

Winterthur, Anfangs Juli 2016

Marketview 3. Quartal 2016

Geschätzte Kunden und Partner

Brexit, Nexit, Plexit, Dexit. Wer hätte gedacht, dass die EU in der vergangenen Woche eine demokratisch verordnete Watsche erhalten würde. Unglaublich, wie sich das gemeine Volk gegen absolutistische Tendenzen zu wehren erfrecht. Und die EU hat ein Problem. Grossbritannien wird man austreten lassen müssen, aber so einfach geht es nicht. Deutschland importiert jährlich Waren in der Höhe von ca. EUR 70 Mrd, zudem sind die Engländer ein wichtiger Natopartner und bislang auch für Deutschland wohl die wichtigste Stütze bei der Definition einer gemeinsamen EU-Strategie.

Die EU wird nun strategisch über die Bücher gehen müssen. Hilfreich hierbei wäre jener Zusammenhang der Philips-Kurve, den wir im Folgenden vorstellen.

Für den Anleger bedeutet die gegenwärtige politische Situation viel Unsicherheit aber auch grosse Chancen, wenn man sich nicht von kurzfristigem Aktionismus verleiten lässt. Doch diese Unsicherheit wird nicht nur die Börsen, sondern vor allem die Realwirtschaft belasten. Wer heute beispielsweise in der EU oder der Schweiz baut, wird zu teuer bauen. Denn der Austritt der Briten bedeutet eine Minderung der europäischen Wirtschaftsleistung und eine Vernichtung bislang erreichter Meilensteine. Umdenken ist gefragt. Und ob die Brüsseler Administration derart flexibel sein wird, steht auf einem ganz anderen Blatt geschrieben. Schliesslich geht es nicht nur um die Wirtschaftsleistung eines Kontinents, sondern aus deren Sicht um den banalen Machterhalt eines Bürokratiemonsters.

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

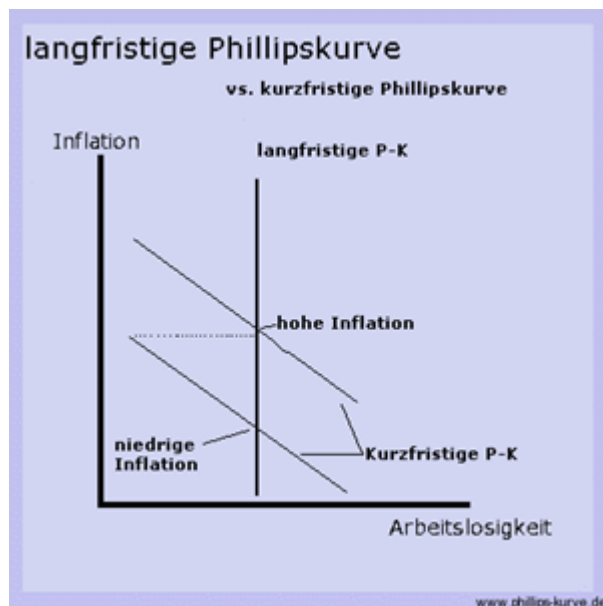
„Marketview“

Die Phillips-Kurve als Zukunftsindikator

„Geduld ist die Fähigkeit oder Bereitschaft, etwas ruhig und beherrscht abzuwarten oder zu ertragen.“

Overview

Anschliessend an den letzten Kommentar und unter unserer Annahme einer Deflationseentwicklung möchten wir die 1958 vorgestellte Phillips-Kurve diskutieren. Diese stellt den Zusammenhang zwischen Lohnänderung / Preisniveau auf der einen Seite und der Arbeitslosenquote auf der anderen Seite dar.



Die Hypothese folgt aus dem modellhaft angenommenen Profitprinzip des Arbeiters einerseits, gemäss dem er seinen Lohn maximieren will, und dem Minimaxprinzip des Unternehmers andererseits, der in Konkurrenz zu anderen Wettbewerbern die Lohnkosten senken muss. Als für uns Anleger interessant dürfte sich die Spielart der „adaptiven Erwartungen“ gestalten, denn hier vermuten die Wirtschaftsteilnehmer, dass die bisherige Wirtschaftspolitik und die damit verknüpfte *Inflationserwartung* beibehalten werden. Die

se spielen für die Wirksamkeit der Geldpolitik eine wesentliche Rolle. Vollzieht eine Zentralbank etwa eine expansive Geldpolitik wie die EZB oder die SNB in den vergangenen Jahren, so müsste dies nach der modifizierten Form zu höherer Inflation einerseits und über die niedrigeren Zinsen zu einer Stimulierung der Wirtschaft und damit zu einem Beschäftigungswachstum andererseits führen. Beides lässt sich im Gegensatz zu Europa für die Schweizer Wirtschaft nicht ablesen. Im Gegenteil: Während Europa bislang erste Erfolge erzielen kann, steigt die Arbeitslosigkeit in der Schweiz innert Jahresfrist von 4.4% im Vorjahr auf 5.1%. Gleichzeitig stieg der Anteil der ausländischen Arbeitskräfte, während jener der heimischen Bevölkerung sank.¹ Doch Europa steht nach dem Brexit vor grossen Unsicherheiten, welche dem Schweizer Modell gleichstehen.

