



DER FINEZIANER

MARKTAUSBLICK

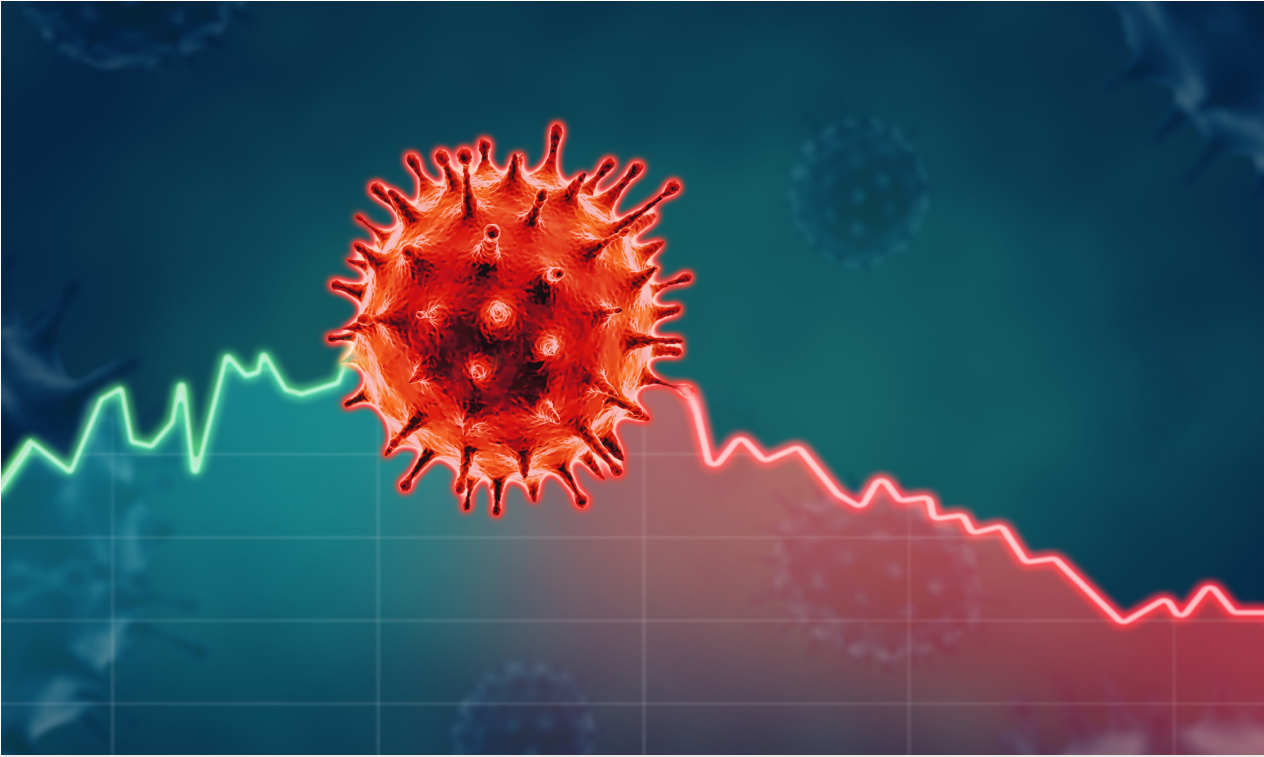


Corona Lessons Learned?

Der Jahreswechsel ist noch nicht wirklich lange her. Und was hatten wir uns nicht alles für dieses neue Jahr vorgenommen: 3% bis 5% globales Wachstum, 10% Gewinnzuwachs und, und, und. Jetzt ist erst einmal alles auf Warteposition, oder noch schlimmer auf Panik-Modus, zumindest deutet die Liquidation von Gold in diese Richtung. Alles nur wegen eines vermeintlich unscheinbaren Virus!? Willkommen im Jahr 2020.

