

---

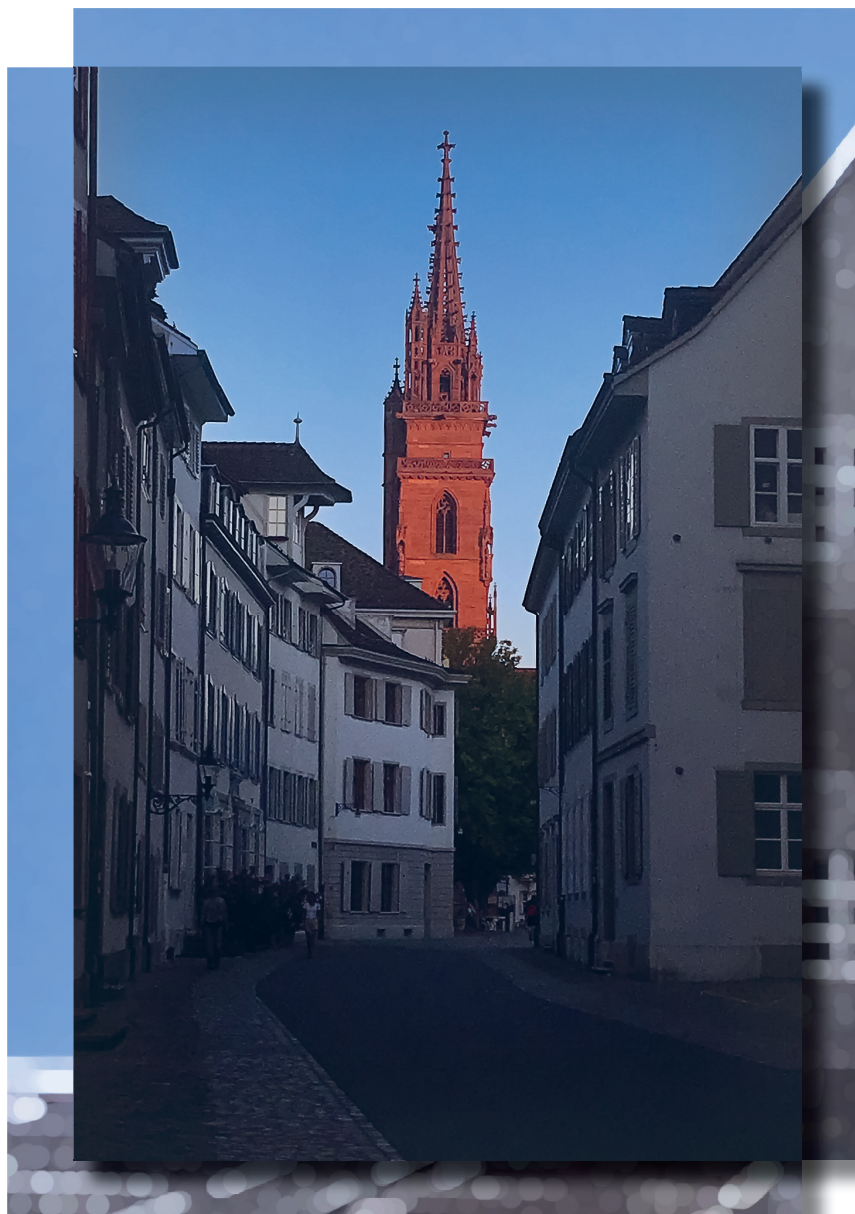
# VECTIS

1990

Vermögensverwaltung AG

Der Marktkommentar

---



November 2023

---

## DER MARKTKOMMENTAR NOVEMBER 2023

---

*Dieser Teil des Materials: (i) ist als gesamtwirtschaftlicher Marktkommentar gedacht, (ii) enthält keine Aussagen oder Ratschläge zu konkreten handelbaren Wertpapieren oder Finanzprodukten und (iii) berücksichtigt nicht Ihre persönlichen Umstände. Daher darf es nicht als Form einer regulierten Finanzberatung, Rechts-, Steuer- oder sonstigen regulierten Dienstleistung angesehen werden.*

Der Anstieg der Anleiherenditen blieb nicht ohne Auswirkungen. Die globalen Aktienmärkte kamen im Oktober unter Abgabedruck und gaben Kursgewinne ab. Diese Tendenz wurde verstärkt durch eine Rotation aus den bisher als sicher geglaubten Anlagethemen wie Technologie und Luxusgüter. Der kontinuierliche Abbau von Lagerbeständen erfasst immer mehr Industriebereiche und führt zu Anpassungen der Ergebniserwartungen bei Unternehmen. Die früher nur sehr gering gehaltenen Lagerbestände wurden im Zuge der Schwierigkeiten in den Lieferketten vor und während Corona massiv aufgebaut. Das Modell Just-in-time hatte seine verwundbare Seite aufgezeigt und wurde über den Haufen geworfen.