Die Gründe hierfür sind vielfältig und können an dieser Stelle nicht einmal zureichend aufgelistet werden. Einige wichtige Stichworte sind: mangelnde Ausbildung, Durchsetzungskraft am Arbeitsmarkt, Selbstbewusstsein, Überheblichkeit und das Ausruhen auf nichtexistenten Lorbeeren, fehlende Leistungsbereitschaft seitens Arbeitnehmer, fehlende Investitionstätigkeit seitens Arbeitgeber, Auslagerung ins Ausland als Folge hoher Lohnstückkosten, freier Markt contra staatliche Regulierungswut usw. Kurz: es fehlt der visionäre Geist. Und die Schweizer Nationalbank beispielsweise betreibt bewusst keine Inflationspolitik, sondern fördert die Preisniveaustabilität. Dementsprechend muss in einer deflatorischen Tendenz bei gleichzeitig steigenden Warenpreisen das hiesige Lohnniveau sinken, damit die Wettbewerbsfähigkeit bei

¹http://www.bfs.admin.ch/bfs/portal/de/index/themen/03/01/new/nip_detail.html?gnpID=2016-614

„Marketview“

Die Phillips-Kurve als Zukunftsindikator

ausbleibender Investitionstätigkeit noch eine Weile erhalten bleibt. Eine markante Folge davon ist die gegenwärtige Auslagerung ganzer Produktionsteile ins Ausland, da die dortigen Lohnstückkosten vielleicht einen Fünftel oder einen Zehntel der hiesigen bedeuten. Die Schweizer Lohnstückkosten auf das notwendige Niveau zu senken, ist aufgrund der politischen Fesseln und der hohen Lebenskosten ein aussichtsloses Verfahren. Zusätzlich investiert in einem deflationären Umfeld kein Unternehmer, da sich seine Schuldenberge bei anhaltender Deflation erhöhen. Und um den Kritikern neu geschaffener Überkapazitäten in Folge einer Investition nach inflationärer Tendenzen gleich entgegenzutreten: wir denken, dass es sich bei vielen Investitionen in der Schweiz in erster Linie um längst fällige Reinvestitionen handeln muss. Eine Produktivitätssteigerung ist dabei nicht zwingend.

Wer nun also denkt, und das betrifft Arbeitgeber und Arbeitnehmer im gleichen Masse, dass für ihn und sein persönliches Karrierepositivchen anerkannte Marktgesetze nicht gelten, irrt gewaltig, denn alle obengenannten Faktoren üben letztlich ihren Einfluss auf die Marktpreisbildung aus – und diese formen den künftigen Zustand einer Volkswirtschaft. Das gilt für die Brüsseler Administration genauso wie für uns Unternehmer. Uns führt das zum Schluss, dass die gegenwärtige Schweiz ganz offensichtlich auf allen Stufen mit falschen Leistungsanreizen arbeitet und die EU bei falscher Reaktion auf einen demokratisch gefällten Entscheid in dieselben Bahnen zu rutschen droht.

Bondview

Wenn wir nun also eine Inflationspolitik beliebt machen wollen, damit mittelfristig das Wohlstands- und Jobniveau beibehalten werden kann, bedeutet das auf der Obligationenseite äusserst wachsam zu bleiben, denn ein wesentliches Merkmal der „*adaptiven Erwar-*

tungen“ ist die Überraschungsinflation. Ein unerwartet heftiger Anstieg der Zinsen bedeuten für das bestehende Portfolio massive Kursverluste. Uns scheint der ausländische Anleihenmarkt (ex UK...) trotz aller in den vorhergehenden Ausgaben ausführlich beschriebenen Risiken als gegenwärtig deutlich attraktiver wie der Heimische. Wir würden in diesem Szenario sogar auf eine Währungsabsicherung verzichten, denn ein rascher Anstieg der Inflation führt zwar zu einem unmittelbaren Kaufkraftverlust von Schweizer Bürger im Ausland, sie birgt allerdings auch die Möglichkeit einer Abwertung der heimischen Valuta, welcher sich mittel- und langfristig positiv auf die Beschäftigungszahlen und den sozialen Frieden auswirkt. Freilich hängt dieses Szenario kurzfristig stark von der Reaktion der Brüsseler Administraten auf den britischen Entscheid ab. Aus europäischerer Sicht würden wir währungsabgesichert in ausländische Märkte investieren.

