

Autor: Andreas Lesniewicz (CONREN)

Datum: 19.03.2020



[Home](#) [Produktfinder](#) [News](#) [Premiumpartner](#) [Reports](#) [Veranstaltungen](#) [Services](#) [Über uns](#) [Kontakt](#)

Produktcode: Name, ISIN oder WKN eingeben

Interview:

Andreas Lesniewicz (CONREN): Silberstreifen am Horizont?



Herr Lesniewicz, wie schätzen Sie die aktuelle Lage ein?

Die Lage ist ernst, aber es gibt auch positive Nachrichten, positive Anzeichen, die aktuell unterdrückt werden. Umsetzungsdisziplin und Geduld sind nun unabdingbar. Das wissen wir aus vergangenen Krisen. Wir sind als CONREN Team ja recht krisenerfahren: Dotcom-Blase, Finanzkrise, Yuan-Abwertung, Euro-Krise – um nur einige zu nennen. Es ist eine lange Liste. Natürlich wird es noch die ein oder andere Klippe zu umschiffen geben, aber für langfristig ausgerichtete, aktive Investoren gibt es viele und große Chancen. Auch und gerade für den Vermögensschutz ist nun Ruhe und systematisches Vorgehen wichtig.

Wir sind, basierend auf unseren Erfahrungen aus anderen Krisen, sehr zuversichtlich, dass wir gemeinsam gestärkt aus dieser Krise hervorgehen. Entsprechend sehen wir bereits heute einige gute Investment-Chancen.

Das unmittelbare Problem an den Märkten der letzten Wochen ist, dass die Fallhöhe und -zeit in solchen derartigen Kettenreaktionen schwierig bis gar nicht zu bestimmen ist. Die Auswirkungen von Virus, Ölpreisverfall, Maßnahmenkatalogen und der Situation bei Banken und Finanzmärkten auf die Realwirtschaft und einzelne Unternehmen sind jedoch komplex. Blindes Zukaufen mit dem Gedanken „Augen zu und durch“ ist daher nicht empfehlenswert. Börsenkurse spiegeln nicht mehr den Zukunftsausblick der Marktteilnehmer wider und Kennzahlen basieren zu großen Teilen auf veralteten Zahlen.

Klar ist auch, dass der Peak der Infizierungen in Europa und den USA noch einige Wochen entfernt ist. Hier wird die Situation erst einmal schlimmer bevor sie sich verbessert. Auch Dementsprechend haben wir den Höhepunkt bei Lieferkettenschocks wahrscheinlich noch nicht gesehen. Das Tail-Risk einer Kettenreaktion in Volkswirtschaften und Kapitalmärkten ist ebenfalls gestiegen. Hier werden wir vor allem die Entwicklung in den USA beobachten. In Europa müssen wir unter anderem schauen, wie und wie schnell Überbrückungshilfen bei den Bürgern und Unternehmen ankommen. Bei den Stützungsmaßnahmen ist viel noch in Kinderschuhen, geht aber in die richtige Richtung.

Der Virus wird unsere Wirtschaft in diesem Ausmaß nur eine begrenzte Zeit verlangsamen. Die Zahlen aus China aus den virenerprobten Ländern Südkorea oder Singapur geben weiteren Mut.

Für uns ist es wichtig, an dieser Stelle zu betonen, dass es auch viel Positives in diesen schwierigen Zeiten gibt. Das gilt an den Märkten und Volkswirtschaften, aber auch in der Gesellschaft. Unser Mitgefühl gilt den direkt betroffenen Menschen. Unser Dank gilt allen Helfern – besonders, aber natürlich nicht nur, denen im Gesundheitssystem – und Menschen, die sich gegen diese Krise stemmen und das Funktionieren unserer Gemeinschaften weiter gewährleisten. Vielerorts wird im täglichen Leben mit Augenmaß und Vernunft vorgegangen. Das sollten wir nicht übersehen.

Wie viel Panik steckt aktuell in den Märkten?

Es sind heftige, panikartige Bewegungen, die wir in den letzten Tagen und Wochen durchleben – nicht nur an den Aktienmärkten, sondern auch im Credit-Bereich und gar bei US-Staatsanleihen.

