
VECTIS

1990

Vermögensverwaltung AG

Anlagekommentar 12|20



ANLAGEKOMMENTAR DEZEMBER 2020

Die aktuellen Konstellationen an den Finanzmärkten sind ausgesprochen beeinflusst durch die Meldungen über die diversen Impfstoffe gegen die Eindämmung des COVID-19-Erregers. Dies wiederum feuert eine noch nie da gewesene Spekulationsblase über den Handel mit Optionen an. Das tägliche Handelsvolumen an den US-Börsen erreicht schwindelerregende 40 Prozent. Am 4. Dezember waren dies gigantische 37.594 Millionen Kontrakte, das Vierfache des jahrzehntelangen Durchschnitts, davon 54 Prozent Kauf- und 46 Prozent Verkaufsoptionen. Die Auswirkungen durch die extreme Positionierung, kurze Verfalldaten (Dezember und Januar) und hohe Basispreise (Strikes), sind kurze und starke Bewegungen in den Aktienmärkten, sprichwörtlich wie die Ausstöße eines Geysirs. So geht dieses Aktienjahr in die Finanzgeschichte mit den meisten und stärksten Kursbewegungen ein.

Die beschriebene Situation führte zu einem der besten Resultate bei den Aktienindices im November in dreißig Jahren! Komplett losgelöst von der tatsächlichen wirtschaftlichen Entwicklung, der besorgniserregenden Entwicklung der COVID-Neuinfektionen und des sprunghaften Anstieges der Zahl von verstorbenen Infizierten. Interessant ist der Verlauf der Pandemie in dieser zweiten, teilweise dritten Welle. Diejenigen Länder (Frankreich und Spanien), welche erneut einen kompletten Lockdown verhängten, hatten die Verbreitung wieder rascher unter Kontrolle und konnten einen Rückgang der Infektionszahlen melden. In anderen Ländern (Deutschland, USA und Schweiz), welche mit dem halbherzigen Versuch, die Wirtschaft am Laufen zu halten, und nur einen Teil-Lockdown verfügten, sind mit einer überproportionalen Steigerung von Infizierten. In Asien ist gemäß den Statistiken bereits die vierte Welle (erste im März, zweite im Mai und dritte im August) ausgebrochen – und dies trotz der unproblematischen Maskenpflicht und Anwendung von COVID-Apps. Überall ist man jedoch mit rekordhohen Infektionszahlen konfrontiert, welche x-fach höher sind als während den vorherigen Ausbruchswellen. Diese Entwicklung lässt im kommenden Jahr nichts Gutes für Europa erwarten.

Die Erholung der Wirtschaftsaktivität in den USA ist bei etwa 88 und in Europa bei 75 Prozent angekommen. Die Statistiken wurden nach dem Erntedankfest in den USA und den weltweiten Black Friday-Einkaufsveranstaltungen angepasst. Der Onlinehandel konnte gegenüber dem stationären Einzelhandel einen sehr hohen Zuwachs verzeichnen. Dieser einmalige Jahreseffekt darf nicht darüber hinwegtäuschen, dass in diesem Jahr vielerorts das Weihnachtsgeschäft deutlich schwächer ausfallen wird. Die Einschränkungen über die Feiertage sind vielerorts bis in den Januar verlängert worden. Viele Teilbereiche der Wirtschaft werden damit praktisch an den Rand des Ruins getrieben. Interessant ist erneut die Problematik in der Lieferkette von Waren. Nicht, wie im vergangenen Jahr, wegen der Schließung von Produktionsstätten in China ist das Problem, sondern die Engpässe von Transportkapazitäten bei der Verschiffung der Ware mit Containern. Dies ist eine Konsequenz der bedarfsorientierten Lagerbewirtschaftung in den USA, respektive in Europa und der gewollt reduzierten Transportkapazitäten der Schifffahrtslinien.

Analysten suchen händeringend nach einem Aufhänger für ihre positiven Aktienstudien, um die schwindelerregenden Kursziele zu untermauern. So basieren viele Berechnungen der Aktienbewertungen bereits auf den Schätzungen des Jahres 2022. Eine heute meist verwendete

Kennzahl ist das Verhältnis Unternehmenswert-EBITDA (EV/EBITDA), auf welcher Basis oft Firmenübernahmen abgeschlossen werden. Heute liegen wir bei einem Faktor von deutlich über elfmal, was wirtschaftlich eine Übernahme längerfristig kaum tragbar macht. Vor der globalen Finanzkrise (2007/2008) stieg dieser Wert stetig von sechs auf neun und korrigierte anschließend auf knapp unter sechs. In den Jahren 2015 bis 2018 war die Schwelle des Faktors bei neunmal wie festgeschrieben. Erst mit der Überwindung des schier Unmöglichen, das Erreichen von negativen Anleiherenditen, wurde diese historische Bewertungsbarriere durchbrochen.

