

Star Invest

Marktkommentar

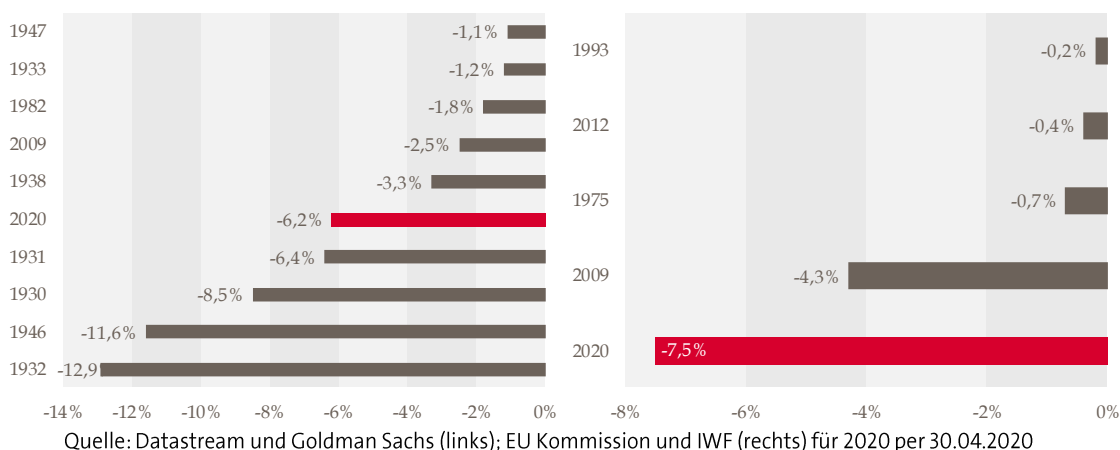
Ausgabe 4/2020

Die Weltviruskrise und ihre Folgen (Teil I)

Der wichtigste Leitindex der Weltaktienmärkte, der S&P 500 sank vor dem Hintergrund der herausziehenden Corona-Krise binnen vier Wochen bis zum 23. März um 35 %. Damit ging einer der längsten Bullenmärkte der Finanzgeschichte nach über 11 Jahren zu Ende. In Rekordzeit endete der anschließende Bärenmarkt bereits wieder nach gut 5 Wochen mit einem Anstieg von mehr als 30 %, obgleich die Volkswirtschaft der USA als Folge der „Lock down“-Maßnahmen in die tiefste Rezession seit dem Ende des 2. Weltkriegs fiel. Auch in Europa vernichtete die Virusbekämpfung das gesamte Wachstum der letzten 3 Jahre.

Historische Rezessionen in den USA und Europa

Stärkste BIP-Wachstumseinbrüche seit 1930 (USA, links) bzw. 1961 (Europa, rechts)



In den Industrieländern werden in diesem Jahr die Unternehmensgewinne zwischen 25 % und 30 % sinken. Die gewaltige Erholung an den Aktienmärkten ist das Ergebnis einer beispiellosen keynesianischen Fiskalpolitik, kombiniert mit einer bis dato unvorstellbaren geldpolitischen Flutungsaktion. Allein in den USA erreicht die Summe der geld- und fiskalpolitischen Stimuli ein Volumen von insgesamt 7.000 Mrd. USD.

Welche Risiken beinhaltet die exorbitante Ausweitung der Staatsverschuldung und der Zentralbankbilanzen für die Weltwirtschaft? Beschert uns diese Politik die Rückkehr der Inflation? Und was sind die politischen Folgen für Europa und global für den Machtkonflikt zwischen den USA und China? Wird nun in der westlichen Welt künftig mehr Staatskapitalismus oder besser gesagt Sozialismus gewagt? Mit diesen Fragen wollen wir uns im Folgenden auseinandersetzen.

Verschuldung und „moderne“ Geldpolitik

Das Volumen der angekündigten Fiskalprogramme liegt weltweit bei über 12.000 Mrd. USD. Darin sind Garantien, Zuschüsse, Kredite und Staatsbeteiligungen an Unternehmen enthalten. Dadurch wird die globale Gesamtverschuldung auf über 400 % des aggregierten Bruttoinlandsprodukts steigen.