Selbst Gold verliert zeitweise in einer solchen Panik. Das ist in solchen Situationen immer ein klares Zeichen einer tiefen Verunsicherung, gewissen Verkaufsautomatismen und dem Ringen nach Liquidität. Die Panik ist erfahrungsgemäß temporär und spiegelt dabei nicht unbedingt die Zukunftsaussichten der Märkte wider – hier sind eben auch andere Mechanismen am Werk. Wir sind als Team recht krisenerfahren. Die letzte Woche war aber auch im historischen Vergleich sehr erratisch und in Teilen sicherlich irrational. Das hat nicht alleine mit COVID-19 zu tun. Für langfristig ausgerichtete, aktive Investoren stellt die Situation daher auch eine Chance dar.

Das Virus war ja schon länger bekannt und es ist zudem ja auch nicht das erste Virus?

Die Größenordnung ist eine ganz andere was Ausbreitung und Eindämmungs-Maßnahmen angeht. Das wirtschaftliche Leben kommt in Teilen vorübergehend zum Erliegen.

Der Gegenwind für die Wirtschaft und Märkte kam letzte Woche gleich aus drei Richtungen: Zunächst die globale Ausbreitung von COVID-19, dann der Ölpreiskrieg zwischen Russland und OPEC sowie die nicht optimale Reaktion von Regierungen und Notenbanken auf diese Krise. Märkte waren bereits angeschlagen als die in Teilen katastrophalen Reden des amerikanischen Präsidenten Donald Trump und der neuen EZB-Chefin Christine Lagarde, Öl ins Feuer geschüttet haben. Hier hat sich die Lage ja aber bereits wesentlich verbessert.

In welchem Ausmaß wird der negative Trend durch passive Anlagen, automatisierte Handels- und Risikosysteme und Ähnliches noch verstärkt?

Natürlich funktionieren Märkte in einer solchen Panik als Bestimmung des Wertes von Wertpapieren nur bedingt. Eine ganze Reihe von Automatismen und Kettenreaktionen

treibt die Kurse. Die Beliebtheit von passiven Anlageinstrumenten oder Robot-Investmentsystemen wirkt als Verstärker. Einheitliche Risikosysteme, ob volatilitätsgetrieben, Stop-Loss oder über Risikobudget, kommen hinzu und verkaufen oftmals, wenn alle anderen auch verkaufen. Dazu kommen Algorithmen- und Momentum-Trader sowie andere automatisierte Handels- und Risikosysteme. Vor allem im Credit-Bereich gibt es außerdem weniger Market-Making und damit demzufolge weniger Liquidität.

Das Ganze trifft dazu auf eine Wirtschaft und Märkte, die von über zehn Jahren Billigstzinsen geprägt sind: Wir sehen einen hohen Leverage bei Unternehmen (vor allem in den USA und China) und vor allem in Europa nach wie vor belastete Bankenbilanzen. Wie wir in den letzten Jahren oft betonten, sind diese auf günstige Refinanzierungen angewiesen. Sie können nicht lange ohne neues Fremdkapital überleben.

Die niedrigen Zinsen haben zusätzlich zu einer Renditejagd und damit zum sogenannten Rendite-Tourismus geführt.

Außerdem etablieren sich in Bullenmärkten gewisse Investment- und Tradingmuster wie Carry- oder Arbitrage-Trades, die in solchen Marktentwicklungen wieder aufgelöst werden – teilweise werden müssen.

Hier kann es dann recht schnell gehen und wir sehen Kettenreaktionen verschiedener Seiten. Das entlädt sich über eine gewisse Zeit hinweg schubweise. Hiervor haben wir und andere seit Langem gewarnt – in den letzten Tagen sehen wir auch warum. Wenn man das alles weiß und diese Gefahren kennt, ist der genaue Ablauf, der Zeitpunkt, die Fallzeit und Fallhöhe trotzdem schwer bis unmöglich vorherzusagen. Aber es hilft sehr, die Grundlage und die Situation zu verstehen. Nun gilt es, Verwerfungen an den Märkten sowie niedrige, ausgebombte Preise in ausgesuchten Bereichen zu nutzen – manchmal schnell und manchmal über die nächsten Wochen.

