

INVESTMENTBERICHT

4. QUARTAL 2020

Autor: James Macpherson

QUARTALSBERICHT ZUR INVESTMENTENTWICKLUNG

«Kapitalismus ohne Insolvenzen ist wie Katholizismus ohne Hölle. Märkte funktionieren am besten, wenn die Teilnehmer eine gesunde Angst vor Verlusten haben.»

Howard Marks

«In den USA scheint inzwischen jeder amtierende Präsident so viele neue Staatsschulden aufnehmen zu wollen wie alle seine Vorgänger zusammen.»

Gavekal, 18.12.2020

«Die Leute fragen mich immer, wo die Aussichten gut sind, doch das ist die falsche Frage. Die richtige Frage ist, wo die Aussichten am miserabelsten sind.»

John Templeton

Die kräftige Erholung der Märkte setzte sich im vierten Quartal 2020 fort, wofür zwei Entwicklungen ausschlaggebend waren. Zum einen die Ankündigung mehrerer wirksamer Impfstoffe gegen das Coronavirus und der Beginn ihrer Auslieferung. Die Impfprogramme geben starken Anlass zu der Hoffnung, dass sich unser Leben irgendwann im Jahr 2021 wieder normalisieren kann. Zum anderen begrüsst die Anleger die Ergebnisse der US-Wahlen, zumal der wahrscheinlich von den Republikanern kontrollierte Senat die politischen Pläne des künftigen Präsidenten Joe Biden in Grenzen halten dürfte. Die Stichwahl um die Senatssitze Georgias am 5. Januar könnte das Ergebnis zwar noch ändern, doch nach aktuellem Stand wird Biden weniger Spielraum haben, um die geplante Ausweitung der Haushaltsdefizite, eine strenge Regulierung der grossen Technologiekonzerne und eine Anhebung der Steuern durchzusetzen. Infolgedessen beendeten die Märkte das Jahr mit einem starken Anstieg. Der MSCI World Index legte in US-Dollar um 14% zu und hat sich damit seit dem Höhepunkt der Covid-Panik Ende März, als er mit 32% im Minus lag, auf bemerkenswerte Weise erholt.

Der Konjunkturunbruch im Jahr 2020 führte zu einer höchst ungewöhnlichen Rezession, in der die Einkommen der Privathaushalte annähernd stabil blieben, die Zahl der Baubeginne stieg, die Börsengänge einen Boom erlebten und die Unternehmen in der Lage waren, sich trotz der schlechteren Geschäftsbedingungen zu sehr niedrigen Zinssätzen zu verschulden. Ende des Jahres hatten die Anleihen mit Negativrenditen ein Rekordvolumen von 17,7 Bio. US-Dollar erreicht, und rund 80% der Investment-Grade-Anleihen weltweit wiesen Renditen von höchstens 1% auf, da die Regierungen alles in ihrer Macht stehende taten, um die Krise durch Stützungsmaßnahmen abzufedern. Dennoch hat sich die soziale Kluft durch die Pandemie vergrössert. Das Einkommensgefälle war noch nie so gross wie heute, und die Regierungen dürften die unteren Einkommensschichten weiter unterstützen, selbst wenn dies zu einer Überhitzung der Wirtschaft durch starkes Konsumwachstum führt. Im Gegensatz zu 2009 fliessen die Gelder der Anreizmassnahmen nicht in die kollabierenden Bilanzen der Banken, sondern in die Finanzierung der Staatsausgaben und finden somit den Weg in die Realwirtschaft. Die US-Regierung beispielsweise erreichte in diesem Jahr ein Haushaltsdefizit von schätzungsweise 4 Bio. US-Dollar, das überwiegend von der US-Notenbank Federal Reserve finanziert wurde. Die politische Stimmung hat sich geändert – von Sparmassnahmen ist nicht mehr die Rede. Die US-Präsidentenwahl war in dieser Hinsicht von grosser Bedeutung. Biden hat die Wahl zwar gewonnen, doch in der Gruppe der Arbeiter, in der sich Trump als ebenbürtiger Konkurrent erwies, war der Ausgang denkbar knapp. Einer der verkannten Erfolge Trumps war es, dass die relative Einkommensentwicklung der wirtschaftlich schwächsten

