

Investment Outlook 2019

Bridge over Troubled Water

About the Long Road to Debt and Inflation

2018: Established Political Parties under Pressure ...

Politische Bewegungen, die dem Establishment den Kampf ansagen, haben es momentan relativ einfach, im Lager der Unzufriedenen Stimmen zu angeln. Eine stabile, handlungsfähige Regierung zu bilden, wird derweil immer schwieriger. Das italienische Volk wählte bei den Parlamentswahlen die 5-Sterne-Bewegung zur stärksten Kraft. Giuseppe Conte (parteilos) ist neuer Ministerpräsident. Aufgrund politischer Differenzen konnte in Deutschland die Koalitionsregierung erst sechs Monate nach der Bundestagswahl ihre Arbeit aufnehmen. Der neue Ministerpräsident Spaniens heisst Pedro Sánchez (Sozialist). Die vorherige Regierung hatte ein Misstrauensvotum nicht überlebt. Der erst 2017 feierlich gewählte französische Präsident Emmanuel Macron sieht währenddessen seine Zustimmungswerte in den Keller sinken; landesweite Protestaktionen der sogenannten „Gelbwesten“ bremsen seinen Reformeifer. Mexiko wählte den Linksnationalisten Andrés Obrador zu ihrem neuen Staatsoberhaupt. Aus den Wahlen in Brasilien ging Jair Bolsonaro (rechtskonservativ/neoliberal) als Sieger hervor. Wie gespalten die USA ist, zeigt sich an den Resultaten der Midterms. Die Demokraten erlangten wieder die Mehrheit im Repräsentantenhaus. Der Senat bleibt unverändert von den Republikanern dominiert. Für Donald Trump wird es schwieriger werden, seine Positionen durchzusetzen und seine Versprechungen einzulösen. Auch im Brexit-Prozess fällt vor allem eines auf: die grosse Uneinigkeit im Land. Ein bestialischer Mord, verübt an einem Journalisten im saudischen Konsulat in Istanbul, sorgte für Entsetzen und kratzt am Image Saudi-Arabiens.

... Stock Markets fall

Das Gezänke in der Politik und die einsetzende Verunsicherung bezüglich der Wirtschaftsaussichten führten gegen Ende 2018 zu stark fallenden Preisen von Investments mit höheren Risiken. Vorherige Aktienhighflyer wie Facebook verloren kräftig. Noch viel schlimmer erging es der Kryptowährung Bitcoin mit einem Jahresverlust von 75%. Von grossen Währungsturbulenzen wurden u. a. die Länder Argentinien und Türkei erfasst. Gerade auch wegen des beschleunigten Währungszersfalls schraubten alle drei grossen Ratingagenturen die Bonität der Türkei noch weiter in den Spekulationsbereich zurück. Passend zur Stimmungslage verbilligte sich das Rohöl (Sorte Brent: -8.8% | Jahresschluss: USD 55). Gold gereichte es auch nicht zu viel Glanz (Unze in USD: -2.7% | Jahresschluss: USD 1'285). Bei Zinsanlagen schwankten die Gesamterträge je nach Währung und Risiko mehrheitlich in relativ engen Bandbreiten zwischen leicht negativ und leicht positiv. Das Jahr 2018 wird als schwaches Anlagejahr in die Geschichte eingehen.

