azemos

Marktbericht & Investment Umfeld

1. QUARTAL 2023

Übersicht

› Bankenkrise erschüttert die Märkte
› Blackrock warnt vor Ansteckungsgefahren
› Kapitalmärkte vorerst kaum beeindruckt
› Edelmetalle glänzen wieder
› Auf Aktien mit hoher Qualität setzen!

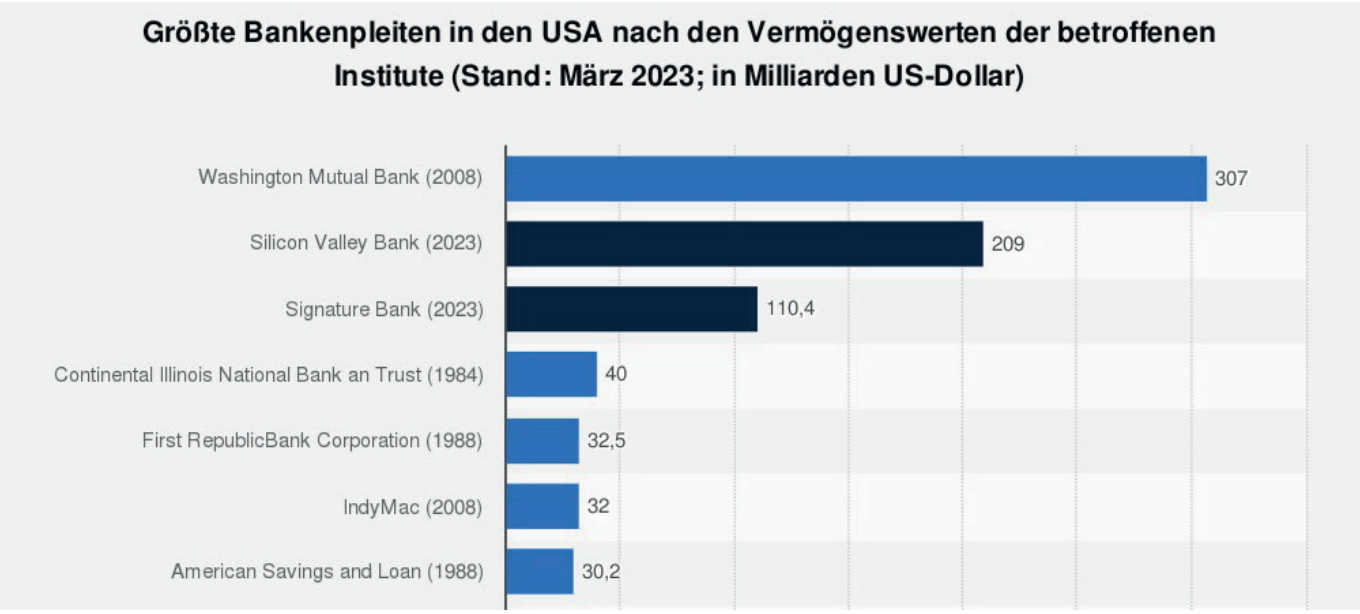
Wirtschaft, Geld & Politik

Bankenkrise erschüttert die Märkte

Das globale Finanzsystem wurde im ersten Quartal des neuen Jahres von einem schweren Erdbeben erschüttert: Die 16. grösste Bank der USA, die Silicon Valley Bank (SVB), ist zahlungsunfähig. Die SVB ist das grösste US-Kreditinstitut, das in mehr als einem Jahrzehnt insolvent wurde.

Die amerikanischen Aufsichtsbehörden ergriffen in Folge ausserordentliche Massnahmen, um das Vertrauen in das Finanzsystem zu stärken. Diese waren Teil eines hektischen Wochenendes, an dem die überraschende Schliessung der New Yorker Signature Bank und die wachsende Besorgnis über ein Übergreifen auf andere regionale Kreditinstitute und die Wirtschaft im Allgemeinen zu beobachten waren. Die massiven Eingriffe der Notenbank und staatlicher Organe scheinen eine Eskalation vorerst verhindert zu haben.