Bevölkerungsschicht nach einem 40-jährigen Negativtrend wieder ins Plus drehte. Die Demokraten werden nicht riskieren wollen, diesen Teil der Wählerschaft wieder zu verlieren. Daher dürften sie alles tun, sich die Stimmen der Arbeiterklasse durch eine arbeitnehmerfreundliche Politik langfristig zu sichern. Doch Anleihen mit Negativrenditen scheinen mit dieser Politik unvereinbar zu sein. Es gibt immer mehr Anzeichen für eine steigende Inflation. Staatliche Konjunkturprogramme, die Geldschöpfung der Zentralbanken und Störungen in den Lieferketten durch den Handelsstreit mit China lassen einen Anstieg der Inflation erwarten. Hinzu kommt eine drastische Konjunkturerholung, wenn die Volkswirtschaften nach dem Ende der Pandemie ihre Lagerbestände wieder aufstocken. Zudem muss die Versuchung gross sein, die gigantische Schuldenlast, die in den letzten zehn Jahren aufgebaut wurde, einfach wegzufinanzieren. Das Research-Unternehmen Gavekal schätzt beispielsweise, dass die US-Regierung allein in diesem Jahr eine Pro-Kopf-Neuverschuldung von 12 800 US-Dollar aufgenommen hat. Wie ein Blick in die Vergangenheit zeigt, hat sich noch nie ein Land für Deflation statt Inflation entschieden, um eine hohe Schuldenlast zu verringern. Diese Nachricht muss der Anleihenmarkt jedoch erst noch zur Kenntnis nehmen. Im November emittierte Peru eine 101-jährige Anleihe im Umfang von 4 Mrd. US-Dollar, die im Jahr 2121 fällig wird. Obwohl sich Peru in seiner 200-jährigen Geschichte achtmal insolvent erklärte, war die Emission vierfach überzeichnet, und der Coupon betrug nur 3,25%. Es ist erstaunlich, dass die Ersparnisse der Menschen auf diese Weise angelegt werden. Man kann nur darüber spekulieren, welche Höhe die Anleihenurse hätten, wenn die Aktivität der Zentralbanken eine echte Preisfindung an den Märkten nicht verhindern würde. Für Anleger, die reale Renditen oder gar den Erhalt ihres Kapitals anstreben, bleiben Anleihen unter den aktuellen Bedingungen dennoch unattraktiv. In Inflationsphasen verliert Geld an Wert, und die Anleihenrenditen bieten kaum Schutz vor Preissteigerungen. Am Ende wird es wahrscheinlich die Inflation sein, die der langen Hausse am Anleihenmarkt, die bereits 1981 begann, ein Ende bereitet. Schon jetzt sind die meisten privaten Investoren kaum zu Anlagen an den Anleihenmärkten bereit, die lediglich durch die Käufe der Zentralbanken unterstützt werden. Bei einem Anstieg der Inflation werden die Anleger ihre Anleihenbestände verkaufen, um an anderen Märkten sicherere Erträge zu erzielen. Dies wird zu Aufwärtsdruck auf die Zinssätze führen, um die Anleger zu einer Rückkehr an den Anleihenmarkt zu bewegen. Dieser Prozess könnte mehrere Jahrzehnte lang anhalten, ähnlich wie der jahrelange Zinsrückgang bis in den negativen Bereich.

Da die Anleihenmärkte keinen sicheren Hafen mehr darstellen, sehen sich aktive Anleger gezwungen, in Aktien umzuschichten. Angesichts der katastrophalen Wirtschaftslage hielten die Investoren nach Unternehmen Ausschau, die selbst bei einem Stillstand der Wirtschaft weiter wachsen. Dabei handelt es sich überwiegend um Technologie- oder Internetunternehmen, da sich die Verlagerung der wirtschaftlichen Aktivität ins Internet durch die Pandemie beschleunigt hat. Nahezu die gesamten Kursgewinne des S&P 500 in diesem Jahr stammten von nur sechs Technologiekonzernen (Apple, Amazon, Microsoft, Google, Facebook und Nvidia). Die Führungsrolle des Technologiesektors in Indizes reicht weiter zurück – die Leistungsfähigkeit von Computern hat sich rasant erhöht und Unternehmen, die sich die dadurch entstehende Flut von Innovationen zu Nutze machten, gewannen in den letzten zehn Jahren enorm an Bedeutung. Die Technologiegiganten sind beeindruckende Unternehmen mit einer enormen finanziellen Stärke und anhaltend guten Wachstumsaussichten. Sie haben jedoch eine Grössenordnung erreicht, in der möglicherweise das «Gesetz der grossen Zahlen» gilt. Nach Schätzungen von Aktienanalysten werden die fünf grössten Technologieunternehmen ihren Umsatz in den nächsten fünf Jahren um 18% pro Jahr steigern. Sollten ihre Aktienkurse mit dem gleichen Tempo steigen, wird ihre kombinierte Marktkapitalisierung ein Niveau von über 15 Bio. US-Dollar erreichen. Zum Vergleich: Die Marktkapitalisierung des S&P 500 liegt derzeit bei 30 Bio. US-Dollar. Zudem haben diese riesigen Unternehmen begonnen, miteinander zu konkurrieren, um ihr Wachstum aufrechtzuerhalten. Apple bietet jetzt Suchdienste an, und Amazon vergrössert seine Werbesparte. Es ist wahrscheinlich, dass staatliche Behörden mit härteren regulatorischen und kartellrechtlichen Massnahmen gegen sie vorgehen. Das

