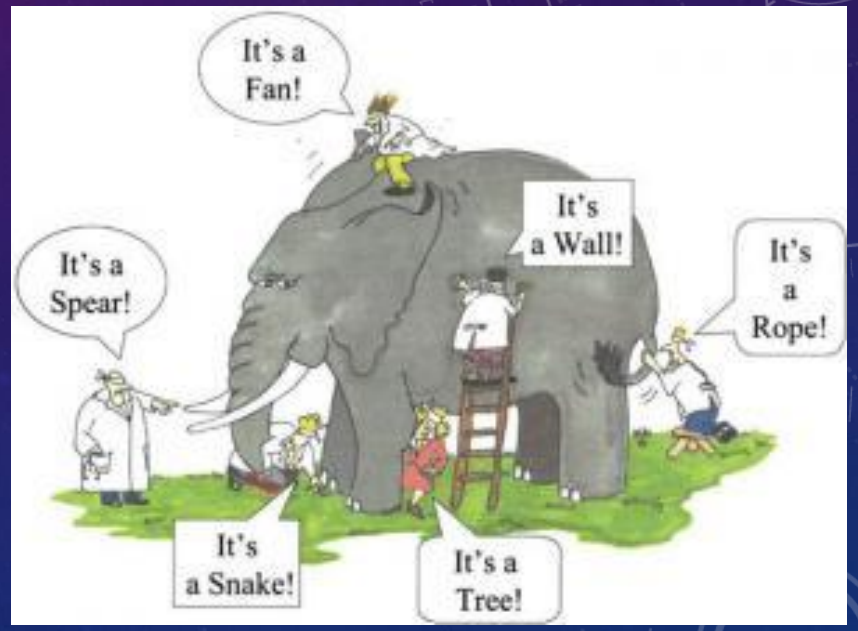
COVID-19
DER BLICK NACH VORNE

INVETHOS AG, 20. MAI 2020

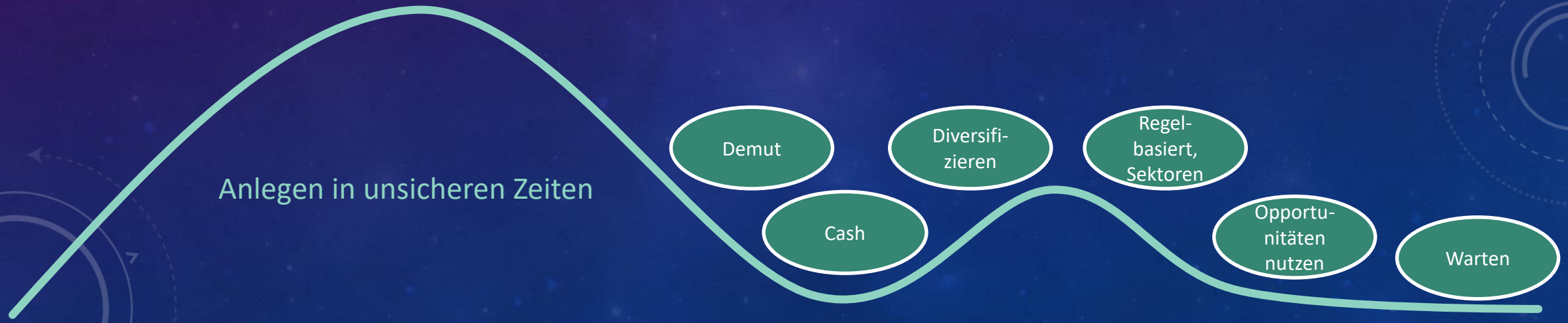
WO STEHEN WIR HEUTE?

- Das Virus hat uns überrascht, obschon die Pandemiebekämpfung auf vielen Krisenpräventionslisten ganz oben steht. Die Anrufung der Experten durch die Exekutive hat viel Wissen, jedoch wenig Planbarkeit und Prognostizierbarkeit zu Tage gefördert. Wir werden daran erinnert, dass die Epidemiologie keine exakte Wissenschaft ist: Drei Experten, vier Meinungen. Es scheint wie bei der Betrachtung des Elefanten aus der Nähe: Jeder sieht etwas anderes. Das grosse Bild bleibt weitgehend verborgen. Wir müssen (weiterhin) mit Unwissenheit und Unsicherheit leben.
- Die Bevölkerung hingegen hat sich schnell angepasst. Wir haben fliegend Home-Office und Home-Schooling eingeführt, die öffentlichen Verkehrsmittel geleert und konnten gleichzeitig die Grundversorgung aufrecht erhalten. Schnelle Anpassung ist damit nicht nur in autoritären oder diktatorischen Regimen möglich, sondern auch in einer freiheitlichen Gesellschaft. Das ist gut so.

