
VECTIS

1990

Vermögensverwaltung AG

Anlagekommentar 04|20



ANLAGEKOMMENTAR APRIL 2020

Der März 2020 wird in die Geschichte der Finanzmärkte eingehen, so viel vorweg. Es gab in der Vergangenheit keinen einzigen Monat mit solch extremen Tagesschwankungen. Am Ende war das Kursminus in Prozent ausgedrückt zweistellig. Kumuliert für die ersten drei Monate gab es global starke Unterschiede von minus zehn Prozent (China), 25 Prozent (Europa) und knapp 40 Prozent (Osteuropa/Brasilien). Nicht einbezogen sind die Währungsverluste von unzähligen Währungen aus Schwellenländern (südafrikanische Rand oder brasilianischer Real), aber auch Rohstoffwährungen wie australischer und kanadischer Dollar oder die norwegische Krone.

An der Zinsfront gab es ein zweigeteiltes Bild, Staatsanleihen waren generell gesucht als sichere Anlage. Hingegen gaben Unternehmensanleihen teilweise massiv in ihren Kursen nach, sodass wir zweistellige Renditen erreichten. Hier sprang kurz vor Ostern die US-Zentralbank ein und kündigte den Erwerb von ETFs an, welche in hochverzinslichen Anleihen investieren (sogenannte Ramschanleihen). Es ist eher ein Zeichen der Verzweiflung einer Zentralbank, da nun unternehmerische Fehlentscheide noch belohnt werden.

Die Stützungsmaßnahmen gehen in die 3'000 Milliarden US Dollar in den USA und in Europa bescheidenere 500 Milliarden Euro in Deutschland, 300 Milliarden Euro in Frankreich und 330 Milliarden GBP im Vereinigten Königreich. Die Frage der Tragbarkeit solch einer Neuverschuldung wird bewusst ausgeblendet unter dem Vorwand, dass jeder im Moment die Geldpresse anwirft. In den USA werden die neuen Schulden des Finanzministeriums durch die eigene Zentralbank aufgekauft. Deren Bilanz blähte sich in den vergangenen Wochen von 4'200 auf über 6'000 Milliarden US Dollar auf.

Unternehmen kündigen reihenweise an, dass sie zugesagte Kreditlinien von Bankkonsortien ziehen. So der französische Energiekonzern Total mit 12 Mrd. Euro, die US Autobauer GM und Ford mit jeweils 16 Mrd. USD oder der globale Braukonzern ABInBev mit 9 Mrd. USD, um einige zu nennen. Die angebotenen Finanzierungsprogramme von staatlichen Förderbanken für Unternehmen werden rege genutzt, so verzichtet adidas auf eine Dividendenzahlung, um günstig drei Milliarden Euro bei der KfW zu leihen. Ein Unternehmen, welches zum Jahresende 2019 eine positive Nettoliquidität (liquide Mittel abzüglich Finanzschulden) von knapp einer Milliarde Euro auswies, greift auf solch ein Notprogramm zurück? Das Unternehmen mit einem Kreditrating von zwei Stufen über dem Ramschniveau hätte durchaus Anleihen platzieren können und hätte für eine Laufzeit von fünf Jahren kaum mehr als zwei Prozent bieten müssen. Auch bei einem Aktienkurs von über 200 Euro und einer Börsenkapitalisierung von 43 Mrd. Euro wäre eine Aktienplatzierung in dieser Größenordnung durchführbar gewesen.

Es mehren sich aber die Meldungen, dass Unternehmen, welche bis noch vor wenigen Wochen durch Analysten hochgepriesen wurden, schlagartig in eine finanzielle Schieflage geraten sind und nur noch über wenige Wochen an liquiden Reserven verfügen. Hinzu kommt

der globale Energiesektor, welcher durch den wirtschaftlichen Stillstand mit einem massiven Nachfragerückgang von Erdöl konfrontiert ist. Die möglichen Lagerkapazitäten werden in wenigen Wochen ausgeschöpft sein. Die aktuelle Überproduktion von 25 Millionen Fass pro Tag wird nicht schnell genug reduziert, um wirklich den Ölpreis zu stabilisieren.