Von vergangenen Krisen wissen wir alle, dass dies nun eine erneute Chance für langfristig orientierte, aktive Investoren ist. Das kann man nicht oft genug betonen. Auch wenn oder gerade weil die große Erholung und vor allem die Entwarnung noch eine Weile auf sich warten lassen werden.

Können Sie uns konkrete Beispiele dafür geben?

Ein Beispiel sind Risk-Parity-Modelle, die in verschiedene Assetklassen und Trading-Strategien investieren. Sie arbeiten mitunter mit hohem Leverage. In der klassischen Form sollen alle Risikoquellen dem Portfolio das gleiche Risiko, ausgedrückt durch Volatilität, beisteuern. Wenn Märkte nun stürmische, also volatilere, Zeiten durchgehen, passt das Modell die entsprechende Risikoallokation an. So mussten sie zum Beispiel Aktien verkaufen, weil deren Kurse gefallen sind, und mehr Staatsanleihen kaufen, wodurch die Renditen weiter gedrückt wurden. Wenn nun aber Renditen wieder steigen und Anleihekurse fallen, werden sie Anleihen und andere Safe Haven Assets, die sie oft mit sehr hohem Leverage halten, recht schnell und in hohen Volumina (aufgrund des Leverages) verkaufen müssen. Damit sind Safe Haven Assets in dieser Marktphase kurzfristig durchaus verwundbar – trotz der noch wahrscheinlich hohen Volatilität bei Aktien.

Dann gibt es zum Beispiel Investoren, die eine gewisse Rendite benötigen – diese haben sie bei Staatsanleihen nicht mehr bekommen. Aus diesem Grund sind sie zu sicheren Unternehmensanleihen gewechselt. Als hier die Renditen auch nicht mehr ausreichend hoch waren, wechselten sie zu nicht mehr ganz so sicheren Unternehmensanleihen. Die niedrige Volatilität und in den letzten Jahren erfolgreichen Buy-the-dips-Strategien

bestätigten sie lange Zeit. Wenn diese Papiere nun jedoch im Maß der letzten Tagen fallen, müssen sie mitunter schnell aus diesen Märkten raus oder an anderer Stelle Liquidität finden.

Das sind vielleicht zwei gute, wenn auch sehr vereinfachte Beispiele.

Haben Märkte, haben Sie den Virus unterschätzt?

Wir haben den Virus und vor allem die Panik hinsichtlich des Virus unterschätzt und die Politik und Maßnahmenkataloge in manchen Ländern überschätzt. Wir sind zu nüchtern an die Sache rangegangen.

Regierungen haben zwei Mal zu spät gehandelt: Einmal was die Möglichkeiten zur Eindämmung des Virus angeht. Hier haben Länder, die Erfahrung mit Virusinfektionen haben, besser reagiert. An diesen haben wir uns zunächst zu sehr orientiert. Ich bin überzeugt, dass das Ganze, falls es in ein paar Jahren erneut zu einer Pandemie kommen sollte, wesentlich besser und mit weniger Panik ablaufen wird.

Zum anderen als es darum ging, Führung zu zeigen und klar zu machen, dass dies ein exogener Schock ist, für den kein Unternehmen und kein Arbeitnehmer etwas kann, und man „whatever it takes“ macht, um sich gegen diese Krise und mögliche Kettenreaktionen zu stemmen. Das ist zunächst nicht im nötigen Ausmaß und vor allem nicht mit dem notwendigen Wortlaut und Zusicherungen passiert. Das wird nun nachgeholt. Viele der Maßnahmen sind die Richtigen und gehen im Ausmaß in die richtige Richtung – auch was den Wortlaut sowie die Zusicherungen angeht.

Gleichzeitig muss man natürlich sagen, dass es einfach ist nun mit dem Finger zu zeigen. Die Situation ist eine große Herausforderung und für uns Europäer neu. Bei aller Kritik und Raum für Verbesserung, ist es ermutigend zu sehen, wie an vielen Orten nun reagiert wird. Wie viele Menschen helfen und bemüht sind, andere zu unterstützen. Natürlich läuft in einer solchen Lage nicht alles glatt. Insgesamt muss das öffentliche Leben aber weiter gehen – Essensversorgung, Gesundheitsversorgung, Transport, Sicherheit etc. Hier kann jeder seinen Beitrag leisten. Wir dürfen nicht vergessen: Wirtschaft ist kein Selbstzweck.

