
KALYPSO PARTNERS AG

Zürcherstrasse 262
8406 Winterthur
Schweiz

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

Winterthur, 1. April 2016

Marketview 2. Quartal 2016

Geschätzte Kunden und Partner

Und er hat es wieder getan. Mario Draghi, der Chef der EZB weitet seine bisherige expansive Geldpolitik einmal mehr aus. Der Geldpolitiker versucht den Schuldenkahn Europa über Wasser zu halten und fungiert als jene von Adam Smith kreierte „Unsichtbare Hand“, welche alles zum Guten wendet. Auf diesen Heilsgral haben sich Generationen von Managern blindlings verlassen. So wird an Universitäten gelehrt, so wird gemanagt.

Doch Europa steht vor einem Paradigmenwechsel, denn die von Smith ins Leben gerufene Metapher hat in ihrer bisherigen Auslegung ausgedient. Wir werden (wieder) lernen müssen Eigenverantwortung wahrzunehmen. Selbstbestimmung fordert auch Selbstverantwortung. Und keine geldpolitisch-unsichtbare Hand dieser Welt wird uns davor bewahren.

Mit herzlichem Gruss aus Winterthur

Kalypso Partners AG

„Marketview“

Die Smith-Exegese

„Der wahre Preis einer Sache ... ist die Mühe und Plage, ihn zu erarbeiten.“

(Adam Smith, 1723 - 1790).

Overview

Alte Bücher wälzen, in Archiven stöbern, Fabeln lesen – so etwas tun moderne Ökonomen kaum. Sie beschäftigen sich lieber mit Statistiken, Modellen, Experimenten. Bankökonomen halten zudem lieber am Expertenmodell der unfehlbaren und professionalisierten Glaskugelschauer und Kaffeesatzleser fest und überreichen Ihren Kunden im Dienste Ihrer Lohngeber wunderbare Back-Testing-Resultate für neue Finanzprodukte, die ihr Geld nie wert sein werden. Kurz, wir erleben heute eine Prägung der Ökonomie, welche frei nach Bernard de Mandevilles 1714 veröffentlichter *Bienenfabel* Lehre „Wenn jeder an sich denkt, ist an alle gedacht“ funktioniert.

Adam Smith, Autor des Werks *Wohlstand der Nationen* und Schöpfer unserer gesamten Volkswirtschaftslehre widersprach dieser Ansicht in seiner *Theorie der ethischen Gefühle* vehement und widerlegt damit gleich selbst jene abstrusen akademischen Lehren, welche Managern über Generationen eingebläut haben, dass purer Egoismus gut sei, weil die unsichtbare Hand alles zum Rechten wende.¹ Doch diese imaginäre unsichtbare Hand ist alles andere als zuverlässig: Die elementare Aufgabe des Marktes etwa, einen Gleichgewichtspreis zu generieren, hängt beispielsweise von ganz bestimmten Spielregeln wie Transparenz oder Informationseffizienz ab.

Die sinkende Funktionsfähigkeit von Märkten wiederum lässt sich durch externe Eingriffe erklären. Dies hat Ende 2015 prominente Marktteilnehmer wie etwa den Hedge Fund Nevsy Capital zur Schliessung eines 1,5 Mrd. USD grossen Fonds, der bereits seit 15 Jahren am Markt war, bewogen. Die Fondsschliessung wurde mit einer sinkenden Qualität von makro- und unternehmensspezifischen Daten, einer mangelnder Transparenz politischer Entscheidungen, zunehmenden „Tail-Risiken“ und der immer wichtiger werdenden Rolle der asiatischen Märkte und dem damit verbundenen zeitlichen Problem, ausserhalb der europäischen Handelszeiten adäquat auf Meldungen reagieren zu können, begründet.

Ähnliche Zerfallserscheinungen lassen sich ebenso im Preisgefüge des Ölmarkts feststellen, denn auch hier kommt es nicht zu einer Angebot/Nachfrage-bedingten Preisbildung. Vielmehr spielen politische Überlegungen die entscheidende Rolle, welche den tiefen Ölpreis zu einem veritablen Problem für die Finanzmärkte entwickeln, denn der Ölpreis ist aufgrund des hohen Anteils an Firmen aus dem Bereich „Basic Materials“ der dominante Faktor im US High Yield Markt. Die unsichtbare Hand wendet damit nicht per se alles zum Guten, sondern sorgt für einige Aufregung in den Portfolioklassen, gerade weil sich jüngst Mario Draghi, der Chef der EZB, zum wiederholten Mal als solche versucht hat.

