

An: CIIM Kunden
Von: SR
Datum: 08. April 2020
Betreff: COVID-19

Aktennotiz

Executive Summary

Die Krise kam für viele unterwartet und heftiger. Im Januar war Mr. Market noch der Ansicht, dass es sich bei CoV 2 respektive Covid 19 hauptsächlich um ein chinesisches Problem handelt. Ab Mitte Februar änderte sich dies scheinbar schrittweise. Aber nur die wenigsten hielten damals einen weltweiten Lockdown der Wirtschaft für möglich, welche unweigerlich zur gegenwärtigen Liquiditätskrise geführt hat.

Zum Zeitpunkt des Verfassens dieser Aktennotiz ist die Sicht noch zu diffus, um konkrete Voraussagen bis Ende Jahr zu tätigen. Was wir heute wissen:

Die versprochenen und teilweise bereits verabschiedeten Stimuli von Regierungen sowie Notenbanken werden uns noch lange beschäftigen

In Europa drohen uns deshalb

- 1) über die nächsten 20 Jahre japanische Verhältnisse,***
- 2) vorübergehender Austritt überschuldeter Länder aus der EU***
oder
- 3) eine Währungsreform***

Nimmt man die die Geldflut nach der Finanzkrise 2007/8 zu Hilfe ist durch die immense Geldmengenerhöhung mit Inflation nicht zu rechnen.

Kommt es nicht zur Lohn/Preis Spirale und Bondinvestoren verlangen nicht nach höheren Zinsen wird, wird die Inflation lediglich in den Assets (Aktien, Obligationen, Liegenschaften) preistreibend wirken.

Liquiditätskrise

„Social Distancing“ hilft die Verbreitung des CoV-2 einzudämmen, aber zu welchem Preis? Aktivitäten, welche den Kontakt von Mitmenschen verlangen sind momentan vom Tisch. Darunter hat vor allem die Reise und Freizeitbranche zu leiden, also Restaurants, Gym, Einzelhandel aber auch Transport- und Luftfahrtgesellschaften, Unterhaltungsindustrie, Hotels. Mit diesen Branchen verknüpfte Immobilieneigentümer sind vom verordneten Nachfrage-Shock besonders hart getroffen. ***Naturngemäß sind die Eintrittsbarrieren in den meisten der erwähnten Industrien tief und damit auch die Marge. Deshalb erstaunt es nicht, dass Unternehmen dieses Sektors relativ schnell der Schnauf, sprich die Liquidität ausgeht.***

Es wird nicht erstaunen, dass in diesen Industrien Konkurse und steigende Arbeitslosigkeit unvermeidbar sein werden. Können Wohnungsmieten nicht mehr bezahlt werden, trifft es die Vermieter. Ausstehende Mieten wiederum drücken auf den Wert einer Liegenschaft, welche unter Umständen die Hypotheken nicht mehr genügend sichern. Um sich im hart umkämpften Hypothekarmarkt Anteile zu sichern, sind viele Banken zu Lasten der Marge Kompromisse eingegangen. Auch wenn Banken heute wesentlich besser kapitalisiert sind, als noch zu Zeiten der Finanzkrise, steigt auch hier das Risiko einer Wertberichtigung mit jedem weiteren Tag des „Shutdowns“.

Bonds

Auch Versicherungen aller Art lecken sich die Wunden, wurden sie doch durch die Illiquidität und dem Preiszerfall an den Rentenmärkten am härtesten getroffen. Aufgrund Verordnungen und Regularien (Asset Liability Management) wurden Versicherer gezwungen entweder in Schuldpapiere mit negativen Renditen oder tieferer Qualität zu investieren. Damit hatte plötzlich der Gläubiger das Schuldnerisiko zu tragen, ohne dafür entschädigt zu werden. **Eine Abnormität sondergleichen, die zum Kapitalismus so gar nicht passt. Um diese Anomalität zu umkurven, investierte man in Papiere mit schlechterer Qualität, d.h. tieferen Ratings. Trotzdem, 10jährige BBB Obligationen rentierten am 6. März gerade mal 0.67%! Drei Wochen später betrug der jährliche Ertrag 2.14%. Je nach Industrie korrigierten Preise von High Yield Obligationen um 20% und mehr.**

