

September 28, 2020

BILBoard September 2020 – Weckruf für die Wirtschaft



Der September ist unter
Marktteilnehmern gewöhnlich kein sehr beliebter Monat. Und so begann er dann
auch mit heftigen Bewegungen und einer Korrektur des technologielastigen

Nasdaq. Den Grund für diese Entwicklung sahen wir nicht in einer Verschlechterung der fundamentalen Aussichten. Für uns war dies eher ein technisch bedingter Rückgang, der auf Gewinnmitnahmen und ein ganz normales Verhalten der Anleger zurückzuführen war. Tatsächlich hatten US-Aktien bereits eine wechselhafte Zeit hinter sich: Durch die COVID-19-Krise waren sie zunächst auf Tiefststände gesunken, schossen dann aber wieder in die Höhe und überstiegen ihre Höchststände aus der Zeit vor der Pandemie. Die Bewertungen (vor allem von Technologiewerten und Titeln, die von der Pandemie und den Ausgangsbeschränkungen profitierten) wirkten dadurch extrem aufgebläht. Sie standen nicht mit der gesamtwirtschaftlichen Lage im Einklang, deuteten sie doch an, dass die Weltwirtschaft aus ihrem lockdown-bedingten Tiefschlaf erwachen und durch eine großartige V-förmige Erholung gleichsam aus dem Stand kräftig zulegen würde. Es ist bekanntlich nicht immer ganz einfach, die süße Schwere des Schlafs von sich abzuschütteln; auch die Weltwirtschaft kehrt nur ganz langsam zur Normalität zurück, und das auch nur dank einer belebenden Dosis Koffein in Form von geld- und fiskalpolitischen Impulsen.

GESAMTWIRTSCHAFT

Unser Basisszenario, in dem wir von einer allmählichen Erholung ausgehen, bleibt intakt. Wir rechnen hier allerdings eher in Quartalen als in Monaten, und auch Rückschläge sind nicht auszuschließen. Die US-Wahlen, der Brexit, der Streit zwischen den USA und China und das Coronavirus sind nur einige der weiterhin bestehenden Risiken, die die Aussichten beeinträchtigen könnten.

In den USA hat der Vorsitzende der US-Notenbank (Fed), Jerome Powell, erklärt: „Die Erholung ist zügiger vorangeschritten als allgemein erwartet.“ Er hat aber auch gewarnt: „Die Aktivität ist noch immer deutlich schwächer als vor der Pandemie.“ Auch könne sich das Tempo verlangsamen, da „nach wie vor höchst unsicher ist, wie sich die Dinge entwickeln werden.“ Um die Wirtschaft zu stützen, hält die Fed an ihrem moderaten Politikmix aus Anleihenkäufen, Erleichterung von Kreditaufnahmen und extrem tiefen Zinssätzen (die gemäß dem aktualisierten Dot-Plot wohl bis 2023 bei 0 % bis 0,25 % liegen werden) fest. Der Inflationsdruck scheint zwar zu wachsen, wird aber wahrscheinlich keine politische Kursänderung

auslösen. Die Fed wird künftig, entsprechend ihrem neuen Rahmen, wonach sie eine „Durchschnittsinflation“ anstreben will, auch ein Übersteigen des Inflationsziels dulden.

Erfreulich ist, dass die Fed ihre Wachstumsprognosen nach oben korrigiert hat und nun einen Rückgang des Bruttoinlandsprodukts um 3,7 % erwartet, während sie noch im Juni von -6,5 % ausgegangen war. Die US-Notenbank prognostiziert, dass die US-Wirtschaft gegen Ende 2021 auf Vorkrisenniveaus zurückkehren wird. Der Fertigungssektor stürmt voran, und die Auftragseingänge für Gebrauchsgüter lassen darauf schließen, dass sich die Unternehmensinvestitionen nach und nach von ihrer Schockstarre erholen. Die Gewinne sinken aber immer noch (-15 % im ersten Quartal, -8 % im zweiten Quartal), und damit die Margen der Unternehmen auf frühere Niveaus zurückkehren, hängt in den USA vom Konsum ab.

Nach den Lockdowns verfielen die Verbraucher auf der „Suche nach Glück“ fast in einen Kaufrausch. Seitdem stagniert das Verbrauchervertrauen jedoch, was darauf hindeutet, dass das Geld nicht mehr so locker sitzt. Verbraucher konsumieren nur dann ordentlich, wenn der Arbeitsmarkt in einer guten Verfassung ist. Seit Februar wurden jedoch 11,5 Millionen Arbeitsplätze vernichtet. Es überrascht daher nicht, dass Vollbeschäftigung nun ein Schwerpunktziel für die Fed ist, die für 2020 eine mittlere Arbeitslosenquote von 7,6 % erwartet, im Vergleich zur Prognose von 9,3 % vom Juni.