Geplante fiskalpolitische Maßnahmen

in % BIP

Deutschland	37 %	USA	12 %
Großbritannien	18 %	Brasilien	7 %
Frankreich	18 %	Japan	21 %
Italien	44 %	China	3 %
Spanien	17 %	Südafrika	10 %

Quelle: DZ Bank, Bloomberg, Refinitiv per 30.04.2020

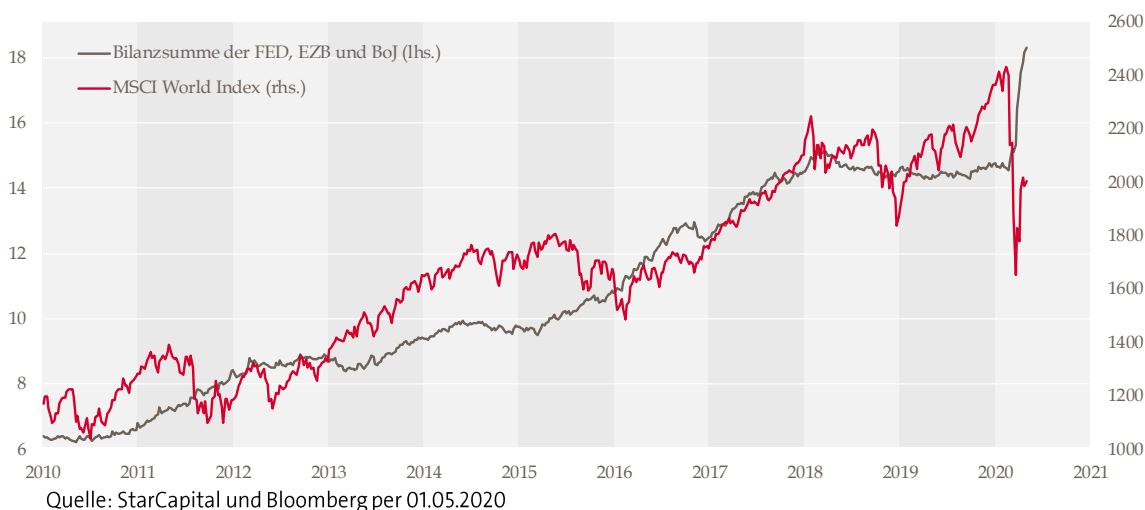
Die US-Nettoneuverschuldung, die in der Finanzkrise nie höher als 10 % war, wird in diesem Jahr auf voraussichtlich 19 % ansteigen. In den besonders schwer von dem Virus heimgesuchten südeuropäischen Ländern Italien und Spanien wird die gesamte Staatsverschuldung voraussichtlich 160 % bzw. 120 % des BIP erreichen. Deutschland schießt jedoch den Vogel ab! In einer geradezu orgiastischen Weise wird die jahrelang sorgsam gehütete „heilige Kuh“ namens „schwarze Null“ notgeschlachtet. Damit landet die Maastricht-Obergrenze von 60 % des BIP auf dem Müllhaufen der Geschichte. Berücksichtigt man jedoch auch die nicht enthaltenen Beamtenpensionen und Wohltaten in der gesetzlichen Rentenversicherung wie Rente mit 63, Mütter- und Respektrente, so landet man nicht nur bei den offiziellen 80 %, sondern eher bei weit über 100 % des BIP. Da Geld jetzt keine Rolle mehr spielt, hat man gleich das Kurzarbeitergeld auf 80 % und mehr erhöht. Eigentlich fehlt jetzt nur noch die Einführung des bedingungslosen Grundeinkommens. Aber was nicht ist, kann ja noch werden!