Das Ausmass der Rettungsmassnahmen dokumentiert jedoch das Ausmass an Angst und des Risikobewusstseins der Regierung und Notenbank. Eine uneingeschränkte Garantie für Kundengelder ist eine mächtige Massnahme. Kurzfristig sind die Rettungsmassnahmen nachvollziehbar und smart. Aus dem lokalen Brandherd wird vorerst kein Flächenbrand. Einen interessanten Einblick in das aktuelle Geschehen liefert der jüngste Brief an die Aktionäre des weltgrössten Vermögensverwalters Blackrock, dessen Inhalt wir kurz zusammenfassen. Der Blick eines Insiders hilft, um die Dimensionen und Auswirkungen der dramatischen Entwicklungen des Bankensystems zu verstehen.



Wirtschaft, Geld & Politik

Blackrock warnt vor Ansteckungsgefahren

Larry Fink, der Vorstandschef des weltgrössten Vermögensverwalters Blackrock, rechnet in Zukunft mit einer hartnäckig hohen Inflation und fragt sich angesichts des Zusammenbruchs der Silicon Valley Bank, ob weitere «Dominosteine» fallen könnten. Es sei aber noch zu früh, um den gesamten Schaden absehen zu können.

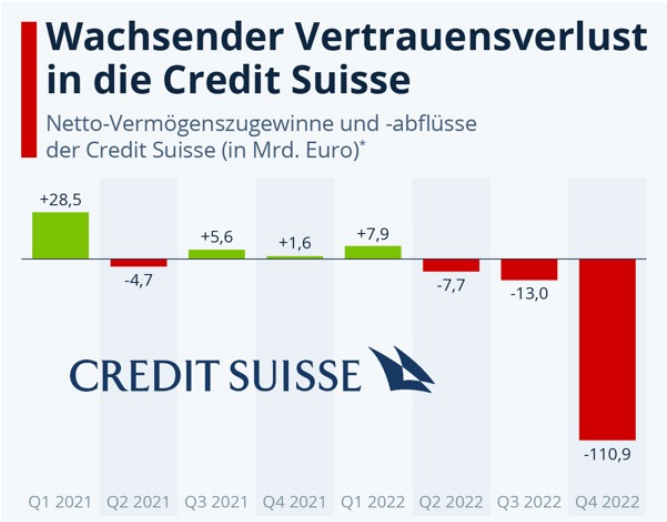
Viele Unternehmen und Staaten stünden im Zielkonflikt zwischen Preis und Sicherheit. Einige Führungskräfte entschieden sich dazu, zugunsten widerstandsfähiger Lieferketten und politischer Sicherheiten auf Effizienz und niedrige Kosten zu verzichten. Dies führe dazu, dass die Preise für Produkte mittelfristig hoch blieben und für die Zentralbanken schwieriger zu kontrollieren seien. «Daher gehe ich davon aus, dass die Inflation in den nächsten Jahren eher bei 3,5 oder 4 Prozent liegen wird», schreibt Fink in einem Brief an die Investoren und Kunden.

Fink geht auch auf den Preis des vermeintlich billigen Geldes ein und verweist auf den Zusammenbruch der SVB. Dies sei ein klassischer Fall eines Missverhältnisses zwischen Vermögenswerten und Verbindlichkeiten und eine Folge der jahrelangen Niedrigzinspolitik. Noch sei es aber zu früh, um zu wissen, wie weit verbreitet der Schaden ist.

Nahezu schlagartig schien der Markt zu erkennen, welche enormen Risiken weiter im Banksektor lauern – auch und besonders diesseits des Atlantiks. Die Kurszuwächse von zwei Monaten wurden in nur fünf Handelstagen verpulvert. Schuld daran war nicht nur die Malaise jenseits des Atlantiks, sondern mit der Credit Suisse Group auch ein europäischer Bankgigant.

