
VECTIS

1990

Vermögensverwaltung AG

Anlagekommentar 05|20



ANLAGEKOMMENTAR MAI 2020

Alles wird gut – so kann man die oberflächliche Stimmung an den Finanzmärkten im April bezeichnen. Die Erholung, getrieben durch die positive Indexentwicklung der führenden US-Indizes, lässt Anleger in einer gefährlichen Sicherheit wiegen. Die Markttiefe ist beschränkt auf die üblichen Indexschwergewichte Apple, Amazon, Facebook, Google, Microsoft und Netflix, welche den realen wirtschaftlichen Niedergang wegstecken. Getrieben wird dies durch eine explosionsartige Eröffnung von Onlinehandelskonten durch die Generation der sogenannten Millennials (auch als Generation „Y“ bezeichnet), welche versuchen, ihr fallendes Einkommen auf irgendeine Art und Weise zu kompensieren. Da diese kleine konzentrierte Gruppe von Aktien bisher ein Gewinnngarant war, werden diese blindlings gekauft. Eine gefährliche Konzentration, zu welcher es in der Vergangenheit schon öfter kam – beispielsweise Dot-com-Blase.

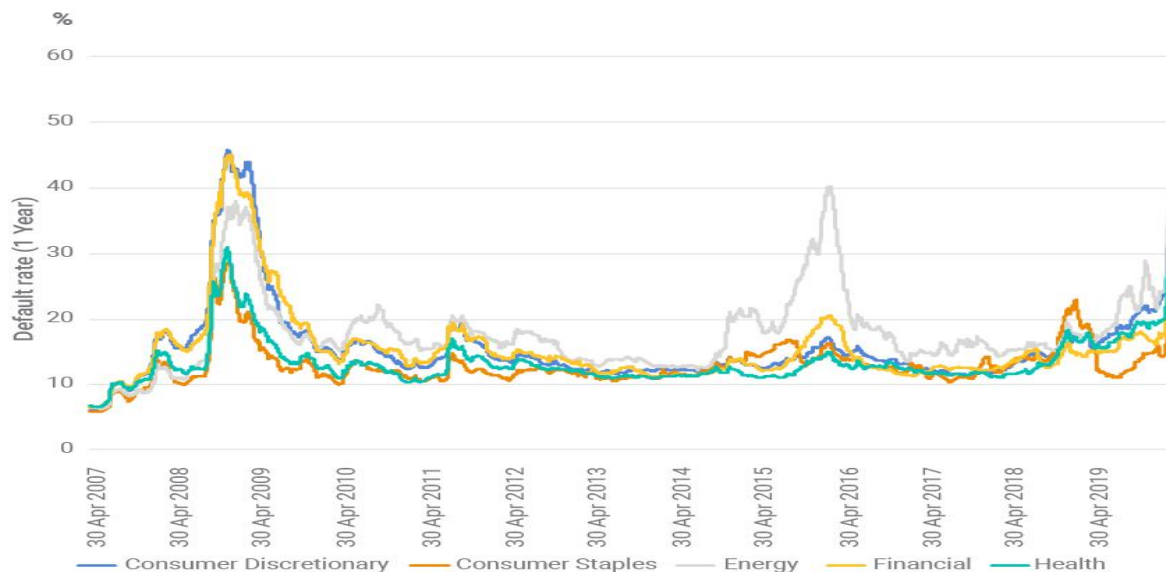
Die Berichtssaison für das erste Quartal ist voll in ihren Zügen – und diese ist sehr ernüchternd. Es schafft im Moment schlichtweg kaum eine Firma, an die Gewinne aus dem Vorjahr anzuknüpfen. Die Gewinn-schätzungen sind so massiv zusammengestrichen worden, dass es als „Fake News“ bezeichnet werden kann, wenn eine Firma die Gewinnerwartung übertrifft. Aber Analysten sind ebenso in ihrer Natur und haben einen neuen Begriff ihrer positiven Überraschungshaltung kreiert „besser als befürchtet“! Man kann mit diesem Begriff anfangen, was man will, die Quartalsberichte sind einfach sehr schwach. Viele Aktionäre schlucken die Kröte und akzeptieren noch die Streichung der Dividende. Der Vergleich zur globalen Finanzkrise vor einem Jahrzehnt kann eins zu eins gezogen werden.