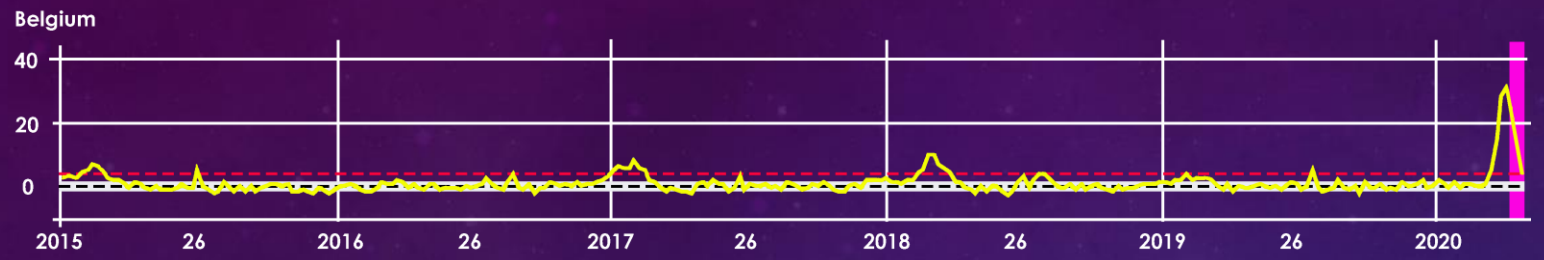


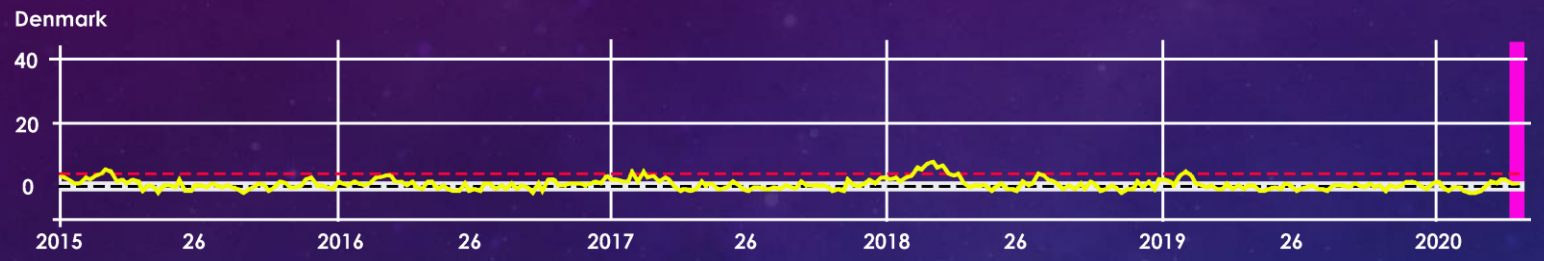
ÜBERSTERBLICHKEIT UND ZWEITE WELLE

- Die Übersterblichkeit der gesamten Bevölkerung ist wohl der beste Indikator, um die Auswirkungen des Virus abzuschätzen. Auffallend ist, dass die Übersterblichkeit sehr unterschiedlich auftrat und schwierig einzuordnen ist. Die Übersterblichkeit war teilweise sehr stark (Italien, Spanien, England, Belgien) und teilweise inexistent (Norwegen, Dänemark, Finnland, Deutschland, Irland, Ungarn). Eine Korrelation mit den getroffenen Massnahmen ist nicht ohne Weiteres ersichtlich (siehe Seiten 4 und 5).
- Unklar ist auch, wie wir mit einer zweiten Welle umgehen würden. Ist eine «Durchseuchung» erstrebenswert? Sollen wir bis zur Erfindung eines Impfstoffes oder eines Medikamentes das soziale Leben einschränken? Damit verbunden sind viele gesellschaftliche Fragen, die sich nicht mit dem Instrumentarium der (vermeintlich) exakten Wissenschaft beantworten lassen. Die Unsicherheit bleibt - auch mit Bezug auf die Wirtschaft und die Investitionen in Unternehmen.

