

This Time is different

Zurück zum Startpunkt im Januar

20. Oktober 2014

VI VorsorgeInvest AG
Binzstrasse 31
8620 Wetzikon

Fon 044 215 51 60
Fax 044 215 51 61
www.vivorsorge.ch

Es ist riskant, eine Markteinschätzung nach der vergangenen Woche (13. - 17. Oktober 2014) zu schreiben. Hart abgerungene Einschätzungen können da sehr schnell zur Makulatur verkommen. Aus heiterem Himmel kam diese Korrektur nicht. Es ist die 4. Korrektur seit Dezember 2013, die die erreichte Jahresperformance bei den Aktien auslöschte. Wir hatten anfangs letzter Woche ein längeres Gespräch mit einem Mathematik-Professor, der sich seit Jahrzehnten mit Zeitreihen beschäftigt. Seine Markteinschätzung lässt sich wie folgt zusammenfassen:

Anfang August gab es in Teilmärkten (Schweiz, Deutschland) schwache Anzeichen von Instabilitäten, die sich aber wieder verflüchtigten. Bei den jetzt erhöhten Volatilitäten können wir nicht sagen, ob dies ein Ausreisser aus der Zeit der tiefen Volatilitäten ist oder schon ein Datenpunkt aus einer Phase erhöhter Volatilität. Die Datenlage lässt noch keine statistisch signifikante Aussage zu, ob ein Regimewechsel stattgefunden hat.

Das war unsere Ausgangslage vor dem Sturm. Alternative Modelle oder Ansätze von Konkurrenten haben diese Einschätzungen bestätigt. Selbstverständlich erhalten wir jetzt Berichte, die aussagen, sie hätten schon im August vor einer umfassenden Korrektur gewarnt. Kurzfristig, wird da vorausgesagt, könnten die Märkte wieder ansteigen, langfristig überwiegen die Risiken. Auch das Umgekehrte haben wir gesehen. Wir möchten das nicht weiter kommentieren und eine weitere Kurspekulation hinzufügen.

Man lernt nie aus: neue Verhaltensmuster für hart Gesottene

Wir haben diese Woche Verhaltensmuster gesehen, die so nicht im Lehrbuch stehen und sich nicht mit unserer Erfahrung decken:

- Währungen: Der Dollar sinkt und der Euro steigt. Keine Flucht in den sicheren Hafen wie sonst in einer offenen Krise. Der Euroraum stand mit den divergierenden Zinsentwicklungen zwischen Deutschland und der Peripherie unter Strom. Renzi ging auf offene Konfrontation mit Merkel. Trotzdem wird der Euro stärker.
- Aktien: defensive Wachstumstitel korrigierten in der Schweiz stärker als illiquide, zyklische Nebenwerte. Trotzdem wird behauptet, dass die Anleger vor allem auf düstere Wachstumsaussichten reagiert hätten. Nicht einmal der gute Abschluss der Roche hat da geholfen.
- Obligationen: Griechische Obligationen hatten eine höhere Volatilität als europäische Aktien.
- Obligationen USA: der liquideste Kapitalmarkt konnte am Mittwoch die überbordende Nachfrage nicht mehr verarbeiten. Die Zinsen sackten in 30 Minuten 30 Basispunkte (0.3%) bei einem Zinsniveau von 2% ab. Eine solche Marktbewegung gab es ohne eine überraschende Zinsänderung des FEDs noch nie. Unsere Phantasie reicht nicht aus, um vorzustellen, was alles passieren kann, wenn das FED einmal die Erwartungen der Anleger nicht mehr erfüllt.
- Rohstoffe: Erdöl hat in den letzten Monaten und knapp vor dem Winter in einem Umfeld erhöhter politischer Spannungen um fast 30% korrigiert. Von all den beschriebenen Anomalien hat diese Bewegung die grösste volkswirtschaftliche Rückkoppelung. Die säkulare Stagnation verbunden mit Nullinflation erhält neue Nahrung.
- Volatilitäten: nicht der rasante Anstieg am Donnerstag hat uns überrascht – das haben wir in Finanzkrisen schon oft erlebt –, sondern der ebenso markante Fall vom Freitag. Solche Regimewechsel ohne fiskal- oder geldpolitische Ankündigungen sind doch eher Raritäten.
- Handelsvolumen: Händler haben uns berichtet, dass Absicherungsgeschäfte von Investoren, die traditionell immer absichern, seltener waren und die Fondsmanager nicht über ausserordentliche Rücknahmen geklagt haben. Trotzdem haben sich die Volumina verdoppelt. Wer war dann aktiv? Algotrader? Hedge Funds? Dark Pools? Absicherungsgeschäfte aus neuer Quelle? Viele Fragen, keine verlässliche, transparente Informationslage, keine Antwort.