U.S. Government Shutdown – World Economy weakens

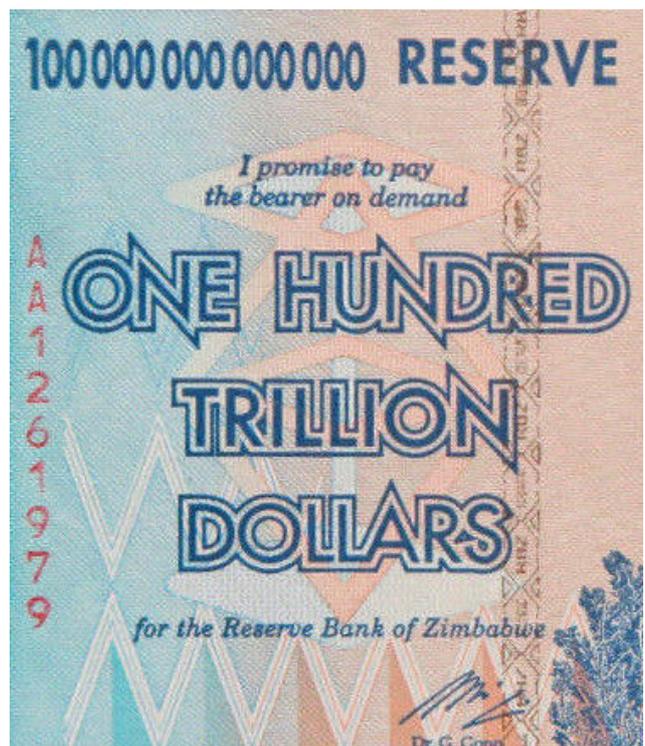
US-Präsident Donald Trump empfahl seinen Followern Ende 2018 eindringlich zu Börsenkäufen. Dies, nachdem die Leitindizes innert kürzester Zeit stark gefallen waren. Wenige Tage zuvor, am 22. Dezember 2018, hatte der längste Regierungshutdown aller Zeiten begonnen. Die Demokraten waren nicht bereit, die Kosten für eine vom Präsidenten gewünschte Grenzmauer zu Mexiko in das Budget aufzunehmen. Erst nach fünf Wochen einigte man sich auf einen Zwischenetat. Dieser offen ausgetragene Disput fällt in eine ungünstige Zeit. Gemäss dem jüngsten „Beige Book“ der US-Notenbank Fed scheint der Optimismus bei vielen Unternehmen zu schwinden, was u. a. auf höhere Kurzfristzinsen, fallende Energiepreise und eine wachsende Unsicherheit, sowohl im Handelsbereich wie auch in der Internationalen Politik, zurückzuführen ist. Auch der Internationale Währungsfonds (IWF) stellt in seinem Wirtschafts-Update (Januar 2019) eine Abschwächung der Weltwirtschaftsexpansion fest und reduziert seine Prognosen dementsprechend. Die Gefahr konjunktureller Rückschläge hat spürbar zugenommen. Angesichts der Risikoherde erachten wir die IWF-Wirtschaftsprognosen als ambitiös (2019: +3.5% | 2020: +3.6%).

Tremendous Global Debt – Fear of Interest Rates Hikes

Die Welt schiebt einen riesigen Schuldenberg vor sich her. Gemäss dem International Institute of Finance (IIF) wuchsen die Schulden allein seit 2016 um USD 27 Bio. (+12%) auf USD 244 Bio. (Q3/2018), was 318% der Weltwirtschaftsleistung entspricht. Mit diesem Schuldenturm ist ein enormes Refinanzierungs- und Zinsänderungsrisiko verbunden. Sobald die in weiten Teilen der Welt (rekord-)tiefen Zinsen steigen, wird dies zu einem sehr ernstesten Problem werden. Argentinien ‚musste‘ der IWF 2018 mit einem Rettungspaket (Stand-by Arrangement) in der Höhe von ca. USD 56.3 Mrd. zur Hilfe eilen. Gut haben es die, die in Krisensituationen auf Beistand hoffen/zählen dürfen („Stand by me“). In den meisten etablierten Wirtschaftsnationen halten sich die Notenbanken mit Zinserhöhungen zurück, weil sie neue Verwerfungen befürchten.

