April 30, 2020

BILBoard April 2020 – Gibt es eine Ruhe nach dem Sturm?

In der letzten Monatsausgabe von BILBoard haben wir unser angesichts der Coronavirus-Krise korrigiertes Basisszenario für 2020 vorgestellt. Kurz zusammengefasst erwarten wir im zweiten Quartal eine durch die staatlichen Maßnahmen verursachte schwere Rezession, die sich wahrscheinlich bis ins dritte Quartal hinein erstrecken wird. Danach dürften sich die Volkswirtschaften unter einem sturzflutartigen Schwall vom Konjunkturanreizen seitens der Regierungen und Zentralbanken sowie durch eine schrittweise Lockerung der Freizügigkeitsbeschränkungen zu stabilisieren beginnen. Ein solches Basisszenario ist natürlich mit Vorsicht zu betrachten, da es eine derartige Krise bislang noch nie gegeben hat.

MAKROÖKONOMISCHER AUSBLICK: IM ZWEITEN QUARTAL ERWARTET UNS DER GROSSE EINBRUCH

Während die Regierungen darüber nachdenken, wie sie ihre Volkswirtschaften wieder in Gang bringen, gelten für einen Großteil der Weltbevölkerung noch Ausgangsbeschränkungen. Bald werden sich die Folgen der Krise in vollem Ausmaß in den makroökonomischen Daten niederzuschlagen beginnen, und wir rechnen damit, dass der Konjunkturrückgang im Mai sein höchstes Tempo erreicht. Die bruchstückhaften Informationen, die uns heute bereits vorliegen, verheißen nichts Gutes. Die Einkaufsmanagerindizes sind eingebrochen und spiegeln die verheerenden Auswirkungen auf Nachfrage und Wirtschaftstätigkeit wider. Dies bekommt vor allem der Dienstleistungssektor zu spüren, da an Tourismus und die Nutzung von Freizeitangeboten auf absehbare Zukunft nicht zu denken ist. Bis jetzt wurde der Konsumrückgang durch den Lebensmitteleinkauf und Hamsterkäufe abgefedert. Dieser Effekt dürfte jetzt nachlassen, und dann wird aus den anstehenden Datenveröffentlichungen das echte Ausmaß des Nachfrageschocks ersichtlich werden.

Niemand kann absehen, wie schlimm es tatsächlich wird, denn es hat im Laufe der Geschichte noch keine vergleichbaren Ereignisse gegeben. Professor Yossi Sheffi vom MIT spricht diesbezüglich vom „Anna-Karenina-Prinzip“ und erklärt, angelehnt an Tolstoi, dass sich zwar alle gut laufenden Volkswirtschaften gleichen, jede nicht gut laufende Volkswirtschaft jedoch ihre eigenen Probleme hat. Betrachtet man die aktuelle Lage, die von einem gleichzeitigen Angebots- und Nachfrageschock, Liquiditätsengpässen und einer Gesundheitskrise gekennzeichnet ist, könnten wir empirische Beispiele aus der Zeit der Spanischen Grippe, der Weltwirtschaftskrise, von 2008 oder selbst aus Chinas Erfahrungen mit dem Coronavirus heranziehen. Der Nutzen eines solchen Modells wäre jedoch angesichts der unterschiedlichen sozialen, wirtschaftlichen, technologischen und politischen Rahmenbedingungen begrenzt. Jeder Wirtschaftseinbruch ist anders und jeder zieht seinen eigenen Rattenschwanz an Auswirkungen nach sich. Das bedeutet, dass wir es mit „bekannten Unbekannten“ und „unbekannten Unbekannten“ zu tun haben – und aufgrund Letzterer könnte sich jeder Versuch einer Prognose als zwecklos erweisen.

Angesichts der quasi „bedingungslosen“ Unterstützung seitens Regierungen und Zentralbanken sind das Verhalten und epidemiologische Faktoren die „bekannten Unbekannten“. Ein Wiederaufschwung der Wirtschaft nach dem Ende der Quarantäne hängt vom Verhalten der Verbraucher und Unternehmen ab. Wird sich die Verbrauchernachfrage wieder erholen? Wir rechnen mit einer gewissen Trägheit der Daten, da die Ausgangssperren schrittweise gelockert werden, um eine zweite Infektionswelle zu verhindern. Zudem wird die steigende Arbeitslosigkeit den Konsum belasten. Trotz fiskalpolitischer Versuche, Entlassungen einzudämmen (wie dem US CARES Act oder dem SURE-Programm der EU), trennen sich die Unternehmen von Personal. 26 Millionen US-Amerikaner haben Arbeitslosenunterstützung beantragt (dadurch dürfte die Arbeitslosenquote für April, die am 8. Mai veröffentlicht wird, kräftig in die Höhe schnellen). Es bleibt abzuwarten, ob die Unternehmen wieder Mitarbeiter einstellen.