An einem ereignisreichen Wochenende verleibte sich die Schweizer UBS Group (UBS) die angeschlagene Credit Suisse Group (CS) ein. Die Sache war so eilbedürftig, dass weder die CS- noch die UBS-Aktionäre befragt werden konnten. Eine Prozesslawine gegen den Deal ist damit praktisch garantiert. Durch die Fusion der beiden Bankriesen zu einer neuen Superbank dürften jedoch die Gefahren für das Finanzsystem perspektivisch weiter ansteigen – für die Schweiz und für uns Anleger. Die über ein Wochenende geschaffene UBS-Superbank hat eine Bilanzsumme von rund 1,5 Billion Euro. Das ist mehr als die doppelte Jahreswirtschaftsleistung der Schweiz, welche auf 750 Milliarden US-Dollar taxiert wird. Das groteske Missverhältnis zwischen der übergrossen Bank und der im Vergleich kleinen Realwirtschaft des Alpenstaates hat Folgen.

Der Schweizerischen Nationalbank (SNB) glaubte man diesmal noch, dass sie die taumelnde Credit Suisse retten könnte und würde, und sei es durch eine erzwungene Fusion mit dem grossen Konkurrenten UBS. Die Frage aber bleibt: Werden die Anleger in Zukunft auch an eine mögliche Rettung der neuen Superbank glauben?! Dieser Glaube ist für unser Finanzsystem zentral. Wir vertrauen darauf, dass im Fall des Falles ein Retter bereitstehen wird. Bankbosse, Politiker und Medien bestärken uns in diesem Glauben. Sie müssen es, damit das Finanzsystem weiter funktioniert.



Das Problem beginnt, wenn wir nicht mehr glauben können. Wenn Anleger anfangen zu befürchten, dass die UBS zu gross geworden ist, um selbst von der SNB in einem Finanzkatastrophenfall gerettet zu werden, wenn also aus „too big to fail“ ein schicksalsschwangeres „too big to bail“ geworden ist?! Dabei ist es streng genommen unerheblich, ob eine solche Befürchtung von Fakten gedeckt oder bloss eingebildet ist. Banken sind Institutionen, die auf Vertrauen basieren. Bröselt das Vertrauen, ziehen die Kunden ihre

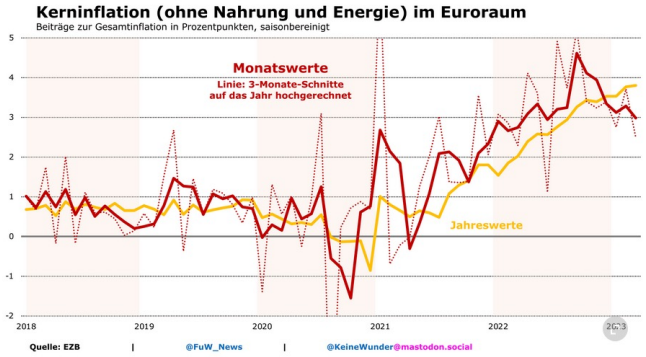
Wirtschaft, Geld & Politik

Einlagen ab und alle Stresstests sind Makulatur. Die Deutsche Bank warb einst mit dem Slogan «Vertrauen ist der Anfang von allem» – auch umgekehrt wird ein Schuh daraus: Misstrauen ist der Anfang des Untergangs. So war es bei der Credit Suisse. Über Monate verlor die Bank Einlagen, dann kam der Zusammenbruch. Anleger werden genau beobachten, wie sich das Einlagengeschäft der UBS entwickelt.
Der Aktienkurs gibt Auskunft über das aktuelle Urteil des Marktes. Für jede Bank ist Vertrauen das wesentliche Kapital, auf dem sich buchstäblich ihre Existenz gründet. Gefährlich ist die Situation für die Branche allemal, weniger aufgrund toxischer Wertpapiere in der Bilanz eines einzelnen Instituts als aufgrund der jahrelangen Niedrigzinspolitik mit anschliessender brachialer Zinswende, insbesondere in den USA, die einigen Flurschaden in den Bankbilanzen verursacht hat. Auch die Hilfe von Fed und EZB hatte einen Preis, der nun immer sichtbarer wird. Da ist es fast schon billig, ein systemisches, von der Geldpolitik selbst erzeugtes Risiko einzelnen Banken in die Schuhe zu schieben.

