

## Beispiellose Veränderungen, die zu einer neuen globalen Gesellschaft führen

*von Alexander Roose, CIO Fundamental Equity bei DPAM*

Seit den am 23. März erreichten Tiefstständen haben sich die Aktienmärkte um rund 20% erholt, was auf das Rebalancing der Portfolios von Pensionsfonds und das verlangsamte Wachstum der Infektionsraten in den zuerst betroffenen EU-Ländern zurückzuführen ist. Auch die Anleihenmärkte sind wieder auf die Beine gekommen. **Unternehmen refinanzieren ihre bestehenden Schulden** auf den US-Märkten für Unternehmensanleihen **in rasantem Tempo**. Ausschlaggebend dafür war die Ankündigung der Fed, 30 Milliarden US-Dollar an Eigenkapital aus dem ‚Exchange Stabilization Fund‘ (ESF) des Finanzministeriums einzusetzen, um Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating zu kaufen. Zuletzt hatten wir betont, dass der direkte Ankauf von Unternehmensanleihen durch die Fed von größter Bedeutung ist, um sicherzustellen, dass die Liquiditätskrise nicht zu einer ausgewachsenen Bonitätskrise führt. Experten sind sich immer noch im Unklaren, ob die Fed auch **die Finanzierungskosten für High-Yield-Emittenten senken** sollte. Allerdings könnte dies einen gefährlichen Präzedenzfall und auch ein moralisches Risiko schaffen.

Darüber hinaus ist die Fed nun dem Weg der japanischen Notenbank gefolgt, indem sie **die Grenzen zwischen Geld- und Fiskalpolitik verwischt** und einen Teil des zwei Billionen USD schweren Pakets des ‚Coronavirus Aid, Relief and Economic Security (CARES) Act‘ direkt finanziert und mehr als 450 Milliarden USD an Eigenkapital aus dem ESF freigibt. Das CARES-Gesetz richtet sich mit Direktzahlungen hauptsächlich an Einzelpersonen/Familien mit mittlerem Einkommen (30% des Pakets) sowie an große (25%) und kleine (19%) Unternehmen. In den USA ist zudem von einem **zusätzlichen Wirtschaftspaket von insgesamt einer Billion USD** die Rede, das auf Infrastrukturinvestitionen abzielt. In Europa sind die auf nationaler Ebene ergriffenen fiskalischen Maßnahmen von beeindruckender Größenordnung (in % des BIP), auch wenn sie in den einzelnen EU-Ländern sehr unterschiedlich ausfallen. Wie in den USA übertreffen sie bei weitem die während und nach der Großen Finanzkrise (GFC) unternommenen Anstrengungen.

Die **Achillesferse des europäischen Projekts bleibt der Mangel an fiskalischer Solidarität**. Zwar befürwortet die Mehrheit der EU-Mitglieder die Ausgabe von speziellen ‚Corona-Anleihen‘, während andere (Deutschland, Österreich und die Niederlande) lieber den Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) nutzen würden, der ihrer Ansicht nach zu diesem Zweck geschaffen wurde. Wie so oft erwarten wir am Ende einen **Kompromiss** der EU-Finanzminister, um ein **Finanzpaket für die gesamte Eurozone** umzusetzen. Das Gefühl der Dringlichkeit ist groß, und alle EU-Mitglieder sollten sich bewusst sein, dass die Last der Covid-19-Krise von allen gleichermaßen getragen werden sollte. **Dies ist ein entscheidender Moment für das ‚europäische Projekt‘**.

Zusätzlich zu diesen weltweit durchgeführten ‚Whatever it takes‘-Maßnahmen wurden zunehmend Aktionspläne für eine räumliche Distanzierung sozialer Kontakte ausgearbeitet. Es gibt mittlerweile ermutigende Anzeichen dafür, dass die Epidemie in einigen Ländern unter Kontrolle kommt. Bedeutet dies, dass wir unsere frühere Empfehlung „Zu spät, um Aktien zu verkaufen“ zugunsten von „Zeit, um Aktien zu kaufen“ aufgeben? Nein, noch nicht ganz, denn **wir gehen davon aus, dass wir noch nicht über den Berg sind**, und zwar aus folgenden Gründen:

- Selbst wenn die Märkte beginnen, ihre Aufmerksamkeit auf Ausstiegsstrategien aus dem Lockdown zu lenken (Österreich hat als erstes Land einen Normalisierungsprozess eingeleitet), erwarten wir, dass diese sehr allmählich und maßvoll erfolgen, da Epidemiologen vor dem Risiko einer zweiten Welle der Krankheit im Herbst und dem Risiko eines Re-Imports des Virus bei Aufhebung der Reisebeschränkungen warnen.