Bondview

Die EZB hat unserer Meinung nach die Zombiekeule ausgepackt. Beschlossen wurde nämlich maroden und faktisch konkursiten südperipheren Banken und Staaten in Europa zu einem negativen Zins von -0.4% zu geben. Banken können sich Langfristtender bei der EZB zu einem negativen Zins ausleihen. Wir haben uns stets bemüht, eine deutliche aber

¹ Die unsichtbare Hand ist eine Metapher, welche die Selbstregulierung eines Systems (v.a. Wirtschaft oder Sprache) beschreibt

„Marketview“

Die Smith-Exegese

stilvolle Sprache zu wählen. Hier jedoch kommen wir nicht darum herum festzustellen: wer sich heute als „Normalanleger“ Bank- und Staatsanleihen solcher Staaten in sein Portfolio legt, ist von allen guten Geistern verlassen. Als Hedge-Fundmanager sieht die Sache freilich anders aus. Die Gretchenfrage lautet nämlich, wie lange die EZB ihr Rettungsspiel noch aufrecht zu erhalten vermag. Selbstverständlich rechnet die EZB in ihrer selbstgewählten Funktion als „Unsichtbare Hand“ der Vereinigten Schuldstaaten von Europa mit einem positiven Szenario. Selbst ein moderater Anstieg der Renditen würde einen deutlichen Rückgang der Schuldenstandsquoten bedeuten. Dies setzt allerdings voraus, dass die Länder an ihrer Sparpolitik festhalten und die Ersparnis bei den Zinsausgaben nicht durch eine schlechtere Bilanz bei den Primärsalden kompensiert wird. Im Fall Italien lässt sich beispielsweise annehmen, dass der Schuldenstand aufgrund des Draghi-Effekts in den kommenden Jahren um bis zu einem Drittel vom BIP niedriger liegen könnte als wenn die EZB keine ultraexpansiven geldpolitischen Mittel ergriffen hätte.

Nun fehlt uns der Glaube daran, denn Länder wie Italien haben seit Jahren keinerlei Anstalten gemacht, wesentliche Reformen einzuleiten, geschweige denn umzusetzen. Unsere Anlageempfehlung lautet deshalb in aller Kürze: Halten Sie NUR Anleihen erstklassiger Unternehmen und umgehen sie den südeuropäischen Raum weitläufig.

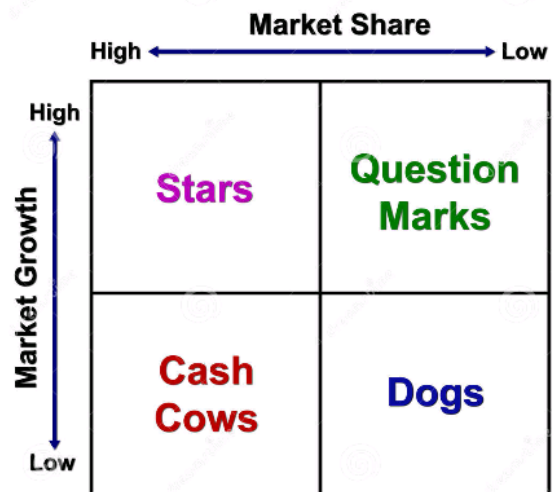
Equityview

Das Deflationsgespenst (alles wird billiger) geht um, und niemand weiss so genau, woher es kommt. An mehreren Veranstaltungen mit Makroökonomern haben wir schon früh eingeworfen, dass wir das Internet für die Deflationstendenzen verantwortlich machen – und wir wurden kalt gestellt. Doch die Meinungen der Experten haben gedreht und selbst „Fach-

leute“ attestieren inzwischen den extremen Preisdruck des Internets auf altbewährte Geschäftsmodelle. Durch die einfache Vergleichbarkeit von Angeboten kaufen zunehmend viele Konsumenten Waren und Dienstleistungen zum optimalen Preis, was die Preisdiskriminierungsstrategie der früheren Leader zerstört. In jedem kleinen Geschäftsfeld beginnen sich Plattform-Anbieter durchzusetzen und die Preise für die ausführenden Betriebe zu senken. Was sich gut für den Endkonsumenten anhört, ist zunächst einmal schlecht für das produzierende Gewerbe.

Eher früher wie später werden riesige Umwälzungswellen die bisherigen Märkte brechen und die Cash-Cows der letzten 30 Jahre langsam in Richtung Poor-Dogs drücken (negatives Marktwachstum und abnehmende Marktanteile gemäss BCG Matrix).