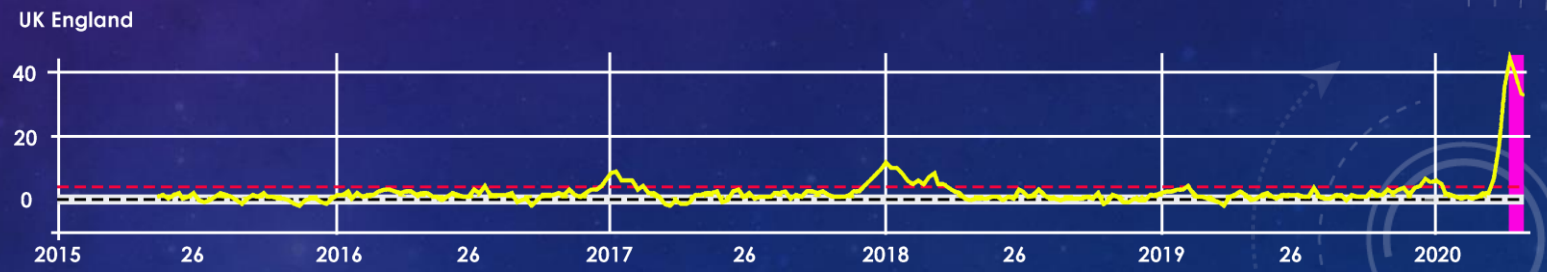


ÜBERSTERBLICHKEIT IN VERSCHIEDENEN LÄNDERN

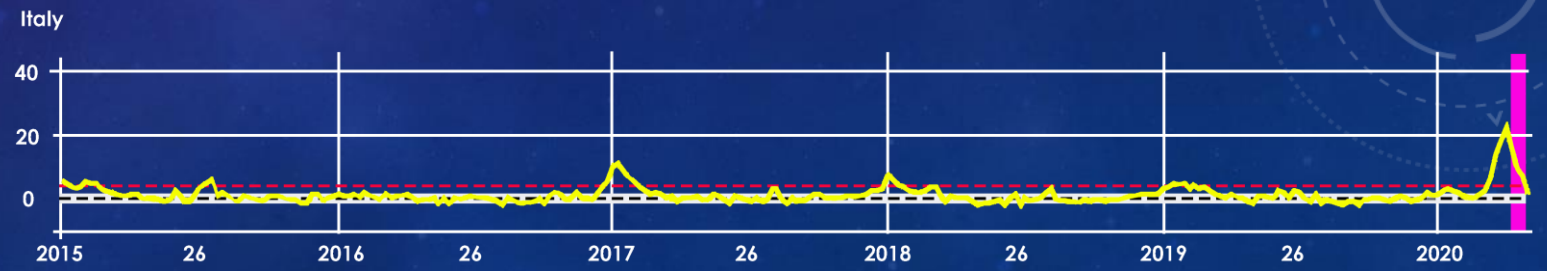




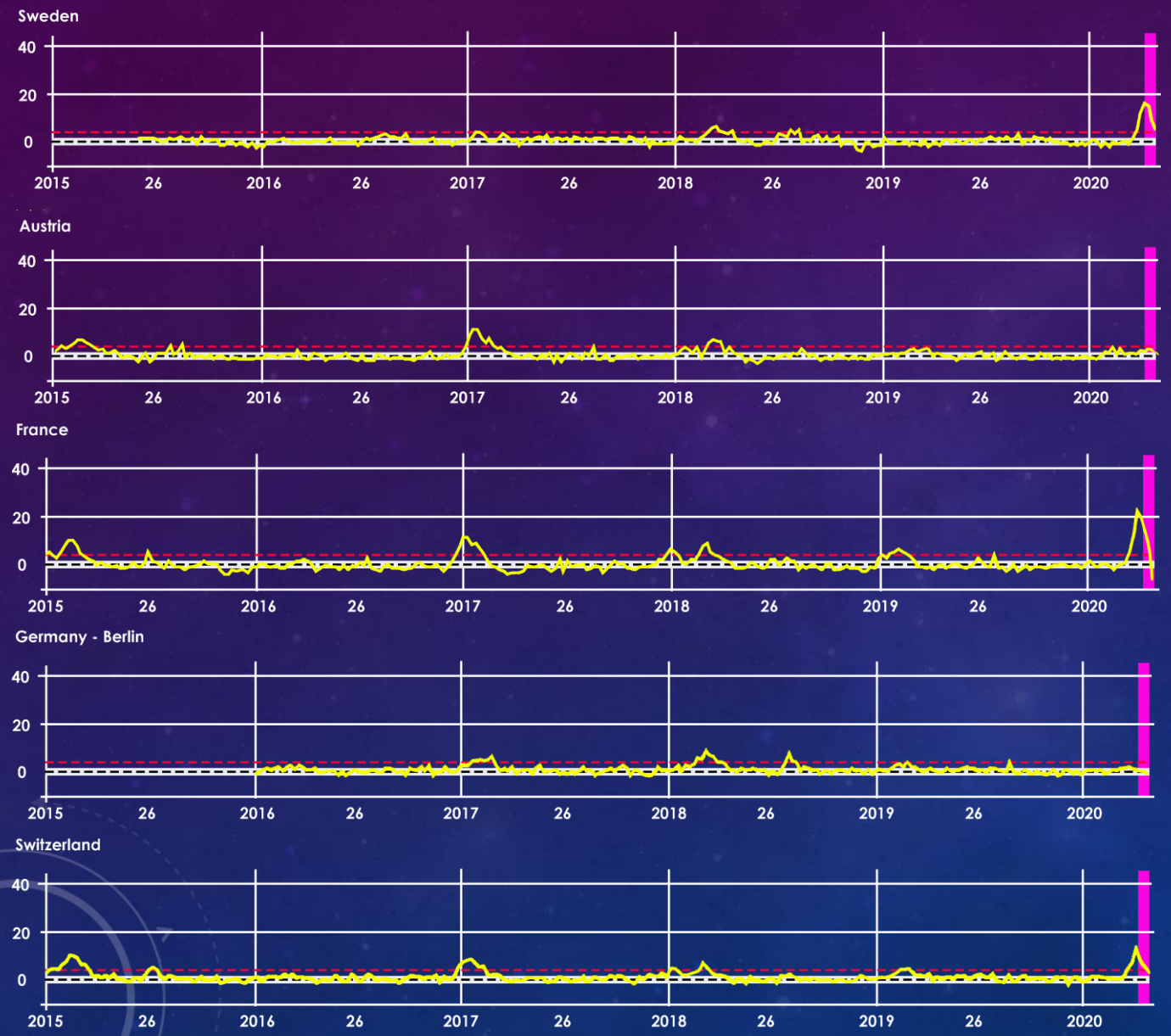
Unterschiedliche Übersterblichkeit trotz frühem Lock-Down



Hohe Übersterblichkeit aus unterschiedlichen Gründen



LÄNDER MIT LOCKEREN UND STRENGEN MASSNAHMEN



Lockere Massnahmen

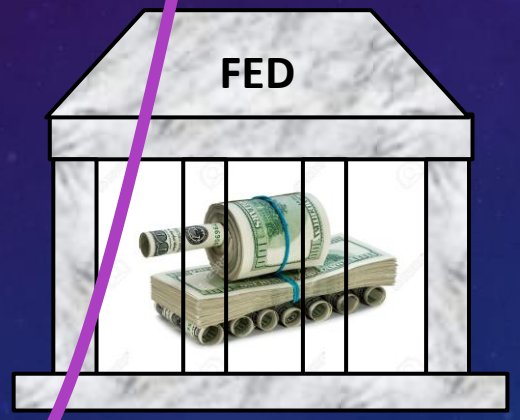
Strenge Massnahmen

Strenge Massnahmen

Ähnliche Massnahmen

BÖRSEN GEGEN REALWIRTSCHAFT?

