

Markt- und Trendbeschleunigung

Krisen beschleunigen

Entwicklungen: Schulden,

Liquidität, Tech,

Mega Caps und Gold



Von Dr. Patrick Cettier, Geschäftsführender Partner, Prio Partners GmbH

Es ist ein eigenartiges Gefühl: Das tägliche Leben schreitet im Mikrokosmos und in Zeitlupe voran, wogegen sich globale Trends beschleunigen. Das Gefühl wird noch eigenartiger, wenn man einen Blick auf die Kapitalmarktentwicklung wirft. Trotz deutlich reduzierter Gewinnerwartungen der Unternehmen handeln Aktienmärkte nahe oder – im Fall des S&P 500 – sogar über ihrem Allzeithoch (Stand Mitte August 2020). Der S&P 500 notiert seit Jahresanfang bei knapp +5%. Die Gewinnerwartungen sanken dagegen im selben Zeit-

raum um –15%. Marktteilnehmer sind folglich dazu bereit, für Unternehmen mit geringerer Gewinnerwartung mehr zu zahlen.

Wie bei jeder unglaublichen Geschichte gibt es Protagonisten, die mit schier «übermenschlichen Kräften» das Unmögliche möglich machen. Früher war es ein Franklin D. Roosevelt und sein New Deal (1933–1939), der die Amerikaner aus der grossen Depression führte oder Super-Mario (Draghi), der mit seinem «whatever it takes» quasi im Alleingang den Euro «rettete».

Heute sind viele Politiker «Roosevelts» und noch mehr Zentralbanker «Super-Marios». In Bezug auf neue Schulden und Liquidität scheint es weltweit kein Halten mehr zu geben. Stellvertretend kann die Entwicklung des S&P 500 jener der Geldmenge M2 in den USA (kurzfristige Liquidität bis 2 Jahre) gegenübergestellt werden. Hier ergibt sich auf den ersten Blick ein stimmiges Bild: Seit April ist die Geldmenge M2 um stolze 20% oder sagenhafte 3'000 Mrd. US\$ angestiegen; sie korreliert damit stark mit der Entwicklung des S&P 500.

Kein Wunder, dass ein Teil dieser Liquidität den Weg in den Aktienmarkt findet. Auch wenn die Zusammenhänge komplexer sind, scheint die in den Markt gepumpte Liquidität zumindest psychologisch unterstützend zu wirken. Einmal mehr erweist sich die Investmentweisheit «don't fight the Fed» als wegweisend. Neben der durch die Zentralbanken bereitgestellten Liquidität scheinen die staatlichen Massnahmen zumindest kurzfristig zu wirken.

Richtig viel neue Schulden

In Bezug auf die Verschuldung der Staaten im Zusammenhang mit der Corona-Pandemie fällt es schwer, die Dimensionen zu greifen. In wenigen Monaten wurden weltweit geschätzt rund 20'000 Mrd. US\$ aufgenommen. Einfach ausgedrückt: Es sind richtig viel neue Schulden. Am Beispiel der USA ist die Verschuldung in Relation zum Bruttosozialprodukt auf über 120% hochgeschwungen und übertrifft mittlerweile das Niveau aus der Kriegswirtschaft des 2. Weltkriegs. Eine historisch neue Dimension.

Die Programme der Soforthilfe im Lockdown hatten ihre Berechtigung. Neben der kurzfristig unterstützenden Wirkung stellt sich dennoch die Frage, ob nicht auch unerwünschte langfristige Nebenwirkungen bestehen. So ist der Anteil von Zombie-Firmen, die nicht einmal ihre Zinskosten erwirtschaften, in den USA rasant gestiegen und liegt bei weit über 10%. Staatliche Zahlungen an eigentlich insolvente Firmen scheint jedoch keine gewinnbringende Anlagestrategie zu sein. Es droht eine gigantische Fehlallokation von Kapital und damit der Verlust von Produktivität, Wachstum und Lebensstandard. Aber wie beim genüsslichen Verzehr von Süssigkeiten kommen die Nebenwirkungen erst schleichend und über Jahre. Kurzfristig sieht das Bild jedoch freundlich aus: Das verfügbare Einkommen der meisten Haushalte stieg im 2. Quartal 2020 um über 10% an.

