
VECTIS

1990

Vermögensverwaltung AG

Anlagekommentar 08|20

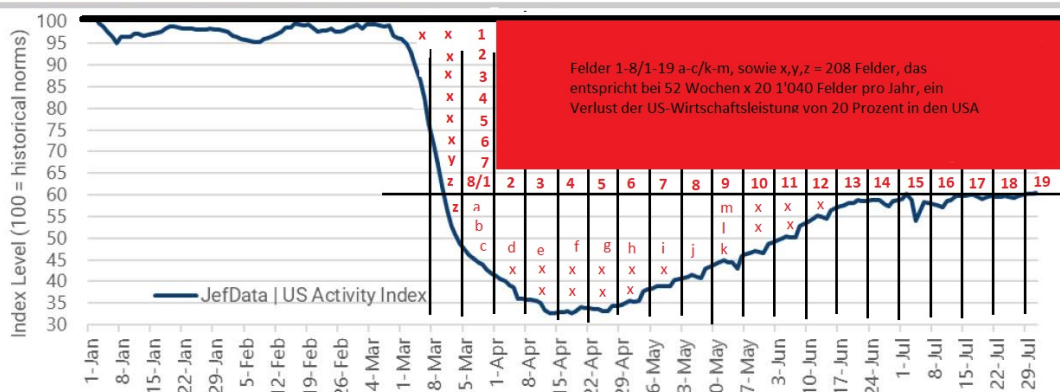


ANLAGEKOMMENTAR AUGUST 2020

Keine großen Veränderungen in der unterschiedlichen Empfindung der wirtschaftlichen Situation und der zu erwartenden Trends. Anleger fühlen sich mit ihren Utopien von Aktienanlagen wohl. Sie betrachten die unversiegbaren Quellen der staatlichen Finanzstimuli als Normalität. Kaum findet ein Rücksetzer an den Aktienmärkten statt, wird die Herde der Aktienanleger erneut motiviert einzusteigen. Die gängigen Sprichwörter „Buy the Dip“ oder „TINA – There Is No Alternative“ reichen aus als Legitimation. Meldungen über den möglichen Erfolg eines Impfstoffs sind die Meldung nicht wert, beeinflussen aber äußerst stark die Börsen. Verheerend ist, dass die US-Regierung jedes erfolgreiche Pharmaunternehmen von einer Haftung eines entwickelten Impfstoffes befreit hat. Es wird aber ignoriert, dass ein Impfstoff ohne ausreichende Tests kaum durch die Bevölkerung angenommen wird. Blendet man die Vorphase im Labor aus, welche normalerweise zwei bis vier Jahre dauert, ist mit einem vorklinischen Stadium von ein bis zwei Jahren zu rechnen. Bei einer positiven Indikation beginnt die Phase 1 von vier, welche mehrere Tausend Testpersonen umfasst. Am Ende sterben die geimpften Risikogruppen am Impfstoff und nicht am Virus selbst. Es verdeutlicht aber, wie hilflos die Politik ist. Es wird mit allen Mitteln versucht, den Lockdown zu vergessen und die dadurch entstandenen wirtschaftlichen Schäden auszublenden. So weigert man sich zu erkennen, dass bis im Herbst vielerorts, bei einem weiterhin schwachen Geschäftsgang, beim Personal Einsparungen erfolgen.

Die untere Grafik verdeutlicht die wirtschaftliche Entwicklung in den USA. Gut erkennbar, dass die US-Wirtschaft in den vergangenen sechs Wochen in einer Stagnation verlaufen ist. Gleichzeitig ist die Rendite bei der zehnjährigen Staatsanleihe von 0.654 auf 0.535 Prozent gefallen. Rechnet man den mit den Feldern dargestellten Rückgang zusammen, kommt man seit dem Lockdown auf einen Verlust der wirtschaftlichen Leistung in den USA von 20 Prozent. Jede weitere Woche addieren sich weitere acht Felder hinzu. Pro Monat sind dies 32 Felder und entsprechen einem weiteren Rückgang von zusätzlich drei Prozent. Wirtschaftsexperten sehen das Erreichen des Ausgangsniveaus (Index 100) erst per Ende 2021.