Es ist grundsätzlich sinnvoll, der Wirtschaft in dieser beispiellosen Krise wieder auf die Beine zu helfen, aber etwas weniger hätte wohl auch genügt. Über eine Vermögensabgabe in Form einer Reichensteuer oder eines „Corona-Solidaritätszuschlags“ wird bereits diskutiert. Aber die meisten Steuerzahler wissen, dass die Steuereinnahmen nur dann sprudeln, wenn man auch die mittleren Einkommen und Vermögen heranzieht. In der Geschichte werden Staatsschulden selten zurückbezahlt. Welch ein Glücksfall, dass die moderne Geldtheorie („Modern Monetary Theory“ MMT) in jüngster Zeit wieder aus der Mottenkiste geholt wurde. Sie liefert zumindest eine rationale Begründung, warum Japan eine gewaltige Staatsverschuldung von 240 % des BIP mit stark steigender Tendenz problemlos stemmen kann. Solange sich ein Staat nicht in Fremdwährung verschuldet, eine eigene Zentralbank besitzt und die Summe der privaten Ersparnisse von Privathaushalten und Unternehmen die privaten Investitionen weit übersteigt, gelingt es, mit einer solchen Staatsverschuldung zu leben. Problematisch wird es nur bei steigender Inflation, die mit höheren Zinsen bekämpft werden muss. Doch danach sieht es aktuell ganz und gar nicht aus!

Ausweitung der Zentralbankbilanzen

Während Europa und Japan die Leitzinsen nicht mehr senken können, weil sie schon bei null oder darunter sind, war dies der FED in den USA noch möglich. Nahezu alle Notenbanken haben jedoch ihre Anleihekaufprogramme dramatisch ausgeweitet.

Bilanzsumme der wichtigsten Notenbanken und Weltaktienmarkt



Die Zentralbanken der USA, der Eurozone, Japans und Englands sind dabei, ihre aggregierte Bilanzsumme von 25 % des BIP auf 60 % auszuweiten. Es werden jedoch nicht nur Staatsanleihen, sondern vor allem Unternehmensanleihen selbst schlechter Bonitäten aus dem „High Yield“-Segment gekauft. Die FED kauft „High Yield“-Indexfonds und die EZB akzeptiert „Fallen Angel“-Bonds, also Papiere, die unter die „Investment Grade“-Bonität gefallen sind, als Sicherheit von Banken. Die Bank von England schreckt sogar vor direkter Staatsfinanzierung nicht mehr zurück. Bisher kauften alle Notenbanken nur über den Sekundärmarkt. Mit diesen Anleihekäufen setzen die Zentralbanken den Marktmechanismus außer Kraft, manipulieren den Zins über Laufzeiten und Bonitäten hinweg nach unten und versorgen Realwirtschaft und natürlich auch die Kapitalmärkte mit Liquidität. So werden auch „Zombieunternehmen“ künstlich am Leben erhalten und es kommt zu einer Vermögenspreisinflation bei Sachwerten wie Aktien und Immobilien. Die Notenbanken halten die Anleihen bis Endfälligkeit und buchen sie dann aus. Auch Schuldenschnitte sind so relativ einfach möglich. Kritisch werden diese Anleihekaufprogramme nur dann, wenn es zu einer Inflation bei den Güterpreisen kommt.

Droht die Inflation?

Das schwache Wachstum seit der Finanzkrise, auch als „säkulare Stagnation“ bezeichnet, und die demografische Entwicklung in den Industrie- und vielen Schwellenländern hat wesentlich zu dem „disinflationären“ Trend der letzten Jahre beigetragen. Nach Vorhandensein eines Impfstoffes oder hochwirksamer Medikamente werden die aktuellen Wachstumseinbußen in den nächsten ein bis zwei Jahren wieder aufgeholt werden, ohne dass sich aber am langfristig schwachen Wachstumstrend etwas ändern wird. Da die Fiskalpolitik aktuell versucht, lediglich den Ausfall sowohl auf der Angebots- als auch auf der Nachfrageseite auszugleichen, dürfte sie kaum inflationstreibend wirken. Die stark steigende Arbeitslosigkeit wird den Druck von der Lohnseite eher dämpfen. Die dramatisch gesunkenen Öl- und Rohstoffpreise verstärken zudem die deflationären Tendenzen. Da die Konsumenten aufgrund der unsicheren wirtschaftlichen Situation ihre Sparquote eher erhöhen als senken, droht auch aus dieser Richtung keine Inflationsgefahr. Die Notenbanken weiten zwar die Geldmenge massiv aus, doch wirkt dieser Effekt wegen der sinkenden Umlaufgeschwindigkeit des Geldes nicht preissteigernd (Fishersche Quantitätsgleichung: $\text{Output} \times \text{Preisniveau} = \text{Geldmenge} \times \text{Umlaufgeschwindigkeit des Geldes}$).

