

SIGLO Timeout Nr. 108 – Stand der Dinge anfangs Mai 2020

Inhalt

Analog zu den letzten beiden Timeouts versuchen wir, eine möglichst aktuelle Übersicht über Aktien- und Kreditmärkte zu gewähren und einige Entwicklungen zu kommentieren. Anders als zuvor lassen wir es bei liquiden Märkten und Indizes bewenden und gehen dafür etwas genauer auf unsere Beobachtung ein, nach der sich die positiven Renditen der letzten Wochen und einige haarsträubende makroökonomische Daten stark widersprechen. Wir verzichten erneut auf Prognosen, unternehmen aber diverse Erklärungs- und Interpretationsversuche.

Traditionelle Anlagen bis 8. Mai 2020

Zuerst wieder der Blick auf die traditionellen Anlageklassen, wobei wir grosszügig runden: Der SMI gewinnt im April 3.4% und verliert seit Anfang Jahr -8.9% in CHF. Der MSCI World in USD legt im April um 10.8% zu und liegt seit Jahresstart bei -12.6% (vor allem dank US-Large Caps). Anleihen im Barclays Global Corporate Index gewinnen im April 4.7% hedged in USD, was 2020 bisher rund -0.5% impliziert und IG-Staatsanleihen erzielen gemäss FTSE WGBI hedged in USD im April 0.9% und 4.5% für das bisherige Jahr (auch dank USD-Titeln). Der SBI AAA-BBB rentiert im April mit 1.8% in CHF, was zu rund 0.3% Rendite seit Jahresbeginn führt.

Wow, was für eine Aktienrally

Die Rally, welche Ende März begann, setzte sich im April kontinuierlich und heftig fort. Interessanterweise am stärksten unter den marktkapitalisierten Aktienindizes, welche oft von wenigen Grossfirmen getrieben sind, aber trotzdem von vielen Medien als Abbild der Wirtschaft dargestellt werden. Sei es in der Schweiz die grossen drei mit Nestle, Novartis und Roche, oder in den USA die technologielaastigen FANGMAN Titel. Es drängen sich zahlreiche Fragen auf, die wir weder auflisten noch beantworten können. Daher nur stichwortartige Gedanken dazu:

1. Bilden Large Caps wirklich die wirtschaftliche Situation in ihren Domizilen ab? Von drei kursmässig wenig gebeutelten Titeln aus zwei kaum betroffenen Branchen auf die über 600'000 anderen Firmen in der Schweiz zu schliessen, erscheint uns verfehlt. Wir haben zudem schon in früheren Timeouts gefragt, ob Unternehmen, welche mehr als 95% des Umsatzes im Ausland erzielen, wirklich als

Schweizer Firmen zu sehen sind. Steuerlich gesehen natürlich schon und auch in Bezug auf zahlreiche wichtige Arbeitsplätze, was uns alle freuen sollte, aber sonst? Analoges gilt auch für Konzerne wie Google, Microsoft, Amazon, Netflix oder Apple, die im Weltmarkt agieren und auch im globalen Wettbewerb stehen, oft sogar gegeneinander.

2. Der Kontrast zwischen erfolgsverwöhnten und als stabil gesehenen Large Caps und zahllosen, oft unbekannteren Small Caps wird in den USA deutlich sichtbar, wenn man sich die Rendite des Russell 2000 ansieht, der in 2020 bisher bei -20.3% steht. Und selbst die Titel im Russell Index sind gross im Vergleich zu den vielen Microcaps und Einzelfirmen, von denen wohl einige die Segel streichen werden, wenn sich die wirtschaftliche Lage nicht bald und stark verbessert.

3. Kein Land der Welt wirkt so gegensätzlich wie die USA heute und ist politisch wie auch wirtschaftlich gespalten. Der NASDAQ Index liegt 5% im Plus und der S&P 500 verliert mit rund -8.7% weniger als diverse andere Länderindizes. Gleichzeitig stieg die Anzahl Arbeitsloser in wenigen Wochen bis 17. April von unter 4% auf fast 15% und dürfte in einigen Wochen wohl deutlich über 20% liegen (insbesondere, wenn alle Anträge korrekt erfasst worden sind). Kein guter Wert für die Volkswirtschaft, deren BIP zu 70% vom inländischen Konsum abhängt.

4. Könnte die Rally der Large Caps bereits als Erwartung im Markt für steigende Inflation, insbesondere Asset Price Inflation, interpretiert werden? Oder ist es eher der Versuch vieler Anleger, sich in wachsenden Firmen vor einer drohenden Deflation zu schützen?

