



DER FINEZIANER

MARKTAUSBLICK



Corona – was nun?

Unsere industriellen Gesellschaften machen zurzeit eine ungewohnte Erfahrung. Obwohl sie mit dem Corona-Virus die Ursache für ihre gegenwärtigen Schwierigkeiten identifiziert und mit dem Lockdown drastisch reagiert haben, sind Einschränkungen im Alltag noch immer die Regel. Somit ist eine der wichtigsten Prämissen der massiven Unterstützungspakete, nämlich die rasche Rückkehr zu gewohnten Verhältnissen, noch nicht gegeben.

Das Besondere an der gegenwärtigen Konstellation ist die Tatsache, dass der ökonomische Einbruch im ersten Halbjahr 2020 bislang «nur» eine Folge der politischen Reaktion auf die medizinische Situation ist. Konjunkturell ist das Schlimmste sicherlich vorüber.

Gleichzeitig scheint eine Rückkehr zu einem Leben wie vor der Corona-Pandemie noch in weiter Ferne zu liegen. Darf man in der Zwischenzeit optimistisch sein?

Wir sind optimistisch, indem wir an «normalere» Zeiten trotz oder mit Corona glauben. Gleichzeitig sind wir aber auch realistisch genug, bei den zahlreichen Risiken auf dem Weg dahin genau hinzusehen.

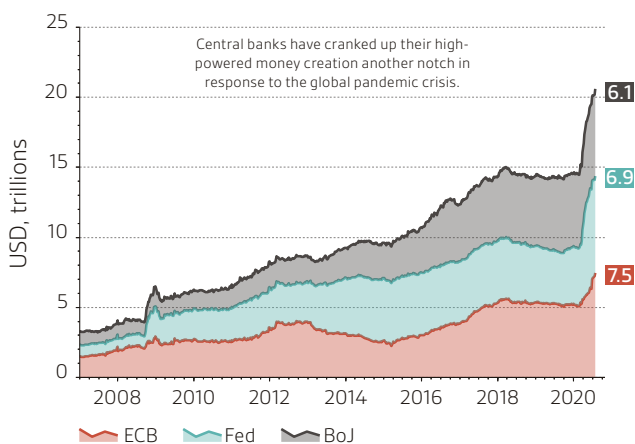


Auf jeden Fall gilt, dass Corona weiter präsent sein wird und eine rasche ökonomische Erholung eine «Corona-sichere» Situation benötigt, da Ungewissheit stets hemmend wirkt – einerseits für Investitionen und somit andererseits letztlich auch für die Finanzmärkte.

Die einzelnen Staaten/Wirtschaftsräume haben den Einbruch im ersten Halbjahr 2020 mit aussergewöhnlich umfangreichen Fiskalimpulsen erfolgreich aufgefangen. Die massiven Stützmassnahmen, insbesondere die Kurzarbeitsprogramme in der Schweiz für rund 1/3 der Arbeitnehmer, waren und sind absolut notwendig. Nur so kann verhindert werden, dass die Arbeitsplätze dauerhaft verloren gehen. Die Geldpolitik kann zwar momentan «nur» Liquidität bieten – was für die Märkte jedoch sehr wesentlich ist –, die Zahlungsfähigkeit der Firmen und Haushalte hingegen kann sie kaum beeinflussen. Auf dem aktuellen Zinsniveau können die Zentralbanken so gut wie keine neuen Impulse für die Konjunktur auslösen. Diese Konjunkturimpulse liegen in der Hand der Politik...