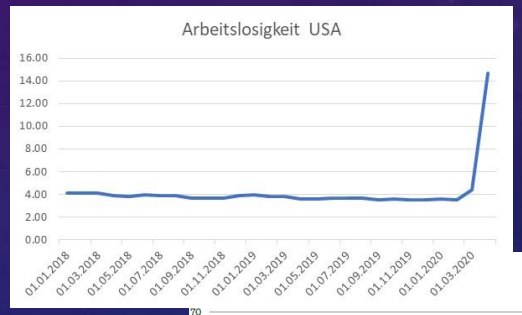
Das FED und die anderen Nationalbanken schwemmen die Finanzmärkte mit Geld, indem sie immer mehr Wertschriften aufkaufen. Das wirkt mit Bezug auf die Börsen kursstützend. Die Börsen gehen deshalb von einem kurzen Taucher und einer raschen Normalisierung aus. Die Erholung gleicht hier eher einem «V».



BÖRSE

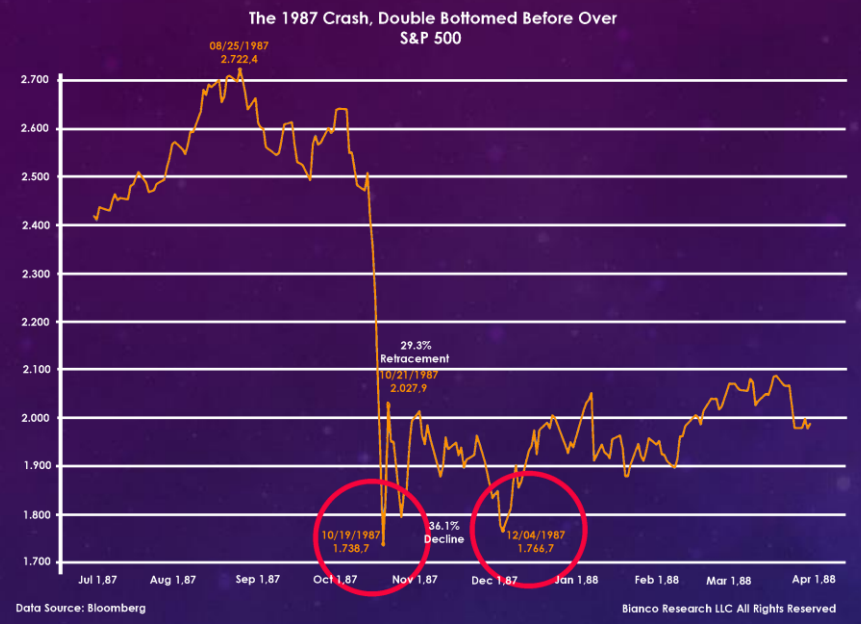
WER HAT RECHT?

Die Arbeitslosigkeit steigt in den USA auf 14.7% und die Auftragsbestände brechen ein (PMI bei 41%, unter 50% bedeutet eine Kontraktion des Auftragsvolumens). Die Realwirtschaft geht eher von einer «U»-förmigen Erholung aus.