Wie sieht das in den CONREN Portfolien aus?

Uns hilft, dass wir unsere Portfolien in puncto Sektoren- und Einzeltitelauswahl in den letzten Jahren recht konservativ aufgestellt haben. Dazu kommt immer eine hohe, systematische Diversifizierung (nach der hauseigenen Methode) sowie in den vermögensverwaltenden Mandaten eine aktive Cashquote und in Mischmandaten (wie dem CONREN Fortune) ein hoher Goldanteil. Gewisse Warnsignale und Schwächen sind seit geraumer Zeit klar. Wir warnen davor und schreiben seit einiger Zeit darüber. Bei Unternehmen sind eine starke Bilanz und ausreichend Liquidität in diesen Zeiten Gold wert. Zukunftsfähige Geschäftsmodelle sind unabdingbar. Regierungen und Notenbanken werden vieles auffangen können, aber nicht alles.

Das zahlt sich in der unmittelbaren Marktpanik aus. Es wird aber wesentlich ersichtlicher, sobald sich Märkte beruhigt und sortiert haben. Nun wird erst einmal alles nach unten gezogen – wie gesagt, mitunter sogar Gold.

Was uns aber noch mehr hilft, ist unsere langfristige Ausrichtung und unser krisenerfahrenes Team. Die Verwerfungen an den Märkten eröffnet eine ganze Reihe interessanter Investmentchancen. Hier gehen wir Schritt für Schritt vor. Bei einigen Chancen muss man schnell zugreifen, bei anderen hat man mehr Zeit. Den idealen Wiedereinstiegszeitpunkt zu erwischen ist unmöglich. Daher werden wir einiges zu früh

und anderes zu spät kaufen. Langfristig wird sich der Einstiegszeitpunkt aber relativieren und auszahlen.

Was tun Sie nun genau?

Es gibt eine ganze Reihe von unterschiedlichen Schritten, die wir als Team angehen. Wir haben recht viel zu tun. Das wird erst einmal so bleiben. Zum einen geht es weiter und vordringlich natürlich um den Kapitalschutz. Gibt es noch Positionen, die wir aufgrund der sich täglich veränderten Situation nicht mehr halten wollen beziehungsweise gibt es andere Positionen, die wir nun lieber halten. Hier können wir die aktuelle Volatilität am Markt nutzen. Gibt es in Bereichen, in gewissen Zeitfenstern gute Hedgingmöglichkeiten. Gibt es Verwerfungen an den Märkten, die wir schnell, opportunistisch nutzen können. In Krisen sollte man sich für einige Maßnahmen oftmals mehr Zeit nehmen als allgemein angenommen wird: Sowohl für den Schutz von Vermögen, als auch für das Nutzen von Chancen. So arbeiten wir zusätzlich bereits weiter an Long-Lists von Investmentmöglichkeiten in verschiedensten Bereichen für verschiedene Szenarien. Dazu gehört auch heute schon die Vorbereitung auf die Zeit, wenn Börsen und Wirtschaft (nachgelagert) sich erholen. Bei vielen Maßnahmen werden wir die Ergebnisse aber erst sehen, wenn sich der Nebel etwas gelegt hat und Märkte weniger verzerrt sind. Es gibt Unternehmen und Volkswirtschaften, die mehr betroffen sind, und solche, die weniger betroffen sind. Umsetzungsdisziplin und Geduld sind nun unabdingbar.

Generell haben wir uns auf bilanzstarke Unternehmen mit hoher Ertragsstärke und robusten Geschäftsmodellen konzentriert. Das gilt für alle CONREN Portfolios, aber im besonderen natürlich für den CONREN Generations Family Business Equity – denn familiengeführte Unternehmen sind besonderes krisenfest. Das wird, wenn der Nebel sich gelegt hat, auch in dieser Krise herausstechen.

Die Reaktionen bei Anleihen, Rohstoffen und Devisen spiegeln einen deflationären Schock für die Weltwirtschaft wider. Können die Notenbanken und Regierungen noch dagegenhalten?