Da die Coronakrise den bereits begonnenen Trend zur De-Globalisierung und stärkeren Regionalisierung der Produktion noch verstärken wird, ist jedoch aus dieser Richtung mit einer sinkenden Produktivität und tendenziell steigenden Preisen zu rechnen. Die Abkehr von der „just in time“ Produktion, stärkere Lagerhaltung und diversifizierte „sichere“ Lieferketten können prinzipiell inflationstreibend wirken. Die zunehmende Digitalisierung und „Robotics“ können jedoch dieser Entwicklung wieder etwas entgegensetzen. Grundsätzlich ist mittelfristig in 3-5 Jahren mit leicht steigender Inflation zu rechnen. Da vor diesem Hintergrund die Notenbanken die Zinsen weiter nach unten manipulieren können, ist mit anhaltender „finanzieller Repression“ zu rechnen. Ein Effekt, der den Staaten bei der Refinanzierung ihrer Schulden stark entgegenkommt.

Politische Konflikte

Im Gegensatz zur Idee der Gründerväter des Euros hat die gemeinsame Währung das Zusammenwachsen Europas keineswegs befördert, sondern erweist sich schon seit der Eurokrise 2011 als Sprengsatz für das gemeinsame Europa. Aufgrund der starken Zusammenarbeit zwischen den wichtigsten textilproduzierenden Regionen Italiens und Chinas, der Lombardei und Wuhan, war das Virus vermutlich schon Ende letzten Jahres in Italien angekommen und hat das Land schwer getroffen. Zur Katastrophe geriet die Epidemie in der Lombardei wegen des von den regierenden Populisten Salvinis heruntergewirtschafteten Gesundheitssystems und eines eklatanten Missmanagements der Krise. Um von diesen gravierenden Fehlern abzulenken, wurde umso stärker der Ruf nach mehr Solidarität laut, namentlich an die Adresse Deutschlands und der solider wirtschaftenden Länder Nordeuropas gerichtet: Jetzt seien „Eurobonds“ beziehungsweise „Coronabonds“ unabdingbar. Große Teile der deutschen Presse und viele Gutmenschen waren von dieser Idee geradezu begeistert. Zwar muss Italien dank der EZB-Käufe weniger als 2 % für seine 10-jährigen Anleihen bezahlen, doch durch die Mithaftung Deutschlands hätte man die Zinsbelastung Richtung Null drücken können. Das Durchschnittsvermögen der Italiener und ganz besonders der Lombarden liegt deutlich über dem der Deutschen. Ein Land, das seinen Bürgern ein viel früheres Renteneintrittsalter als Deutschland gönnt, seine Steuern nur unzureichend eintreibt und sich unfähige Regierungen leistet, erwartet offensichtlich vom Rest Europas subventioniert zu werden. Eine gemeinsame Währung kann ohne gemeinsame Wirtschafts- und Finanzpolitik eigentlich nicht funktionieren. Dank der EZB, die seit einigen Wochen auch überproportional viele italienische Anleihen kaufen darf, wird der Euro weiter über Wasser gehalten. Auch mit dem gemeinsam finanzierten ESM-Programm gibt es die Coronabonds de facto schon. Da sich die meisten Italiener der Vorteile des Euros sehr wohl bewusst sind, sind die Rufe auch in den letzten Tagen etwas leiser geworden. Grundsätzlich können neue Eurokrisen jedoch jederzeit wieder ausbrechen.