Kapitalmärkte

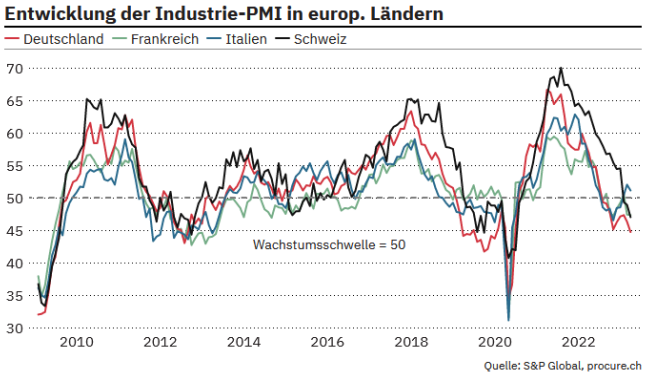
Der Weltaktienmarkt legte auf +5,83 % seit Jahresbeginn zu. Aufgrund seiner Grösse leistete der US-amerikanische Aktienmarkt im Monatsverlauf einen signifikanten Beitrag zur Entwicklung des Weltaktienmarktes: Der S&P 500 EUR legte auf +5,46 % seit Beginn des Jahres zu. Der breite europäische Aktienmarkt, gemessen am EuroSTOXX 50 EUR, entwickelte sich mit +12,4 % im ersten Quartal positiv. Der deutsche Aktienindex DAX beendete die ersten drei Monate ebenfalls im Plus mit +12,25 %. Auf Sektorenebene legten insbesondere Technologiewerte zu: So gewann der STOXX Americas 600 Technology in EUR +23,62 % seit Beginn des Jahres. Dahingegen gehörten Bankenwerte zu den schwächsten Sektoren: Der STOXX Americas 600 Banks NR in EUR verlor -10,85 % im ersten Quartal. Der banklastige Schweizer SMI verlor rund 0,5 % im 1. Quartal 2023.

Gemessen an geopolitischen Ereignissen, radikal steigenden Zinsen, hartnäckiger Inflation und jüngsten Bankereignissen samt Krisenanstrich, verhalten sich die Aktienmärkte erstaunlich ruhig und stabil. Rezessionsangst oder gar Sorge vor einem Systemcrash sehen anders aus. Dank gestiegener Zinsen kann man auch nicht mehr pauschal die Alternativlosigkeit als Grund für Aktienkäufe benennen. Es überwiegt vielmehr die Sorge, steigende Märkte zu verpassen, die die Anleger in die Märkte zieht, verbunden mit der Hoffnung, dass das mit der Inflation und den Zinsen schon nicht so schlimm werde.
Die Inflation kommt – oberflächlich betrachtet - ja auch bereits zurück und die Kreditzinsen sind trotz der Anstiege im historischen Vergleich immer noch niedrig. In gewisser Weise wird hier das Verhalten der letzten Jahre fortgeschrieben, obwohl eine Zeitenwende real scheint. Insofern sind auch wieder volatilere Marktbewegungen zu erwarten, da je nach Nachrichtenlage und Entwicklung an Inflations- und Zinsfront zwischenzeitliche Neubewertungen und Favoritenwechsel erfolgen. Denn weder eine dauerhaft hohe Kerninflation noch eine Rezession sind aktuell in den Kursen eingepreist und beides stellt eine reale Gefahr dar.