Die Ironie des Ganzen besteht darin, dass es auf den ersten Blick wieder einmal die mangelnde Beherrschung der Natur ist, die den augenblicklichen Stillstand der Wirtschaft verursacht hat. Dabei

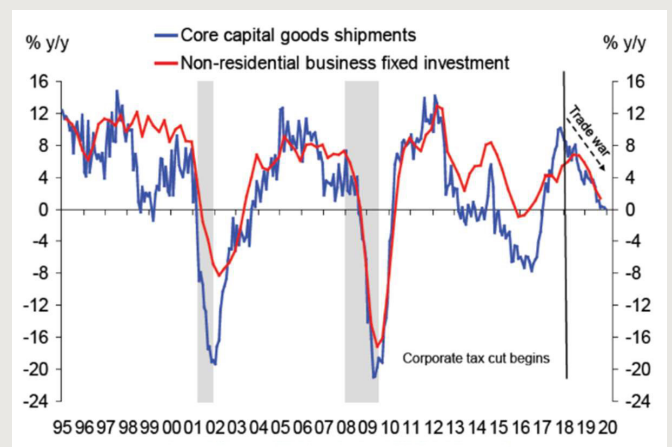
legt das kleine Virus nur schonungslos offen wie naiv, oder noch schärfer formuliert, wie gefährlich das gegenwärtige Verständnis der globalen wirtschaftlichen Zusammenhänge in unseren Breiten geworden ist. Grösse bedeutet demnach nicht nur Macht, sondern auch Kostenvorteil bei der Produktion, und solange Geiz geil ist, kann uns nur eine feindliche Übernahme (aus China?) gefährlich werden. Somit wird der Inhalt der Produkte tendenziell immer ähnlicher, und ganz gewiss ist die Produktion der Grundstoffe an einem Ort am profitabelsten. Die Verpackung dagegen muss sich deshalb umso mehr unterscheiden. Ziel der Wirtschaft ist demnach nicht der Aufbau und der Erhalt eines robusten Sys-



tems zur Erstellung und Verteilung von Gütern und Leistungen für eine Gesellschaft, sondern die Schaffung einer komplexen Kette von austauschbaren Bausteinen, jedoch ohne Puffer, geschweige denn Doppelspurigkeiten, oder gar Entwicklungsmöglichkeiten. Nicht nur das Selbstverständnis, sondern auch die Struktur der Ökonomie folgt diesem Prinzip. Würden Sie sich in eine nach diesen Prinzipien gefertigte Rakete setzen wollen? Eine Rakete nach den neuesten Erkenntnissen der Technik, dafür aber auch ohne Redundanzen, sozusagen «lean». Nicht einmal Elon Musk würde da wohl einsteigen. Der Grund ist ziemlich trivial, denn – wie schon Murphy wusste – alles, wirklich alles was ausfallen kann, wird irgendwann wirklich ausfallen und dann nutzt auch der beste Fallschirm meist nichts mehr. Dementsprechend war der Ausbruch des Virus als solcher zwar nicht vorhersehbar, die Anfälligkeit einer derart monokausal strukturierten Ökonomie hingegen sehr wohl. Die Wirtschaft hat sich dennoch bewusst gegen ein resilientes Wirtschaftskonzept entschieden. Das könnte man zwar jetzt ändern, aber das bräuchte Zeit und Geld und beides ist ja bekanntlich knapp.

Zugegeben, das Virus trifft die Weltwirtschaft zu einem wahrlich ungünstigen Zeitpunkt. Die konjunkturelle Dynamik in Europa ist so schwach, dass es dort zu einer temporären Rezession kommen wird, sollte dieses Virus die Weltwirtschaft noch länger beeinträchtigen. In «Pre-Corona-Zeiten» war die Konjunktur in Europa, insbesondere in Deutschland, soeben dabei einen Boden zu finden. Die letzten Daten signalisierten denn auch eine Stabilisierung der Lage, auch wenn die Automobilkrise noch keineswegs ausgestanden ist und die negativen Auswirkungen des Brexits erst im nächsten Jahr (deutlich) sichtbar werden. Doch die grösste Bedrohung der Konjunktur ist und bleibt die aggressive Handelspolitik von Seiten der US-Administration, die das