Exhibit 2: JefData | US Economic Activity Index



Was einem aber schlichtweg zum unendlichen Kopfschütteln veranlasst sind Aussagen wie „dass 83 Prozent der US-Unternehmen, welche Gewinnzahlen für das zweite Quartal vorlegten, die Schätzungen der Analysten übertrafen.“ Dies bei einem gesamten Gewinnrückgang aller Unternehmen im S&P 500 von 33.8 Prozent und einem Umsatzverlust von 9.8 Prozent. Dies ist der stärkste Gewinnrückgang seit dem ersten Quartal 2009 und damals handelten wir im S&P 500 auf einem Kursniveau von 900 Indexpunkten. Zuvor fand ein spektakulärer Abverkauf von fast 700 Punkten statt.

Heute handelt der Index knapp an seinem Allzeithoch (3'393 Punkte) aus dem vergangenen Februar. Für das dritte Quartal wird mit einem Gewinnrückgang von 22.9 und im vierten von 12.8 Prozent gerechnet. Auf der geschätzten Gewinnentwicklung der kommenden 12 Monate, handelt der S&P 500 Index bei einem KGV von 22.3-mal. Wir sind inmitten einer der stärksten Gewinnrezessionen. Nicht wie bei früheren Krisen werden heute viele Industriebereiche länger unter den negativen Auswirkungen zu leiden zu haben.

Mit der ganz klar in einer Rezession befindlichen USA, ist die Politik mit langfristig tangierenden Problemen konfrontiert. Die Gesamtverschuldung stieg seit Ende Dezember 2019 bis Ende März moderat von 23.2 Trillionen auf 23.7 Trillionen US Dollar an. Die staatlichen Hilfsprogramme für die US-Wirtschaft ließen diese bis Ende Juli auf schwindelerregende 26.5 Trillionen US Dollar anschwellen. Nachdem sich am vergangenen Wochenende der Kongress nicht auf ein neues Hilfsprogramm einigen konnte, unterzeichnete der US-Präsident einen sogenannten „Executive Order“ oder auf Deutsch eine Ausführungsverordnung. Damit fließen bis zu einer weiteren Trillion US Dollar an Unterstützungsgeldern in die US-Wirtschaft. Vergleicht man den möglichen Effekt mit der Grafik im vorherigen Textabschnitt, sind Zweifel der Wirksamkeit angebracht. Es geht rein darum, die Gunst der Wähler zu beeinflussen. Dabei zerfallen wichtige Teile der US-Wirtschaft und stehen am Rande des Ruins.

Der größte Anteil an Arbeitnehmern entfällt in den USA auf die Sektoren Ausbildung und Gesundheit mit 35.9 Mio. (Zahlen per Ende 2019), gefolgt vom Einzelhandel mit 19.7 Mio. – einem Sektor, in welchem zurzeit eine der größten Pleitewellen stattfindet. Der Dienstleistungssektor folgt mit 19.6, danach dieser in der Herstellung/Produktion mit 15.7 Mio. Arbeitnehmern. In der Freizeit- und Gästebetreuung sind u. a. die Gast- und Hotelgewerbe sowie Freizeitparks zusammengenommen. Dieser Sektor mit 14.6 Mio. Arbeitnehmern leidet noch stärker durch die immer wieder veranlassten Lockdowns. Es ist daher schon etwas unverständlich, dass an den Finanzmärkten solch eine Euphorie herrscht. Es müsste eigentlich jedem bewusst sein, dass sich hier starke Kontraste zur wirtschaftlichen Realität auftun.

Wir bewegen uns in den USA im US Dollar-Anleihesegment auf ein europäisch-japanisches Zinsniveau von null respektive Negativzinsen hin. Wenn bei den US-Staatsanleihen dieses Niveau erreicht sein wird, stehen wir vor einem Problem in der Wahrnehmung von Aktieninvestoren. Erst dann werden die Anleger begreifen, dass es mit der Wirtschaftslage deutlich prekärer ist als angenommen. In der Folge müsste entsprechend mit einer richtungsweisenden Reaktion an den Aktienmärkten zu rechnen sein.

