

Hoffnungsschimmer in Europa

von Alexander Roose, CIO Fundamental Equity bei DPAM

Zu Beginn der zweiten Hälfte des Jahres 2020 können wir nur erstaunt sein über die Entwicklungen, die sich in den letzten sechs Monaten in einem solch rasanten Tempo vollzogen haben. **Auf der monetären Ebene wurden auf beiden Seiten des Atlantiks Grenzen durchbrochen**, gigantische fiskale Maßnahmen wurden eingeführt und sind immer noch in der Pipeline, das europäische Projekt wurde auf eine harte Probe gestellt, die Hälfte der Weltbevölkerung musste in den letzten Monaten irgendwann für längere Zeit zu Hause bleiben... aber vor allem hat die weltweite Zahl der Covid-19-Todesopfer die 500.000 überschritten und nimmt weiter zu. Selten war das Verhalten an der Börse so sprunghaft. Tatsächlich folgte auf einen der größten Marktrückgänge innerhalb weniger Wochen im 1. Quartal 2020 der steilste Marktanstieg innerhalb von nur 50 Tagen. Bären- und Bullenmärkte verdichteten sich in einem Zeitrahmen von ein paar Monaten. Der S&P500-Index verzeichnete mit einem Zuwachs von 20% sein bestes Quartal seit dem 4. Quartal 1998, kurioserweise während gleichzeitig die täglichen COVID-19-Infektionen in den USA weiter an Fahrt gewinnen und inzwischen die 50.000er-Marke überschritten haben.

Die Dichotomie zwischen der wirtschaftlichen Realität und dem Aktienmarkt hat sich keineswegs verringert, auch wenn man auf die verbesserten Zahlen des Einkaufsmanagerindex (PMI), bessere Daten zu den Einzelhandelsumsätzen in Deutschland oder die ermutigenden Arbeitslosenzahlen in den USA hinweisen könnte. **Wir möchten davor warnen, diese Zahlen für die kommenden Monate/Quartale zu extrapolieren und von einer vollständigen V-förmigen Erholung als Basisszenario auszugehen.** Monatszahlen, wie die PMI- oder Beschäftigungsdaten, verlieren an Relevanz, da diese Datenpunkte nach dem „Großen Lockdown“ mit nahezu null Aktivität in vielen Sektoren veröffentlicht werden. Die beiden aufeinander folgenden starken monatlichen US-Arbeitslosendaten sind sicherlich ermutigend, müssen aber in die richtige Perspektive gerückt werden: Von den insgesamt 22 Millionen Arbeitsplätzen, die seit März verloren gegangen sind, konnten nur 7,5 Millionen zurückgewonnen werden, während die Zahlen des letzten Monats einen Anstieg der dauerhaften Arbeitsplatzverluste auf 2,9 Millionen anzeigen. Angesichts des jüngsten Anstiegs der Infektionen in mehreren Südstaaten der USA und der damit einhergehenden teilweisen Abschottung einiger arbeitsintensiver Sektoren wie Freizeit oder Gastgewerbe (wo in den letzten monatlichen Beschäftigungsdaten 2,1 Millionen neue Arbeitsplätze hinzukamen, die Umfrage jedoch vor dem jüngsten Anstieg der täglichen Infektionen durchgeführt wurde), werden die Arbeitslosenzahlen im August weniger herausragend sein.

Unserer Ansicht nach liegt der wichtigste Grund für die widerstandsfähigen Aktienmärkte in der allmählichen Einsicht der Marktteilnehmer, dass keine Regierung in den entwickelten Märkten jemals die gesamte Wirtschaft abschalten wird, selbst bei einer zweiten größeren Corona-Welle. Aber im Moment ist in Ländern wie den USA die erste Welle noch nicht unter Kontrolle, so dass eine vollständige 100%ige Wiedereröffnung der Wirtschaft nicht möglich ist. Daher werden einige Teilsektoren (z.B. diejenigen, die weiterhin auf physischen Kundenkontakt setzen bzw. darauf angewiesen sind) weiter leiden und sich auf diese 90%ige Erholung (bis ein Impfstoff allgemein verfügbar ist) durch Zurückhaltung bei Kapital- und Betriebsausgaben einstellen müssen. Wir erwarten, dass mehr Unternehmen zu Entlassungen von Personal zurückkehren werden, wenn möglich unter Berücksichtigung der rechtlichen Aspekte der Kurzarbeitsprogramme in der EU oder der Lohnschutzprogramme in den USA. Daher sind wir skeptisch, dass die starken Einzelhandelszahlen, die wir in einigen Ländern gesehen haben, über den kurzen Zeitraum hinaus, in dem der Nachholbedarf befriedigt wurde, anhalten werden. Angesichts der Ergebnisse des zweiten Quartals vor unserer Haustür werden wir **genau prüfen, inwiefern das Management von Unternehmen mit Kostensenkungsmaßnahmen regieren wird.**