Wachstum der globalen Investitionstätigkeit aufgrund der unregelmässigen rechtlichen Situation der Produktionsstandorte erst einmal zum Stillstand gebracht hat. Und wenn man den News von jenseits des Atlantiks Glauben schenkt, dann muss sich der «Feind» Europa auf weitere Stürme gefasst machen. Zum Glück sind die Binnenkonjunktur und die Bauindustrie in Europa immer noch solide genug, um diesem Sturm vorerst Stand zu halten. Am wichtigsten ist wahrscheinlich, dass die negativen Effekte dieser Politik inzwischen auch in den USA angelangt sind, wo die Investitionstätigkeit ebenfalls kaum weiter zunimmt, so dass vielleicht ein partielles Umdenken in den USA möglich wäre.

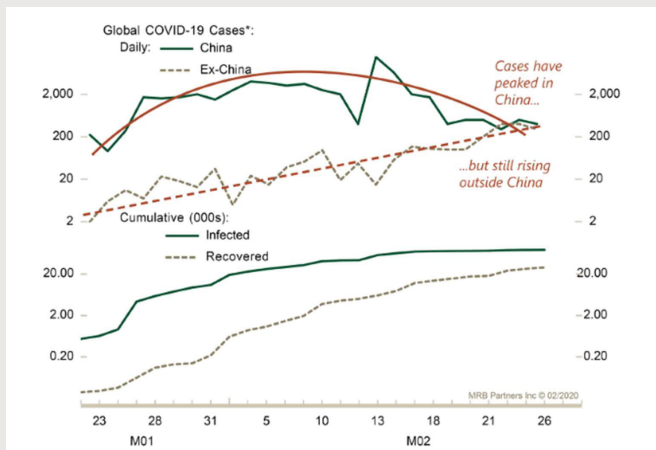


Quelle: Census, BEA, Haver Analytics, Deutsche Bank Global Research

Dies unterstreicht einmal mehr, dass die Ökonomie ein System gegenseitiger Beziehungen ist, sowohl im Positiven wie auch im Negativen. Eine Politik, die dies leugnet und allein den Machtaspekt betont, ist kurzfristig nur so lange erfolgreich, bis die negati-

ven Effekte auch den Verursacher erreichen. Langfristig betrachtet bleibt es bei der Wahl zwischen WIN-WIN oder LOOSE-LOOSE.

Wie geht es jetzt weiter? Die augenblickliche Lähmung mit dem Corona-Virus ist zwar im Prinzip kurzfristig und sollte spätestens in ein paar Monaten wieder überwunden sein, aber bis dahin wird es in weiteren Regionen analog China durchaus zu einem völligen Stillstand des öffentlichen Lebens kommen.



Quelle: John Hopkins Universität / MRB Partners

Aufgrund der weltweiten Wirtschaftslage waren Massnahmen unumgänglich. Von daher war es ziemlich bald einmal absehbar, dass die FED die Zinsen nochmals senken würde. Allgemein wurde dieser Schritt spätestens an der ordentlichen Sitzung am 18. März 2020 erwartet. Doch bereits rund 2 Wochen zuvor beschloss die Fed diese «Notmassnahme». An deren Erfolgsaussicht dürfte zwar kaum noch jemand glauben – dies beweist auch die Reaktion der Märkte direkt nach der Zinssenkung – aber man hat ja sonst nichts. Darum dürften auch noch weitere Zinssenkungen folgen.