Equityview

Trotz all der auf den Unternehmen lastenden Unwägbarkeiten wurde über die letzten Jahre unentwegt neues Geld durch die Zentralbanken geschöpft. Dies bildet einen massiven Gegenpol zu den garstigen Bedingungen, mit welchen sich die Unternehmen herumschlagen müssen. Zudem sind die Zinsen nach wie vor sehr tief und werden dies auch für längere Zeit bleiben. Die grosse Befürchtung besteht, dass mit dieser ultralockeren Geldpolitik die bereits bestehenden Blasen weiter aufgebläht werden und die Aktienmärkte noch eine Weile weiterlaufen. Jeder Korrekturversuch wird im Keime durch immer neue oder mindestens neu gekennzeichnete Methoden erstickt. Es kann gut sein, dass die Aktienmärkte im Geiste der oben erwähnten Philipps-Kurve versuchsweise noch weiter aufgebläht werden sollen. Doch eben, fundamental begründen lässt sich die Aktienrally

„Marketview“

Die Phillips-Kurve als Zukunftsindikator

nicht, jeder Marktteilnehmer stochert auf gut Glück im Nebel herum. Schockereignisse wie der Brexit offenbaren vielmehr den verletzlichen Charakter der Börsenbullen. Dies und ein abnehmendes Marktvolumen scheinen uns eher als klare Vorboten einer noch grösseren Korrektur. Die Aktienquote kann nach dem Schock auf neutral gewichtet bleiben, auch wenn dies mit einem schalen Beigeschmack geschieht. Wir empfehlen unseren Anlegern vielmehr einen klaren Blick auf die technischen Indikatoren. Schauen Sie sich beispielsweise einmal die 200-Tageslinie vom DAX an. Uns würde eine mittelfristige DAX-Marke von um die 8'000 Punkte nicht überraschen. Das wird sicher der richtige Einstiegszeitpunkt sein.

Commodities

Bezüglich der Commodities gehen wir davon aus, dass der gesamte Komplex im ersten Quartal 2016 mehrjährige Tiefststände erreicht hat. Natürlich werden von Zeit zu Zeit Korrekturen erfolgen. Diese korrekt zu antizipieren ist allerdings sehr schwierig. Der optimale Einstieg wird kaum gelingen. Der seit 2016 in Schwung gekommene Bullenmarkt wird allerdings allfällige Einstiegsfehler korrigieren. Zurückbleiben werden nur die, die den Einstieg scheuen und auf der Seitenlinie bleiben. In diesem Quartal ist unseres Erachtens Silber das grosse Thema. Die Angebotsseite ist äusserst dünn und der Markt als solches sehr klein. Wenn hier der Investoren hunger geweckt wird, kann dies zu massiven Kursprüngen führen.

Fazit

Ein Ausbruch aus der von uns in der letzten Ausgabe beschriebenen nationalen Deflationsspirale muss irgendwann die Inflation und den unternehmerischen Risikoappetit gleichwohl begünstigen. Die blosser Inflationssteigerung verkennt die Bedeutung der Innovationstätig-

keit. Und hier erleben wir als Unternehmer in der Schweiz ein düsteres Bild. Risiken werden nicht gemanagt, sondern konsequent vermieden. Gleiches gilt auch für das Austrittsszenario eines EU-Mitglieds. Die Vermeidung dessen ist ein Ausdruck der gelebten Deflationspolitik. Natürlich: Innovation wird im Ausenbild gerne kolportiert, Awards werden geschaffen und start-up Plattformen schiessen aus dem Boden – nur gelebt wird sie nicht. Dafür haben wir auch ein gewisses Verständnis, denn schliesslich bedeutet Innovation eine Investition. Und eine deutlich wesentlichere Vorinvestition als die rein monetäre wäre die Aufgabe ideologischer Schranken und der bürokratischen Hürdenabbau. Beamte, Chefs und Arbeitnehmer sollten gleichermassen langfristig an solchen Investitionen gemessen werden. Strafzölle für Job-Hopper und Karriereoptimierer wären wichtiger als das sinnlose Gezanke um Bonusbeschränkungen. Die richtige Fragestellung bedeutet dann eben nicht: „Was bringt es mir“, sondern „wie erziele ich gemeinschaftlich qualitativ und quantitativ Erfolge, die sich positiv auf Karriere und Kontostand auswirken“.

Die Schweiz kann unserer Meinung nach nur ein Dienstleistungsland sein. Und gerade hier sind jener Innovations- und Risikoappetit gefragt, den die heutige politische Deflationsstruktur mit allen Mitteln verhindert. Und das gilt seit dem Britischen Entscheid umso mehr auch für Europa.

Dr. Thomas Langer, Juli 2016