The Power of Inflation

Mit der Steuerung der Zinshöhe nehmen die Notenbanken massgeblich Einfluss auf die Kreditmärkte und somit die Konjunktur. Was aber den Zinssatz in freien Märkten entscheidend determiniert, ist die Inflation im jeweiligen Währungsraum. Im Normalfall wird niemand freiwillig einem Kreditnehmer Geld ausleihen, wenn der Zins nicht mindestens den erwarteten Kaufkraftverlust durch die Teuerung über die Vertragslaufzeit kompensiert. Obwohl die Inflation in einen normalen Schwankungsbereich zurückgekehrt ist, beeinflussen viele Notenbanken die Zinssätze immer noch künstlich. Noch nie zuvor hat es in der Geschichte eine vergleichbare Niedrigzinsphase gegeben. In einer realen Kaufkraftbetrachtung nimmt das Vermögen des Zinssparer (oftmals zur Gruppe der ‚Risikoscheuen‘ gehörend oder Kleinsparer) z. B. in der Schweiz, in Deutschland oder in Japan kontinuierlich ab. Die Verfallrendite 10-jähriger Schweizer Staatsanleihen betrug Ende 2018 -0.24%; dies bei einer Jahresdurchschnittsteuerung 2018 von +0.9% (2017: +0.5%). Fortgeschritten im geldpolitischen Anpassungsprozess ist hingegen die amerikanische Notenbank. Sie hat die Kurzfristzinsen in mehreren Schritten über die aktuelle Inflationsrate angehoben, zuletzt auf ein Zielband von 2.25%-2.50%. In ihren Projektionen rechnet die Fed mit einer Teuerungsrate von 1.9% für 2019 (2020: +2.1%, 2021: 2.1%). In Ländern, wo die Inflation völlig aus dem Ruder läuft, oftmals zur Gruppe der Währungshüter die Kontrolle über die Preisentwicklung verlieren, droht schlimmstenfalls der Währungszersfall (siehe Simbabwe und Venezuela). In Simbabwe wurden auf dem Höhepunkt der Hyperinflation Banknoten mit einem Nennwert von „ONE HUNDRED TRILLION DOLLARS“ (100 Billionen Simbabwe-Dollar) gedruckt. Danach kam der Währungszusammenbruch. Inflation kann den Wert von Verträgen komplett auf den Kopf stellen. Einst entsprach der Simbabwe-Dollar ungefähr 1.59 US-Dollar (Quelle: Charles Rukuni, 31.7.2001, „Zimbabwe: Hell for Locals, Paradise for Those with Forex“). Wäre die Kaufkraft in Simbabwe relativ zu den USA in etwa konstant geblieben, könnte man mit zwei der vorerwähnten Banknoten die Weltschulden begleichen. Die Geldscheine wurden inzwischen aus dem Verkehr genommen. Sehr begehrt sind die Scheine darum jetzt bei Sammlern. Die an Auktionsbörsen registrierten Preise für die Banknoten (siehe Ebay) sind in den letzten Jahren explodiert. Denn in keinem anderen Land wurden jemals Banknoten mit einem so hohen Nennwert in Zirkulation gebracht. Wenn die Inflation ungezügelt ihre destruktive Kraft entfalten kann und zu galoppieren beginnt, bieten nur noch Beteiligungswerte und Realgüter Schutz und Aufwärtspotenzial („The Real Thing“).



Investment Outlook 2019

Bridge over Troubled Water

Shareholder Value vs. Bondholder Value®

AAA-Quality fades – Weaker Credit Profiles ‘Man made’

Obschon der aktuelle Wirtschaftsaufschwung in den USA zu den längsten der Geschichte zählt, ist die Anzahl erstklassiger Firmen stark rückläufig. Wiesen 1992 noch 98 US-Unternehmen das höchste Kreditsiegel (Note AAA) von Standard & Poor's auf, sind es heute nur noch deren zwei (Johnson & Johnson und Microsoft). Ein ähnlicher Trend ist auch in der Schweiz zu beobachten. Die Entwicklung hin zu schwächeren Kreditprofilen fällt in eine Zeit, wo der Shareholder Value, also eine starke Ausrichtung an die Interessen der Aktionäre, entstanden ist. Das von Visual Finance entwickelte Konzept Bondholder Value® stellt eine Gegenkraft zur Shareholder-Orientierung dar. Mit Bondholder Value® kann die Überlebensfähigkeit von Unternehmen und die Kreditwürdigkeit von Staaten positiv beeinflusst werden. Die Topmanager, die oftmals im Laufe ihrer Anstellung selber Grossaktionäre der jeweiligen Firma werden, haben neben einem Herdenverhalten auch verschiedene Anreize finanzieller Natur das viel risikoreichere Modell Shareholder Value anzuwenden.

