June 30, 2020

BILBoard Juni 2020: Zuckerrausch

Die realen Wirtschaftsdaten untermauern allmählich die wirtschaftliche Stabilisierung, porträtiert durch die Meinungsumfragen. Die ersten Anzeichen einer Erholung untermauern allmählich die durch Meinungsumfragen abgebildete wirtschaftliche Stabilisierung und lassen hoffen, dass die tiefste Rezession seit den 1930er-Jahren auch die kürzeste sein könnte. Doch die Märkte klammern sich vielleicht zu fest an diese Hoffnung und preisen ein Erholungsmodell an, das im Widerspruch zu den aktuellen Fundamentaldaten steht.

In letzter Zeit
tendierten die makroökonomischen Daten, dank der beständigen Unterstützung durch Regierungen und Zentralbanken, in die richtige Richtung. In den USA haben

Unternehmen
Wiedereinstellungsprogramme eingeleitet, die Räder der Fabriken drehen sich wieder und Verbraucher strömen wieder in die Einkaufszentren. Einzelhandelsumsätze stiegen mit erheblicher, aber
wahrscheinlich nicht haltbarer Geschwindigkeit (+17,7 % statt der erwarteten +8,4 %). Beim Staatshaushalt scheint ein weiteres Konjunkturpaket mit einem Volumen von mindestens 1 Billion US-Dollar in Vorbereitung zu sein, um der Wirtschaft kurzfristig eine weitere Konjunkturspritze zu geben. In Europa legen Meinungsumfragen und hochfrequente Daten wie Online-Verkehr und Kundenfrequenz nahe, dass der schlimmste Teil des Abschwungs hinter uns liegt und Deutschland die Erholung seit Mai anführt. Auf dem Kontinent muss ein Konjunkturpaket (im vorgeschlagenen Umfang von 750 Mrd. EUR, davon 500 Mrd. EUR an Beihilfen und 250 Mrd. EUR an Krediten) allerdings von den Mitgliedstaaten erst noch genehmigt werden.

Die
Verbesserungen beziehen sich auf eine sehr niedrige Ausgangsbasis. Bei absoluter Betrachtung sind die Daten aber immer noch schwach. Es könnte bis zum dritten oder vierten Quartal dieses Jahres dauern, bis sich die Erholung etabliert, und wir gehen nicht davon aus, dass in der COVID-Krise verloren gegangenes Vermögen vor Ende 2021 vollständig wieder zurückgewonnen werden kann (eine häkchenförmige Erholung ( ) im Gegensatz zu der von Vielen erwarteten V-förmigen Rückkehr zu Normalität). Es gibt natürlich Risiken für unser Basisszenario: in erster Linie eine zweite Infektionswelle (neue Infektionsherde gab es in Peking, Chennai und verschiedenen US-Bundesstaaten) und dann geopolitische Spannungen. Donald Trump sagte jüngst, dass eine Entkopplung der chinesischen und der US-Wirtschaft noch nicht vom Tisch sei, und derartige Äußerungen könnten sich im Vorfeld der Präsidentschaftswahlen im November noch zuspitzen. Es gibt auch Aufwärtsrisiken: eine schneller als erwartete Verfügbarkeit eines Impfstoffs oder die schnelle Eindämmung neuer Ausbrüche. Unter Abwägung beider Seiten der Gleichung bleiben wir vorerst risikoneutral.

Aktien: überzuckerte Rally

Vor

dem Hintergrund unseres Basisszenarios bleiben wir gegenüber Aktien kurzfristig bei einer neutralen Haltung, stehen der Anlageklasse aber mittel- bis langfristig eher skeptisch gegenüber. Die jüngste Rally lässt sich mit einer Crème Brûlée vergleichen. Sie ist verlockend, aber man muss nur einmal auf die Oberfläche klopfen, um festzustellen, dass es darunter weich und glitschig ist. Die extremen Bewertungen, die ein weltweites Gewinnwachstum im Jahr 2021 von etwa 30 % implizieren, haben keine feste Grundlage. Die makroökonomischen Daten müssen sich noch erheblich verbessern, um diesen Erwartungen gerecht zu werden und eine derart beeindruckende Erholung der Gewinne zu ermöglichen. Die entscheidenden Komponenten des Aufstiegs von Aktien sind die Stimmung und die Konjunkturanreize. Ersteres ist fragil und Letzteres sorgt zwar auf kurze Sicht für Unterstützung, kann aber nicht ewig andauern. Bei regionaler Betrachtung machen US-Titel den größten Teil unseres Aktienengagements aus, während wir in Japan neutral positioniert und in Europa und den Schwellenländern untergewichtet sind.