Der Beginn der zweiten Hälfte des Jahres 2020 fällt auch mit der Übernahme der EU-Ratspräsidentschaft durch Deutschland zusammen. Normalerweise würden wir uns nicht mit der Übernahme des Ratsvorsitzes

durch ein EU-Land und seinen potenziellen politischen oder steuerlichen Auswirkungen beschäftigen. Doch diesmal ist es anders, da die Verhandlungen über den 750 Milliarden Euro umfassenden „EU-Plan der nächsten Generation“ noch andauern und die sparsamen vier Staaten noch immer zögern, sich zu den 500 Milliarden Euro Zuschüssen zu verpflichten. **Eine politisch wiedererstarkte deutsche Bundeskanzlerin Merkel wird bestrebt sein, vor ihrem Rücktritt im September 2021 auf der europäischen politischen Bühne ein letztes Zeichen zu setzen.** Daher würden wir in den kommenden Wochen substanzielle Fortschritte erwarten, mit vielleicht schon etwas „weißem Rauch“ bei der nächsten EU-Ratstagung Mitte Juli.

Die Mittel aus dem EU-Deal der nächsten Generation werden für die Dekarbonisierung und Digitalisierung der EU-Wirtschaft eingesetzt, ähnlich wie das 130 Milliarden Euro schwere deutsche Konjunkturpaket, das Anfang Juni angekündigt wurde. Ungefähr 30% dieses Budgets werden für umweltorientierte Ausgaben verwendet, und zur Überraschung vieler (und vor allem der starken Lobbykraft der deutschen Automobilhersteller) wurde kein Anreizsystem für traditionelle Autos mit Verbrennungsmotoren angekündigt. Dies wird auch die Marschrichtung für das EU-Konjunkturprogramm sein: „All-in“ zu gehen, um unsere Volkswirtschaften grüner zu machen, und **daher sollten innovative Unternehmen, die sich der Herausforderung des Klimawandels stellen, im Mittelpunkt eines jeden langfristig orientierten Portfolios stehen.** Neben der Digitalisierung, der Stärkung lokaler Lieferketten oder der Investition in Innovation und Bildung zur Verbesserung des intellektuellen Kapitals der EU **sollte die politische Führung auch den wettbewerbsrechtlichen Rahmen überdenken**, da er EU-Unternehmen in einer Vielzahl von Sektoren gegenüber US-amerikanischen oder chinesischen Konkurrenten stark benachteiligt. Das Beispiel des (Investment-)Bankensektors der EU ist bekannt, aber in einem Sektor wie der Telekommunikation hat die stark fragmentierte EU-Landschaft und damit die mangelnde Größe der Telekommunikationsunternehmen in der EU (rund 100 Betreiber gegenüber 3 in den USA) den Ausbau von 5G-Netzen teilweise verzögert. Die Ernennung von Thierry Breton vor sechs Monaten zum EU-Binnenmarkt-Kommissar könnte sich positiv auf den Telekommunikationssektor und andere Sektoren auswirken, um die Schaffung weiterer EU-Champions zu erleichtern.