Die wichtigsten Unbekannten aus epidemiologischer Sicht sind eine mögliche Beschleunigung der Neuinfektionen, die effiziente Durchführung von Tests sowie deren Einsatz und letztlich die Zeit, die bis zur Verfügbarkeit eines Impfstoffs und flächendeckender Behandlungsmöglichkeiten vergeht. Betrachtet man ausschließlich die „bekannten Unbekannten“ und die Basiseffekte, dann halten wir es für unwahrscheinlich, dass das BIP vor 2022 wieder seinen Stand vom Dezember 2019 erreicht.

AKTIEN

Ein Ausblick auf das zweite Quartal ähnelt zwar dem Blick in ein schwarzes Loch. Doch die Aktienkurse scheinen die derzeitige Unsicherheit übersprungen zu haben und setzen offenbar bereits zu einer V-förmigen Erholung an. Der aktuelle Wiederanstieg um rund 25 % gründet sich offenbar auf eine Mischung aus Spekulation, Hoffnungen und Twitter-Nachrichten anstatt auf handfestere Daten. Auch wenn wir früher argumentiert haben, dass sich die Märkte lange vor der Wirtschaft erholen werden, ist dieser Kursanstieg vielleicht etwas verfrüht.

Gleichzeitig
stufen Analysten derzeit schnell die Gewinnerwartungen herunter, die sich damit entgegengesetzt zu den Kursen entwickeln, was für leicht angespannte Bewertungen sorgt (wir haben jetzt das Niveau vom Februar erreicht, bevor die Krise richtig ins Rollen kam). Die Berichtssaison selbst wird wohl keine große Wende bringen, denn die Unternehmen verzichten auf die Veröffentlichung von Prognosen. Wir wären überrascht, wenn bei einer derartigen Unsicherheit die Volatilität nicht wieder aufflammen würde.

Bis
mehr Klarheit herrscht, behalten wir unsere neutrale Positionierung am Aktienmarkt bei, denn wir sind mit dem Korb handverlesener Qualitätsunternehmen, die wir vor Ostern in unser Portfolio aufgenommen haben, zufrieden. Dieser Korb beinhaltet kapitalstarke Unternehmen mit gesunden Bilanzen und geringer Verschuldung, die gut für das stürmische zweite Quartal gerüstet sind. Regional betrachtet liegt unser Schwerpunkt weiterhin auf den USA, wo es langfristig mehr Wachstumschancen gibt, während in Europa Substanzwerte dominieren. Überdies halten wir an einer ganz leichten Übergewichtung von Schwellenländern fest (vor allem von China, das nun seine Wirtschaft langsam wieder hochfährt, nachdem die Pandemie dort unter Kontrolle gebracht wurde).

FESTVERZINSLICHE ANLAGEN

Derzeit
werden festverzinsliche Anlagen jeglicher Art direkt oder indirekt von den Zentralbanken gestützt. Erneute Verpflichtungen seitens der EZB und der Fed änderten die Voraussetzungen an den Märkten – die Anleger kehrten in großer Zahl zurück und am Markt für Neuemissionen herrscht wieder ein reges Treiben. Diese beiden Zentralbanken kaufen massenhaft Unternehmensanleihen auf, selbst „Fallen Angels“, d. h. Investment-Grade-Titel, die auf Junk-Status herabgestuft wurden.

Im
Staatsanleihensegment hat sich die Volatilität normalisiert, aber Anleger wägen

immer noch die Aussichten auf eine verstärkte Emissionstätigkeit gegenüber wachsenden Haushaltsdefiziten ab. Das verdeutlicht, dass es immer wichtiger wird, am Markt für Staatsanleihen aktiv zu werden. Wir haben die Staatsanleihenpositionen, die uns als Puffer gegen das Aktienrisiko dienen, bereits angepasst und von Staatsanleihen europäischer Peripherieländer in Staatsanleihen europäischer Kernländer mit der gleichen Duration wie die Benchmark umgeschichtet. Zudem verfügen wir über eine Auswahl inflationsgebundener Anleihen, die sich als nützlich erweisen werden, falls sich die Besorgnis über eine monetäre Staatsfinanzierung verstärken sollte.