Am 19. März versprach die EZB den Obligationenmarkt für Staats sowie Unternehmensanleihen unlimitiert zu stützen, „what ever it takes“! Die Obligationenmärkte erholten sich darauf leicht, aber eben nur leicht. High Yield Bonds Preise stiegen am stärksten, hatten sie doch auch am meisten gelitten. Auch hier kamen Schuldverschreibungen von Reise-, Freizeit und Einzelhandel am meisten unter die Räder. Obendrein traf es aufgrund des Konfliktes zwischen den Saudis und den Russen Papiere der Erdölindustrie besonders hart.

Rücknahmen von Bond ETF wirkten im illiquiden Bondmarkt als Brandbeschleuniger und führten zu scharfen Abschlügen gegenüber NAV. **Nach dieser Erfahrung werden sich Bondanleger fragen müssen, ob in einem illiquiden Markt ETF Anlagen künftig das richtige sind.**

Trotzdem sind dank Unterstützung der Notenbanken Obligationen vermeintlich erstklassiger Schuldner auch heute noch überbewertet.

Aktien

Bis zur Eingräsche der europäischen Notenbank hatten die Sektoren, Reise- und Freizeit, Öl- & Gas, Auto- & Teile, Versicherungen, Banken, Industriegüter, Bau- & Baumaterialien, Finanzindustrie und Immobilien Verluste von über 30% zu verzeichnen.

Die Pharma-, die Nahrungs- & Getränke sowie die Telekomindustrie schnitten Verlusten zwischen 10 und 15% vergleichsweise gut ab.

Europäische Mega Large Caps (Euro STOXX 50 Index) und Small Caps (MSCI EU Small Cap Index) haben mit -34% respektive -38% seit Anfang Jahr die rote Laterne übernommen.

Europäische Aktien sind relativ noch stärker unterbewertet als anfangs Jahr. Obwohl die Cash Flow Situation sich gewaltig verändert hat, gehen wir davon aus, dass sie dies auch absolut sind. Die meisten institutionellen Investoren investieren Index nah. Mit anderen Worten, wenn Volatilitäten durch die Decke gehen, muss Risiko abgebaut werden.

Wie wir gesehen haben, ist der Bondmarkt zu illiquide, um dies kurzfristig umzusetzen. Deshalb wurde das Risiko über den Aktienmarkt bereinigt. Diese Anpassung wurde stetig, schnell und mit viel Panik umgesetzt. In der Heidenangst nicht rechtzeitig das Risiko minieren zu können, wurde das Kind mit dem Bade ausgeschüttet und **Anlagemöglichkeiten wie schon lange nicht mehr geschaffen.**

Wir packten die Chance beim Kopf und gingen bei einem Aktienpreis von etwas über CHF 280.- eine Beteiligung bei Pharmagiganten Roche Holding AG für unseren Fonds ein. **Ansonsten haben wir in unseren Beteiligungen noch keine Änderung vorgenommen. Sobald sich aber der Staub gelegt hat, werden wir in den Portfolios sowie des Fonds ein Rebalancing vornehmen.**

Behavioral

Der Panikbarometer, die implizite Volatilität, übertraf sogar die Rekordwerte der Finanzkrise vor etwas über einem Jahrzehnt. Dazumal maß man Spitzen von deutlich über 80%. Dieses Mal schlug der Wert auf über 90% aus - Panik pur!

Zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Aktiennotiz ist die vorrausschauende Volatilität nun ziemlich genau auf die Hälfte, nämlich 46% gefallen. Es findet eine Neuorientierung statt und Mr. Market zeigt sich etwas weniger depressiv. Es findet eine erste Bodenbildung statt. Das heißt nicht, dass weitere Tiefs folgen könnten. Aber der Investorenblick ist nun wieder mehr zukunftsgerichtet, die immensen Stimuli als auch die ersehnte baldige Lockerung des Lockdowns fließen in die Überlegungen ein.

Was wissen wir?