Die Schocks kommen von zwei Seiten. Der erste ist ein Supply-Schock. Dieser wandert nun über den Globus. Zunächst waren Lieferketten in China betroffen. Hier wurde die Produktion in weiten Teilen wieder aufgenommen, wenn sie auch noch nicht bei 100 % ist. Dann kam Italien und so geht es nun weiter. Da ist natürlich ein Schock – aber dieser ist zeitlich begrenzt. Selbstverständlich kommt es auf den Zeitraum an, darauf wie komplex Lieferketten sind, wo Lieferanten sitzen, wie hoch die Lagerbestände sind. Unterschiedliche Unternehmen, unterschiedliche Industrien und unterschiedliche Regionen sind entsprechend unterschiedlich betroffen.

Der andere Schock kommt von der Nachfrageseite und dieser ist in diesem Ausmaß neu. Auch hier sind unterschiedliche Regionen und Industrien auf verschiedenste Weisen betroffen. Den nicht getrunkenen Kaffee im Café, die nicht wahrgenommene Übernachtung oder den nicht angetretenen Flug werden sie nicht nachholen. Ihre Hüft-Operation schon und wahrscheinlich werden sie auch das Auto, den neuen Fernseher oder das Kleid kaufen, auf das sie sich schon lange freuen, sobald die Lage wieder ruhiger ist. Auch Regionen sind unterschiedlich betroffen: Wuhan lag für einige Wochen komplett still – der Rest von China nicht. Ein Teil des Konsums wird zusätzlich verlagert.

Die Überbrückung von Liquidität ist nun überaus wichtig. Die Situation ist für viele Unternehmen brutal, denn sie haben teilweise keinerlei Umsatz, müssen aber ihre Miete und andere Fixkosten weiterbezahlen. Das kann man nur eine gewisse Zeit durchhalten. Die adäquate Unterstützung von Regierungen und Notenbanken sind hier unabdingbar. Einmal in der Hilfe, um diese Zeit zu überbrücken und fiskalische Stimulierung zu setzen

und dann, vielleicht am wichtigsten, um gefährliche Kettenreaktionen zu verhindern. Also, Rechnungen werden nicht mehr bezahlt, da keiner weiß wie es weitergeht, Unternehmen können ihre Kredite nicht bedienen, Banken geraten ins Wanken, höhere Arbeitslosigkeit, der Konsum bricht ein – um nur einige Elemente zu benennen. Die nun angekündigten und teilweise umgesetzten Maßnahmen schlagen in diese Kerbe. Das ist gut und richtig. Hier können Regierungen und Notenbanken sehr gut helfen. Allerdings muss die Hilfeleistung pragmatisch, schnell und unbürokratisch sein, um bei tausenden Unternehmen und Arbeitnehmern zeitnah anzukommen. Es geht, ähnlich wie bei einer Bankenkrise, darum, das Vertrauen in das Gesamt-System aufrechtzuerhalten.

Das Positive an der Situation ist, dass sie zeitlich begrenzt ist. Auch daher waren andere Ausbrüche von Viren für langfristig denkende Investoren immer ein guter Einstiegszeitpunkt. Die Selbstheilungskräfte unserer Marktwirtschaft sind nicht zu unterschätzen.

Sehen Sie für die Märkte irgendwo einen Silberstreifen am Horizont?

Ja, klar – absolut.

Aus Investorensicht gibt es ebenfalls eine ganze Reihe weiterer positiver Punkte, die aktuell in den Hintergrund geraten:

- Es ist ein exogener, zeitlich begrenzter Schock.
- China produziert schon wieder (wenn auch nicht bei 100 %) und fängt auch wieder an zu konsumieren.
- Bewertungen, auch von guten Unternehmen, sind mitunter extrem zurückgekommen.
- Bei früheren Viren-Ausbrüchen haben wir eine beeindruckende Selbstheilung von Volkswirtschaften und Märkten gesehen.
- Die Berichtssaison Q4 2019 war recht gut, Arbeitsmarktzahlen in USA waren gut etc.
- Wir sehen mitunter fantastisches Krisenmanagement in den Unternehmen.
- ...