Die Märkte haben auch in der vergangenen Woche neu aufgetauchte Information komplett falsch verarbeitet. Besser als erwartete US Wirtschaftszahlen konnten am Donnerstag in der ersten Runde die Obligationenmärkte nicht bremsen. Es brauchte die verbale Drohung des FEDs, QE fortzusetzen, um die Obligationenmärkte in die geordnete Bahn zu lenken. All diese Verhaltensmuster deuten auf etwas hin, das mehr ist, als eine „technische“ Korrektur ausgelöst von durch Wirtschaftszahlen verängstigte Anleger (Originalton UBS). Die Architektur des Finanzsystems ist nicht optimal und immer noch zu wenig sinnvoll reguliert.

Was hat uns vorläufig gerettet?

Intervenierende Notenbanker und Computer Algorithmen waren die vorläufigen Rettungsanker - und nicht besser als erwartete US Wirtschaftszahlen, gute Gewinnaussweise oder Bewertungsdiskrepanzen, die von professionellen Investoren ausgenutzt werden. Ein Armutszeugnis für die institutionelle Anlageindustrie. Dass Notenbanken die Märkte stabilisieren und die Anleger regelmässig vom Haken holen, gehört allmählich zur neuen Normalität. Am Mittwoch nach einem Kurssturz der Aktien von 9.9% vom zwischenzeitlichen Hoch im September setzten Computer gesteuerte Kaufprogramme ein. Eine normale Börsenkorrektur nach US Lesart beträgt 10%. Diese Kaufprogramme lösten eine Kaskade von Short-Positions-Auflösungen aus und liessen die Börsen am Handelsende besser aussehen. Das ist auch nicht gerade eine vertrauensbildende Vorstellung, dass mechanische Prozesse für stabilisierende Gegenbewegungen verantwortlich zeichnen.

Was bleibt haften?

Wir haben die Labilität des Finanzsystems als Folge der Finanzkrise - verdeckt durch die lockere Geldpolitik und bewusst gedrückten Zinsen - nie aus dem Blickwinkel verloren. Nach dieser Woche fragen wir uns erst recht, was passieren kann, wenn eine führende Notenbank überraschend die Zinsen erhöht. Bei den durch die neue Regulation ausgetrockneten Handelsbücher der Banken und den schon verlängerten Bilanzen der Notenbanken ist nicht auszumalen, was ablaufen kann.

Wenn ein Finanzsystem von einem Zustand der relativen Stabilität innert Stunden sich in ein Chaossystem verwandelt, lässt das Verunsicherung zurück - auch wenn wir nach IMF in unserem Berufsleben schon 47 Finanzkrisen überstehen mussten. In einer Hinsicht hat uns diese 4. Korrektur innert Jahresfrist verändert: Gefühlsmässig sind wir zurück im August 2007. Anlagerisiken werden wir in der nächsten Zukunft noch kalkulierter und zurückhaltender eingehen. Glücklicherweise hat wer Schwankungsreserven hat.