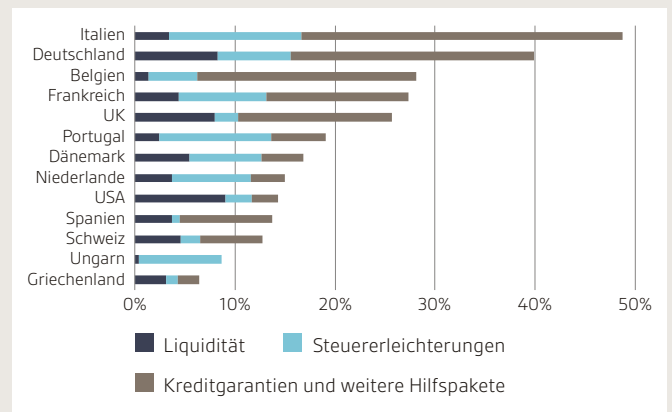
...und diesbezüglich wurden noch nie gesehene Massnahmen ergriffen. Letztlich haben die Regierungen auf Kosten einer massiv höheren Verschuldung, zirka 10 % bis 20 % vom BIP, Zeit für eine medizinische Strategie gekauft. Doch dies kann nicht von allen Staaten beliebig oft wiederholt werden. Sicherlich herrscht im Moment ein ungewöhnlich breiter Konsens zwischen den Regierungen und den Zentralbanken hinsichtlich der zusätzlichen Staatsverschuldung, die die Stützmassnahmen durch den Ankauf von Staatsanleihen ermöglichen, dennoch ist der fiskalpolitische Raum für eine Verlängerung bzw. erneute Stützaktion in ähnlichem Umfang oft nicht mehr vorhanden. Es sei denn, man ist politisch bereit, bislang geltende Richtlinien der Staatsverschuldung nochmals deutlich zu überschreiten. Ob es für eine derartige «Japanisierung» bereits einen Konsens gibt, ist noch offen. Das eigentliche Risiko besteht also darin, dass den Staaten das Geld ausgehen könnte, bevor Corona medizinisch im Griff ist. Um dies zu verhindern, müssen und werden die Staatseinnahmen steigen, denn es gibt ja auch noch weitere Umverteilungsbedürfnisse.

Central bank balance sheets, total assets



Die Bilanzen der drei wichtigsten Zentralbanken.

Quelle: Refinitiv / ECR Research

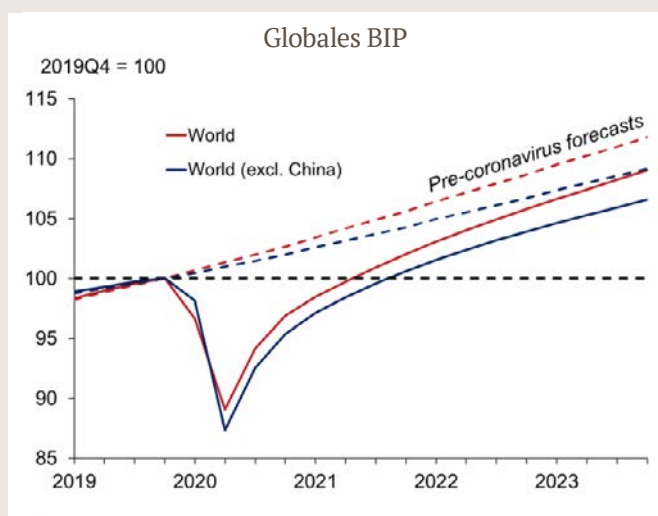


Ausgaben der einzelnen Staaten zur Bekämpfung der Corona-Krise in % des BIP.
Quelle: Bruegel / OECD / eigene Darstellung

Es ist daher wohl realistisch, auf absehbare Zeit zwar mit einer Rückkehr zu normalen Verhältnissen zu rechnen, doch dies wird



erst einmal nur eine verhaltene und branchenspezifische Erholung ermöglichen. Unter diesen Bedingungen wird die Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt zum mit Abstand kritischsten Faktor für die weitere Konjunkturentwicklung. Wird auf die langsamer als erwartet ablaufende Konjunkturerholung sofort mit Entlassungen auf breiter Front reagiert, ist das Risiko für einen erneuten Konjunkturrückschlag durchaus gegeben. Die Angst vor um sich greifenden Entlassungen würde bei vielen Beschäftigten zu Angstsparen, und damit zu deutlich weniger Konsum führen. Eine konventionelle Rezession wäre dann wohl unvermeidlich, in der Annahme, dass die Corona-Pandemie medizinisch auch noch nicht überwunden wäre.



Ein möglicher Weg der konjunkturellen Erholung.

Quelle: Oxford Economics

Die Unsicherheit ist umso grösser, wenn man bedenkt, wie stark die konjunkturelle Entwicklung in der Schweiz durch die weltweite Exportnachfrage bestimmt wird. Selbst wenn die Schweiz sowohl konjunkturell als auch medizinisch all ihren Hausaufgaben in vorbildlicher Weise nachkommen würde, so ist dies allein keine Garantie, dass eine Rezession in der Schweiz vermieden werden könnte.

Es sind wohl derartige Überlegungen, die z.B. Deutschland dazu bewogen haben ein €750 Mrd. schweres Unterstützungspaket für die EU vorzuschlagen und gleichzeitig einen Grossteil der Lasten selbst zu übernehmen, denn die notwendige Stabilisierung der Weltwirtschaft gelingt nur gemeinsam. Das gilt noch viel mehr in Punkto Corona.