Es geht bisher nicht weit unter Null

Das Renditepotenzial von Staatsanleihen im Umfeld von Null- oder gar negativen Zinsen bleibt bisher limitiert, weil offenbar selbst die praxisfernen Notenbanker erkennen, dass uns ihr heiss geliebtes Zinswerkzeug diesmal nicht mehr aus dem Schlamassel holt. Wer unter dem Stichwort «Save Haven» an stabile nominale Werte denkt, hat bisher Recht, aber wer sich einen Schutz vor fallenden Aktienkursen erhoffte, lag ausser in den USA falsch.

Wir können uns heute nicht vorstellen, wie sich Zinsen in westlichen Ländern in nächster Zeit in irgendeine Richtung bewegen sollen. Falls sie steigen, dürfte die Schuldenlast jegliches Wachstum im Keim ersticken (man denke an Reinhart und Rogoff Studien), und wenn sie fallen, ist das heutige Finanzsystem wohl nicht mehr aufrecht zu erhalten. Uns kommt spontan nur eine weisse Flagge mit dem rotem Punkt in den Sinn...

Investment Grade Anleihen

Der BGA Index für globale IG-Unternehmensanleihen liegt wie erwähnt bisher bei -0.5% in USD in 2020. Die Anleger scheinen sich auf die staatliche Unterstützung zu verlassen und kaufen eifrig IG-Anleihen mit leicht höheren Risikoaufschlägen als vor der Krise, wohl in der Hoffnung, attraktive Deals zu tätigen. Das Emissionsvolumen bis Ende April für IG-Anleihen sprengt alle Rekorde, und die von Anlegern dafür geforderten Spreads bleiben für unseren Geschmack dürftig. Z.B. Boeing gelang es, am Kapitalmarkt USD 25 Mrd. unbesicherte Anleihen (mit IG-Rating) für rund 4-5% aufzunehmen. Ja, Boeing ist die Firma, welche abstürzende Flieger baut und verkaufen möchte, in Zeiten wo niemand fliegen darf/will, und die vorher für Milliarden eigene Aktien zurückkaufte und damit die mittlerweile gefeuerte Führung vergoldete.

Wir begrüssen es, dass viele Firmen den Weg über den Kapitalmarkt suchen und nicht nur passiv auf Geld von ihrer Regierung oder der Zentralbank warten. Gleichzeitig fragen wir uns aber schon, worin genau die Attraktivität liegt, Anleihen von Firmen zu zeichnen, die in Kürze auf non-IG-Niveau heruntergestuft werden dürften, und dies in einem bereits seit Jahren unter Druck stehenden Sektor, der

seit Ausbruch der Coronakrise erst Recht um seine Existenz kämpfen bzw. bangen muss.

Uns kommt als plausible Erklärung eigentlich nur in den Sinn, dass die Käufer das Risiko dieser Titel praktisch gleich setzen mit demjenigen der Staatsanleihen und deshalb auch nur eine geringe Risikoprämie fordern. Wenn Staaten effektiv alle IG-Emittenten retteten, wären die tiefen Risikoprämien ökonomisch korrekt (bei rein nominaler Betrachtung. Real wird's komplizierter, weshalb wir an dieser Stelle auf die Diskussion verzichten müssen). Vielleicht ist die Lösung aber noch naheliegender, wenn sich nämlich einige Anleger nicht für Ökonomie und Märkte interessieren, sondern nur für passive und kostengünstige Umsetzungen ihrer strategischer Quoten.

HY-Bonds und Loans

Senior Secured Loans (SSL) gewinnen im April gemäss CSLLI 4.3% in USD, was den Verlust bisher in 2020 auf -9.5% senkt. Die in der Regel unbesicherten und historisch mit viel tieferen Recovery Rates behafteten HY-Bonds legten um 5.0% zu, was für das Jahr einen Verlust von -8.6% per Ende April 2020 ergibt. Obwohl wir auch hier von einer kleinen Rally sprechen, wirkt die Erholung gegenüber den Aktien sehr bescheiden. Was soll das?

Sollen wir die Vorstellung von Risikoprämien (Betas) in Abhängigkeit ihrer Position in einer normalen Kapitalstruktur einer Firma über Bord werfen? Naja, Kritik scheint uns zwar angebracht denn je, aber gleichzeitig sollte man bekanntlich das Baby nicht mit dem Bad ausschütten. Es gibt nämlich schon Gründe, welche die aktuelle Situation zumindest plausibilisieren könnten. Auch hier begnügen wir uns mit Stichwörtern, Thesen und offenen Fragen, um den Rahmen nicht zu sprengen.