Am Beispiel von Siemens wird verdeutlicht, dass im Geschäftsverlauf schon länger nicht alles rund läuft. Die Führung hatte bereits mit den Zahlen zum ersten Quartal (05.02.2020) verschwiegen, dass sich der Geschäftsgang im 2020 abschwächen wird. Damit wollte man den Aktienkurs zum Jahresende „schön-pflegen“ und sich so die performancebezogenen Boni sichern. Siemens berichtete zum zweiten Quartal einen unveränderten Umsatz, jedoch brach das operative Ergebnis vor Sonderposten um zehn Prozent ein. Der Gewinn aus fortgeführten Aktivitäten sank um 30 Prozent, nach Steuern und Sonderposten sogar um 64 Prozent. Wir reden hier gerade von zwei Wochen COVID-19-Auswirkungen, welche in das Quartal zum 31. März einfließen. In den fortgeführten Firmenbereichen sank der Umsatz, respektive das operative Ergebnis wie folgt: „digitale Industrie“ -9 und -21 Prozent; „smart Infrastructure“ unverändert und -49 Prozent; „Mobility“ +7 und -8 Prozent. Bei der börsennotierten Tochter Siemens Healthineers kam ein Umsatzplus von fünf Prozent bei einem unveränderten operativen Ergebnis zu Stande. Es verwundert nicht, dass der langjährige Firmenchef Joe Kaeser seinen Vertrag nicht mehr verlängert und bald das hässliche Entchen, die bald an der Börse verselbstständigte Energiesparte, anführen soll. Diese ist seit Jahren ein Sorgenkind und war im abgelaufenen Quartal mit einem Verlust von 317 Millionen Euro tiefrot.

Als Messlatte für die Gewinnentwicklung muss immer wieder der S&P 500 Index herhalten. Hier liegen die Gewinnerwartungen für das abgelaufene erste Quartal bei minus 13.7 Prozent, dem stärksten Rückgang seit dem dritten Quartal 2009. Die folgenden Quartale zwei bis vier sind in der Zwischenzeit ebenfalls alle negativ mit -40.6, -23.0 und -11.4 Prozent. Nachdem bereits im abgelaufenen Jahr für den S&P 500 Index ein Gewinnrückgang vermeldet worden ist, schließen wir uns dieser Entwicklung im laufenden Jahr nahtlos an. Trotz dem Gewinnrückgang in den Schätzungen konnte der S&P 500 im April zulegen. Das zweite Quartal markiert das 16. Mal in den vergangenen 20 Quartalen, dass sich die Gewinnrevisi-onen negativ entwickeln und der Index an Wert zulegt. Die durchschnittliche Bewertung auf die Gewinne (KGV) der nächsten zwölf Monate ist auf 20.4 x gestiegen, der höchste Stand seit April 2002. Im fünf- und zehnjährigen Durchschnitt lagen wir bisher bei einem KGV von 16.7 x und 15.0 x – was einem Indexstand von 2'375, respektive 2'134 entsprechen würde – Schlusskurs Ende April 2'912 Punkte.

Man redet heute bereits über eine Erholung aus dem Konjunkturtief, bevor wir überhaupt das Tal der Tränen durchschritten haben. Mit dem pauschalen Einkassieren der Jahresziele machen es sich die Firmenverantwortlichen sehr einfach und müssen nicht weiter eine Verschlechterung des Geschäftsgangs vorab den Aktionären berichten. Wir sind heute beim Verfassen dieses Kommentars bereits in der Hälfte des zweiten Quartals und dies lässt sehr einfach ableiten, dass wir das absolute wirtschaftliche Tief im Moment durchleben. Es wird aber nicht zu einer sehr schnellen Erholung kommen, da die Unsicherheit in der Bevölkerung zu tief sitzt. Gedanken über die Sicherheit des Arbeitsplatzes und die Angst in einen sozialen Abgrund abzudriften, überwiegen den Wunsch nach Konsum. Die Finanzkommentatoren reden die tatsächliche Situation schön und jegliche Fehleinschätzung kann leicht auf COVID-19 abgeschoben werden.

Eine Lawine wird erst gerade bei Unternehmensanleihen losgetreten – die Abstufung von Kreditratings. Im ersten Quartal wurden Anleihen im Gesamtvolumen von 150 Milliarden US Dollar in die Kategorie Ramsch-Status (Junk) abgestuft. Insgesamt haben die Ratingagenturen auf weiteren 1'100 Milliarden US Dollar Anleihen den Daumen gesenkt, auf eine mögliche Abstufung auf Ramschniveau. Ganz zu schweigen vom CLO-Anleihemarkt (Credit Linked Obligation), sogenannte kreditgebundene Verbriefungen. In diesen wurde aus einem Pool von spekulativen Anleihen plötzlich eine Anleihe mit Anlagequalität geschustert. In den letzten Jahren wurden solche Anleihen mit einem Volumen von 1'100 Milliarden US Dollar begeben. Die Grafik (unten) verdeutlicht die Erwartungen eines möglichen Ausfalls in dieser Anleihekategorie auf einer Zeitachse von einem Jahr nach Branchen.