Zuletzt
waren abrupte Wechsel an der Führungsspitze der Sektoren zu beobachten, während die Kluft zwischen Gewinnern und Verlierern innerhalb der Sektoren groß ist. Erwähnenswert ist, dass die Rally von Value-Titeln bei Small Caps offensichtlich zum Teil (oft wankelmütigen) Kleinanlegern zuzuschreiben ist, die kostenlose Trading-Apps nutzen. Zurzeit meiden wir starke Sektorengagements und ziehen es vor, Qualitätstitel aus unterschiedlichen Sektoren auszuwählen (Unternehmen mit geringer Verschuldung, hohen Cashflows usw.).IT und Gesundheitswesen scheinen am besten gerüstet zu sein, um einen Abschwung zu überstehen, während sie gleichzeitig überzeugende langfristige Wachstumsperspektiven zu bieten haben.

Festverzinsliche Anlagen: Anreiz-Häubchen

Festverzinsliche Anlagen
profitieren von zusätzlicher Unterstützung durch die Zentralbanken. Bei der US-Notenbank herrscht ein sehr starker Konsens
darüber, dass die Leitzinsen für längere Zeit auf unverändert niedrigen Niveaus bleiben, während sie im Rahmen der quantitativen Lockerung neben den etwa 5,5 Mrd. USD an Anleihen-ETFs, die sie seit März gekauft hat, nun auch einzelne Titel für Käufe ins Visier nimmt. Sie

wird Investment-Grade-Papiere und gefallene Engel mit Laufzeiten unter fünf Jahren kaufen und sich dabei an
die selbst auferlegten Obergrenzen halten. Sie darf nicht mehr als 10 % aller umlaufenden Anleihen eines Unternehmens kaufen, und keine Position darf mehr als 1,5 % des Programms ausmachen.

Bei Staatsanleihen sind Anleger zwischen den
Aussichten auf mehr Emissionen und große künftige Haushaltsdefizite und der Fähigkeit der Zentralbanken, die Anleihen zu absorbieren und die Zinsen niedrig zu halten, hin- und hergerissen. Nur zur Veranschaulichung sei erwähnt, dass US-Treasuries ein Rekordemissionsvolumen erreicht haben, das dreimal so hoch ist wie das in der Krise von 2008. Dennoch ist die Politik der Zentralbank klar und sie hält an niedrigen Zinsen fest, während die Inflation kurzfristig wohl kaum Aufwärtsdruck auf die
Zinssätze ausüben wird. Eine stärkere Erholung der Wirtschaft könnte die Zinssätze zwar in die Höhe treiben, würde dabei aber auch den Bedarf an haushaltspolitischen Anreizen verringern. In Europa wird das Nettoangebot an deutschen Bundesanleihen im Jahr 2020 trotz erhöhter Emissionen voraussichtlich immer noch im negativen Bereich liegen. Wir halten in unseren Profilen mit mittlerem und hohem Risiko eine Komponente von Staatsanleihen, die in erster Linie das Aktienrisiko mindern soll, und sind bei der Duration neutral positioniert.

Investment-Grade-Papiere befinden sich nach wie vor im Sweetspot, und wir sind in dieser Anlageklasse übergewichtet. Die Spreads haben sich wieder verengt, sind aber immer noch recht weit. Sollte es zu einer zweiten COVID-Welle kommen, könnten sie sich wieder ausweiten, aber die starke Unterstützung durch die Zentralbanken beiderseits des Atlantiks bildet ein solides Auffangnetz. Die Liquidität verbessert sich, und es gibt starke Kapitalflüsse, aber ein erheblicher Betrag an Barmitteln verharrt noch in Wartestellung.

Das High-Yield-Segment (HY) profitiert von der ungewollten Unterstützung durch die Zentralbanken, während IG-Anleger auf der Suche nach höherer Rendite wieder aus ihrer Komfortzone in Richtung HY gedrängt werden. HY ist im Umfeld politischer Unterstützung in Relation zu den höheren Erwartungen von Ausfällen fair bewertet. Wir haben jedoch nur ein sehr geringes Engagement, da wir zum jetzigen Zeitpunkt keine zusätzlichen Risiken eingehen wollen. Wir

bevorzugen in dieser Anlageklasse Qualitätstitel und gefallene Engel.

Die Schwellenländer befinden sich im Auge des COVID-Sturms, wobei Lateinamerika zum neuen Epizentrum wird und China erneut Lockdowns verhängen muss, um eine zweite Welle einzudämmen. Daher ergibt sich für Schwellenländeranleihen weiterhin ein problematisches Bild, und wir bleiben untergewichtet.

Alles in allem lassen wir in diesem Monat im Hinblick auf unsere Vermögensallokation Vorsicht walten, da wir befürchten, dass sich die positive Stimmung, die Aktien weiter steigen lässt, rückblickend als ein Zuckerrausch erweisen wird. Wir warten überzeugendere Wirtschaftsdaten ab, bevor wir wieder einlenken, und geben der Robustheit der Portfolios im derzeitigen Umfeld oberste Priorität.

	Aktuelle Vermögensaufteilung 17.06.2020	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