1. HY-Bonds verlieren in 2020 weniger als Loans? Die Chancen, dass (einige) US HY-Schuldner und Titel in den Genuss staatlicher Unterstützungen durch Käufe am Primär- oder Sekundärmarkt kommen, ist grösser als bei Loans. Hinzu kommt, dass das heutige Universum der HY-Bonds kleiner und unter Berücksichtigung der Fallen Angels auch weniger riskant ist. Wir zweifeln aber, dass dies ausreicht, um die signifikant tieferen Recovery Rates von HY-Anleihen vs. Loans

wettzumachen oder um künftige Ausfallraten in deutlich engeren Grenzen zu halten.

2. Aktienindizes verlieren weniger als non-IG-Kreditindizes? Was den Vergleich von non-IG-Krediten mit den Aktienmärkten angeht, verweisen wir auf ein obgenanntes Stichwort; Large Cap Bias. Keine Large Cap Firma der Welt muss heute zu non-IG-Konditionen Kredite aufnehmen und bei Banken oder dem Staat dafür betteln. Wir sollten also eher Small Cap Indizes wie den Russell 2000 mit non-IG-Kreditindizes vergleichen, weil die Überlappung der erfassten Firmen höher und deren Ausgangslage ähnlicher sind. Wenn wir das tun, erkennen wir, dass Kreditindizes weniger stark unter die Räder kamen als entsprechenden Small Cap Aktienindizes, womit die altbewährten Theorien wenigstens wieder in einem etwas besseren Licht erscheinen.

Ausblick

Verfallsrenditen für SSL-Anlagen liegen Ende April 2020 über 8.0% in USD. Damit würden Ausfälle verkräftet, die um ein Vielfaches höher ausfallen als je zuvor, selbst wenn die Recovery Rates abnehmen und auf 50% fielen. Die Marge zwischen dem winkenden Ertrag (Rendite auf Verfall) und dem Risiko (Loss Rates) ist also so hoch wie seit 2008 nicht mehr. Ob das reicht, werden wir sehen. Wir denken jedoch, dass vieles dafürspricht.

Wir kennen zwar kein äquivalentes Margenkonzept für Aktien, aber auf uns wirken Large Cap Bewertungen heute vor allem in den USA im Schnitt optimistischer als für Kredit.

Weiter haben wir den Eindruck, dass die Gegensätze zwischen makroökonomischen Daten und Aktienmarktbewertungen selten so ausgeprägt waren wie heute. Natürlich widerspiegelt der Aktienmarkt nach wie vor aggregierte Erwartungen für die Zukunft und keine nachgelagerten Makrodaten. Aber wir fragen uns schon, wie positiv Erwartungen heute sein können, wenn man an die Ratingherabstufungen oder bereits erlittene sowie drohende Umsatzeinbrüche für viele Firmen denkt. Weiter gilt zu beachten, dass die Q1-Daten nur eine Vorspeise im Vergleich zu den Q2-Daten sein dürften, welche eine längere Zeit mit Lockdown abbilden.

Selbst unter Berücksichtigung der genannten Plausibilisierungsargumente fällt es schwer zu verstehen, wieso sich Teilnehmer an den Aktien- und IG-Kreditmärkten nicht mehr für miserable Fundamentaldaten der Wirtschaft interessieren und trotz der haarsträubenden News weiter kaufen. Wir denken nicht nur an verlorene Jobs, sondern an drohende Kreditausfälle (Moody's und S&P sowie etablierte Manager rechnen mit Ausfallraten auf non-IG-Krediten von je 6-10% in 2020 und 2021, wobei die Summe beider Jahre oft zwischen 15-18% liegt), an Ausbildungslücken junger Leute, an kaputte Wertschöpfungsketten, irreversible Anpassungen im Alltag oder in den Reisegewohnheiten, usw.. Einstein sagt zwar, man müsse die Welt nicht verstehen, sondern sich nur darin zurechtfinden. Aber uns nähme es trotzdem wunder, worauf die Käufer ihr Vertrauen für ihre US Large Caps und ihre IG-Anleihenengagements bauen.

SIGLO Capital Advisors AG

berät Sie bei der Implementierung von Anlagestrategien und unterstützt bei der Selektion und der proaktiven Überwachung individueller Lösungen,

liefert Ihnen eine massgeschneiderte Beratung zur optimalen Ausrichtung, Verwaltung und Leistungsbeurteilung Ihrer Anlagen,

bietet Ihnen konkrete und adressatengerechte Analysen und Handlungsempfehlungen,

ist zu 100% im Besitz der Partner und hat keine Bindungen zu anderen Finanzinstituten

www.siglo.ch / contact@siglo.ch