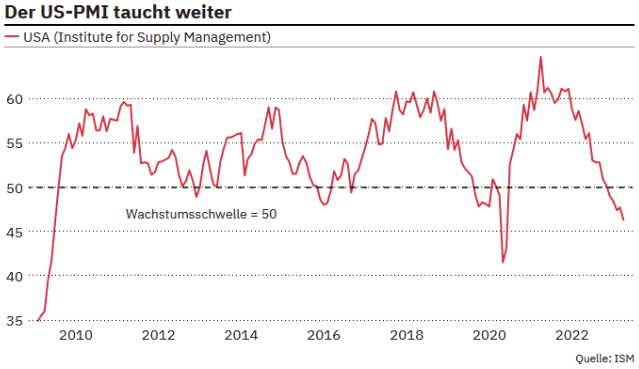


Wirtschaft, Geld & Politik

In einer Rezession fallen üblicherweise die Unternehmensgewinne um 15-20 %, aktuell herrschen im Markt positive Gewinnerwartungen für die beiden kommenden Jahre vor. Gemessen an den Analystenerwartungen erscheinen aktuell Asien und Europa sehr günstig bewertet, die USA auf durchschnittlichem Niveau. Sollten Rezessionssorgen die Stimmung an den Märkten dominieren, könnten die Aktienkurse signifikant zurückkommen.



Obwohl die USA unverändert die attraktivste Volkswirtschaft sind, könnte es US-Aktien treffen. Gründe können neben der relativ hohen Bewertung vor allem potenzielle politische Streitigkeiten im Mai/Juni über die Schuldengrenze sein. Europa ist zwar günstig bewertet und hat somit einen Puffer, allerdings ist die wirtschaftliche Lage auch angesichts fehlenden politischen Handelns und anhaltender Kriegsdauer als schwieriger einzustufen. Chinesische Aktien erscheinen auch sehr günstig, aber hier gibt es ebenfalls zu berücksichtigende politische Aspekte.



Kurzfristig bleiben die Szenarien faktisch ungewiss und eine Prognose für die globale Aktienmarktentwicklung schwierig. Mittel- bis langfristig dominieren jedoch unverändert die positiven Aspekte, zumindest für ausgewählte Regionen und Geschäftsmodelle. Während Aktienindizes vielleicht eine volatile Seitwärtsbewegung droht, sind doch aufgrund struktureller Veränderungen in der Welt die Themen für langfristige Investoren gesetzt. Selektiv für Branchen und für Einzeltitel gibt es vielversprechendes Wachstumspotenzial, was ein Durchhalten auch in einer eventuell unruhigeren Marktphase erleichtert.

Asset Allocation & Investmentstrategie

Basisszenario: Crack-up-Boom

Angesichts der vielfältigen Problemlagen zwischen Krieg und Bankenkrise erscheint die Robustheit der Aktienkurse erklärungsbedürftig. Möglicherweise ahnen die Märkte aber auch schon, dass sich die Notenbanken in eine Sackgasse begeben haben und Kontoguthaben keine ernsthafte Anlagealternative zu Aktien oder Gold ist. Wir haben solche sogenannten Crack-up-Booms immer wieder beobachten können, zuletzt in Argentinien.

Die Anleger flüchten auf der Suche nach Werthaltigem aus dem Geld und landen dabei unter anderem in Aktien, vorzugsweise solcher Unternehmen, die eine realistische Chance haben, eine Grosskrise zu überstehen. Eine solche Katastrophenhausse wäre – schon der Name sagt es – nicht Ausdruck eines intakten Umfelds, sondern entsteht gerade deshalb, weil das Umfeld, insbesondere das Geldwesen, zerrüttet ist.

Gold – der externe Revisor des Bankensystems

Dass in einem wackligen Banksystem zunehmend über das Gegenparteirisiko nachgedacht wird, ist auch an der anhaltenden Stärke des Goldes und insbesondere des Bitcoins zu erkennen. Durch die anhaltend hohe Inflation sind der Fed zudem immer noch die Hände in der symbolträchtigen Zinspolitik weitestgehend gebunden.

Mit einer Kehrtwende würde sie ihre Glaubwürdigkeit in Sachen Geldwertstabilität, von der man in unseren traditionellen Geld-Systemen ohnehin nicht ernsthaft sprechen kann, restlos verspielen. Allerdings hat sie zuletzt ihre Bilanz wieder verlängert, also die Geldmenge ausgeweitet, obwohl der Zins im Schaufenster weiter erhöht wurde. Wenn wir in eine tiefe Rezession geraten, bedeutet das auch den Ausfall von Schuldnern mit entsprechenden Effekten für die weitere Wirtschaftstätigkeit und für die Bankbilanzen. Gerade weil alles mit allem zusammenhängt, ist die Versuchung gross, nach einem sicheren Hafen in jenen Assets zu suchen, für die es kein Gegenparteirisiko gibt und die zudem – im Vergleich zum Aktienmarkt – noch immer vergleichsweise günstig sind.