The painful Story of Eastman Kodak

Hätten Sie gedacht, dass auch der einstige führende Hersteller für fotografische Ausrüstung Eastman Kodak (Aktienkurs 28.1.2019: USD 2.73) einmal ein Triple-A-Schuldner war? Die Firma hat sich aber zu lange auf ihre Lorbeeren ausgeruht, zu viele Schulden angehäuft und die Digitalisierungswelle nicht für sich genutzt. Heute ist das Unternehmen viel kleiner. Trotz einer (Schulden-)Restrukturierung unter Kapitel 11 des US-Insolvenzrechts (2012-2013) leidet Eastman Kodak immer noch unter einer grossen Schuldverpflichtung, die 2019 fällig wird. Die heute tief im spekulativen Risikobereich angesiedelte Eastman Kodak (CCC von S&P Global Ratings | Caa1 von Moody's) hat angekündigt, sogar einen zentralen Wachstumspfeiler verkaufen zu wollen, um die Schulden endlich los zu werden. Dieser Befreiungsversuch ist notwendig und strategisch richtig. Zahlreiche Aktiengesellschaften der neuen ‚Generation‘, darunter auch Apple, haben sich in den vergangenen Jahren ohne Not immense Schulden aufgebürdet. Wenn wir die Geschichte von Kodak vor Augen halten, dürfen wir gespannt sein, wie es Apple in den nächsten Jahrzehnten ergehen wird. In unserem letztjährigen Investment Outlook 2018 haben wir eine Firma als Beispiel herausgepickt, deren Shareholder-Value-Strategie uns aus der Perspektive von Bondholder Value® missfiel bzw. uns aus Risikoüberlegungen nicht sinnvoll erschien: Die amerikanische Citigroup. Der Aktienkurs des weltweiten Bankgiganten ist 2018 um 42.9% gefallen. Der Börsenwert fiel um knapp USD 68 Mrd. (deutlich mehr als die Marktkapitalisierung der Schweizer Grossbank UBS) auf noch USD 123 Mrd. per Ende 2018. Derartig heftige Kurseinbrüche von systemrelevanten Banken gab es (bis anhin) in ‚Normalzeiten‘ nur sehr sehr selten in der Wirtschaftsgeschichte.

Gold attractive – Miners between Hammer and Anvil

Aus einer Studie von Fitch Ratings geht eindrücklich hervor, wie schnell allein die Schulden der Staaten in den letzten Jahren zugenommen haben. Fitch beziffert die globalen Staatsschulden per Ende 2018 auf USD 66 Bio. (80% des Weltbruttoinlandprodukts). Das ist fast doppelt so viel vor Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2007. Auffallend ist der rasante Schuldenaufbau in aufstrebenden Nationen von USD 10 Bio. auf USD 15 Bio. Der Wert von Währungen ist massgeblich abhängig vom Vertrauen, da die Banknoten selber nur aus Papier oder anderen relativ günstigen Materialien hergestellt werden. Gold ist demgegenüber eine sehr harte Alternativwährung verglichen mit günstig herstellbaren Banknoten und digitalen Währungen. Zum Kurs von Ende 2018 (1 Unze = USD 1'285) kann Gold möglicherweise bald fast nicht mehr profitabel gefördert werden; ein Rückgang des Ausstosses durch Goldminen scheint bei unveränderten Goldmarktpreisen möglich. Sollte es im Laufe der Zeit tatsächlich offensichtliche Anzeichen einer Verknappung geben, könnte dies einen sprunghaften Goldpreisanstieg bewirken. Überaus Interessantes gibt es auch von der Goldminenbranche zu berichten. Innerhalb von nur vier Monaten ist es zu zwei Grossfusionen im Goldminensektor gekommen. Im September 2018 wurde der Zusammenschluss von Barrick und Randgold angekündigt. Anfangs 2019 hat nun Newmont seine Absicht zur Fusion mit Goldcorp bekannt gegeben. Das Sichern von interessanten Goldvorkommen und Know-how einerseits sowie das Realisieren von (Kosten-)Synergien andererseits zählen zu den Hauptüberlegungen für die Mega-Merger. Der Goldpreis entwickelt sich zwar volatil, aber ein lang andauernder Rückgang auf ein Niveau unterhalb der Förderkosten ist unwahrscheinlich. Somit verfügt Gold heute über ein interessantes Chancen-/Risikoprofil.

