

INVESTMENTBERICHT

1. QUARTAL 2021

Autor: James Macpherson

QUARTALSBERICHT ZUR INVESTMENTENTWICKLUNG

«Und Anleihen sind im Moment nicht die Topadresse. Können Sie sich vorstellen, dass der Ertrag, den 10-jährige US-amerikanische Treasury Bonds – deren Rendite am Jahresende bei 0,93% lag – aktuell 94% geringer ist als im September 1981, als die Rendite 15,8% betrug? In bestimmten wichtigen grossen Ländern wie beispielsweise Deutschland und Japan erhalten Investoren negative Renditen auf ihre mehrere Billionen US-Dollar schweren Positionen in Staatsanleihen. Anleger in festverzinslichen Wertpapieren – ob Pensionsfonds, Versicherungsgesellschaften oder Rentner – haben eine düstere Zukunft vor sich.»

Warren Buffett, Berkshire Hathaway Annual Report, 1.3.2021

Die Aktienmärkte erzielten in den ersten sechs Wochen des ersten Quartals 2021 eine starke Performance, gingen dann aber wieder zurück. Dramatischer war die ausgeprägte Verkaufswelle an den Anleihenmärkten. So stieg beispielsweise die Rendite 10-jähriger US-Anleihen von 0,91% auf 1,74%, während 10-jährige deutsche Bundesanleihen von -0,57% auf -0,29% kletterten. Dies sind massive Verschiebungen auf enorm grossen Märkten. Auch Industrierohstoffe entwickelten sich stark, vor allem solche, die beim Ausbau der Infrastruktur für die erneuerbaren Energie zum Einsatz kommen. Die grossen Themen unter Anlegern waren die Effizienz, mit der die einzelnen Länder die verschiedenen Impfstoffe einführen, und Inflationssorgen, denn die Wirtschaft startet wieder und muss die enormen Stimulierungsmassnahmen der Regierungen und Zentralbanken verarbeiten. Von besonderem Interesse wird sein, wie die Anleihenmärkte auf die Inflation reagieren. Wenn die Wiedereröffnung der Wirtschaft nur eine vorübergehende Inflation zur Folge hat, dürften die Sektoren, die schon vor der Pandemie im Aufwind lagen, weiter zulegen. Sollte die Inflation einen höheren Stand als erwartet erreichen und offensichtlich länger anhalten, werden viele Anlageklassen neu bewertet werden. Die Anleihenmärkte werden weiter fallen, genau wie Vermögenswerte, deren Preise sich nach Anleihen richten. Andererseits könnten die Sektoren Auftrieb erhalten, die in den letzten zehn Jahren hinter der Entwicklung hinterherhinkten, wie beispielsweise der Rohstoff- und der Finanzsektor.

Schätzungen zufolge erhöhte sich die Summe der Schulden im globalen Finanzsystem 2020 infolge der Covid-Krise um über 20 Billionen Dollar. Die weltweite Gesamtverschuldung beträgt nun 281 Bio. USD oder 355% des weltweiten BIP. Das Ausmass der Interventionen ist ausserordentlich. Der Schuldenaufwand pro Kopf betrug in den USA im vergangenen Jahr 12.600 USD, während Roosevelts «New Deal» in den 1930er-Jahren aber nur geschätzte 5.200 USD über acht Jahre. Dies ist im Übrigen der Stand vor Präsident Bidens neuem, 1,9 Bio. USD schweren Konjunkturpaket und dem inzwischen angekündigten weiteren Paket mit einer Gesamtsumme von 3 Mrd. USD. Das 1,9 Bio. USD schwere Paket umfasst einen Scheck über 1400 USD, den fast jeder Einwohner des Landes erhält. Der Schwerpunkt des vorgeschlagenen Pakets sind riesige Infrastrukturinvestitionen. Gleichzeitig ist die Sparquote während des Lockdowns angestiegen. Sie dürfte aber sinken, wenn die Konsumenten wieder in der Lage sind, Geld auszugeben. Ein Absinken der Sparquote auf Vor-Covid-Niveau in den USA würde eine Billion Dollar freisetzen, was 4,7% des BIP entspricht. Durch die Höhe der Konjunkturanreize steigt das Inflationsrisiko. Die Lage ist anders als nach der Krise von 2008, als die Banken das Risiko in ihren Bilanzen abbauten und gezwungen waren, die Gewichtung von Staatspapieren zu erhöhen. Im Rahmen der enormen quantitativen Lockerungen fluteten die Zentralbanken die Märkte mit Billionen von Dollar, die von den Geschäftsbanken aufgenommen wurde, sodass der inflationäre Effekt ausgeglichen wurde. Dieses Geld lag untätig in Überschussreserven, sodass die Inflation auf die Anlagemärkte beschränkt blieb. Heute befindet sich das überschüssige Geld auf