Kein Land kann die Krise allein meistern.

Im Gegenteil: Negative Ausreisser können ganz einfach die bisherigen Erfolge aller anderen zerstören. Solidarität ist gefragt.

Das zuvor erwähnte Unterstützungspaket der EU muss deshalb als Beweis dafür angesehen werden, dass den Verantwortlichen diese Zusammenhänge sehr wohl bewusst sind. Die Herausforderung für wohlhabende Staaten wie die Schweiz liegen daher vor allem auf der politischen Ebene, in der Legitimation von inner- und zwischenstaatlichen Transferzahlungen, um eine durchaus denkbare Wirtschaftskrise abzuwenden. Letztlich könnten sich durch diese Entwicklung unterschiedliche Staatengruppen bilden, die sich durch ähnliche ökonomische und medizinische Handlungsräume auszeichnen. Die Gegner einer solchen Entwicklung fürchten sich vor einer fortschreitenden Zersplitterung des Welt Handels in immer kleiner werdende Handelsräume, die sich gegenseitig abschotten, die Befürworter sehen darin eher eine Möglichkeit robuster Entwicklungsräume innerhalb sehr heterogener Landschaften. Wie dem auch sei, nach Corona werden die Differenzen zwischen den Ländern auf jeden Fall eher grösser als kleiner geworden sein.

Was heisst das nun für die Märkte?

Die kurzfristigen Zinsen werden erst einmal auf ihrem sehr tiefen Niveau verharren, zumindest bis eine deutlich wahrnehmbare inflationäre Dynamik sichtbar wird, und dies wird mindestens noch ein bis zwei Jahre dauern. Frühestens dann dürften auch die veränderten Erwartungen bei den langen Zinsen für moderat höhere Zinsen sorgen. Alles in allem wird der Bewältigung der Corona-Krise sicher bis Ende 2021 absoluten Vorrang gegeben werden.

Die ökonomische Erholung könnte also durchaus länger dauern als gedacht, sofern die Corona-bedingte Unsicherheit weiter im Fokus bleiben wird. Dennoch halten viele Aktienmärkte, insbesondere die USA, an der Vorstellung einer rapiden Erholung fest. Andererseits könnte man mit Blick auf den USD fast den Eindruck haben, als ob sich die Entwicklung der Corona-Zahlen in den USA sehr wohl in niedrigeren Firmenerträgen spiegeln wird. Ähnliches zeigt sich in Grossbritannien, wo Corona und der ungelöste Brexit ebenfalls auf der Währung lastet. Die kontinentaleuropäischen Märkte hingegen werden wie der Euro von den vielfach solidarischen Strukturen sowohl im Bemühen um eine ökonomische Erholung als auch im medizinischen Kampf gegen Corona profitieren.

Asien, insbesondere China, wird gleichzeitig seine Bemühungen verstärken, der sich abzeichnenden Intensivierung der Auseinandersetzung zwischen den USA und China durch eine verstärkte Zusammenarbeit mit Europa zu begegnen. Angesichts der vielfach zentralistischen Strukturen wird dies relativ rasch geschehen. Insofern bleibt Asien ökonomisch sehr interessant, wenn man von den politischen Auseinandersetzungen abstrahieren kann oder will.

Ferner festigt sich an den Aktienmärkten die Überzeugung, dass die Strukturen in der Wirtschaft nach Corona nicht wesentlich anders sein werden als zuvor, jedoch gehen die Märkte davon aus, dass sich bereits jetzt abzeichnende Veränderungen massiv beschleunigen werden, sei es im technischen Bereich oder im Umweltbereich. In diesen Sektoren sind deshalb noch weitere Kurssteigerungen durchaus denkbar.

Ein weiterer Trigger-Point wird das Auftauchen eines Impfstoffes

sein, was die Märkte beruhigen und wohl auch noch mal für höhere Kurse sorgen würde. In diesem Falle dürfte es einerseits viele Aktien mit Nachholbedarf geben, bei den Profiteuren müsste andererseits auch mit Korrekturen gerechnet werden.

Ein Blick auf das Gold belegt denn auch, dass die Börse als eine Gratwanderung verstanden werden muss. Angesichts der zuvor angesprochenen Risiken macht eine solche Strategie bei negativen Realzinsen als Absicherung für eine grundsätzlich positive Aktienstrategie durchaus Sinn, auch wenn das Gold im Falle einer Börsenkorrektur anfangs kurzfristig ebenfalls mit Abschlagen würde kämpfen müssen.