Noch mutiger sind diejenigen Analysten, welche für die Bewertungen das Unternehmenswert-Umsatz-Verhältnis herbeiziehen und hier Kennzahlen von über 20 als angebracht sehen. Als aktuelles Beispiel nehmen wir das US-Softwareunternehmen DocuSign, dessen Produkte es ermöglichen, Dokumente mit einer elektronischen Unterschrift zu versehen. Die Börsenkapitalisierung entspricht bei einem Aktienkurs von 243 stolzen 45 Mrd. US-Dollar, dem 31-fachen Jahresumsatz von 1.4 Mrd. US-Dollar. Die klassische Bewertung liegt heute bei einem EV/EBITDA von 219x! Hier gehen die Analysten hin und wenden die Formel EV/Umsatz mit einem Faktor von 27x an (Umsatz geschätzt für das Jahr 2022). Dies entspricht einem Kursziel für die Aktie von 325 oder 60.2 Mrd. US-Dollar Gesamtwert. Im 2022 wird das Unternehmen voraussichtlich 430 Mio. US-Dollar an Reingewinn ausweisen, kaum genügend um bei einer Übernahme die Finanzierungskosten zu decken. Der Grund liegt darin, dass Investmentbanken die Kennzahl EV/EBITDA mit einem Faktor von über 100 nicht als Zahl, sondern mit der Bezeichnung, 'not meaningful' oder auf Deutsch 'nicht zweckmäßig/aussagekräftig' versehen.

Der Optimismus ist auch bei den Gewinnschätzungen für das Jahr 2021 sehr ausgeprägt. Hier erwarten Analysten eine kräftige Erholung für die im S&P 500 zusammengefassten Firmen auf 169.22 US-Dollar. Dies nachdem im laufenden Jahr der Gewinn aus dem Rekordjahr 2019 von 163.02 auf 139.22 US-Dollar korrigierte. Es würde bedeuten, dass bei einer aktuellen Wirtschaftsleistung in den USA von knapp 90 Prozent, die verlorengegangene Gewinndynamik aus dem laufenden Jahr bis Ende 2021 mehr als wettgemacht würde. Die Schätzungen zum Jahresbeginn korrigieren sich normalerweise im Jahresverlauf um durchschnittlich sieben Prozent, sind also generell zu hoch.

Getrieben sind all diese optimistischen Annahmen durch die Meinung, dass bei einer Eintrübung der Wirtschaftslage jederzeit ein neues staatliches Stützungsprogramm gefordert werden kann. Vor dem Antritt des designierten US-Präsidenten Biden wird heute in der Finanzpresse ein neues Finanzpaket für die US-Wirtschaft von über 904 Mrd. US-Dollar herumgereicht. Spitze Zungen verweisen auf eine mögliche Ablehnung in dem durch die Republikaner kontrollierten Senat – man möchte den Amtsantritt wirtschaftlich so schwer gestalten wie nur möglich. In Europa gibt es klare Aussagen der Bundeskanzlerin Merkel, dass die Wirtschaft nicht unendlich mit immer neuen finanziellen Hilfen rechnen kann und die nun aufgelaufenen neuen Schulden ab dem Jahr 2023 abgetragen werden sollen. Dies dürfte auf der Schätzung basieren, dass wir in Deutschland bis in zwei Jahren die Wirtschaftsleistung von 2019 erreichen. Damit würde das Niveau der Steuereinnahmen des Bundes ebenfalls von 2019 erreicht. Bestenfalls würde dann ein ausgeglichener Haushalt zu erwarten sein, also muss an der Steuerschraube gedreht werden. Dies trifft nicht nur auf Deutschland zu, sondern betrifft bereits zeitnah die USA und die

US-Unternehmen. Der Streit um das globale Steueraufkommen von grenzüberschreitend tätigen Unternehmen wird eine neue Dimension erreichen. Diese Entwicklung wird klar zulasten der Aktionäre gehen und den möglichen Gewinnausschüttungen.

Die aufgeführten Punkte sollen verdeutlichen, dass durch diese Entwicklungen die Selektion bei den Anlagen in gute Hände gelegt werden soll. Durch die zu rasch erfolgte Kurserholung an den globalen Aktienmärkten sind wir in der zukünftig zu erwartenden Aktienrendite (Durchschnitt für die kommenden zehn Jahre) nun auch bei einem negativen Ertrag angekommen. Die hohen Kursschwankungen lassen Buchgewinne schneller wieder zerrinnen, als sie entstanden sind. Dies fordert ein aktiveres Management von Anlagen und ebenso eine permanente Prüfung von Anlagethemen. Sind diese für die kommenden Wochen und Monate weiterhin erfolgversprechend oder nicht?

So beenden wir mit diesem Anlagekommentar für Dezember ein sehr spezielles Anlagejahr, welches mit andauernden Herausforderungen geprägt war. Es gab wirtschaftlich vereinzelt Gewinner in der Pandemie, aber leider auch sehr viele Verlierer. In der vor uns liegenden Zukunft wird die Rückkehr zu einer besseren und ausgeglicheneren Gesellschaft die Politik vor fast unlösbare Probleme stellen. Hinzu kommt der gleichzeitig gewaltige Wandel in eine zukunftsfähige und nachhaltige Wirtschaft. Die Hoffnung dürfen wir nicht aufgeben, doch lässt sich die Menschheit schnell verleiten in alte Gewohnheiten zurückzufallen. Gutgemeintes hier kann andernorts zu Nachteilen führen, und so sind viele neue Ansätze nicht zu Ende gedacht. Durch die Einbindung der gesamten Gesellschaft würde eine breitere Basis für eine Meinungsbildung gewährleistet. Die Politik ist durch die COVID-Pandemie ein wenig in einen Modus des politischen Diktats geschlittert. Eine Korrektur und Öffnung der Meinungsfindung würde bei den vielen zu bewältigenden Hürden die allgemeine Akzeptanz und Umsetzung erleichtern.

Ich wünsche allen Kunden und Lesern ein friedliches und gemeinsames Weihnachtsfest im engen Kreis der Familie. Genießen wir ein wenig die Zeit im Kerzenlicht und denken an diejenigen, welche mit Gebrechen und Krankheit oft einsamere Feiertage verbringen müssen.

Mit den besten Grüßen



Roger Maurer