Interest Rates in most Developed Markets still ‘artificial

Abgesehen von den USA, befinden sich die Zinssätze in den wichtigsten Währungsräumen immer noch auf einem von den Notenbanken unnatürlich tief gehaltenen Stand. Ende Jahr lag die Rendite 10-jähriger Eidgenossenanleihen wie bereits erwähnt bei -0.24%. Aufgrund der aktuellen Verhältnisse und der Erwartungen bezüglich Inflation, Wirtschaftslage und Arbeitslosigkeit müsste nach Auffassung von Visual Finance die Rendite der 10-jährigen Schweizer Staatsanleihen bei ungefähr 1.25% liegen. Zehnjährige Festzinshypotheken waren Ende 2018 für 1.50% zu haben. In einer ‚unberührten‘ Zinswelt würde der entsprechende Zinssatz bei etwa 2.50% liegen. Die zinsverkehrte Welt wird in der Zukunft zu einer Belastung für die Banken (Gläubiger) und die Schuldner werden. Die traditionellen Anleihenmärkte sind, abgesehen von einigen wenigen Segmenten und Titeln, unattraktiv. Zahlreiche Aktien von Firmen mit zyklischen Geschäftsbereichen standen zuletzt heftig unter Verkaufsdruck. In einigen Fällen haben die Aktienbewertungen dadurch bereits viel Negatives eingepreist. Die fallenden Börsenkurse rufen den Anlegerinnen und Anlegern aber in Erinnerung, dass die Börse keine Einbahnstrasse ist. Die Gefahr einer Rezession in einzelnen Ländern hat zugenommen. Der Aufschwung ist in die Jahre gekommen. Ob es aber bereits 2019 soweit ist, kann niemand mit Bestimmtheit voraussehen. Währungen von Ländern, die sich in einem Ungleichgewicht befinden (Schuldensituation, Finanzhaushalt, Leistungsbilanz, Inflation), sind jetzt, gegen Ende des globalen Kreditzyklus, aus Sicht von Schweizer Investorinnen und Investoren uninteressant. Wer sich seriös, um seine finanziellen Belange kümmern möchte, sollte die grössten Risiken im persönlichen Vermögensportfolio kennen und diese möglichst zeitnah verfolgen/überwachen. Wie zu erwarten war, haben im Zuge der Finanzkrise die Staatsschulden markant zugenommen. Dies ist, zusammen mit dem Umstand, dass wir uns dem Ende des Wirtschaftsaufschwungs zubewegen, ein wichtiger Grund, weshalb wir die Risiko-Ampel auf der höchsten Stufe ‚rot‘ belassen. Was die Welt jetzt dringend braucht, sind Brückenbauer, d. h. Menschen, denen es gelingt das Verbindende aufzuzeigen und gute Konsenslösungen zu schnüren, um die anstehenden wirtschaftlichen, sozialen und ökologischen Herausforderungen zu meistern („Bridge over Troubled Water“, Titel des Songs von Simon and Garfunkel, 1970).