Finezia Asset Allocation

Sollte jemand am Anfang des Jahres auf eine abgelegene Insel ohne Kommunikationsmöglichkeiten gereist sein, und nun wieder zurückkehren, er würde beim Blick auf die (Aktien)-Märkte nicht im Geringsten erahnen, wie turbulent die letzten Monate waren. Es hat sich einmal mehr gezeigt, dass das Festhalten an der definierten Asset Allocation essentiell ist für den langfristigen Erfolg. Krisen – scheinen Sie noch so unberechenbar – bieten stets auch Chancen. Doch wie sehen nun die taktischen Anpassungen für die nächsten Monate aus?

Obligationen

Durch die Ausweitung der Kreditspreads haben sich trotz des Tiefzinsumfeldes, welches sich in absehbarer Zeit nicht ändern wird, wieder Opportunitäten ergeben. Mehr denn je gilt jedoch das Augenmerk der Selektion, da sich das Ausfallrisiko aufgrund der wirtschaftlichen Gegebenheiten generell erhöht hat. Auch wenn sich die Renditemöglichkeiten leicht erhöht haben, schätzen wir die Anlageklasse im Grossen und Ganzen weiterhin nicht als attraktiv ein.

Aktien

Im letzten Finezianer haben wir Aktien als die aussichtsreichste Anlageklasse über die nächsten Monate gepriesen. Seither konnten die weltweiten Aktienmärkte praktisch nur eine Richtung: nach oben. Muss man sich deswegen nun von Aktien verabschieden? Wir meinen: nein! Aktien sind gemessen an den Alternativen weiterhin attraktiv. Hier gilt es allerdings klar zu unterscheiden, welche Unternehmen zu den Gewinnern und welche zu den Verlierern der Corona-Krise gehören werden. Nebst Kursgewinnen sind auch Dividenden ein Bestandteil der Aktienperformance. Im heutigen Tiefzinsumfeld stellen diese eine begehrte Ertragsalternative zu Zinsen dar. Darum halten wir sowohl Corona-Profitere als auch Schweizer Dividentitel für unverzichtbar.

Alternative Anlagen

In einem volatilen Umfeld, wie wir es in den letzten Monate 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. Die Attraktivität innerhalb der verschiedenen Anlagestile von Hedge Funds ist jedoch stark unterschiedlich und bedarf einer detaillierten Betrachtung.

Auch Private Equity-Positionen sind in unsicheren Marktphasen dank der langfristigen Ausrichtung von den kurzfristigen Börsenturbulenzen weniger betroffen. Zudem sind die Bewertungen nun teilweise auf einem tieferen Niveau als Pre-Corona.

Edelmetalle

Gold hat üblicherweise im Portfolio eine wichtige, defensive Rolle, vornehmlich als Absicherung gegen Systemrisiken, wie z.B. eine Staatsschuldenkrise. In den letzten Wochen ist der Goldpreis jedoch trotz starker Aktienmärkte ebenfalls sehr stark gestiegen. Mehr zum Gold, welches wir weiterhin als erforderlichen Portfoliobestandteil sehen, erfahren Sie im nächsten Artikel.

Währungen

In den letzten Wochen hat sich primär der USD gegenüber dem CHF stark abgeschwächt, während der EUR gegenüber dem CHF stabil geblieben ist und gegenüber dem USD stark zugelegt hat. Wir sehen inzwischen die Gefahr für eine weitere signifikante Abschwächung des USD als eher gering.

Gold – die nicht druckbare Währung

Eine ganze Zeit lang war das Thema Gold aus den Headlines der News verschwunden, und der Goldpreis entwickelte sich seitwärts. Nun erlebt das gelbe Metall eine Renaissance. Zurecht?

Gold hat eine lange Historie. Bereits vor mehr als 6000 Jahren wurden Goldartefakte als Paraphernalien verwendet. In dieser Zeit wurde das Edelmetall auch als Schmuck entdeckt. Einige Jahrhunderte später folgte dann die Geburt von Gold als Zahlungsmittel. Es war König Krösus, der mächtige Herrscher Lydiens, und damals der reichste Mann der (bekannten) Welt, der vor rund 2600 Jahren als Erster einheitliche Münzen aus Gold prägte. Krösus erschuf somit die Grundlage für ein überregional erfolgreiches Währungssystem, welches beim grenzüberschreitenden Handel für Stabilität und Vertrauen sorgte. Als Grundlage für das Währungssystem dient Gold seit der Aufhebung des Goldstandards von 1971 nicht mehr. Stabilität und Vertrauen sind jedoch noch immer Lemmata, die man mit Gold in Verbindung bringt.