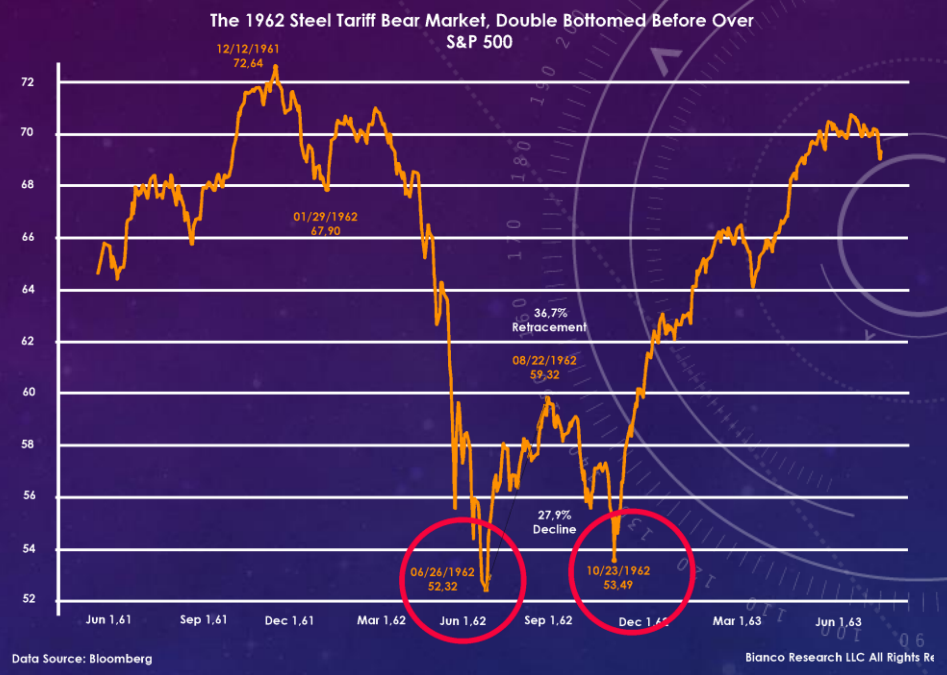


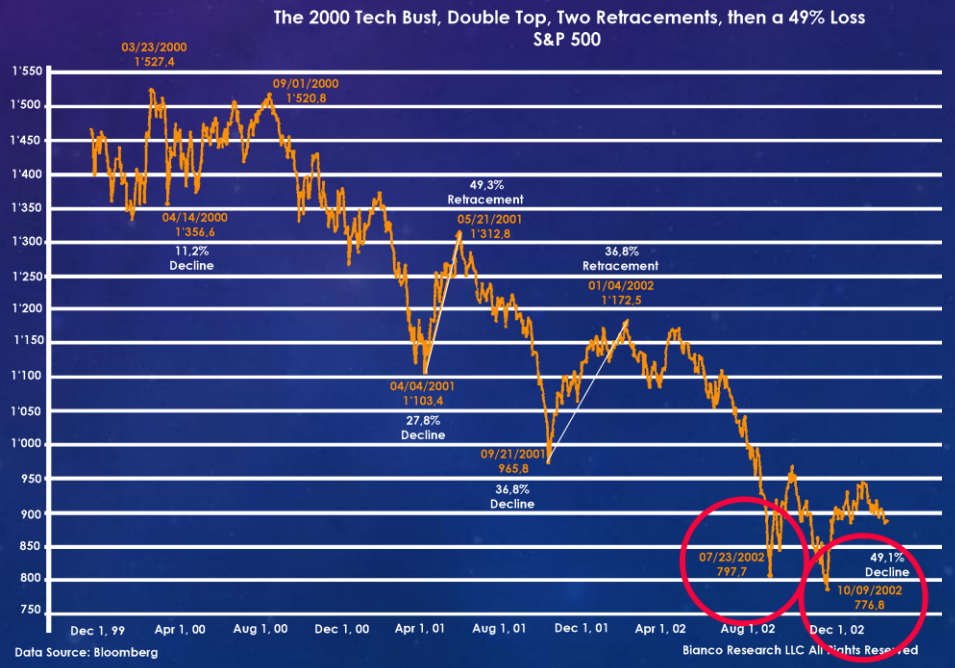
REALWIRTSCHAFT

IST ES DIESES MAL ANDERS?



WER HAT RECHT?





Historisch kam es nach heftigen Börsencrashs häufig zu einer Erholung, gefolgt von einem nochmaligen zweiten Einbruch.

Ist es diesmal anders? Historische Muster können nicht einfach in die Gegenwart übertragen werden. Die Divergenz zwischen Finanz- und Realwirtschaft mahnt zur Vorsicht. Grundlegende Dinge ändern sich nicht so schnell.

DER ÖL-PREIS

Der Öl-Preis ist stark gesunken und in den USA sogar ins Negative gekippt. Das ist auf eine sinkende Nachfrage nach Öl, fehlende Lagerkapazitäten in den USA und auf eine fehlende Einigung der OPEC-Staaten über die Fördermenge zurückzuführen.

Ein tiefer Öl-Preis ist für viele Länder ein gewaltiger Stimulus, weil sie nach wie vor fossil wirtschaften (so z.B. Indien).

Rohstoffe sind zudem ein Inflationsschutz, wenn man ein solches Szenario am Horizont sieht (dazu Seite 9). Trotzdem würden wir mit Ausnahme von Gold Rohstoffe nicht über Finanzinstrumente, sondern gegebenenfalls über eine Firmenbeteiligung abbilden.

DEFLATION UND DANN INFLATION?