Unsere
Übergewichtung von Investment-Grade-Anleihen behalten wir bei. Da die Zentralbanken den Liquiditätsabfluss im März eingedämmt haben, bieten hochwertige Unternehmenstitel jetzt solide Anlagemöglichkeiten. Nachdem wir letzten Monat Vermögen in US-Schatzwechsel umgeschichtet hatten, verfahren wir mit unseren Positionen in Unternehmensanleihen jetzt ebenso: Wir haben europäische Anleihen gegen US-Anleihen ausgetauscht, sodass jetzt rund 20 % unserer Gesamtallokation für Unternehmensanleihen in US-amerikanischen, gegenüber dem Euro abgesicherten Investment-Grade-Titeln steckt. Natürlich wird der europäische Anleihemarkt von der EZB unterstützt, doch die Unterstützung der Fed fällt noch stärker aus, denn die US-Notenbank ist sogar zum Kauf hochverzinslicher ETFs bereit. Dadurch, dass die Fed die Rolle eines Marktpflegers übernimmt, hat die Gesamtrendite für US-amerikanische Investment-Grade-Titel seit Jahresbeginn wieder ins Positive gedreht, während der Rückgang der Investment-Grade-Spreads in Euro zögerlicher vonstattengeht.

Obwohl
die Zentralbanken beiderseits des Atlantiks in den oberen Bereichen der Märkte für Hochzinsanleihen als Käufer auftreten (die EZB kauft „Fallen Angels“ nicht direkt, sondern akzeptiert sie nur als Sicherheit bei Repo-Geschäften), meiden
wir dieses Segment, da die Risiken unserer Meinung nach unzureichend honoriert werden. Ebenso zögerlich sind wir bei Schwellenländeranleihen. In beiden Fällen begründet sich diese Haltung durch den Ölpreis, der ein historisch niedriges Niveau erreicht hatund die Terminpreise sich sogar schon im negativen Bereich bewegten. Energieunternehmen bilden einen großen Teil des US-Marktes für Hochzinsanleihen, und für zahlreiche Schwellenländerregionen ist Öl ein wichtiges Exportgut.

Insgesamt sollten Sie sich keine Illusionen machen: Wir sind noch nicht aus dem Schneider. Angeblich blühen im Mai die Blumen, wenn es im April regnet, doch neben dem, was uns künftig erwartet, werden die beunruhigenden Daten aus dem aktuellen Monat wahrscheinlich verblassen. Wir müssen besonnen, überlegt und logisch vorgehen, um dieses turbulente Anlageumfeld zu meistern, und dürfen unsere langfristigen Anlageziele nicht aus den Augen verlieren. Um Tolstoi noch einmal zu bemühen: „Die zwei mächtigsten Krieger sind Zeit und Geduld."

	Aktuelle Vermögensaufteilung 21.04.2020	DEFENSIV		NIEDRIG		MITTEL		HOCH	
		Einschätzung	Änderung	Einschätzung	Änderung	Einschätzung	Änderung	Einschätzung	Änderung
Weltweite Allokation	Aktien	🟡	→	🟡	→	🟡	→	🟡	→
	Anleihen	🟡	→	🟡	→	🟡	→	🟡	→
	Barmittel & Geldmarktanlagen	🟡	→	🟡	→	🟡	→	🟡	→
Währungen	EUR	🟡	→	🟡	→	🔴	→	🔴	→
	USD	🟡	→	🟡	→	🟡	→	🟢	→
	Sonstige	🟡	→	🟡	→	🟢	→	🟢	→
Aktien	Europa	🟡	→	🔴	→	🔴	→	🔴	→
	USA	🟡	→	🟢	→	🟢	→	🟢	→
	Japan	🟡	→	🟡	→	🟡	→	🟡	→
	Schwellenländer	🟡	→	🟡	→	🟢	→	🟢	→
Anleihen	Staatsanleihen - Industrieländer	🔴	→	🔴	→	🟢	→	🟢	→
	Unternehmensanleihen - Investment Grade	🟢	→	🟢	→	🟢	→	🔴	→
	Unternehmensanleihen - High Yield	🔴	→	🔴	→	🔴	→	🔴	→
	Schwellenländeranleihen	🔴	→	🔴	→	🔴	→	🔴	→
	Gesamtrendite	🟢	→	🟢	→	🟢	→	🟡	→
Rohstoffe	Öl	🟡	→	🟡	→	🟡	→	🟡	→
	Gold	🟡	→	🟡	→	🟡	→	🟡	→