Die Unternehmen änderten in der Folge ihre Absatzpolitik und verzichteten explizit auf Volumen zugunsten der Rentabilität. Eine Lawine der Preiserhöhungen wurde losgetreten und schlug auf die gesamte Wertschöpfungskette durch. In der Folge liefen weltweit die Inflationszahlen aus dem Ruder. Nachdem die Notenbanken lange mit Zuversicht von einer vorübergehenden Entwicklung sprachen, wich diese schnell und die Negativ- und Nullzinspolitik wurde abgelöst. Seither wurden global die Leitzinsen in mehreren Schritten auf die heutigen Niveaus angehoben.

Die Auswirkungen offenbaren in der Wirtschaft ein zweigeteiltes Bild. Die global tätigen Großkonzerne konnten sich auch während der Pandemie problemlos am Anleihemarkt refinanzieren und begaben oft langlaufende Obligationen. Die Liquidität wurde gehortet oder für Aktienrückkäufe eingeplant. Mit letzteren trieb man künstlich den Firmenwert in die Höhe und befriedigte neben den Aktionären auch die Analysten. Konzerne mit dicken Liquiditätspolstern verdienen heute Millionen an Zinserträgen. Das war die positive Seite der Medaille und nun zur negativen.

Kleinere und mittelgroße Unternehmen (KMUs) konnten sich nur, wenn überhaupt, über kurzlaufende Anleihen oder Bankkredite Kapital beschaffen. Ausgesetzte Kreditfazilitäten bei Banken werden normalerweise variabel verzinst (Geldmarktsatz + Zinsmarge). Bei den KMUs dienen diese jederzeit verfügbaren Darlehen zur Finanzierung des Geschäftsbetriebs. Die Zinserhöhungen machen sich hier stärker bemerkbar, stieg diese doch für solvente Schuldner in der Eurozone von 1,49 auf 5,09 Prozent (Zeitraum September 2021 bis September 2023). Das ist ein Bumerang auf der Kostenseite und kommt plötzlich mit einem abflauenden Geschäftsverlauf daher.

Wie früher reagieren die Unternehmen mit dem alten Strickmuster der Kostensenkung. War im Sommer, mit der Problematik der Zuwanderung, das Thema Fachkräftemangel akut, scheint dies jetzt nicht mehr ganz von Dringlichkeit zu sein. In der nächsten Erholungsphase wird der Wettbewerb um Fachkräfte neu entbrennen. Anstelle flexiblere Beschäftigungsmodelle zu entwickeln, bleibt der Faktor Mensch erneut auf der Strecke!

Ein Störfaktor für eine breite Wirkung der restriktiveren Geldpolitik sind in den milliardenschweren Hilfspaketen für die Ukraine zu sehen. Die gesprochenen Gelder fließen oft in der Form von Militärgütern, welche aus den Lagerbeständen der unterstützenden Länder bereitgestellt werden. Diese werden umgehend mit dem Erteilen von Aufträgen für Neuanschaffungen kompensiert. Das schmiert viele Teile der Wirtschaft und speziell die der letztes übermächtig gewordenen US-Rüstungsindustrie.

Solche Verwerfungen führen nun zu einer krassen mehrspurigen Entwicklung in den diversen Wirtschaftszweigen. Einerseits driften viele Branchen in ein rezessionsähnliches Umfeld, respektive sind bereits in einem vollen Abschwung und bei anderen herrscht Boom-Stimmung. Vielerorts laufen die Haushaltsausgaben aus dem Ruder, ganz explizit in den USA, und Sparen wäre angesagt. Die verfolgte Ausgabenpolitik, auch Defizitfinanzierung genannt, führt zu einer höheren Kerninflation und verhindert eine geordnet gesteuerte Abkühlung der Wirtschaft. Diese Situation macht die Ausrichtung der Geldpolitik einer Zentralbank nicht einfach.