Noch besser sind im Moment die gestellten Aussichten, sei es durch die Politik oder durch Finanzanalysten. Ob es zu einer V- oder U-förmigen Erholung kommt ist ein offenes Ratespiel. Kaum jemand hält sich an Fakten und die politischen Verantwortlichen hoffen inbrünstig, dass die Zentralbanken die heißen Kastanien aus dem Feuer holen. Zu leicht wird der Vergleich mit der globalen Finanzkrise in den Jahren 2008/2009 herangezogen. Wobei Deutschland bereits wieder nach zwei Jahre die Wirtschaftsleistung aus dem Jahre 2007 erreichte. Wir hatten bereits darauf hingewiesen, dass sich die COVID-19-Krise bis weit in das zweite Quartal hinein spürbar sein wird. Eine rasche Normalisierung ist schwieriger zu bewältigen, als der verordnete Hausarrest. Gefolgt von staatlich bezahlten Kurzarbeitsmaßnahmen werden auch viele Arbeitsstellen verloren gehen. Folglich wird es auch zu negativen Auswirkungen auf dem gewerblichen Immobilienmarkt kommen.

Analysten bleiben in den USA zu optimistisch bei ihrer Einschätzung für die Gewinnerwartungen für das laufende Jahr. Ende 2019 betrug das geschätzte Gewinnwachstum für die Unternehmen im S&P 500 für 2020 plus neun Prozent. In gerade vier Wochen korrigierte diese von plus sechs auf minus 1.2 Prozent. Der Technologiesektor liegt klar vorne mit einem positiven Gewinntrend von plus sieben Prozent, gefolgt vom Gesundheitssektor, Telekommunikation, Immobilien, Versorger und Basiskonsumgüter. Im Finanzsektor, Werkstoffsektor, zyklische Konsumgüter, Industriewerte und der Energiesektor wird bereits mit einem Rückgang gerechnet. Es besteht deutliches Korrekturpotenzial in den Sektoren, wo noch von einem Gewinnwachstum ausgegangen wird. Im Technologiebereich werden erste Kaufanreizprogramme gesichtet, in diesem Jahr kaufen und erst Ende 2021 zahlen. Im Gesundheitssektor werden die stark ansteigenden Zahlen von Arbeitslosen (in den letzten vier Wochen beantragten 22 Millionen Personen Arbeitslosenunterstützung), und damit nicht mehr krankenversichert, als Kunden verloren gehen. Im Telekommunikationssektor ging gerade der achtgrößte Anbieter unter einer Schuldenlast von 17.5 Mrd. USD in die Nachlassstundung. Im Immobiliensektor wird die nächste Blase platzen, da das Einzelhandelsgeschäft sich zuerst weiter bereinigen muss. Auch hier steht JC Penney mit 850 Läden und über vier Milliarden US Dollar an Schulden kurz vor dem Aus. Bei den Versorgern macht sich der wirtschaftliche Stillstand im Stromabsatz bemerkbar. Die US Bankabschlüsse für das erste Quartal überraschen im negativen Sinn, haben doch die fünf größten Institute im ersten Quartal 24 Milliarden US Dollar an Rückstellungen gebildet für mögliche Kreditausfälle.

Eine der größten Herausforderungen, welche an den globalen Finanzmärkten besteht, ist die Handelstiefe, sei es bei Aktien und Anleihen. Die Kursperformance in der ersten Aprilwoche war spektakulär, obschon Anleger Kapital aus dem Aktienmarkt abzogen. An Tagen mit einem positiven Kapitalfluss in den Aktienmarkt schloss dieser oft mit einer negativen Tagesentwicklung, es werden also Bestände von Institutionellen abgegeben. Es sind gerade 16 Handelstage seit den kürzlich erreichten Kurstiefs verstrichen und der NASDAQ holte

zwei Drittel seines Kursverlustes wieder auf. Die Konzentration auf die Top fünf der Indexschwergewichte (Microsoft, Apple, Amazon, Alphabet und Facebook) zeigt sich deutlich, da diese bereits wieder zu höheren Kursen handeln als vor vier Wochen – der Herdentrieb in diese Werte scheint ungebrochen. Irgendwann werden sich der wirtschaftliche Stillstand und der Verlust von Millionen von Arbeitsplätzen in deren Geschäftsmodell bemerkbar machen. Die globalen Werbeeinnahmen bei Google und Facebook könnten ohne Weiteres im laufenden Jahr um bis zu 44 Milliarden US Dollar fallen. Im Jahresvergleich würde dies einem Umsatzrückgang von zwanzig Prozent bedeuten.