Für den Beliebtheitsgrad von Gold sind viele verschiedene Faktoren mitverantwortlich. Einer davon ist sicher die Wertbeständigkeit. Im Gegensatz zu Papiergeld, Münzen oder anderen Vermögenswerten hat Gold seinen Wert im Laufe der Jahrhunderte bewahrt. Die Menschen sehen Gold aufgrund seiner physischen Präsenz auch als eine Möglichkeit, ihren Reichtum von einer Generation an die nächste weiterzugeben und zu bewahren.

Weiter war Gold in der Vergangenheit eine ausgezeichnete Absicherung gegen die Inflation, da sein Preis tendenziell steigt, wenn die Lebenshaltungskosten steigen. In den letzten 50 Jahren erlebten die Anleger einen sprunghaften Anstieg des Goldpreises in Hochinflationen Jahren. Das liegt daran, dass Gold, wenn die Papier-Währung durch die Inflation ihre Kaufkraft verliert, dazu neigt, in diesen Währungseinheiten bewertet zu werden und somit ansteigt.

Gold behält seinen Wert jedoch nicht nur in Zeiten finanzieller Unsicherheit, sondern auch in Zeiten geopolitischer Unsicherheit. Es wird oft als «Krisenrohstoff» bezeichnet, weil die Menschen in seine relative Sicherheit flüchten, wenn die Spannungen in der Welt zunehmen; in solchen Zeiten übertrifft es oft andere Investitionen. Der Goldpreis steigt oft am stärksten, wenn das Vertrauen in die Regierungen gering ist.

Wie wir auch in den letzten Monaten gesehen haben, werden Regierungen bei Finanz- und Staatskrisen alles daran setzen, die Wirtschaft und die Währungen zu stabilisieren. Dazu wird eine Unmenge an neuem Geld gedruckt und die Kaufkraft der Währungen

wird verwässert. Gold kann jedoch nicht einfach so gedruckt werden, was ein grosser Vorteil gegenüber den Papiergeld-Währungen darstellt. So erstaunt es nicht, dass Gold immer dann in den Fokus der Investoren rückt, wenn eine massive Ausweitung der Geldmenge vorliegt (und Inflationserwartungen somit steigen).

Zu guter Letzt spielt auch das Zinsniveau eine massgebliche Rolle. Die sinkenden Realrenditen und der schwächere US-Dollar sind wichtige Treiber für den Goldpreis.

Was heisst dies für Sie als Investor?

Wir raten seit jeher einen gewissen Anteil an Gold als Portfoliodiversifikator zu halten. Dies hat sich auch nach den jüngsten Kurssteigerungen auf kurzzeitig über 2000 USD pro Unze nicht geändert. Auch wenn es kurzfristig durchaus zu Kursrücksetzern kommen kann und kommen wird, bleiben wir langfristig positiv gegenüber Gold-Investments. Nicht nur aus den obgenannten Gründen, sondern auch aufgrund der sehr geringen und zuweilen sogar negativen Korrelation zu anderen Anlageklassen wie z.B. Aktien. Anstatt physisches Gold zu kaufen, gibt es die Möglichkeit via ETF an der Entwicklung des Goldpreises 1:1 zu partizipieren. Dabei sind die Goldbestände vom Emittenten physisch in der Schweiz hinterlegt.

Eine weitere Möglichkeit sind Aktien von Goldproduzenten, welche z.B. ebenfalls via eines diversifizierten ETF gekauft werden können. In den letzten Jahren wurde bei den meisten Goldproduzenten der Fokus von «Wachstum um jeden Preis» auf «profitable Produktion» verschoben. Investitionen wurden zurückgefahren, Kostenentlastungen waren die Folge. Die meisten dieser Unternehmen generieren zudem starke Cash Flows. Goldpreiserhöhungen schlagen sich bei diesen Unternehmen mit einer positiven Hebelwirkung in der Ertragsrechnung der Unternehmen nieder. Somit sollte man bei einem steigenden Goldpreis überproportional profitieren.

Die «Auferstehung» des Goldes kommt also nicht von ungefähr und der neue Glanz könnte noch für einige Zeit anhalten.