Entscheidend dafür, wie wir aus dieser Krise herauskommen, wird abermals die Frage sein in welchem Weltbild wir uns bewegen wollen: im tradierten mechanischen oder in einem systemischen. Im konventionellen Weltbild spricht vieles dafür, dass nun zum x-ten Mal die Zinsen gesenkt werden und zusätzliche Liquidität bereitgestellt wird. Wie die leidvolle Erfahrung der letzten 10 Jahre uns gezeigt hat, wird das auch diesmal die reale Wirtschaft höchstens marginal stimulieren. Hingegen wird die Liquidität wohl erneut in die Finanzmärkte fließen und das inzwischen unsägliche Niveau der Asset-Inflation nochmals vorantreiben.

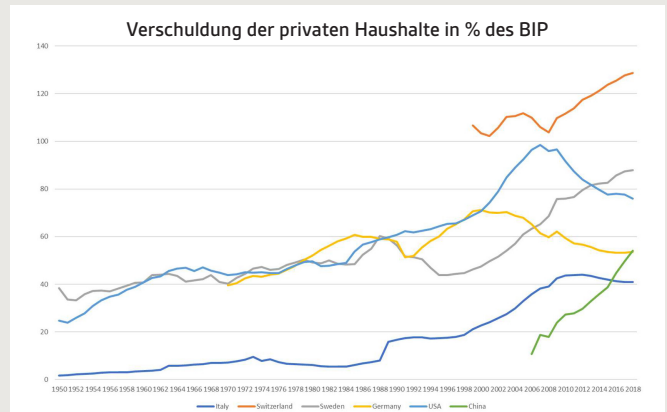
In dieser Situation braucht es vor allem genügend Überbrückungskredite und eine Stützung der Nachfrage, wenn nicht durch Private dann durch den Staat. In dieser Hinsicht sind die Behörden in Hongkong eine Art Vorreiter, indem sie jedem Bürger über 18 Jahre knapp CHF 1200.– überweisen wollen. Das Geld dürfte sicherlich sofort in die Wirtschaft fließen.

Dies hat weniger mit ideologischen Überlegungen zu tun, sondern ist vielmehr eine schnelle & pragmatische Reaktion auf die

aktuelle Lage. Übersetzt in die Wirtschaftspolitik bei uns heisst dies, dass nicht die Höhe des Zinses die entscheidende Stellgrösse ist, sondern der Zugang zu Kredit sowie eine unmittelbare Stimulation der realen Nachfrage nach Gütern und Diensten. Oder in Schlagworten: eine Kombination von Helikoptergeld und ein ökologisch motiviertes Investitionsprogramm.

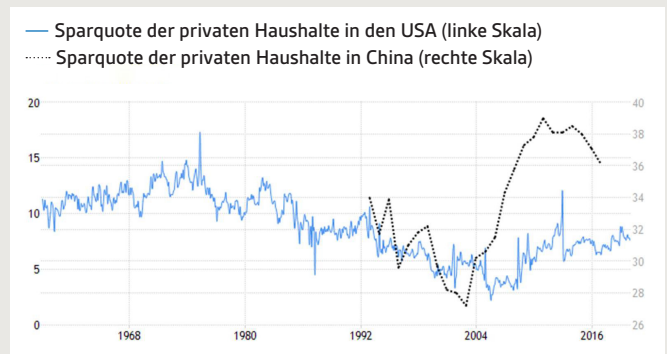
Doch selbst im Rahmen der konventionellen Auffassung gibt es immer noch die seit Jahrzehnten verpönte Fiskalpolitik. Während in den allermeisten westlichen Ländern immer noch eine grosse Abneigung gegen eine Erhöhung der privaten oder staatlichen Verschuldung herrscht, ist man anderswo pragmatischer. Wie zuvor erwähnt hat Hongkong beschlossen, den Vorreiter in Sachen Helikoptergeld zu spielen. Zusammengenommen erhöht sich die Verschuldung so um rund 1.3% des BIP.

Wieso tun wir uns eigentlich so schwer mit der Verschuldung? Wenn man sich die Daten im internationalen Vergleich anschaut, dann wird offensichtlich, dass sowohl das Sparen als auch der Umgang mit Schulden nicht nur vom jeweiligen Zins geprägt ist, sondern immer auch eine kulturelle Angelegenheit ist.