In den letzten Wochen wurde ein chinesisches Wirtschaftsmärchen verbreitet. Die Wirtschaft soll auf dem besten Weg sein, den Rückschlag des COVID-19-Lockdowns auszugleichen. Es werden alle möglichen Importstatistiken von Kupfer, Erdöl und Eisenerz herangezogen. Die chinesischen Stahlkocher produzierten Rekordvolumen an Stahl und es kommt trotzdem nicht mehr Stahl auf den Weltmärkten an. Der chinesische Staat unterstützt mit einem Kreditprogramm von sechs Trillionen Yuan Lokalregierungen, um strategische Notvorräte anzulegen. Dies umfasst in den entsprechend ausgerichteten Regionen natürlich Erdöl, Kupfer, Eisenerz und andere Rohstoffe. Gleichzeitig fallen die Umsatzzahlen in den Casinos von Macau im Juli um über 90 Prozent – passt irgendwie nicht zusammen.

Es ist davon auszugehen, dass bis zu den US-Präsidentschaftswahlen der Ton zwischen Washington und Beijing eisiger wird. Die vereinbarten Anstrengungen für höhere US-Importe aus dem letzten Handelsabkommen wurden in den ersten sieben Monaten des laufenden Jahres deutlich unterschritten. Im Technologiesektor sind die Auswirkungen bereits bemerkbar und Huawei stellt die Produktion erster Produkte ein. Die Versorgung von Mikrochips über Taiwan ist ebenso versiegt wie aus Südkorea. Der politische Druck der USA auf seine Verbündete zeigt Wirkung und es ist mit noch schärferen Maßnahmen zu rechnen.

Es ist auch nicht auszuschließen, dass die US-Präsidentschaftswahlen wegen des Fortschreitens der COVID-19-Pandemie verschoben werden. Eine mögliche Wahl per brieflicher Abstimmung würde in einem Chaos der Auszählungen enden. Mit dem neuen Hilfsprogramm konnte Präsident Trump am vergangenen Wochenende punkten, aber ob es reichen wird? Wir werden in den kommenden Wochen noch viel schmutzigen US-Wahlkampf geliefert bekommen.

Wir sind an den Aktienmärkten in sehr wenigen Aktien, mit einer sehr hohen Marktgewichtung, extrem überkauft. Es sind die bekannten Werte wie Apple, welche bald die Schallmauer in der Börsenkaptalisierung von 2'000 Milliarden US Dollar durchbrechen – ein Kursplus von über 100 Prozent seit März. Dies trotz der Tatsache, dass der CEO von Apple – Tim Cook – Ende Juli vor dem Kongress über die Marktmacht und dessen Missbrauch Rede und Antwort stehen musste. Der Apple-Konzern gehört zum engen Kreis wie Google, Facebook oder Amazon, welche alle in einer gleichen Art und Weise ihre Marktpositionierung missbrauchen. Investoren sehen über diese Entwicklung hinweg, denn die dahinter steckende Federal Trade Commission (FTC) ist kein zahloser Tiger (etabliert im Jahre 1914). Aber bereits 20 Jahre vor der Gründung dieser staatlichen Kartellbehörde gab es die ersten Gesetzesgrundlagen, welche die Bürger der USA vor Machtmissbrauch durch einzelne Konzerne schützen sollten.

Der erste Konzern, welcher durch den Staat zerlegt wurde, betraf 1911 Standard Oil. Am Ende waren es 34 unabhängige Gesellschaften, welche heute als Chevron, ExxonMobil oder British Petroleum tätig sind. 1919 musste sich der Hersteller von Zahnpasta, Colgate, wegen Preisfixierungen im Einzelhandel einem Kartellverfahren unterziehen. 1920 war es der Stahlproduzent US Steel, welcher über die Hälfte des inländischen Stahlmarktes kontrollierte.