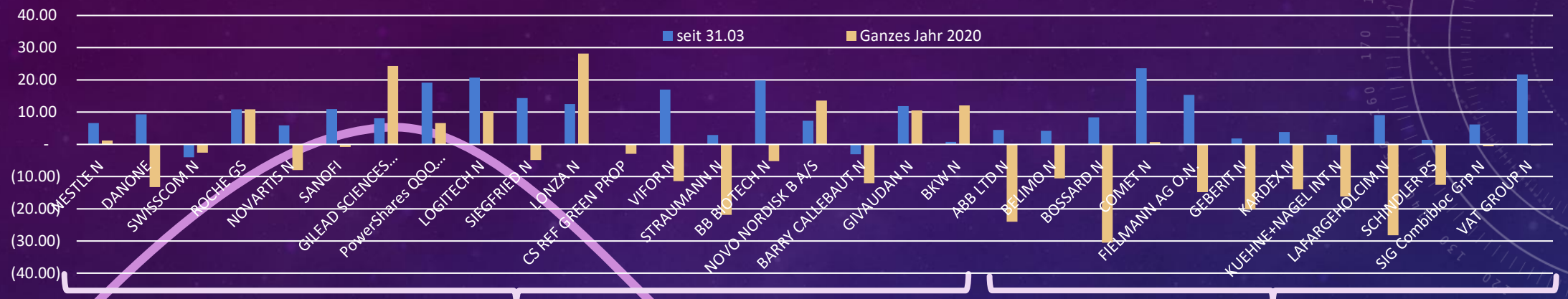
- Die COVID-19 Krise verstärkt die bereits bestehenden deflationären Kräfte. Das Einbrechen der Cashflows der Unternehmen und die Arbeitslosigkeit wird einen breiten, deflationären Schock auslösen.
- Dieser deflationäre Schock wird u.a. durch staatsgarantierte Kredite an Unternehmen bekämpft. Das führt dazu, dass die Bankbilanzen trotz Krise anwachsen. Normalerweise ist das Gegenteil der Fall. Für einmal kommt die Geldschöpfung tatsächlich in der Realwirtschaft an. Dieser Vorgang ist politisch «verordnet» und macht die Banken zunehmend zu Instrumenten der Politik.
- Solange der Lockdown andauert, bleibt die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes und damit auch die Inflation tief. Danach ist die Gefahr eines inflationären Schubs grösser, denn die Geldschöpfung ist als Folge der Direktfinanzierung von Privaten und Unternehmen in der Realwirtschaft angelangt. Private Schulden sind inflationstreibender als staatliche Schulden.
- Das hohe Schuldenniveau wird zudem Finanzrepression auf den Plan rufen, um die Inflation über den Zinssätzen und dem BIP-Wachstum zu halten. Nur so können die Schulden im Verhältnis zum BIP auf weniger ruinöse Niveaus fallen. Damit dies gelingt, muss die freie Kapitalallokation eingeschränkt werden.
- Grundsätzlich sind die Zutaten für eine Inflation vorhanden. Was noch fehlt, ist der Vertrauensverlust der Bürger. Das ist eine gesellschaftliche und soziale Frage und nicht eine mathematische. Inflation ist für Investoren schwierig zu meistern. Sicher stehen Realwerte im Vorder- und Nominalwerte im Hintergrund.

VERGESELLSCHAFTUNG DER KAPITAL-ALLOKATION?

- Die Notenbanken kaufen zur Stützung der Wertpapierpreise und des Finanzmarktes nicht nur Staatsanleihen, sondern mittlerweile auch Unternehmensanleihen und wohl demnächst auch Aktien.
- Die Folgen am Finanzmarkt sind gesteuerte Marktzinsen, administrierte Marktpreise und geglättete Volatilitäten. Damit gehen wichtige Instrumente der Kapitalallokation verloren. Die Auswahl der Anlagen erfolgt immer mehr nach politischen Kriterien und nicht mehr nach Fundamentaldaten.
- Wertpapierpreise spiegeln die fundamentalen wirtschaftlichen Realitäten nicht mehr genügend. Ineffiziente und leistungsschwache Unternehmen können überleben und binden Kapital in nicht produktiven Tätigkeiten. Die Produktivität sinkt.
- Die kompetitive Kapitalallokation ist ein probates Mittel im Umgang mit Knappheit. Dagegen erfolgt eine vergesellschaftete Kapitalallokation nicht nach Effizienzkriterien, sondern ist vom (guten) Wunsch getrieben, die Unebenheiten und Risiken des Lebens zu glätten. Der Preis, den man dafür bezahlt, ist oft der Verlust von Freiheit, von Wohlstand und von Gesundheit sowie eine erhöhte Klima- und Umweltverschmutzung*. Die Fähigkeit, mit knappen Ressourcen umzugehen, nimmt ab.