Einschätzung: Gibt an, ob wir die Anlageklasse positiv, neutral oder mit Skepsis beurteilen | Änderung: Gibt an, wie sich unser Engagement seit der Sitzung des Ausschusses für Vermögensaufteilung im Vormonat verändert hat

Disclaimer

All financial data and/or economic information released by this Publication (the "Publication"); (the "Data" or the "Financial data and/or economic information"), are provided for information purposes only, without warranty of any kind, including without limitation the warranties of merchantability, fitness for a particular purpose or warranties and non-infringement of any patent, intellectual property or proprietary rights of any party, and are not intended for trading purposes. Banque Internationale à Luxembourg SA (the "Bank") does not guarantee expressly or impliedly, the sequence, accuracy, adequacy, legality, completeness, reliability, usefulness or timeless of any Data. All Financial data and/or economic information provided may be delayed or may contain errors or be incomplete. This disclaimer applies to both isolated and aggregate uses of the Data. All Data is provided on an "as is" basis. None of the Financial data and/or economic information contained on this Publication constitutes a solicitation, offer, opinion, or recommendation, a guarantee of results, nor a solicitation by the Bank of an offer to buy or sell any security, products and services mentioned into it or to make investments. Moreover, none of the Financial data and/or economic information contained on this Publication provides legal, tax accounting, financial or investment advice or services regarding the profitability or suitability of any security or investment. This Publication has not been prepared with the aim to take an investor's particular investment objectives, financial position or needs into account. It is up to the investor himself to consider whether the Data contained herein this Publication is appropriate to his needs, financial position and objectives or to seek professional independent advice before making an investment decision based upon the Data. No investment decision whatsoever may result from solely reading this document. In order to read and understand the Financial data and/or economic information included in this document, you will need to have knowledge and experience of financial markets. If this is not the case, please contact your relationship manager. This Publication is prepared by the Bank and is based on data available to the public and upon information from sources believed to be reliable and accurate, taken from stock exchanges and third parties. The Bank, including its parent,- subsidiary or affiliate entities, agents, directors, officers, employees, representatives or suppliers, shall not, directly or indirectly, be liable, in any way, for any: inaccuracies or errors in or omissions from the Financial data and/or economic information, including but not limited to financial data regardless of the cause of such or for any investment decision made, action taken, or action not taken of whatever nature in reliance upon any Data provided herein, nor for any loss or damage, direct or indirect, special or consequential, arising from any use of this Publication or of its content. This Publication is only valid at the moment of its editing, unless otherwise specified. All Financial data and/or economic information contained herein can also quickly become out-of- date. All Data is subject to change without notice and may not be incorporated in any new version of this Publication. The Bank has no obligation to update this Publication upon the availability of new data, the occurrence of new events and/or other evolutions. Before making an investment decision, the investor must read carefully the terms and conditions of the documentation relating to the specific products or services. Past performance is no guarantee of future performance. Products or services described in this Publication may not be available in all countries and may be subject to restrictions in some persons or in some countries. No part of this Publication may be reproduced, distributed, modified, linked to or used for any public or commercial purpose without the prior written consent of the Bank. In any case, all Financial data and/or economic information provided on this Publication are not intended for use by, or distribution to, any person or entity in any jurisdiction or country where such use or distribution would be contrary to law and/or regulation. If you have obtained this Publication from a source other than the Bank website, be aware that electronic documentation can be altered subsequent to original distribution.

As economic conditions are subject to change, the information and opinions presented in this outlook are current only as of the date indicated in the matrix or the publication date. This publication is based on data available to the public and upon information that is considered as reliable. Even if particular attention has been paid to its content, no guarantee, warranty or representation is given to the accuracy or completeness thereof. Banque Internationale à Luxembourg cannot be held liable or responsible with respect to the information expressed herein. This document has been prepared only for information purposes and does not constitute an offer or invitation to make investments. It is up to investors themselves to consider whether the information contained herein is appropriate to their needs and objectives or to seek advice before making an investment decision based upon this information. Banque Internationale à Luxembourg accepts no liability whatsoever for any investment decisions of whatever nature by the user of this publication, which are in any way based on this publication, nor for any loss or damage arising from any use of this publication or its content. This publication, prepared by Banque Internationale à Luxembourg (BIL), may not be copied or duplicated in any form whatsoever or redistributed without the prior written consent of BIL 69, route d'Esch ı L-2953 Luxembourg ı RCS Luxembourg B-6307 ı Tel. +352 4590 6699 ı www.bil.com.

BIL
1856