lässt. Dazu gehört auch, dass wir Unternehmen, welche obige Kriterien nicht erfüllen, von unserem Investment-Universum ausschliessen. Darum verzichten wir seit jeher z.B. auf Investitionen in globale Banken, da wir diese disruptive Branche mit negativen Zukunftsaussichten behaftet sehen. Natürlich müssen wir uns schlussendlich auch stetig hinterfragen, ob getroffene Annahmen noch immer Gültigkeit haben. Ein heute innovativer Marktführer kann bereits morgen wieder ins Hintertreffen geraten sein. Darum ist dies für uns in erster Linie nicht nur ein einmaliger Selektions-, sondern auch ein permanenter Überprüfungsprozess.