Die offenen Geldschleusen der Zentralbanken und Finanzministerien sind nötig, um dem politisch verordneten Stillstand zu stemmen. COVID-19 wird uns als Erkrankung noch viel länger beschäftigen, als sich die Politik wünschen wird. Das Verhältnis zwischen dem Schutz der sogenannten Risikogruppe und den gesprochenen Milliarden an Stützungsmaßnahmen steht in einem fraglichen Verhältnis. Im Jahre 2019 sind in der Schweiz insgesamt 67'307 Personen verstorben, das sind im Schnitt 184 Personen pro Tag! Die Fehlentscheidung in der Gesundheitspolitik über Jahrzehnte wurde mit der staatlich unter Strafe gestellten Ausgangssperre elegant kaschiert. Aber wie auch während der letzten Finanzkrise, die Verantwortlichen werden nie zur Rechenschaft gezogen – so auch nicht die heute überaus spendierfreudigen Politiker. Diese Krise trifft genau wieder die gleiche schwache Bevölkerungsschicht, wie bei der globalen Finanzkrise. Die Rufe nach einem gerechteren Verteilen von Wohlstand wird in den kommenden Monaten zu einem Thema. Irgendwie müssen die neuen Schuldenberge finanziert werden und dies wird leicht mit neuen Steuern für den bereits ausgequetschten Mittelstand zu bewerkstelligen sein. Die milliardenschweren Technologiekonzerne werden auch weiterhin kaum Steuern auf ihre Milliardengewinne abführen.

An den Aktienmärkten kam es in den letzten Tagen bereits zu sehr soliden Kurserholungen, welche aber nicht sehr breit abgestützt sind. Wir würden diese Kurserholung als bereits weit fortgeschritten kategorisieren und damit könnte es bereits zu einer erneuten Konsolidierung kommen. Die Berichtsaison für das abgelaufene erste Quartal hat begonnen und die Ergebnisse sind schlichtweg enttäuschend. Viele Unternehmensführungen machen sich es ein wenig einfach und kassieren den Jahresausblick für das laufende Jahr ein – wegen COVID-19. So haben auch unzählige Unternehmen einfach die vorgeschlagene Dividende für das abgelaufene Geschäftsjahr komplett gestrichen. In Europa dürfen Banken in diesem Jahr generell keine Dividenden zahlen, um so ihre Kapitaldecke zu stärken. Es fördert ein Schmunzeln im eigenen Gesichtszug hervor, für was alles der COVID-19 erhalten muss. Fehlentscheidungen in der Geschäftspolitik können noch unter diesem Vorwand mit den aktuellen Quartalszahlen geschickt kaschiert werden. Im folgenden Quartal wird dies nicht mehr so leicht funktionieren und die Versäumnisse werden zum Vorschein kommen – in den Vorstandsetagen werden reihenweise Köpfe rollen.

Die finanziellen Einbußen einer sehr breiten Bevölkerungsschicht werden sich nicht schnell verbessern, denn Firmensanierungen werden auch wieder zulasten der Arbeitnehmer vollzogen. Dadurch wird der Konsum im laufenden Jahr rückläufig sein. Großanschaffungen

werden in die Zukunft verschoben, da schlichtweg das Einkommen weggebrochen ist. In der Schweiz war bereits Ende März ein Viertel der arbeitenden Bevölkerung auf Kurzarbeit angemeldet. Dies nach gerade zwei Wochen des verordneten Stillstands. Erste Lockerungen sind nicht vor Ende April zu erwarten und die wirtschaftliche Verunsicherung (Anstellung/Arbeitsplatz) wird sich im ersten Moment deflationär auswirken. Eine volle Freizügigkeit wird voraussichtlich unter Auflagen im Juni vor den offiziellen Sommerferien erfolgen. Ein gewisser Vorlauf wird nötig sein, um die Verkehrsinfrastruktur wieder an einen Normalbetrieb heranzuführen. Wird sich keine graduelle Normalisierung einstellen, ist mit weiteren finanziellen Schritten zu rechnen. Dies könnte so weit gehen, dass Zentralbanken aktiv in den Aktienmarkt intervenieren.

Da die realen Auswirkungen auf die Wirtschaft und börsennotierten Aktiengesellschaften erst noch voll zu spüren sein werden, bleiben wir im Moment der Strategie treu und sind defensiv engagiert. Die Volatilität in den Finanzmärkten wird in den kommenden Wochen weiter anhalten und voraussichtlich bis in den Spätsommer hinein uns beschäftigen. Die staatliche Schuldenflut bleibt ein konstruktiver Faktor für Gold.

Mit den besten Grüßen



Roger Maurer