Mit „günstig" sind hier allerdings nur die Kursrelationen im Vergleich zu den relativen Preisspitzen der Vergangenheit gemeint, da sich vor allem der Bitcoin jeder echten Bewertung entzieht.

Gold-Unze in USD

Bei Gold ist Vertrauen Programm

Nur muss es hier nicht künstlich erzeugt werden, es ist einfach da. Jedes Kind weiss intuitiv, dass physisches Gold eine Finanz- und Bankenkrise locker überstehen wird. Gold überlebt Krisen nicht nur, es geht gestärkt aus ihnen hervor. Das gilt besonders in Relation zur Konkurrenz des Goldes, einem schier unüberschaubaren Meer aus Buch- und Papiergeld. Es war daher nur konsequent, dass der Goldpreis auf die Zweckehe bzw. Zwangsheirat zwischen UBS und CS mit einem weiteren Kurssprung reagierte. Gold bleibt ein wichtiger Baustein der strategischen Vermögensaufteilung. Denn so wenig, wie sich auf Dauer künstliches Vertrauen in das Papiergeldsystem schaffen lässt, so wenig lässt sich natürliches Vertrauen in Gold auf Dauer künstlich zerstören.

Asset Allocation & Investmentstrategie

Goldminen historisch günstig bewertet

Goldminen haben in den vergangenen Monaten weiter erheblich von den hohen Margen profitiert, die Fundamentaldaten verbessern sich weiterhin konstant, auch wenn wir die Problematik der Kosteninflation im Blick behalten müssen. Der Goldminensektor ist neben dem Öl- und Basismetallsektor aktuell das Segment mit dem höchsten freien Cashflow im S&P 500. Die positiven Fundamentaldaten stehen im Widerspruch zu den Bewertungen.
Goldminen sind aktuell ähnlich bewertet wie im Jahr 2000, als der Goldpreis noch bei 250 USD je Unze notierte – ein schwer zu erklärender Zustand, der allerdings auch erhebliches Aufholpotenzial für die Goldminenaktien bietet. Wir sehen in diesem Sektor grosse Chancen.

Nach wie vor unentbehrlich sind Investitionen Infrastruktur-Anlagen:

Stabile, langfristige Geschäftsmodelle, Konjunkturunabhängigkeit und Krisenresistenz sorgen für nachhaltige positive Entwicklungen. Wir investieren in die Wasser-, Energie- und Telekommunikations-Infrastruktur, in Transport- und Umschlagplätze-Unternehmen sowie in die Versorgung und Umweltdienstleistungen.

Unternehmen mit Preissetzungsmacht sind erste Wahl

Bei der Titelselektion konzentrieren wir uns weiterhin auf Qualitätsunternehmen mit robusten und krisenresistenten Geschäftsmodellen und attraktiven Bewertungen, die auch im aktuellen makroökonomischen Umfeld bestehen können. Wir haben in diesem Zusammenhang unsere Qualitätskriterien für Aktien überarbeitet und weiter verfeinert. In einem stagflationären Umfeld, d.h. bei gleichzeitigem Auftreten von hoher Inflation und wirtschaftlicher Stagnation, rücken folgende Attribute bei der Aktienauswahl in den Vordergrund:

› hohe und stabile Margen
› gesunde Bilanz mit niedriger Verschuldung und hoher Liquidität
› stetiges und berechenbares Umsatz- und Gewinnwachstum
› robustes Geschäftsmodell mit nachhaltigen Wettbewerbsvorteilen
› ehrliches und integres Management mit starker Eigentümerorientierung und aktionärsfreundliche Kapitalallokation

Herzliche Grüsse
Ihr azemos-Team

Reinhard Stäuble
Tel. +41 52 633 60 01
E-Mail: r.staeuble@azemos.ch