

Winterthur, 1. Januar 2016

Marketview 1. Quartal 2016

Geschätzte Kunden und Partner

Das Jahr 2015 war aus anlegerspezifischer Sicht äusserst komplex. Mit den heftigen Währungsturbulenzen zu Beginn des Jahres hat sich abgezeichnet, dass eine positive Rendite nur sehr schwer zu erreichen ist. Das Jahr war danach von hoher Volatilität und einem grossen Einbruch an den weltweiten Börsen im August, September und Dezember geprägt.

Die aktuelle Lage ist von einer grossen Verunsicherung geprägt. Nur mit einer breit diversifizierten strategischen Anlageallokation (SAA) vermögen sich Investoren zureichend auf die multiplen Szenarien zu wappnen. Die nächsten zwei bis drei Anlagejahre werden unserer Meinung nach von politischen Versuchen, die Weltwirtschaft wieder in Gang zu bringen, geprägt sein. Kleine und grosse Rückschläge oder sogar weitere Spannungsfelder mit grossen Abstürzen sind möglich. Die Neuordnung der Schumpeterschen Produktionsfaktoren, die wir im vorliegenden Anlagekommentar behandeln, sind zwar eine Chance zur Rekonvaleszenz, jeder Staat muss in ihrer Umsetzung aber äusserst konsequent vorgehen – und daran zweifeln wir erheblich.

Wir versichern Ihnen, unsere Anlageentscheide mit äusserster Sorgfalt zu fällen und nicht in Panik zu verfallen. Risiken und Chancen wägen wir bedacht gegeneinander ab und stehen lieber einmal zu oft auf der konservativen Seite wie das entscheidende Mal zu wenig...

Mit herzlichem Gruss aus Winterthur

Kalypso Partners AG

KALYPSO PARTNERS AG

Zürcherstrasse 262
8406 Winterthur
Schweiz

Telefon +41 52 266 06 40
info@kalypsopartners.ch

„Marketview“

Schöpferische Zerstörung oder Arbitrage-Unternehmer?

„Eher legt ein Hund einen Wurstvorrat an, als eine demokratische Regierung eine Haushaltsreserve“ (Joseph Schumpeter, 1883-1950).

Overview

Die „Schöpferische Zerstörung“ und der „Arbitrage-Unternehmer“. Beide Wortprägungen stammen aus der Feder von Joseph Schumpeter. Der „schöpferische Unternehmer“ ist danach der wahre Innovator, weil er auf der Suche nach neuen Aktionsfeldern den Prozess der schöpferischen Zerstörung¹ antreibt. Dieser wird durch eine *Neukombination von Produktionsfaktoren, die sich erfolgreich durchsetzen*, erreicht, weil nur so alte Strukturen verdrängt und schliesslich zerstört werden. Die Zerstörung ist also notwendig und kein Systemfehler wie man annehmen könnte.

Der Arbitrageur hingegen nutzt lediglich Bewertungsunterschiede zwischen regional oder zeitlich auseinanderfallenden Märkten und eliminiert diese durch Arbitrage-Handel. Bei zeitlich auseinanderfallenden Märkten sprechen wir auch von *Spekulation*. Wer sich also im Herbst 2015 nicht beirren liess und mit weiter steigenden Aktiengewinnen aufgrund der anhaltenden Geldschwemmdividende der Zentralbanken gerechnet hat, lag nach diesem Prinzip lange Zeit richtig.

Marktteilnehmer und Zentralbanken sind gleichwohl Arbitrageure, denn das finanzielle Ergebnis einer jeden Spekulation besteht immer in der Differenz zwischen Kaufpreis und Verkaufspreis eines Marktgegenstandes, bereinigt um Kosten des Handels (Transaktionskosten) und der Kosten für das

Halten des Objektes wie Lager-, Finanzierungs- und Versicherungskosten („Cost of carry“). Und genau diesen Cost of carry obliegt ein äusserst fragiles Momentum, denn sie bedeuten nichts mehr als die Wette darauf, dass die aufgekauften Staatsanleihen (Lager) durch das unaufhörliche Geldregenmantra (Finanzierung) gepaart mit dem Versprechen der Unsinkbarkeit (Versicherung) auch weiterhin Bestand haben wird.