Auch der Machtkonflikt zwischen den USA und China beginnt wieder aufzuflammen. Der Umstand, dass sich merkwürdigerweise nur wenige Kilometer vom Tiermarkt in Wuhan, wo der Virus vom Tier auf den Menschen überggesprungen sein soll, das führende Forschungslabor Chinas befindet, das sich mit Coronaviren beschäftigt und in Rekordzeit das Virus genetisch entschlüsselt hat sowie der Tatbestand, dass China vermutlich über längere Zeit versucht hat, den Virusausbruch zu vertuschen, wirft unangenehme Fragen auf. Der Wunsch der australischen Regierung, eine unabhängige UN-Kommission möge die Umstände des Virusausbruchs analysieren, um daraus für die Zukunft zu lernen, wurde von China mit der Androhung härtester wirtschaftlicher Sanktionen beantwortet. Es ist nicht auszuschließen, dass Trump, der mit schlechten Umfrageergebnissen konfrontiert ist, den erneuten Konflikt mit China sucht, um seine Chancen auf eine Wiederwahl zu erhöhen.

Kommt der Staatskapitalismus?

Die Lufthansa als eine der effizientesten und profitabelsten Fluggesellschaften der Welt ist durch den abrupten weitgehenden Stillstand des Flugverkehrs in wirtschaftliche Schwierigkeiten geraten. In einer solchen Situation ist eine temporäre staatliche Unterstützung in Form eines Kredits, kombiniert mit einer staatlichen Beteiligung, sehr sinnvoll. Das Ziel muss es sein, dass die Lufthansa nach Ende der Krise diesen Kredit sukzessive wieder tilgt und der Staat sich mit einer entsprechenden Gegenleistung wieder

zurückzieht. Der Steuerzahler übernimmt das Risiko und muss dafür entschädigt werden. Dass in dieser Zeit Dividenden für die Aktionäre und Boni für die Mitarbeiter entfallen, ist selbstverständlich. Doch viele Politiker wollen es damit nicht bewenden lassen. Die Lufthansa soll möglichst noch eine Beschäftigungsgarantie für alle Mitarbeiter aussprechen und am besten noch aus umweltpolitischen Gründen den Kurzstreckenverkehr aufgeben. In den Aufsichtsrat sollen Politiker einziehen, vorzugsweise abgehalfterte Altpolitiker oder hoffnungslose Jungpolitiker wie Kevin Kühnert. Das Beispiel VW sollte eigentlich über die Jahre jedem vor Augen geführt haben, dass Staatsbeteiligung und große Gewerkschaftsmacht keineswegs zu ethischem und ökologischem Verhalten führt. Auch die naive Begeisterung vieler Politiker, Unternehmer und Ökonomen für den autokratischen chinesischen Staatskapitalismus lässt befürchten, dass das marktwirtschaftliche System zunehmend in Gefahr gerät. Wenn selbst ahnungslose Kirchenfürsten die Politik auffordern, den „verantwortungslosen“ Kapitalismus in seine Schranken zu weisen, ist offensichtlich Gefahr in Verzug. Vielleicht liegt die gefährlichste Spätfolge der Corona-Pandemie in dem Überhandnehmen staatsdirigistischer Eingriffe in ein Wirtschaftssystem, das weiten Teilen der Bevölkerung großen Wohlstand gebracht hat.

In der nächsten StarInvest wollen wir uns gezielt mit den Folgen der Weltcoronakrise für die Kapitalmärkte auseinandersetzen.