Wir stehen vor einer sehr schwierigen wirtschaftlichen Phase, sind die vollen Auswirkungen doch bereits im Arbeitsmarkt der USA ersichtlich. Dort stieg von März auf April die Arbeitslosenquote von 4.4 auf 14.7 Prozent an. Da die Erhebung jeweils zu Mitte des Monats basiert, wird der Bericht für Mai noch schlimmer ausfallen. In der Schweiz sind für 37 Prozent aller Arbeitnehmer Anträge auf die Unterstützung durch Kurzarbeitsentschädigung gestellt worden. Das Geld bei den Sozialversicherungen reicht gerade bis in den Sommer, dann ist Bundeshilfe nötig. Der Schweizer Finanzminister rechnet damit, dass die heute mit Leichtigkeit verteilten Milliarden über einen Zeitraum von 25 Jahren abgestottert werden. Irgendwie wird der Staat schon schauen, woher er das ausgehändigte Geld reinholen kann. Höhere Steuern, sei es beim Konsum (Mehrwertsteuer) und Vermögen (auch Immobilien) werden ein Thema. Die Abschaffung des Eigenmietwerts oder der Stempelsteuer steht ohne Gegenfinanzierung vor dem Aus – politisch nicht mehr vertretbar.

An den Finanzmärkten werden bald wieder alte Themen wie der Handelskrieg an die Oberfläche kommen. Eine Lösung ist bei dem aktuellen wirtschaftlichen Gang von China nicht zu erwarten. Die versprochenen zusätzlichen Warenkäufe in den USA von 200 Milliarden US Dollar in den Jahren 2020 und 2021 sind Makulatur, auch wenn das Handelsdefizit in den ersten drei Monaten von 80 auf 53.9 Milliarden US Dollar gefallen ist. Die Importe aus China in die USA sind bereits im Februar um 10.4 und im März um 11.4 Milliarden US Dollar gefallen. Im Gegenzug sind die Exporte aus den USA nach China um vier Milliarden US Dollar zurückgegangen. Die Entschuldigung liegt auf der Hand – COVID-19. Nur das wird den US-Präsidenten nicht abhalten, weitere politische und wirtschaftliche Scharmützel gegen China loszutreten. So unterzeichnete er gerade ein Dekret, dass die Liquidation von 50 Milliarden US Dollar, angelegt in chinesischen Aktien und gehalten durch den staatlichen Pensionsfonds, vorsieht. Neben der Bekämpfung des Virus und der Aufarbeitung des wirtschaftlichen Schadens, wird der geopolitische Zirkus weiter gehen.

Damit ist generell eine Rückkehr in ruhigere Fahrwasser sehr schwierig, da schlicht zu viele Faktoren im Moment dagegensprechen. Unternehmen werden bemüht sein, ihre finanziellen Reserven in jeglicher Form aufzubessern. Die Platzierung von Aktien als Alternative zu neuen Schulden sollte kein Tabu sein. Damit wird die künstliche Verknappung, der sich im Umlauf befindlichen Aktien, durch Aktienrückkäufe der Vergangenheit angehören. Diese wurden im ersten Quartal hauptsächlich durch die Technologiekonzerne Apple (18.5 Mrd. USD), Google (8.5 Mrd. USD) und Microsoft (6 Mrd. USD) kontinuierlich durchgeführt. Würden diese Konzerne endlich mit einem normalen Steuersatz besteuert, gäbe es dafür auch weniger Spielraum.

So vermeldete kürzlich Apple das Ergebnis des zweiten Quartals zum 31.03.2020. Bei einem nur um ein halbes Prozent höheren Umsatz war der ausgewiesene Reingewinn rückläufig. Der Gewinn pro Aktie stieg, dank dem Aktienrückkauf und tieferen Unternehmenssteuern, welche von über 16 auf unter 15 Prozent fielen! Die Nettoliquidität betrug noch 83 Milliarden US Dollar, bei einem finanziellen Spielraum (Liquidität und Kreditlinien von 193 Milliarden US Dollar (-14 Mrd. USD gegenüber dem Vorquartal). Der Konzern hat ein weiteres Aktienrückkaufprogramm über 50 Milliarden US Dollar angekündigt, wobei aus dem vorherigen Programm noch 40 Milliarden US Dollar offen sind. Im 2019 gab der Konzern dafür 67.1 Milliarden US Dollar und schüttete 14.1 Milliarden US Dollar an Dividenden aus.

Wir stehen vor spannenden Wochen, bevor wohl eine etwas ungewöhnliche Sommerferienzeit beginnen wird.

Mit den besten Grüßen



Roger Maurer