Innovation hingegen bedeutet die Durchsetzung einer technischen oder *organisatorischen* Neuerung im Produktionsprozess - und genau hier möchten wir dieses Mal ansetzen. Denn hier gilt es, die *Bereitstellungskosten* möglichst niedrig zu halten. Das bedeutet erstens für eine störungsfreie Produktion, eingehaltene Fertigungstermine und die Erfüllung von Qualitätsstandards zu sorgen und zweitens die ökonomische Solvenz zu sichern. Beides scheint der deutsche Staat gegenwärtig zu schaffen, denn die deutsche Staatsverschuldung, sie lesen richtig, sinkt!² Die 60% Verschuldungsquote von Maastricht liegen zumindest wieder in Reichweite. Die Verschuldung ist langsamer gewachsen als das Bruttoinlandprodukt³ und ein typischer Private-Equity-Effekt trägt Früchte: Bad Banks, mit denen die Regierung nach der Lehman-Pleite einige Banken gerettet hat, verkaufen Forderungen. Damit verringern sich ihre Verbindlichkeiten und die Schuldenquote geht zurück. Der Deutsche Staat hat sich mitten im Krisen- und Kreditsturm im schumpeterschen Sinn

²<http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Monatsberichte/2015/11/Inhalte/Kapitel-5-Statistiken/5-1-16-staatsschuldenquoten.html>

¹ Jede ökonomische Entwicklung (im Sinne von nicht bloss quantitativer Entwicklung) baut auf dem Prozess der schöpferischen bzw. kreativen Zerstörung auf.

³ (im Q4/2015 Kommentar haben wir festgehalten, dass die Nettoneuverschuldung der westlichen Industrieländer im Gegensatz zu den Emerging Markets in den vergangenen sieben Jahren abgenommen hat)

„Marketview“

Schöpferische Zerstörung oder Arbitrage-Unternehmer?

unternehmerisch betätigt und erhält nun beachtliche Ergebnisse.

Das sind erste gute Nachrichten für all jene, die Innovationsgeist und schöpferische Zerstörung als natürliches Element einer Neuordnung ansehen und äusserst schlechte Neuigkeiten für all jene, die sich dem Arbitrage-Handel als gottgegebenes Gesetz verschrieben haben. Doch welche Effekte ergeben sich daraus auf die Portfolioklassen?

Bondview

Die sinkende deutsche Staatsverschuldung mag einen positiven Effekt auf deutsche Staatspapiere haben. Der gesamten westlichen Hemisphäre obliegt aber weiterhin das Gespenst der Zinswende und Schuldenkrise. Wir sehen deshalb auch weiterhin keinen Paradigmenwechsel und setzen weiterhin auf Unternehmensanleihen mittlerer Laufzeit sowie ausgewählte nachrangige Unternehmensanleihen mit Investmentqualität. Hier bevorzugen wir einen Call-Mechanismus, der einen Zinsanstieg abfedern wird.

A propos ewige Anleihe: Auf herkömmliche Obligationenfonds verzichten wir vollständig, weil sie einer unattraktiven ewigen Anleihe ohne Call-Mechanismus gleichen. Da hilft auch die aus unserer Sicht die völlig falsche Risikoklassifizierung der Bankenlandschaft wenig. Ein Obligationenfonds „Ausland“ beispielsweise, der nur aus Fremdwährungen besteht und in CHF abrechnet, wird als „risikolos“ eingestuft, obwohl die Volatilität von Fremdwährungen locker jenen von Aktienportfolios entspricht und ein Minus von über 20% auf Jahresfrist möglich ist. Unsere Ausführungen zum Zinsänderungsrisiko innerhalb solcher Produkte würden den hiesigen Rahmen sprengen. Wir halten es kurz und freuen uns auf eine persönliche Diskussion. Der grösste Teil des Anleihen-Bereich bleibt auf lange Sicht äusserst unattraktiv und von

eben beschriebenen Produkten sollte man sich konsequent trennen.