1938 wurde die FTC dem US-amerikanischen Justizdepartement unterstellt und innerhalb von zwei Jahren wuchs das Budget der Kartellbehörde um 500 Prozent. Ein Fall, welcher bereits 1938 begann, jedoch wegen des Zweiten Weltkriegs bis 1945 auf Eis gelegt wurde, betraf den Aluminiumverarbeiter Alcoa. Dieser kontrollierte 90 Prozent des Marktes von Aluminiumbarren. In den sechziger Jahren wurden unzählige Firmenzusammenschlüsse durch die FTC angefochten, da bereits ein bestimmender Marktanteil von fünf Prozent als wettbewerbswidrig angesehen wurde. Heute lächelt man über die damals betroffenen Industrien, wie Hersteller von Schuhen, Konservendosen oder Fernseher. 1982 erfolgte die Zerlegung des US-Telekomriesen AT&T in die sogenannten „Baby Bells“. Zenith Radio versuchte 1986 verzweifelt die japanische Konkurrenz aus dem Heimatmarkt fernzuhalten, was nicht gelang und im Jahre 1999 zum Konkurs führte. Die koreanische LG Electronics übernahm daraufhin komplett die Firma. Im 2001 musste sich Microsoft wegen des gebündelten Vertriebs des Computerbetriebssystems und dem Internet Explorer gegenüber der FTC erklären. Der Vergleich endete mit der Öffnung von Programmierschnittstellen, damit konkurrenzierende Softwarehersteller mit dem Betriebssystem kompatible Webbrowser und Applikationen entwickeln konnten.

Die aktuelle Anhörung ist das Ergebnis einer vor zwei Jahren neu gegründeten politischen Fraktion, der sogenannten „New Brandeisians“, welche die dominante Stellung von Internetkonzernen untersucht. Bei Amazon ist die Entwicklung vom einfachen Online-Buchhandel (1994), mit der Amazon-Prime-Mitgliedschaft (2005) und der Einführung des Kindle E-Reader (2007) zum heutigen elektronischen Handelskonzern mit Streaming-Service von Videos, Konsumkrediten, Webhosting, Filmproduktion, Lebensmittelhandel, Marketing und Cloud-Computing gut sichtbar. Diese Fraktion hinterfragt der verloren gegangene Biss, der früher angestrebten Weiterentwicklung von bestehendem Kartellrecht, angelehnt an technische Neuerungen.

Der kleine historische Ausflug zeigt aber auf, dass sich eine Wirtschaft weiter entwickelt und Unternehmen mit einer sehr ausgeprägten Marktposition irgendwann in die Unwichtigkeit abdriften. Es ist immer verführerisch, mit einer guten Idee die Stellung zu missbrauchen und daraus einen finanziellen Vorteil zu nutzen. Aber durch den nicht ruhenden Entwicklungsprozess kommen irgendwann bahnbrechende Innovationen hervor, welche der Menschheit dienen. Daher darf man schon heute hinterfragen, ob, wie bei Apple, ein bereits sehr reifes Geschäftsmodell mit iPhones und Software-dienstleistungen in fünf oder zehn Jahren noch Bestand hat. Eine Zerlegung in drei Teile wie elektronische Komponenten, Software und Unterhaltung, könnte am Ende Wirklichkeit werden. Dies droht nicht weniger den anderen drei, Amazon, Google und Facebook.

In den kommenden Wochen werden wir sehen, wie weit die Übertreibung in den visierten Marktsegmenten noch anhalten mag. Die Entwicklung passt im Moment zur fehlgeleiteten Aufnahmefähigkeit von Anlegern, welche nur noch die Kurssteigerung als Anlageparameter kennen. Es muss aber jedem bewusst sein, dass ein erneuter Lockdown wie gerade in Australien oder Neuseeland vollzogen wird, bei uns schlichtweg wirtschaftlich nicht mehr tragbar ist. Neue Staatsschulden besänftigen kurzfristig das schlechte Gewissen der Politiker, doch irgendwann wird diese offene Rechnung fällig gestellt. Bei dem heutigen pyramidenförmigen Finanzierungssystem ist anzunehmen, dass Vermögen, Einkommen und Immobilienbesitz zukünftig höher besteuert werden. Das könnte am Ende dem erhofften Innovationsschub für die Weiterentwicklung unserer „Old Economy“ und der Gesellschaft hinderlich sein.

Ich wünsche allen Lesern beste Gesundheit und vor allem genügend Zeit, um sich etwas Erholung zu gönnen.

Mit den besten Grüßen



Roger Maurer