Quelle: IMF

Sicherlich ist die Gefahr einer Überschuldung aufgrund der finanzmathematischen Dynamik überall gleich, aber ein Verschuldungsgrad von 60% bei einer Sparquote von 30% ist einem Verschuldungsgrad von 40% bei einer Sparquote von 3% überlegen.



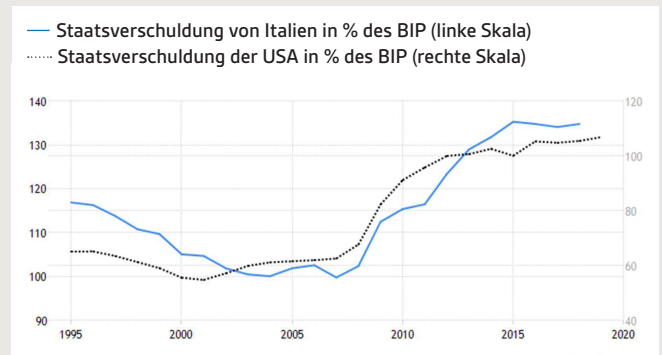
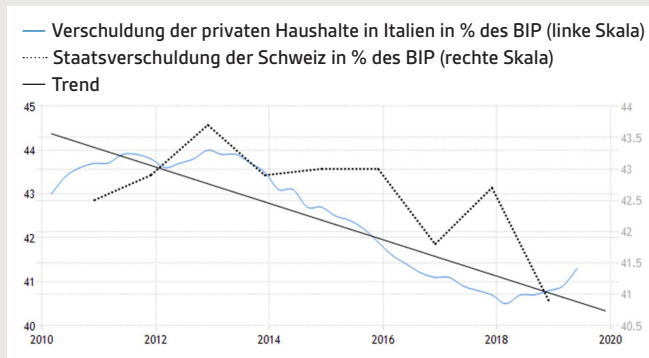
Quelle: Tradingeconomics.com

Zudem scheint es kulturell traditionelle Unterschiede beim Verhältnis der Verschuldung der privaten Haushalte und der Verschuldung des Staates zu geben. Ein besonders drastischer Unterschied wird deutlich, wenn man z.B. Italien und die Schweiz miteinander vergleicht. Während die Schweiz in Punkto Staatsverschuldung um ein Vielfaches bessergestellt ist als Italien (gemessen in % des BIP), beträgt die Verschuldung der privaten Haushalte in der Schweiz ein Vielfaches der Verschuldung der privaten Haushalte in Italien.

Nimmt man diese beiden Aspekte zusammen, dann verschwindet der Unterschied. Und ein Blick auf die Zeitperiode seit der letzten Finanzkrise zeigt eine verblüffende Übereinstimmung bei der rückläufigen Entwicklung der Verschuldung in Teilen der Schweiz und Italien.

Manchmal werden selbst Vorurteile bestätigt, in der Schweiz spart der Staat und in Italien die privaten Haushalte.

Andererseits sollte es uns doch sehr nachdenklich stimmen, wenn die grösste westliche Wirtschaft seit der Finanzkrise ihre Verschuldung fast verdoppelt und nun fast mit Italien gleichgezogen hat, ohne dass es sich bei den Obligationenratings niedergeschlagen hat.



Quelle: Tradingeconomics.com

Und das ist gut so, denn eine gesunde Wirtschaft ist mehr als ein gewisser Verschuldungsgrad des Staates oder der privaten Haushalte. In diesem Sinne spricht eigentlich nichts gegen ein Anti-Corona-Paket a la Hongkong, oder?