Equityview

Die Warnzeichen seit Mitte 2015 sind deutlich. Es herrscht eine abnehmende Marktbreite, das heisst immer weniger Titel, welche die Höchstkurse an den grössten Börsen getragen haben. Man könnte ruhig auch anführen, dass die Marktteilnehmer den Notenbanken nicht mehr so recht vertrauen und die erfolgreiche Neuordnung der oben beschriebenen Produktionsfaktoren bislang keinen erlösenden Wachstums- und Stabilitätsschub ausgelöst hat. Die Divergenz zu den wachsenden notleidenden Krediten im High Yield Segment unterstreichen diese Annahme sehr deutlich. Die Aktienkurse sind dem Wachstum vorausgeilt und betonen die Annahme (und Befürchtung), dass die Kurse stark vom Zinsniveau abhängig sind. Für das kommende Jahr stehen deshalb viele Ampeln auf Sturm und nur wenige für boomende Märkte. Natürlich, die Märkte sind weiterhin stark politisch getrieben und es ist nicht ausgeschlossen, dass die Börsen neue Hochs erklimmen. Einer der zentralen Elemente ist dabei das Kursniveau des US Dollars im Vergleich zu anderen Währungen. Wenn der US Dollar weiter steigt, raten wir Investoren zur erhöhten Vorsicht vor empfindlichen Turbulenzen an den weltweiten Märkten. Die grösste Gefahr geht dann von den kreditfinanzierten Investitionen aus. Diese sind auf ähnlichen Niveaus wie in den Jahren 2000 und 2007 und haben grosses Potential, sich zu einem sich selbst verstärkenden Zerfall der Aktienmarktpreise zu entwickeln.

Commodities

Für den gesamten Rohstoffsektor war das vergangene Jahr katastrophal. Die seit Jahren latente und immer wieder aufgeschobene Zinserhöhung, bei parallel laufender Ankurbelung der Zinserhöhungsfantasien durch die

„Marketview“

Schöpferische Zerstörung oder Arbitrage-Unternehmer?

amerikanische Notenbank Federal Reserve (FED) sowie die Wachstumsflaute des rohstoffhungrigen Chinas waren wohl die ausschlaggebenden Treiber. Nun sind die „Sentiments“ derart tief gerutscht, teilweise auf 17 Jahrestiefs, dass wohl auch die letzten Bullen aus diesen Märkten vertrieben wurden.

Mittelfristig kann von wieder steigenden, wenn auch volatilen Märkten ausgegangen werden. Es empfiehlt sich daher, diesen Sektor nicht abzuschreiben und getreu nach dem Motto der Börsenlegende Kostolany: „Man soll kaufen wenn die Kanonen donnern“ sukzessive Positionen auf- bzw. weiter auszubauen. Dies bedingt sicherlich Zeit, Mut und starke Nerven, aber hohe Renditen werden eben nie durch niedrige Risiken erzielt.

Fazit

Für alle drei Anlagekategorien gilt bislang, dass Arbitrage-Unternehmer bei richtiger Situationseinschätzung dazugewonnen hätten. Die bisherige Geldpolitik ist nichts anderes als die Begünstigung eines solchen Verhaltens. Der Rückgang der Staatsverschuldung ist zwar eine gute Nachricht für die Bonität deutscher Staatspapiere. Was bislang aber fehlt ist das zentrale Element der Neuordnung: ein gross angelegtes Investitionsprogramm. Und das Fehlen eines solchen ist für alle Anlageklassen negativ. Vielleicht hat Mario Draghi mit seinem Entschluss, den Einlagenzins für Banken auf unter Null zu setzen, ein erstes wichtiges Zeichen gesetzt, denn sparen lohnt sich nun auch für Banken nicht mehr. Auf staatspolitischer Ebene in Effizienzprodukte zu investieren wäre unserer Meinung nach ein notwendiger Schritt, um die Neuordnung zu sichern. Fehlt ein solcher, wird der nächste Crash nicht lange auf sich warten lassen. Und Chancen gibt es überall. Sie finden sich in Start-ups und den für sie optimalen Rahmenbedingungen, der Medizinal- und Biotechnik, der unaufhalt-

baren Energiewende und darin enthalten der Solartechnik sowie der für sie zentralen Frage der Speicherkapazität. Autarke Energiesysteme beispielsweise mögen den gängigen Energieriesen und Ölmultis ein Graus sein und als ökonomischer Blödsinn verschrien werden, sie werden aber unaufhaltsam die Zukunft bestimmen. Wer hier investiert, muss einen langen Investitionshorizont sowie viele unberechenbare Rückschläge mit Totalverlust in Kauf nehmen - es gibt auch hier keinen Free Lunch für Innovationsunternehmer. Doch die technologiegetriebene Neuordnung der Produktionsfaktoren wird nicht aufzuhalten sein und die westliche Hemisphäre täte gut daran, diese Chance besser früher als später als Ausweg aus der unlösbaren Schuldenkrise zu begreifen.

Dr. Thomas Langer, 1. Januar 2015