bedeutet nicht, dass diese Unternehmen künftig keine hervorragenden Ergebnisse und Wachstumsraten mehr erzielen, doch die zahlreichen Positivfaktoren, die ihre Aktienkurse in den vergangenen zehn Jahren beflügelt haben, könnten an Bedeutung verlieren. Wenn die Impfprogramme eine Umschichtung der Anleger auslösen – von Aktien, die von den Ausgangssperren profitierten, in die Gewinner der Konjunkturerholung – wird sich der Kursaufschwung in andere Marktsegmente verlagern. Eine Wachstumsbelebung geht mit steigenden Anleihenrenditen einher. Das ist nachteilig für sogenannte Wachstumsaktien, da der für ihre Bewertung verwendete Diskontierungssatz steigt, kommt jedoch Value-Aktien zugute, deren Umsätze wieder wachsen. Da die Anleger Wachstumsaktien derzeit stark übergewichten, ist eine drastische Neugewichtung denkbar.

Im November verzeichneten Substanzwerte bereits eine ausgeprägte Rally. Die Frage ist: War dies ein Strohfeuer oder der Auftakt zu einem dauerhaften Trend? Viele Unternehmen des Value-Segments sind stark angeschlagen und scheinen mit strukturellen Problemen konfrontiert, etwa einer hohen Schuldenlast und umfangreichen Pensionsverpflichtungen. Zudem sind ihre Geschäftsmodelle durch Konkurrenten gefährdet, die Technologien besser nutzen. Doch bei anderen Unternehmen sind die Aussichten günstiger, zumal ihre Aktienkurse ein Niveau erreicht haben, das einem starken Konjunkturerinbruch entspricht. Wenn ein Wirtschaftsaufschwung einsetzt, könnten sich ihre Kurse erholen. Die Nachfrage wird sich normalisieren, und angesichts der verringerten Kapazitäten und Lagerbestände werden sich die Preise positiv entwickeln. Gegen Ende dieser Rezession sind sowohl die Unternehmensbilanzen als auch die Finanzausstattung der privaten Haushalte ungewöhnlich solide – dank der staatlichen Unterstützungsprogramme stiegen die Sparquoten der Haushalte während des Lockdowns deutlich an. Allein in den USA werden die Ersparnisse der Privathaushalte auf deutlich über 1 Bio. US-Dollar geschätzt. Dieses Geld wird wahrscheinlich ausgegeben, sobald die Menschen dazu in der Lage sind und sich ausreichend sicher fühlen. In den USA haben die Lagerbestände von Einzelhandel und Industrie nahezu ein Allzeittief erreicht. Die rasant wachsende Nachfrage nach Kugellagern weist ebenso auf eine beginnende Konjunkturerholung hin wie das sprunghaft gestiegene Containeraufkommen in Shanghai. Die überlebenden Unternehmen werden in den Jahren 2021 und 2022 einen Gewinnsprung verzeichnen. Da sich das Konsumentenvertrauen dank der Impfprogramme stabilisiert, dürfte die Wirtschaft für deutlich positive Überraschungen sorgen. Im Jahr 2008 war die Lage völlig anders: Die stark verschuldeten Konsumenten sahen sich zum Sparen gezwungen, was zu mehreren Jahren mit geringem Wachstum führte. Dieses Mal werden die überschüssigen Ersparnisse ausgegeben werden, was die Konjunkturerholung unterstützt.