Privatkonten und in Staatsbilanzen und wartet darauf, ausgegeben zu werden. Dieses Geld wird in die Realwirtschaft fließen und viel eher einen inflationären Effekt haben. Darüber hinaus haben die Unternehmen angesichts der Ereignisse des vergangenen Jahres nicht notwendige Investitionen vermieden oder verfügen über hohe Lagerbestände; daher sind unmittelbare Auswirkungen auf die Nachfrage zu erwarten. Ferner besteht zusätzlicher Druck aufgrund der Handelsspannungen zwischen den USA und China, denn die Lieferketten werden verändert, und zwar nicht aus Kostengründen. Taiwan versorgt die halbe Welt mit Halbleiterchips, und als am Quartalsende ein havariertes Containerschiff den Suezkanal blockierte, zeigte sich, wie verletzlich die Lieferketten sein können. Gleichzeitig hat der Markt dafür gesorgt, dass festverzinsliche Wertpapiere ihre gesamten defensiven Eigenschaften verlieren, indem er die Zinsen auf extrem tiefe Stände fallen liess. Das Zitat von Warren Buffett am Anfang dieses Berichts ist vor dem Hintergrund zu sehen, dass in den meisten Fällen zwischen dem Sparguthaben und dem Anleihenmarkt ein direkter oder indirekter Zusammenhang (über Aktien und Immobilien, deren Preise stark von der Zinsentwicklung beeinflusst werden) besteht. Trotz dieser Sorgen profitieren die Unternehmen weiterhin von günstigen Bedingungen. Anfang März konnte die europäische Fluggesellschaft easyJet 1,2 Mrd. EUR Fremdkapital zu nur 1,875% aufnehmen, obwohl sie zu diesem Zeitpunkt nur mit 10% ihrer normalen Kapazität arbeitete.

Solch niedrige Zinsen haben zu mehreren Verwerfungen geführt. Brisant hohe Barmittelbestände und die katastrophalen Renditen von Baranlagen und Anleihen trieben die Bewertungen bestimmter Anlagen in gefährliche Höhen. So wurde das Softwareunternehmen Snowflake zu einem bestimmten Zeitpunkt mit dem 155-Fachen seines erwarteten Umsatzes 2021 bewertet (alles über dem Zehnfachen gilt als extrem), sodass seine Marktkapitalisierung auf 92 Mrd. USD stieg. Dies ist insofern bizarr, weil das Unternehmen laut seinem Verkaufsprospekt vom September letzten Jahres nur über einen adressierbaren Gesamtmarkt von 81 Mrd. USD verfügt. Es gibt viele Unternehmen, die mit deutlich mehr als dem Zehnfachen ihres Jahresumsatzes gehandelt wurden und die nun viele Jahre am Stück erfolgreich sein müssen, um ihre aktuellen Bewertungen zu rechtfertigen. Aus historischer Sicht sind solche überzogenen Bewertungen selten nachhaltig, weil oft die Wachstumsraten sinken oder der Gewinnausblick aus Regulierungs- oder Steuergründen zurückgeht. Dies gilt besonders für einen solch disruptiven Sektor wie Technologie. Während der letzten grossen Aktienmarktblase im Jahr 2000 lag der Markt zwar richtig mit seiner Prognose, wonach das Internet die Zukunft bestimmen würde, aber er wusste nicht so genau, welche Unternehmen den grössten Nutzen daraus ziehen werden. 2000 gab es Facebook noch nicht, Google war noch ganz neu, Amazon verkaufte Bücher und Netflix war ein Videoverleih. Viele Marktführer der damaligen Zeit sind inzwischen ganz verschwunden. Vielleicht wird Tesla, ähnlich wie der ehemalige Computer-Marktführer Atari, den Markt erschaffen, aber schliesslich doch überholt werden. Wenn das weltweite Wachstum in Fahrt kommt und gleichzeitig die Zinsen steigen, ändern sich die Bedingungen für gewinn- oder sogar umsatzschwache Technologieunternehmen. Investoren werden sich dann eher auf Unternehmen mit soliden Geschäften konzentrieren, die von der Konjunkturerholung profitieren. Dies ist seit der Ankündigung von wirksamen Impfstoffen im November immer deutlicher geworden.

Wenn unter der Annahme, dass die Wirtschaftsräume wieder anlaufen, Anlagen von Growth- in Value-Titel umgeschichtet werden, ist Vorsicht geboten. Im Value-Segment sind viele Unternehmen stark verschuldet und müssen eventuell Kapital beschaffen. Je länger die Covid-Wellen und -Varianten anhalten, desto mehr werden diese Unternehmen leiden, und wenn die geldpolitische Unterstützung wegfiel, hätten sie einen weiteren Nachteil. Die meisten dieser Unternehmen müssen beweisen, dass sie in der Lage sind, digitale Technologien zu nutzen. Allerdings haben sich die Anleger an den Gedanken gewöhnt, dass das geringe