Die so gewonnene Kaufkraft milderte die Krise für die betroffenen Haushalte und die Gesamtwirtschaft kurzfristig und trug wahrscheinlich zu den besser als erwarteten Konsumzahlen im 2. Quartal bei. Es ist jedoch anzuzweifeln, dass dieser Trend bei aus-

laufenden staatlichen Unterstützungsmassnahmen nachhaltig ist. Als Zwischenfazit kann konstatiert werden, dass das schnelle und beherzte Eingreifen von Zentralbanken und der Staatengemeinschaft wesentlich dazu beigetragen hat, dass sich die Wirtschaft und unsere Gesellschaft trotz der Pandemie derzeit in einem Zustand der relativen Stabilität befinden. Das darf man durchaus positiv erwähnen. Ob die getroffenen Massnahmen in ihrer Dimension mittel- und langfristig eher schädlich werden, kann sicherlich nicht ausgeschlossen werden.

Es beschleunigen sich jedoch nicht nur die Trends hin zu mehr Schulden und höherer Liquidität, sondern es verstärkt sich auch der Wandel in unseren Konsumgewohnheiten. Stellvertretend lässt sich dies am Siegeszug des Technologiesektors ablesen. Der Nasdaq konnte den weniger technologieelastigen Dow Jones seit Jahresanfang um fast 30% übertreffen.

Neuorientierung

Der Trend hin zu mehr Technologie hat mittlerweile auch Technologiemuffel ergriffen und verändert unser tägliches Leben schneller und tiefgreifender als noch vor Jahresfrist gedacht. WhatsApp, HelloFresh oder Zoom-Videokonferenzen gehören nun auch zum Repertoire der Grosseltern. Es ist anzunehmen, dass dieser Entwicklung kein Riegel in naher Zukunft geschoben wird – oder nutzen Sie schon DocuSign für ihre Verträge?

Das Tandem aus Politik und Zentralbanken hat schon seit geraumer Zeit die «Gesetze der Physik» auf den Finanzmärkten ausser Kraft gesetzt. Mehr Schulden machen und dabei weniger Zinsen zahlen – dies ist seit der Finanzkrise 2008/2009 nichts Neues, aber wahrlich einen Moment des Innehaltens wert. Eine besonders wichtige Entwicklung ist dabei der sich verflüchtigende Zins im US-Dollar-Raum. Allein seit 2018 ist die Rendite auf 10jährigen US-Staatsanleihen von 3% pro Jahr auf magere 0,5% abgeschmolzen. Die Frage ist nicht ob, sondern wann negative Zinsen auf den 10jährigen US-Staatsanleihen zu sehen sein werden.

Auf absehbare Zeit kein Zins. Viel zu viel Kapital, das die wenigen verblie-

benen Vermögenswerte mit vermuteter positiver erwarteter Rendite umlagert. Der grosse, schon länger anhaltende Trend ist die Inflation von Vermögenswerten bzw. die Entwertung von Papierwährungen. Und dies hat Folgen für die ultimative Inflationsversicherung: Gold war, solange es noch einen ansehnlichen Zins auf US-Staatsanleihen gab, für US-Dollar-basierte Investoren unattraktiv. Drohende Negativzinsen im US Dollar, gepaart mit der astronomischen Neuverschuldung, wecken das Interesse der US-Dollar-Investoren an Gold und verleihen dem Edelmetall Flügel. Bei all dem darf man sich fragen, wohin die beschriebenen Entwicklungen führen.

Konsequenzen für die Asset Allocation

Die Krise wird dazu führen, dass viele kleine oder weniger wettbewerbsfähige Unternehmen vom Markt verschwinden werden – sei es durch Übernahmen oder Konkurse. Dies wird sich auf dem Kapitalmarkt dahingehend äussern, dass immer mehr Investoren bei den immer weniger werdenden erfolgreichen Firmen dabei sein wollen. Jagd nach Rendite. Crowding out. Höhere Kurs/Gewinn-Verhältnisse.

Das lineare Fortschreiben von historischen Trends kann jedoch auch schnell enttäuschen. Die wohl grösste Unbekannte ist die Entwicklung eines wirksamen Impfstoffs gegen Covid-19. Derzeit befinden sich rund 160 Wirkstoffe in der Prüfung, wobei sich 6 im Endstadium befinden. Eine erste Idee in Bezug auf die Rotation zwischen Value und Growth, aber auch in Bezug auf Gold, konnten wir vor wenigen Wochen bekommen, als Russland den ersten Impfstoff zugelassen hat. Ganz unabhängig von der tatsächlichen Wirksamkeit zeigt sich die Angespanntheit der Märkte und die Vehemenz der möglichen Trendumkehr. Das Angstbarometer der Kapitalmärkte in Form des Volatilitätsindex VIX ist von den Höchstständen im März 2020 deutlich heruntergekommen, liegt aber immer noch weit über den sorglosen Tagen von Anfang 2020.

p.cettier@priopartners.ch
www.priopartners.ch