Bleibt man in Deutschland, so ist der Untergang von Wirecard offensichtlich eine schmerzhaft Erinnerung daran, dass Bilanzbetrug leider nicht ausgerottet werden kann, auch wenn die Financial Times mit ihren Recherchen in den letzten zwei Jahren einige Schlüsselfragen sehr ausführlich aufgeworfen hat. **Die Beachtung einiger Faustregeln, wie z.B. die Vorsicht vor Unternehmen, die einen signifikanten Prozentsatz ihres Umsatzes in einer ausgewählten Anzahl kleiner Schwellenländer erzielen (z.B. L&H), eine ungewöhnliche Mischung aus Barvermögen und Gesamtschulden haben (z.B. Parmalat), überkomplexe Holdingstrukturen aufweisen oder eine lokale Bank besitzen, kann dazu beitragen, große Investitionsfehler zu vermeiden.** Auch das Zustandekommen von M&A-Geschäften sollte genau geprüft werden (und wir gehen davon aus, dass die M&A-Aktivität zunehmen wird), insbesondere wenn es sich um beträchtlichen Goodwill handelt (mit einem hohen Risiko der Wertminderung, wenn sich der Zyklus dreht) oder anhaltende Verbindlichkeiten von den Managementteams nicht angemessen berücksichtigt werden. Bayer zum Beispiel versucht, seine mehr als 100.000 Roundup-Klagen, die es durch die Übernahme von Monsanto geerbt hat, zu beenden. Die meisten Fälle wurden im letzten Monat für 9 Mrd. USD beigelegt, aber zukünftige Verbindlichkeiten bleiben bestehen, da einige Kläger keinen Vergleich geschlossen haben und weitere Roundups weiterhin ohne Vorwarnungen möglich sein werden. In den nächsten 10 bis 15 Jahren muss also (aufgrund von Wartezeiten) mit weiteren Klagen gerechnet werden. **Bayer ist das Lehrbuchbeispiel für die Notwendigkeit, qualitative Umwelt-, Sozial- und Governance-Analysen (ESG) in die grundlegende Bewertung eines Unternehmens zu integrieren.**

Zusammenfassend sind wir nach wie vor der Meinung, dass **die Aktienmärkte bereits ein gutes Stück Normalisierung eingepreist haben**, während in einigen Schwellenländern oder in den USA die Behörden nicht in der Lage sind, den Anstieg der täglich neu mit COVID infizierten Menschen abzuwenden. Wir erwarten, dass sich der Nachrichtenfluss zu den Fallzahlen in einigen dieser Länder verschlechtern wird, was zu erneuten Ausbrüchen der Marktvolatilität führen könnte. Eine vollständige 100%ige Wiedereröffnung der Wirtschaft kann nur mit einem wirksamen, weithin verfügbaren Impfstoff in Betracht gezogen werden. **In der Zwischenzeit sind Fortschritte beim EU-Stabilisierungsfonds und eine bessere Eindämmung von COVID-19 auf unserem Kontinent hoffnungsvolle Entwicklungen in Europa.**

Disclaimer

Diese Information (im Folgenden die „Dokumente“) hat rein informativen Charakter.

Das vorliegende Dokument ist keine Anlageberatung und weder ein Angebot noch eine Aufforderung, Aktien, Anleihen oder Investmentfonds zu zeichnen oder die hierin erwähnten Produkte oder Instrumente zu kaufen oder zu verkaufen.

Anträge auf Anlagen in einen im vorliegenden Dokument erwähnten Fonds können nur auf der Grundlage der wesentlichen Anlegerinformationen (KIID), des Prospekts und des jüngsten verfügbaren Jahres- und Halbjahresberichts eingereicht werden. Diese Dokumente sind kostenlos erhältlich beim Finanzdienstleister (Degroof Petercam Asset Management S.A., Rue Guidmard 18, 1040 Brüssel) oder auf der Website www.dpamfunds.com.

Alle hierin enthaltenen Meinungen und finanziellen Schätzungen spiegeln die Situation zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Dokumente wider und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die Performance in der Vergangenheit ist nicht unbedingt ein Hinweis auf die künftige Performance und kann sich mitunter nicht wiederholen. Degroof Petercam Asset Management S.A. („DPAM“) hat das vorliegende Dokument mit einem Höchstmaß an Sorgfalt erstellt und handelt im besten Interesse seiner Kunden, unterliegt aber keiner Verpflichtung, irgendwelche Ergebnisse oder Wertentwicklungen zu erzielen. Die Informationen basieren auf Quellen, die Degroof Petercam AM für zuverlässig hält. Dies ist jedoch keine Garantie dafür, dass die Informationen korrekt und vollständig sind.

Das vorliegende Dokument darf ohne die vorherige schriftliche Zustimmung von Degroof Petercam AM weder vollständig noch teilweise vervielfältigt oder an andere Personen weitergegeben werden. Das vorliegende Dokument darf nicht an Privatanleger verteilt werden und ist ausschließlich für institutionelle Anleger bestimmt.