Wachstum für immer anhält; wenn dies nicht mehr der Fall ist, würde eine Gelegenheit entstehen. Wenn die aktuellen gigantischen Konjunkturanreize nicht zu mehr Wachstum und Inflation führen, wird die Sicherheit, die Anleihen und anleiheähnliche Aktien bieten, an Attraktivität verlieren und Anleger werden sich zyklischeren Branchen zuwenden, die weitaus günstiger bewertet sind. Um die Covid-Krise zu überstehen, haben die betreffenden Unternehmen ihre Kosten drastisch gesenkt, sodass sie von steigenden Umsätzen profitieren würden. Nachdem die Konsumenten ein Jahr lang unter dem Lockdown gelitten haben, könnte die aufgestaute Nachfrage die Umsätze explodieren lassen. Eine zyklische Erholung würde ausserdem den Märkten ausserhalb der USA überproportional zugute kommen. Die Bewertung Asiens erscheint so stark wie schon seit zehn Jahren. Japan ist vielleicht der Markt, der am meisten von einer weltweiten Erholung profitiert. Seine weltweit führenden Unternehmen partizipieren am rapiden Wachstum des Asien-Pazifik-Raums. Ausserdem ist sein Unternehmenssektor sehr viel disziplinierter geworden und die Unternehmen sind weitaus rentabler als früher. Der japanische Markt hat 30 Jahre alte Höchststände übertroffen, ist aber immer noch weltweit der günstigste grosse Aktienmarkt.

Dank der hohen Unterstützung durch mehrere Trends weisen die Rohstoffmärkte eine starke Entwicklung auf. Es ist naheliegend, dass sie von mehr Wachstum profitieren. Noch bis vor kurzem und im gesamten letzten Jahrzehnt hat der Rohstoffsektor geschwächt. Das weltweite Wachstum war im Anschluss an die Krise von 2008 gering, und das Angebot war zuvor wegen des China-Booms gestiegen. Zuletzt wurde die Rohstoffförderung wegen Umweltauflagen schwieriger. Die Investitionen liegen im Bereich ihrer Tiefstände seit 20 Jahren, während die Nachfrage steigt. Ein grosser Teil von Präsident Bidens neuem Konjunkturpaket ist für die Sanierung der amerikanischen Infrastruktur vorgesehen. China plant, bis 2035 sein Eisenbahnnetz zu verdoppeln und 162 Flughäfen zu bauen. Dafür und für die Umstellung auf erneuerbare Energien braucht das Land Rohstoffe. «Umweltfreundlich» bedeutet nicht «frei von Rohstoffen». Um zu funktionieren, benötigt die neue Energiewirtschaft erhebliche Mengen Kupfer, Lithium, Kobalt und seltene Erden. Aktien aus dem Bereich erneuerbare Energien werden mit hohen Kennzahlen im Vergleich zu ihren Umsätzen gehandelt, aber die Rohstoffgesellschaften, die dies erst möglich machen, weisen schwache Bewertungen auf. Teslas Marktkapitalisierung war, so absurd es auch klingen mag, schon einmal höher als diejenige aller Bergbaugesellschaften zusammen. Der Sektor ist günstig, obwohl er den Weg zur Dekarbonisierung eröffnet. Auch Technologie spielt eine Rolle. Die jüngere Generation verlangt zunehmend von Unternehmen einen «Nachweis», dass sie gute ethische Praktiken verfolgen. Industrieunternehmen müssen anhand digitalisierter Lieferketten die Nachverfolgung ihrer Waren bis zu dem Bergwerk, das ihre Rohstoffe produziert hat, ermöglichen. Bergbaugesellschaften, die sich der Korruption schuldig machen, Gift einsetzen oder die Umwelt verschmutzen, werden boykottiert. Die Einhaltung solcher ESG-Kriterien wird neue Kapazitäten drastisch verteuern und es wird weitaus länger dauern, bis die Produkte auf dem Markt sind, während gleichzeitig die Erschliessung neuer Rohstoffvorkommen immer schwieriger wird. Rohstoffproduzenten müssen investieren, um sowohl umweltfreundlich zu werden als auch ihre Volumen zu erhöhen. Diese Verengung des Marktes trägt auch zur Inflation bei.

Die Ungewissheiten standen in diesem Jahr zunächst in Verbindung mit Sorgen wegen der Eindämmung des Virus, die sich dann aber auf die Inflation verlagerten, da mit der Wiedereröffnung der Wirtschaft enorme Liquiditätsmengen in eine aktive Wirtschaft fliessen. Die Wiedereröffnung wird vielleicht nicht zur erneuten Verbreitung des Virus beitragen, könnte aber durchaus die aktuelle Politik der extremen Konjunkturanreize in Frage stellen. Anleger sollten auf Unternehmen achten, die von diesem Wachstumssprung der Wirtschaft, der möglicherweise von einem Rückgang von defensiveren Anlagen wie beispielsweise Anleihen begleitet wird, profitieren. Ebenso werden Anleger, falls Covid zurückschlagen sollte, wieder sichere defensive Anlagen bevorzugen, während zyklische Aktien verlieren. Eine selektive Titelauswahl ist wichtiger denn je, und Anleger sind weiterhin mit hoher Ungewissheit konfrontiert.

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 Verkaufsempfehlungen 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