* So stiess die DDR 1989 5.2 Mio. Tonnen Schwefeldioxid aus, die wirtschaftlich viel grössere BRD im selben Jahr 0.878 Mio. Tonnen. In der DDR hatte 1989 jedes zweite Kind Atemwegsprobleme und jedes dritte Ekzeme. Das Umgekehrte gilt jedoch ebenso wenig: Eine völlig ungeregelte Marktwirtschaft wird Klima- und Umweltziele nicht von sich aus verwirklichen, weil die Kosten für die Umweltverschmutzung externalisiert werden und sich in einem preis- und nicht qualitätsgetriebenen Wirtschaftsmodell negativ auf den Cashflow einer Unternehmung auswirken.

PERFORMANCE IM RÜCKBLICK



KRISENRESISTENTER

ZYKLISCHER

Defensive Titel
Nestlé
Danone
Swisscom
Roche
Novartis
Sanofi
Gilead

Profiteure der Krise
Powershares QQQ
(Digitalisierung)
Logitech
Siegfried
Lonza

Opportunitäten bei Qualitätsanlagen

Obligationen, Kauf mit Limiten unter Pari

Immobilienfonds mit Einbrüchen wie CS Green Property Fund u.ä.

Vifor
Straumann
BB Biotech
Novo Nordisk
Barry Callebaut
Givaudan
BKW

Zykliker, die von der Normalisierung profitieren

ABB
Belimo
Bossard
Comet
Fielmann
Geberit
Kardex
Kühne & Nagel
LafargeHolcim
Schindler
SIG Combibloc
VAT

China / Asien - Erholung

UBS China Opp. Fund

ETF Emerging Markets

DKSH

Private Assets Wiederaufbau nach der Krise

Partners Fund
Partners Group

Zcapital (S&M)

Von Graffenried S&M Fund

SEKTOREN-ROTATION

Halten, nicht aufstocken, Gewinne teilweise realisieren

Nahrung/Konsum
Grundversorgungsgüter sind stabil. Aktien halten oder allenfalls Gewinn mitnehmen für Sektorrotation. Stabiler Portfoliobaustein.

Technologie
Globaler Trend, der weiter anhalten wird. Aufgrund der gestiegenen Kurse mit Zukauf zuwarten

Pharma/Biotech/ Healthcare
Hat sich als erfolgreiche Investition erwiesen. Halten, allenfalls sogar den einen oder anderen Gewinn realisieren (für Sektorrotation)

t0 → t1 → t2 → t3

Aufstocken, neu kaufen

Rohstoffe
Gold als Absicherung für Währungsentwertung. Übrige Rohstoffe über Aktienengagements abbilden (und nicht über Rohstoffprodukte)

Infrastruktur
Hoch- und Tiefbau-Infrastruktur sowie Energie/Versorger bevorzugen. Mit Flughäfen, Fluglinien etc. zuwarten. Verschuldungsquote beachten.

Immobilien
Wohnimmobilien und nachhaltige Immobilien bleiben ein stabiles Element. Geschäfts- und Hotelimmobilien eher meiden.

Industrie
Die Erholung wird kommen. Fokus auf Qualitätsaktien (gute Cashflows, tiefe Verschuldung). Value-Investitionen dürften sich wieder auszahlen.

Übrige
Logistiker
Arbeitsvermittler
Luxusgüter
Autokonzerne

Banken/Versicherungen
Auswirkungen von COVID-19 nicht klar. Bei Stabilisierung aufgrund tiefer Bewertung ein Kauf. Vorzug bei den Versicherungen.

KONTAKTE

- Marc Baumann, marc.baumann@invethos.ch, 031 311 87 10
- Lukas Stücklin, lukas.stuecklin@invethos.ch, 031 311 87 09
- Martin Gafner, martin.gafner@invethos.ch, 031 311 87 67
- Marco Bernardis, marco.bernardis@invethos.ch, 031 311 62 41
- Marco Rohrbach, marco.rohrbach@invethos.ch, 031 515 70 50
- Dominic Riedwyl, dominic.riedwyl@invethos.ch, 031 515 70 52

Invethos AG
Taubenstrasse 8
3011 Bern