Welche Chancen dieses Szenario bietet, hängt von den Stärken der einzelnen Unternehmen ab – die Aktienauswahl ist daher von entscheidender Bedeutung. Einige Marktsegmente erscheinen jedoch allgemein attraktiv. Asien bleibt trotz der Handelskonflikte die «Werkbank der Welt» und zählt daher eindeutig zu den Gewinnern. Bemerkenswert ist, dass die asiatischen Märkte bereits seit Mai eine Outperformance erzielen. Für Japan ist eine zyklische Erholung der Weltwirtschaft naturgemäss positiv. Auch mit Blick auf die mögliche Rückkehr der Inflation ist der japanische Markt attraktiv. Steigende Inflationsraten hätten einen dramatischen psychologischen Effekt auf Japans Finanzinstitute, die am japanischen Anleihenmarkt stark übergewichtet sind, während sie den heimischen Aktienmarkt untergewichten. Die seit 1945 bestehende Industriestruktur Japans löst sich auf, und das Land erlebt derzeit eine umfassende Restrukturierung und Konsolidierung seiner Industrie. Der neue Premierminister legt den Fokus auf die Digitalisierung, bei der Japan im internationalen Vergleich zurücklegt. Die digitale Agenda stellt daher unabhängig vom Wirtschaftswachstum ein Anlagethema dar. In Verbindung mit den Corporate-Governance-Reformen sorgt diese Politik trotz des schwachen Wirtschaftswachstums für eine moderate Hausse am japanischen Aktienmarkt. Der Nikkei notiert auf dem höchsten Stand seit 1991 und hat in US-Dollar nahezu ein Allzeithoch erreicht. Wenn das Wachstum der Unternehmensgewinne zu einer

steigenden Dynamik führt und Aktien in Japan eine immer überzeugendere Alternative zu Anleihen bilden, kann der Markt zu neuen Höhen aufbrechen. Auch der britische Markt erscheint attraktiv, nachdem das langwierige Thema Brexit nun endlich einen Abschluss gefunden hat, wenngleich die Einzelheiten der Vereinbarung weiter geprüft werden. Internationale Anleger sind am britischen Markt extrem untergewichtet, was gedulden Investoren in der Regel einen guten Einstiegspunkt bietet. Der FTSE Index notiert unter dem Stand zur Jahrtausendwende.

Auf Sektorebene profitieren Rohstoffe ganz offensichtlich von Reflation. Neben dem stärkeren Wirtschaftswachstum kommen ihnen auch zwei Aspekte der staatlichen Politik zugute. Erstens werden die höheren Staatsausgaben, zu denen sich die Regierungen verpflichtet haben, zu einem Grossteil in rohstoffintensive Investitionen zur Verbesserung der Infrastruktur fliessen. Sowohl in den USA als auch in Europa sind grundlegende Infrastrukturen wie Strassen, Brücken und Kanalisationen veraltet und renovierungsbedürftig. Zweitens wird für die Energiewende zur Bekämpfung des Klimawandels eine enorme Menge von Metallen benötigt. Elektrofahrzeuge beispielsweise benötigen viel Kupfer. Diese Nachfrage fällt in eine Zeit, in der nur geringe Investitionen in neue Angebotskapazitäten für diese Metalle getätigt wurden. Der ökologische Umbau der Weltwirtschaft schafft in Verbindung mit der spektakulären Geldschöpfung durch die Zentralbanken beste Voraussetzungen für eine Hausse am Rohstoffmarkt. Trotz des Konjunkturreinbruchs in diesem Jahr werden einige Metalle, darunter Kupfer, zu deutlich höheren Preisen gehandelt als noch vor einem Jahr. Rohstoffunternehmen verfügen nicht über derart starke Finanzkennzahlen wie die grossen Technologiekonzerne, doch wenn sich der Konjunkturzyklus zu ihren Gunsten ändert, können sie beeindruckende Renditen erzielen. Umstrittener ist, dass auch Energieunternehmen von diesem Wandel profitieren dürften. Ihre Aktienkurse haben darunter gelitten, dass die Branche als starker Umweltverschmutzer gilt und langfristig durch erneuerbare Energien verdrängt werden dürfte. Die Welt ist jedoch nach wie vor auf fossile Brennstoffe angewiesen. Im Energiesektor fielen die Kursrückgänge sogar noch extremer aus als bei Metallen. Rohstoffaktien sind in den Indizes so niedrig gewichtet wie seit Jahrzehnten nicht, zählen jedoch zu den wenigen Sektoren, die von steigenden Anleihenrenditen, einer Konjunkturbelebung und einem Inflationsanstieg profitieren würden.