Das Weiße Haus und der amerikanische Senat haben ein US\$ 2.2 Trillionen großes Stimulus Paket verabschiedet, welches 2x so groß ist als jenes in der Finanzkrise. Dies entspricht in etwa 10% der amerikanischen Wirtschaftsleistung.

Von Regierungen weltweit wurden bisher über US\$ 4.4 Trillionen – die Zahl ist stetig am Wachsen – gesprochen.

Was anfangs des Jahres für unmöglich gehalten wurde, findet nun ausgerechnet in der Heimat des Kapitalismus, den USA statt, nämlich die Verteilung von bedingungslosem Grundeinkommen für Jedermann.

Es kann mit Bestimmtheit gesagt werden, dass die Verschuldung in Prozenten der Wirtschaftsleistung steigen wird. Die wirtschaftlich relevanten Staaten (G20) zeigen ein relativ homogenes Bild, gemessen an ihrer Wirtschaftsleistung sind sie ziemlich hoch überschuldet – im Schnitt mit rund 89 Prozent des BIP. Die durchschnittliche Verschuldung in der EU liegt bei 86% versus einem Mittelwert von 67% weltweit.

Gut möglich, dass sich die Verschuldung nun verdoppelt. Im Vergleich zu Japan (Schuldenquote 237%) wären wir mit 172% immer noch gut aufgestellt. Bleiben die Zinsen auf einem ähnlichen Niveau wie heute, ist dies verkraftbar. Aufgrund der gestiegenen Arbeitslosenzahlen ist vorerst nicht mit dem Anziehen der Lohn/Preis-Spirale, sprich höherer Inflation, zu rechnen. Dafür drohen uns aber japanische Verhältnisse: Jahrzehntelange Deflation und tiefe Renditen an den Kapitalmärkten; trotzdem das bevorzugte Szenario.

Das weitaus unattraktivere Szenario liegt darin, dass aufgrund des immensen Angebots an Bond Neuemissionen Gläubiger nach einer höheren Entschädigung, sprich höheren Zinsen, verlangen. Dies würde stark überschuldete Staaten, wie Italien, an den Rand des Ruins und damit auch aus der EU treiben. Noch heftiger wären die Reaktionen eines Staatsobligationen-Crash. Dies würde unweigerlich eine Währungsreform auslösen.

Die Gefahr höherer Zinsen ist jedoch aufgrund der massiven EZB Interventionen gebannt – zumindest vorübergehend.

Entspannung?

Tatsächlich gibt es in China erste Anzeichen einer Entspannung aus China. So vermeldet beispielsweise der Schweizer Lift- und Rolltreppenhersteller Schindler, dass die

Produktionskapazitäten in China wieder voll ausgelastet sind. Des Weiteren soll das Express-Geschäft in der Volksrepublik im März wieder zugelegt haben, so die Finanzchefin der Deutschen Post.

Erwartung?

Wir gehen davon aus, dass

- **sich ab dem 16. April, wenn die Politik in Europa die Lage neu beurteilt, die ersten Lockerungsmaßnahmen des Lockdowns einstellen werden.** Ähnlich wie diese gestern von der österreichischen Regierung beschlossen wurde;
- **kleiner kapitalisierte Unternehmen sich schneller erholen werden;**
- **europäische Aktien schneller als amerikanische erholen werden.**

7.4.2020/sr

Disclaimer

Dies ist eine vertrauliche, rechtlich geschützte Nachricht und nur für den Adressaten bestimmt. Sollten Sie irrtümlich diese Nachricht erhalten haben, bitten wir um Ihre Mitteilung an +423 262 41 11 und die Löschung der Nachricht. Es ist nicht erlaubt, diese Nachricht zu kopieren oder Dritten zugänglich zu machen. Jede Form der Kenntnisnahme, Veröffentlichung, Vervielfältigung oder Weitergabe des Inhalts dieser Nachricht ist unzulässig.

This message may contain confidential information and is intended only for the addressee. If you are not the intended recipient, please notify the sender immediately on +423 262 41 11 and delete the message from all locations in your computer. Any disclosure, copying or us distribution of this message is strictly prohibited.