- Die wirtschaftlichen Schäden sind beispiellos. Da die Berichtssaison für das erste Quartal vor der Tür steht, könnte bald mehr Klarheit über die tatsächlichen schlimmen Auswirkungen dieser Krise auf Unternehmensgewinne und -verluste bzw. die Bilanzen der Unternehmen bestehen und die Marktteilnehmer dementsprechend zu einer vorsichtigeren Haltung veranlassen.
- Positiv ist zu vermerken, dass sich die Krankenhauseinweisungen in New York früher als erwartet verlangsamt haben. Angesichts unzureichender landesweiter Sperrmaßnahmen muss allerdings angenommen werden, dass die Entwicklung in New York nicht repräsentativ für die gesamten USA ist.
- Das Verbrauchervertrauen wird aufgrund der gleichzeitigen Wirkung steigender Gesundheitskosten und einer geringeren Kaufkraft, letztere vor allem verursacht durch die schwere Rezession im beschäftigungsintensiven Dienstleistungssektor, stark beeinträchtigt werden. Daher erwarten wir, dass sich die Verbraucher beim Konsum weiterhin zurückhalten werden, sobald die Sperren aufgehoben sind.
- Viele Bereiche stehen unter spürbarem Stress, wie der Markt für High-Yield-Anleihen oder die Währungen der Schwellenländer. Ohne eine umfassende Vereinbarung zwischen den OPEC-Mitgliedern und den USA über eine Drosselung der Ölförderung könnten hochverzinsliche Anleihen des Energiesektors im Wert von über 100 Milliarden US-Dollar stark unter Druck geraten.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass wir **keine V-förmige, aber eine möglicherweise U-förmige Erholung** erwarten. Wir schließen uns nicht den Ansichten einiger Strategen an, die Parallelen zur GFC ziehen. Wie bereits in früheren Stellungnahmen erwähnt, ist diese Krise **nicht systemischer Natur**, die Banken sind besser kapitalisiert, und die zuständigen Behörden sind mit ihrer Geld- und Fiskalpolitik stärker am Ball. Was die Bewertungen anbelangt, dürften die Kurs-Gewinn-Multiplikatoren am Tiefpunkt des Marktes, der hoffentlich hinter uns liegt, im Vergleich zu 2008/09 höher sein aufgrund des bedeutenden Unterschieds bei den realen Anleiherenditen.

Um es auf den Punkt zu bringen: **Die Covid-19-Krise ist der Katalysator für die Einleitung einer radikalen Fiskalpolitik**, die sich an der linksgerichteten Politik in der westlichen Welt orientiert. Und es könnte noch mehr davon auf den Weg gebracht werden. Unkonventionelle fiskalische Maßnahmen könnten dazu beitragen, die **wachsende Ungleichheit zu bewältigen**, ein Phänomen, das teilweise durch die Inflation der Vermögenspreise nach der GFC verstärkt wurde, als die quantitative Lockerung zu einem dauerhaften geldpolitischen Instrument wurde. Aktuell werden **immer mehr Aktienrückkäufe und Dividendenzahlungen zurückgestellt**, da der gesellschaftliche Druck zunimmt, Unternehmens-Cashflows von den Aktionären abzuziehen. Und dabei wird es wahrscheinlich nicht bleiben.

Auch **Steuergerechtigkeit und gerechte Bezahlung von Arbeitnehmern** sind politische Themen, die eine breitere Unterstützung finden werden. Einerseits werden die Regierungen das durch die Auswirkungen der Covid-19-Krise entstandene Steuerloch durch höhere Unternehmenssteuern stopfen. Auf der anderen Seite werden sie die Ausgaben im Gesundheitswesen erhöhen, um künftige medizinische Notfälle besser bewältigen zu können. Somit wird die Rolle der Regierungen wichtiger werden. Bei der Investition in Unternehmen muss diese Dynamik bei der Titelauswahl sowohl aus fundamentalen als auch aus Nachhaltigkeitsgründen längerfristig berücksichtigt werden. Hier liegt die Chance für aktive, nachhaltige und research-orientierte Vermögensverwalter wie DPAM.

## 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](http://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.

## Kontakt

---

[deutschland@degroofpetercam.com](mailto:deutschland@degroofpetercam.com) • [www.dpamfunds.com](http://www.dpamfunds.com)