Zum Jahreswechsel hat das Coronavirus immer noch dramatische Auswirkungen auf Wirtschaft und Gesellschaft, vor allem in den westlichen Ländern, wo sich der Anstieg der Infektionszahlen im Winter beschleunigt hat. Den Märkten gelingt es jedoch im Allgemeinen gut, über vorübergehende Probleme hinauszublicken, und die drei führenden Impfstoffe versprechen einen Ausweg aus der aktuellen Krise. Verzögerungen oder Probleme bei der Impfung würden von den Marktteilnehmern jedoch negativ aufgenommen werden. Sofern die Impfprogramme einigermaßen reibungslos verlaufen und das politische Gleichgewicht in den USA bestehen bleibt (d.h. die Republikaner kontrollieren auch künftig den Senat), dürfte sich die Normalisierung der Weltwirtschaft ab 2021 beschleunigen. Die Märkte können auf erhebliche Unterstützung zählen. Für eine geldpolitische Straffung durch die Zentralbanken gibt es keine Anzeichen, und nach wie vor besteht Aussicht auf umfangreiche Konjunkturpakete. Auch die während des Lockdowns gebildeten Ersparnisse geben den Märkten weiter Auftrieb. Dies wird bereits am Verhalten der US-Anleger deutlich, die erstmals seit 20 Jahren in grosser Zahl an den Aktienmarkt zurückkehren. Zudem konnten viele Unternehmen während der Pandemie Massnahmen ergreifen, die in normalen Zeiten schwierig wären, etwa die Entlassung von Personal und die Schliessung von Nebenprojekten. Vor Beginn einer potenziellen Konjunkturerholung verfügen sie daher über schlanke Strukturen und eine angemessene Verschuldung. Für viele Unternehmen des Value-Segments fällt diese Erholung zudem in eine Zeit, in der ihre Aktienkurse ein extrem tiefes Niveau erreicht haben. Die Anleihenmärkte sind kaum von Interesse und sollten bei einem Wiederanstieg der Inflation bewusst vermieden werden. Technologiewerte und anleiheähnliche Aktien, die in den letzten Jahren die Marktperformance dominierten, wären ebenfalls mit einem schwierigeren Umfeld konfrontiert. Anleger sollten allmählich erwägen, ihre Portfolios verstärkt in Substanzwerte und Anlageideen

mit Rohstoffbezug umzuschichten. Auch für Hedgefonds bieten sich dank der enormen Bewertungsunterschiede hervorragende Chancen. Die Entwicklung an den Devisenmärkten ist schwerer abzusehen. Währungen rohstoffexportierender Länder dürften jedoch aufwärts tendieren, und angesichts der hohen US-Haushaltsdefizite wäre es keine Überraschung, wenn der US-Dollar nach seiner jüngsten Stärkephase wieder etwas nachgibt. Bei einer Konjunkturbelebung dürfte die Hausse am Goldmarkt eine Pause einlegen. Dennoch eignet sich Gold weiterhin als gute Absicherung gegen die weltweit steigende Ausweitung der Geldmenge.

Vergangene Performance stellt keinen Hinweis auf künftige Resultate dar. Die in diesem Dokument beschriebenen Ansichten, Strategien und Finanzinstrumente sind möglicherweise nicht für alle Investoren geeignet. Aktuell geäußerte Meinungen beziehen sich nur auf das in diesen Unterlagen erwähnte Datum.

Hinweise auf Markt- oder Composite-Indizes, Benchmarks oder andere Bemessungen relativer Markt Performance über einen bestimmten Zeitraum werden nur zu Ihrer Information bereitgestellt. Notz Stucki übernimmt keinerlei Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit des Dokumenteninhalts inklusive Finanzmarktdaten, Preise, Finanzanalysen oder andere Finanzinstrumente auf die verwiesen wurde und lehnt jegliche Haftung ab.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung an irgendeine Person an einem Ort dar, für welchen weder Angebot noch Empfehlungen zugelassen sind oder an jede andere Person der gegenüber es ungesetzmässig wäre ein Angebot oder eine Empfehlung zu machen. Jeglicher Hinweis in diesem Dokument in Bezug auf spezifische Wertschriften und Emittenten werden nur zur Veranschaulichung verwendet und sind nicht als Kaufs- oder Verkaufs-Empfehlungen für diese Wertschriften zu interpretieren. Hinweise in diesem Dokument auf Investment-Fonds, welche über keine Finma-Registrierung verfügen, können weder in noch von der Schweiz aus vertrieben werden; mit Ausnahme gewisser Kategorien von berechtigten Investoren. Gewisse Gesellschaften der Notz Stucki Gruppe oder ihrer Kunden können Positionen von hier beschriebenen Finanzinstrumenten halten oder können als Berater gegenüber solchen Emittenten auftreten.

Weitere Informationen stehen auf Anfrage zur Verfügung. © Notz Stucki Gruppe