Finezia Asset Allocation

Die jüngsten Verwerfungen haben aufgezeigt, wie wichtig es ist, eine Strategie festzulegen, mit welcher man auch in Korrekturphasen ruhig schlafen kann. Doch eröffnen sich durch diese Schwankungen auch interessante Chancen. Aktuell sehen wir die verschiedenen Anlageklassen wie folgt:

Obligationen

In absehbarer Zeit wird sich die Tiefzinssituation nicht entschärfen – im Gegenteil: Anfang März hat die FED die Zinsen gesenkt und dies dürfte nicht die letzte Zinssenkung gewesen sein. Für den Privatanleger heisst dies, dass er im Bereich der Obligationen gezielt nach Opportunitäten suchen muss, um diese wahrzunehmen. Im Grossen und Ganzen bleibt die Anlageklasse nämlich weiterhin unattraktiv.

Aktien

In Zeiten von Panik ist es wichtig, sich grundlegende Fragen zu stellen. Welche Gründe sprechen rational für Aktien, welche dagegen? Faktisch ist es so, dass sich viele Qualitätsaktien in den letzten Wochen massiv verbilligt haben, da einfach alles verkauft wurde (siehe nächster Beitrag). Die Dividenden sind aber – bei den meisten Unternehmen – immer noch gleich sicher wie zuvor, die Dividendenrendite hat sich also – rein mathematisch – sogar erhöht. Wir sehen Aktien als die aussichtsreichste Anlageklasse über die nächsten Monate. Denn weiter steht noch immer die Tatsache im Raum, dass Aktien aufgrund des weltweiten Tiefzinzniveaus die attraktivste Anlagemöglichkeit darstellen. Aus diesen Gründen halten wir auch Schweizer Dividentitel weiterhin als unverzichtbar.

Alternative Anlagen

In einem volatilen Umfeld, wie wir es in den letzten Wochen erleben durften, wird der Bereich der Alternativen Anlagen umso interessanter. Hedge Funds sind in diesem Anlageumfeld attraktiv, weil sie sich in beide Richtungen positionieren können. Diese Anlageklasse ist insbesondere auch aufgrund der grossen Diversifikationseigenschaften, welche durch die teilweise tiefe bzw. nicht vorhandene Korrelation mit anderen Anlageklassen entsteht, sehr interessant. Auch Private Equity und Private Debt-Positionen sorgen in unsicheren Marktphasen dank der tieferen Korrelation für Diversifikation.

Edelmetalle

Gold hat im Portfolio eine wichtige, defensive Rolle, vornehmlich als Absicherung gegen Systemrisiken, wie z.B. eine Staatsschuldenkrise. Zudem begünstigen aktuell die sehr tiefen Zinsen den Goldpreis. Nebst physischem Gold in Form von ETF werden dann auch Goldminenaktien profitieren. Wie wir jedoch auch gesehen

haben, ist in einer ersten Phase von Panikverkäufen auch bei Edelmetallen mit Kursrückgängen zu rechnen. Diese erachten wir jedoch als temporär.

Währungen

In den letzten Wochen war der CHF als «sicherer Hafen» wieder gefragt. Wir gehen davon aus, dass sich dies in den nächsten Wochen ein wenig legen wird und sowohl der EUR als auch der USD leicht zulegen dürften.



Bias von Priene

Weit zurück in der Geschichte, im archaischen Zeitalter des antiken Griechenlands, lebten die Sieben Weisen – Staatsmänner, welche der Epoche der Vorsokratiker angehörten. Einen von ihnen, Bias von Priene, können wir heute aufgrund der Ereignisse der vergangenen Tage und Wochen aus verschiedenen Umständen näher beleuchten.

Da wäre einerseits der klangvolle Name «Bias», welcher in der psychologischen (Finanz-) Lehre eine ganz spezielle Bedeutung hat. Mit Bias werden kognitive Verzerrungen bezeichnet, welche insbesondere in aussergewöhnlichen Zeiten auftreten.

Die Liste an möglichen Bias ist lang, am stärksten zeigt sich in den Portfolios vieler Anleger jeweils der sogenannte «home bias». Dieser beschreibt die Tendenz der Anleger, den Grossteil ihres Portfolios in inländische Aktien zu investieren und dabei die Vorteile einer Diversifizierung in ausländische Aktien zu ignorieren, obwohl diese tendenziell das systematische Risiko eines Portfolios zu senken vermögen.