Bemerkbar machen sich die höheren Zinsen auch beim Konsum. Man sieht eine schleichende Zurückhaltung und Konsumenten weichen auf günstigere Produkte aus. Dieser Trend hat die jahrelang verwöhnten Produzenten von Spirituosen erfasst. In den letzten Quartalsberichten von Remy Cointreau, Diageo und LVMH wurde dies deutlich sichtbar. Im dritten Quartal wurde nicht selten im zweistelligen Prozentbereich weniger abgesetzt. Zusätzlich belastet wird das Geschäft mit der nicht in Schwung kommenden chinesischen Wirtschaft. Die anhaltende Immobilienkrise verunsichert die Konsumenten und spornt die Bevölkerung zum Sparen an.

Die privaten Haushalte in den USA müssen seit dem 1. September wieder Zinsen auf die Studiendarlehen entrichten. Diese wurden als COVID-19 Entlastungsmaßnahme seit Mitte März 2020 auf einen Zinssatz von null Prozent gesetzt. Aktuell sind 1.780 Milliarden US-Dollar in solchen Darlehen ausstehend, 1.600 Milliarden via staatliche Programme und 180 Milliarden über private Kreditinstitute. Im laufenden Studienjahr werden diese mit 5,5 Prozent verzinst, bei Ausstudierten zwischen 7,05 und 8,05 Prozent. Mit der Bedienung der Darlehen wird das verfügbare Einkommen der betroffenen Haushalte um monatlich etwa acht Milliarden US-Dollar geschmälert. Fast die Hälfte der Darlehensnehmer ist noch nicht bereit, den Zinszahlungen nachzukommen.

Aber auch steigende Ausfallraten auf ausstehende Kreditkartensalden sind zu vermelden. Hier schieben die US-Haushalte einen Schuldenberg von 1.080 Milliarden US-Dollar vor sich hin. Im Quartalsvergleich ist dies nochmals eine Zunahme von 48 Milliarden US-Dollar und gegenüber dem dritten Quartal 2022 ein Plus von 154 Milliarden. Die Zahlen beziehen sich auf aktuelle Erhebungen der Federal Reserve Bank of New York. Die Gesamtschulden der privaten Haushalte in den USA wurden mit 17.290 Milliarden US-Dollar angegeben.

Aktueller den je stellt sich die Frage, in welchem Zyklus befinden sich die einzelnen Wirtschaftsblöcke? Sind wir, bereinigt der Sonderfaktoren, nicht schon in einer fortgeschrittenen Rezession? Die Wirtschaftspresse erwartet bereits im kommenden März die erste Zinssatzsenkung in den USA. Solch eine Aussage sollte eher als Beruhigung für Anleger gesehen werden, mehr nicht. Der Trend zu einer restriktiveren Kreditvergabe bei US Banken und eine rückläufige Expansion der Geldversorgung (M2) sind deutliche Warnzeichen.

Bei einem Haushaltsdefizit von 2.000 Milliarden oder acht Prozent der gesamten Wirtschaftsleistung steht dessen Finanzierung auch im Raum. Viele Zentralbanken, welche über Jahrzehnte gewillt waren, US-Staatsanleihen zu kaufen, sind durch die geopolitischen Zerwürfnisse davon abgekommen. So baut China seit Jahren den Bestand zugunsten von Gold ab.

Die US-Notenbank hat ihre Bilanz seit dem Hoch im April 2022 von 8.955 Milliarden auf zuletzt 7.860 Milliarden US-Dollar geschrumpft. Das verfolgte Ziel ist, monatlich 100 Milliarden an fälligen Anleihen nicht mehr neu zu veranlagen (reinvestieren). Die Europäische Zentralbank reduzierte die Bilanz stärker und zwar um 1.770 Milliarden auf 7.007 Milliarden Euro. Der Abbau entspricht etwa 43 Prozent der insgesamt 4.150 Milliarden Euro an Anleihekäufe, welche zur Stützung während der Pandemie getätigt wurden.

Wie oft in der Vergangenheit blicken alle nach China. Das Land war in den vergangenen Fasen des Abschwungs ein gerngesehener Abnehmer für alle Arten von Gütern. Dieser kommt aber nicht in die Gänge, hat sich doch die eigene Wirtschaft in den letzten Jahren deutlich gewandelt. Man ist in vielen Bereichen nicht mehr Importeur, sondern ein nicht übersehbarer Exporteur, siehe elektrische Fahrzeuge. In den ersten acht Monaten dieses Jahres wurden 3,22 Millionen Fahrzeuge exportiert. Im gesamten Europa wurde in drei Quartalen 9.685 Millionen Fahrzeuge (+17,0 %) zugelassen, davon 6.778 Millionen von europäischen Herstellern.