Bis dahin bleiben Sie gesund

Ihr Manfred Schlumberger

Besonderer Hinweis: © 2020 Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Informationen, Meinungen und Prognosen stützen sich auf Analyseberichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Diese Unterlage dient ausschließlich Informationszwecken und stellt keine Aufforderung zum Anteilerwerb dar. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung, sie geben lediglich eine zusammenfassende Kurzdarstellung wesentlicher Fondsmerkmale. Eine Gewähr hinsichtlich Qualität und Wahrheitsgehalt dieser Informationen muss dennoch ausgeschlossen werden. Eine Haftung für mittelbare und unmittelbare Folgen der veröffentlichten Inhalte ist somit ausgeschlossen. Insbesondere gilt dies für Leser, die unsere Investmentanalysen und Interviewinhalte in eigene Anlagedispositionen umsetzen. So stellen weder unsere Musterdepots noch unsere Einzelanalysen zu bestimmten Wertpapieren einen Aufruf zur individuellen oder allgemeinen Nachbildung, auch nicht stillschweigend, dar. Handlungsempfehlungen oder Empfehlungen stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder derivativen Finanzprodukten dar. Diese Publikation darf keinesfalls als persönliche oder auch allgemeine Beratung aufgefasst werden, auch nicht stillschweigend, da wir mittels veröffentlichter Inhalte lediglich unsere subjektive Meinung reflektieren. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zur bisherigen Wertentwicklung erlauben keine Prognose für die Zukunft.

Individuelle Kosten sind nicht berücksichtigt und würden sich negativ auf die Wertentwicklung auswirken. Bei einem Anlagebetrag von 1.000 EUR über eine Anlageperiode von fünf Jahren würde sich das Anlageergebnis im ersten Jahr um den Ausgabeaufschlag in Höhe von bis zu 50 EUR (5 %) sowie um zusätzlich individuell anfallende Depotkosten vermindern. In den Folgejahren würde sich das Anlageergebnis zudem um jene individuell anfallenden Depotkosten vermindern.

Alleinige Grundlage für den Anteilerwerb sind der Verkaufsprospekt, das Verwaltungsreglement, die wesentlichen Anlegerinformationen (KIID) sowie die Berichte des Fonds. Diese Dokumente sind kostenlos in deutscher Sprache bei der Verwaltungsgesellschaft, der IP Concept (Luxemburg) S.A. 4, rue Thomas Edison, L-1455 Strassen, Luxembourg, bzw. bei der Verwaltungsgesellschaft Universal-Investment-Gesellschaft mbH, Theodor-Heuss-Allee 70, D-60486 Frankfurt am Main sowie bei der Vertriebsstelle, der StarCapital AG, Kronberger Straße 45, D-61440 Oberursel erhältlich.

Hinweis: Die wichtigsten Begriffe sind im Glossar unter www.starcapital.de/glossar erläutert. Um Ihren Schutz als Anleger zu verbessern, sind wir gemäß § 83 (3) WpHG verpflichtet Telefongespräche, die sich auf die Annahme, Übermittlung und Ausführung von Kundenaufträgen beziehen, aufzuzeichnen.

Dieses Dokument stellt eine Werbung im Sinne des WpHG dar. Dieses Dokument genügt nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen und unterliegt nicht einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen. Ausführliche Hinweise zu Chancen und Risiken der dargestellten Fonds sowie steuerliche Informationen entnehmen Sie bitte dem aktuellen ausführlichen Verkaufsprospekt.

Lipper Awards from Refinitiv, © 2020 Refinitiv. Alle Rechte vorbehalten. Das Lipper Awards from Refinitiv Logo ist durch das Urheberrechtsgesetz der Vereinigten Staaten von Amerika geschützt. Jegliche Nutzung des Lipper Awards from Refinitiv Logo ohne schriftliche Genehmigung ist untersagt.

© 2020 Morningstar, Inc. Alle Rechte vorbehalten. Die hierin enthaltenen Informationen: (1) sind für Morningstar und/oder ihre Inhalte-Anbieter urheberrechtlich geschützt; (2) dürfen nicht vervielfältigt oder verbreitet werden; und (3) deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wird nicht garantiert. Weder Morningstar noch deren Inhalte-Anbieter sind verantwortlich für etwaige Schäden oder Verluste, die aus der Verwendung dieser Informationen entstehen. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.