The BCG Matrix



Neben der allgemeinen Unsicherheit und der grossen Rezessionsgefahr mit vermutlich fallenden Märkten im Jahr 2016 gilt es also, sich richtig zu positionieren – und zwar in aufstrebende Firmen mit neuartigen Geschäftsmodellen oder grossen Alleinstellungsmerk-

„Marketview“

Die Smith-Exegese

malen wie zum Beispiel Patente und dergleichen (Pharma, Elektroautos, High-Tech Industrien). Die Anlagewelt wird also nicht nur aufgrund der völlig abstrusen Geldpolitik komplexer. Nur wer die Power der neuen Technologien selber nutzt und studiert, kann die richtigen Schlüsse ziehen und mit der Zeit gehen. Dies gilt nicht zuletzt auch für die etablierten Firmen. Werden Novartis oder BASF mit Generikaprodukten die schwindenden Margen auffangen oder kann die Kadenz der eigenen Produktpipeline mit hochwertigen Neuprodukten, welche die gewohnten Margen liefern, gefüllt und erfüllt werden? Schaffen die taumelnden westeuropäischen Staaten jene Rahmenbedingungen, welche unternehmerische Vielfalt speditiv zulassen oder bewegen wir uns noch stärker auf einen sozialistisch anmutenden Büroapparat, der jeglichen unternehmerischen Keim erstickt? Müssen etwa Nestlé und Unilever dann notfallmässig Billiglinien à la M-Budget und Aldi lancieren oder reicht die konsequente Produktionsverlagerung in Billiglohnländer, weil die Produktion in Westeuropa schlicht zu teuer wird? Hier obliegt unseren Regierungen die Funktion einer „unsichtbaren Hand“ und diese Verantwortung kann, wenn man Smith etwas genauer liest als im Abendkurs an der Uni, nicht abgeschoben werden.

Commodities

Die Edelmetalle legten einen rasanten Start ins Jahr 2016 hin. Gleichzeitig war der übrige Rohstoffmarkt noch unter Druck. Dies dürfte sich nun aber ändern. Die Erdölpreise haben sich ebenfalls leicht erholt und die technisch wichtige Hürde von 40 US-Dollar im amerikanischen Ölmarkt (WTI) konnte durchschlagen werden.

Wir gehen davon aus, dass wir sowohl bei den Edelmetallmärkten sowie auch bei den

übrigen Rohstoffmärkten die Tiefs gesehen haben und wir uns in einem neuen Rohstoff-Bullenmarkt befinden. Auch hier sind immer wieder Rückschläge garantiert, diese sollten von nun an aber als Einstiegschancen gesehen werden. Insbesondere im Edelmetall-Sektor erwarten wir vor allem im ersten Teil des 2. Quartals einen Rückschlag, nachdem dieser Sektor doch als erster schon markant zugelegt hat.

Fazit

Mehr Markt oder mehr Staat? Wer Adam Smith etwas genauer liest versteht schnell, dass Smith keine dichotomen Lösungsmodelle entwickelt hat, sondern sich vielmehr mit der Frage beschäftigt, welche Werte in einer Volkswirtschaft gelten sollen. Und dies eben gerade weil auch die unsichtbare Hand letztlich nichts anderes als eine positiv geladene Regulierungseinheit darstellt, sozusagen also das Konglomerat jener sozialen Tugenden, welche das Fundament einer blühenden Volkswirtschaft bildet. Was das globale Wirtschaftssystem benötigt, ist ein Wertewechsel weg von der gottesähnlichen „unsichtbaren Hand“ hin zu einer Auffassung von Regulierung, welche nur durch schmerzhaftes Anpassen erfolgen kann.

Unseren Anlegern rufen wir deshalb in Erinnerung, dass Paradigmenwechsel rasch, unvorhergesehen und zumeist ziemlich heftig erfolgen. Wir werden deshalb in den kommenden Quartalen unsere Risikopositionen abbauen und danach auf den grossen Knall warten. Sollten die Zentralbanken allerdings noch kreativere Lösungen zur Bilanzsanierung konkursiter Staaten „erfinden“ und mit aller Kraft die Inflation suchen (Helikoptergeld), könnte noch eine letzte stattliche Boomphase sowohl an den Equity- als auch an den Rohstoffmärkten bevorstehen. Letztlich hängt der Markterfolg solcher Massnahmen von deren

„Marketview“

Die Smith-Exegese

Glaubwürdigkeit ab. Gerade die Zinspolitik der Vereinigten Staaten im vergangenen Herbst hat gezeigt, wie schnell der Markt einen von einer Zentralbank eingeschlagenen Weg in Frage stellen kann. Auf einmal war das Verdikt einer Nullzinspolitik ein Non-Valeur, obwohl aus Wachstumssicht und aus der Perspektive sich weiter auftürmender staatlicher Schuldenberge eine Zinswende nur Unheil anrichtet. Wir stehen zweifellos vor herausfordernden Anlagezeiten, welche einer steten Überprüfung und allenfalls Anpassung des Depots bedürfen. Es gilt das Sprichwort von Joachim Ringelnatz: „Sicher ist, dass nichts sicher ist. Selbst das nicht.“

Dr. Thomas Langer, 1. April 2016