Trotz dieser Zuwächse bekundet die europäische Automobilindustrie Probleme, denn der Wandel zur Elektromobilität ist kein Selbstläufer. Oft müssen Zulieferer den Kopf hinhalten und werden für eine schleppende Produktion wegen fehlender Bauteile oder Batterien verantwortlich gemacht. Diese teuer erzwungene Wachstumsgeschichte ist ins Stocken geraten. Aber es zieht sich eine Linie durch diesen politisch diktierten Richtungswechsel und ist bei der Windkraft und Solar angekommen. Erneut müssen milliardenschwere Bürgschaften herangezogen werden, um Siemens Energy zu stützen.

Der Wandel führte zu einem rasanten Anstieg in der Nachfrage von Batterien über Halbleiter und deren Rohstoffe. Auf dem Reißbrett wurden neue Fabriken entworfen und es wurde um Subventionen in Milliardenhöhe gefeilscht.

Man muss sich schon ein wenig die Augen reiben, wenn pro Arbeitsplatz diese die Schallmauer von einer Million Euro durchbrechen! Mit dem aktuellen Abschwung ist es fraglich, ob am Ende wirklich alle verkündeten Projekte realisiert werden.

Die Halbleiterindustrie klagt über hohe Lagerbestände und stagnierende Umsätze im dritten Quartal 2023. Im Jahresvergleich sind diese sogar zurückgegangen. China importierte um 9,4 Prozent weniger als im Vorjahr und ist aktuell an einem massiven Investitionsprogramm, unabhängiger von Importen zu werden. Die Überkapazitäten in der chinesischen Produktion von Batterien sind global zu spüren. Die Notierung von Lithium ist im Jahresvergleich um 75 Prozent gefallen, von Nickel um 43 und Rhodium um 68!

Es sind die natürlichen Wirtschaftszyklen, die ihren Lauf nehmen, welche über Jahrzehnte der künstlichen Tiefzinspolitik ausgeschaltet wurden. Daher ist es im Moment für viele Ökonomen schwer, eine Prognose für ein Umfeld einer ursprünglichen und übergeordneten Geldpolitik abzugeben. Zu lange beeinflussten politische Kräfte die Entscheidungen, wurden die wirklichen Ziele aus den Augen verloren. Neben einer angestrebten Geldwertstabilität gehört auch eine verordnete Haushaltsdisziplin dazu.

Die Finanzmärkte müssen begreifen, dass wir uns bei den Leitzinsen an historische Mittelwerte angenähert haben. Für eine risikofreie Verzinsung gibt es wieder etwas, diese ist im gesamten Dollarblock deutlich höher. Dies ist ein wichtiger Faktor, welcher in Bewertungsparameter für Aktien einfließt. Bis jetzt hat kaum ein Analyst diese Änderung in den Modellen angepasst. In vielen Branchen hat man das zyklische Top bei den Gewinnmargen überschritten. Eine tiefere Bewertung kann daher einzig und allein über einen fallenden Aktienkurs realisiert werden. Davon nehmen aber praktisch alle Analysten Abstand, da es für diese Berufsgattung nur eine Marschrichtung gibt, nämlich steigend und höher.

Die Verschuldung bei Unternehmen sollte auch im Auge behalten werden. Hohe Ausschüttungsquoten können bei einer Gewinnerosion schnell ein Faktor für die Ratingagenturen werden. Steigende Finanzierungskosten können durch Einsparungen abgefedert werden, doch ist deren Potenzial heute schon oft ausgeschöpft oder ausgereizt. Stärkere Einschnitte können längerfristig die Existenz eines Unternehmens gefährden, doch sind die Firmenverantwortlichen oft schon weg und aus den Augen.

Ich wünsche allen Lesern einen weniger nassen restlichen Herbst!



Roger Maurer

*In diesem von mir verfassten Marktkommentar gilt es eine gewisse Stimmung der Finanzmärkte einzufangen und darzulegen. Da dieses Dokument öffentlich publiziert wird, können keine gezielten Anlageempfehlungen niedergeschrieben werden, noch ist dieser Marktkommentar ein zugrunde liegendes Instrument, seine Anlageentscheide zu treffen. Er soll jedoch verdeutlichen, mit welcher Weitsicht Entscheide ausgearbeitet werden. Es gilt das Motto: möglichst viele Informationen, auch wenn diese im Moment nicht ins Gewicht fallen, einzubeziehen.*