Aktuell wird aber am auffälligsten wieder der «hindsight bias» zelebriert, beschrieben durch die nachträglich verfälschte Erinnerung an eigene Vorhersagen, die bezüglich eines Ereignisses getroffen wurden. Oder salopper ausgedrückt: «Ich hab's euch ja gesagt.» Wie viele haben doch, natürlich erst im Nachhinein, die Korrektur, welche im Februar begonnen hat, genauso vorhergesehen. In der Mischung mit dem «confirmation bias», der Neigung, Informationen so zu interpretieren, dass sie die eigenen Erwartungen erfüllen, ergibt dies einen ganz gefährlichen Cocktail von Besserwisseri.

Wir hingegen haben es nicht besser gewusst, nein, wir müssen sogar zugeben, dass wir vom Tempo dieser Korrektur überrascht wurden. Das Coronavirus verbreitet sich weltweit schneller als ursprünglich von den Marktteilnehmern erwartet, was zu dieser Korrektur in den letzten Tagen und Wochen führte. Aber nicht nur das Virus verbreitet sich ultraschnell, nein, auch die Panik an den Aktienmärkten. Und bei beiden gilt es, denselben Rat zu befolgen: Lassen Sie sich nicht anstecken!

Es scheint unbestritten, dass das Virus kurzfristig für gewisse Unternehmen sehr einschneidend sein wird und es ist noch immer schwierig abzuschätzen, wie hart die Wirtschaft tatsächlich getroffen wird. Doch darf man durchaus auch davon ausgehen, dass dies eher kurzfristig denn nachhaltig und nicht über alle Branchen und Unternehmen weg in gleichem Ausmass geschehen dürfte. Ferner dürfen wir sogar darauf hoffen, dass das System vom Virus, respektive den daraus folgenden Ereignissen, lernen wird und einige Prozesse neu definiert werden. Wenn dies dazu führt, dass das System resistenter wird – analog dem Körper gegenüber einem Virus – dann kann man immerhin noch ein positives Fazit aus der Sache ziehen.

Was heisst dies übersetzt für Ihr Portfolio? Eine vollständige Resistenz gegenüber einer Korrektur haben die wenigsten Portfolios. Wer in Börsenhäusern Geld verdienen will, wird in Korrekturen auch (Buch-) Verluste zu tragen haben. Aber anstatt in Panik zu verfallen, sollte man genau diese Situationen nutzen, um auch das Portfolio gesundwerden zu lassen. Es gibt durchaus Qualitätstitel (in der Schweiz z.B. im Gesundheitswesen), welche im Rahmen des Ausverkaufs des Marktes zu Unrecht mitgelitten haben. Dieses konvergente Verhalten rührt daher, weil viele Investoren heutzutage auf passive Instrumente vertrauen. Werden diese liquidiert, so sind die entsprechenden Underlyings konsequent betroffen. Es wird nicht mehr unterschieden zwischen «gut» und «schlecht», sondern was der ETF beinhaltet und was nicht. Diese Situationen kann man also gut nutzen, um Qualitätstitel vergünstigt nachzukaufen. Vergleichbar mit einem Ausverkauf in Ihrer Lieblings-Boutique: Wenn der Inhaber 25% Rabatt auf alle Artikel anbietet, werden die besseren Artikel im Nu weggekauft, während die Ladenhüter wohl länger liegen bleiben werden. Genauso sollte man an der Börse agieren. Zukunftsorientierte, innovative Unternehmen und solche, welche weniger unter dem Virus leiden werden, können in so einer Korrektur guten Gewissens zugekauft werden.

Davor brauchen Sie sich nicht zu fürchten, denn wie heisst doch ein berühmtes Zitat von Bias von Priene: «Das Mittel gegen die Furcht: das gute Gewissen.»