Die fiskalpolitischen Maßnahmen boten den privaten Haushalten und kleinen Unternehmen die so dringend benötigte Unterstützung. Wahrscheinlich werden aber weitere Hilfen notwendig sein. Wann und in welchem Umfang diese Hilfen kommen, ist jedoch angesichts des Stillstands der Verhandlungen im US-Kongress weiterhin offen. Dass die Leistungen bereits ausgelaufen sind, scheint die Wirtschaft bislang nicht zu beeinträchtigen. Doch ohne weitere fiskalpolitische Unterstützung könnte sich die aufgestaute Nachfrage einfach in nichts auflösen.

Europa scheint, was die Erholung der Wirtschaft

betrifft, erst einmal die Schlummertaste gedrückt zu haben. Aktuelle Daten zeigen einen Rückgang der Dynamik im Industriesektor und enttäuschende Konsumausgaben. Dies weckt Zweifel an der Nachhaltigkeit der anfänglichen Erholung, zumal die Infektionszahlen und die Arbeitslosigkeit wieder nach oben tendieren. Die Inflation ist auf dem Kontinent noch immer in einem Tiefschlaf. Das macht es für die Europäische Zentralbank einfacher. Bei der letzten geldpolitischen Sitzung beließ sie die Zinsen bei -0,5 % und sagte zu, ihr wegen der Pandemie aufgelegtes Notfall-Kaufprogramm in Höhe von 1,35 Bio. Euro wenigstens bis Juni 2021 laufen zu lassen.

Chinas Wirtschaft ist weniger lethargisch und durch die Erholung so etwas wie ein Ausreißer, ist sie doch bei der Aktivität ihren Vorkrisenniveaus näher als jede andere große Volkswirtschaft. Nachdem Chinas Unternehmenssektor monatelang auf Erholungskurs war, stimmen nun auch die chinesischen Verbraucher ein. Die Einzelhandelsumsätze stiegen im August, zum ersten Mal in diesem Jahr, um 0,5 %. Zugleich sank die Arbeitslosenquote leicht von 5,7 % im Juli auf 5,6 %. Die nachgebende Inflation bietet der Zentralbank mehr Handlungsspielraum in nächster Zeit.

AKTIEN

Die Marktkorrektur hatte keine größeren Auswirkungen auf die Aktienbewertungen, die nach wie vor hoch sind. Dies trifft insbesondere dann zu, wenn man bedenkt, dass die Berichtssaison zwar besser verlaufen ist als befürchtet, aber keinen nennenswerten Einfluss auf die Gewinnrevisionen hatte. Tatsächlich sind die USA die einzige Region, in der es unter dem Strich (wenn auch nur geringfügig) mehr positive als negative Korrekturen der Gewinnerwartungen gab. Die USA bleiben einer unserer bevorzugten Märkte, auch wenn sie die teuerste Region sind. Dies liegt daran, dass dort die namhaftesten Wachstumsunternehmen, die von den Ausgangsbeschränkungen profitierten, sowie digitale Vorreiter ansässig sind, die sich weiterhin gut entwickeln dürften, solange das Virus weiter sein Unwesen treibt. In europäischen Aktien bleiben wir untergewichtet, da diese schwächer abschneiden als der breitere Markt. Was unser Engagement in den Schwellenländern angeht, wurden die Positionen angepasst, um unsere Präferenz für chinesische Aktien abzubilden, die sich bei der jüngsten Korrektur gut behauptet haben und von stärkeren Fundamentaldaten

gestützt werden. Andere Schwellenländer, darunter lateinamerikanische Länder und Indien, kämpfen noch immer gegen die erste COVID-19-Welle.

Auf der Stilebene war die Rotation aus Growth- in Value-Aktien nur kurz und in erster Linie auf die USA begrenzt. Aktuell erkennen wir keine klaren Positivfaktoren, die eine nachhaltige Outperformance von Value-Aktien auslösen könnten. Insgesamt ziehen wir es aufgrund der breiten Streuung der Renditen vor, uns in diversen Sektoren gezielt einzelne Qualitätsaktien herauszupicken. Zugleich behalten wir einige Sektoren genau im Auge, in denen die Bewertungen günstiger oder die Gewinnrevisionen positiv sind.

FESTVERZINSLICHE ANLAGEN

Die anhaltende Freigiebigkeit der Zentralbanken bläht die Kurse von Staatsanleihen auf, und die Renditen scheinen – vorerst – stabil zu sein. Dennoch halten wir in diesem Bereich am Engagement in inflationsgebundenen Wertpapieren fest. Da aufgrund der fortgesetzten Erholung eine höhere Inflation langfristig wahrscheinlich ist, dürften diese Papiere weiter steigen.

Im Unternehmensbereich intensiviert sich die Jagd nach Renditen. Die Ausweitung der Spreads ist nunmehr zu einem großen Teil wieder ausgeglichen, und in nächster Zeit ist mit einer Seitwärtsbewegung zu rechnen: Die Zentralbanken verhindern eine deutliche Ausweitung, während für eine weitere Verengung ein bedeutender Impuls, etwa durch einen Impfstoff, erforderlich wäre. Der negative Rating-Trend scheint im dritten Quartal einen Wendepunkt erreicht zu haben. Hilfreich war dabei die starke Emissionstätigkeit bei „universellen“ Anleihen, mit denen Unternehmen die Widerstandsfähigkeit ihrer Bilanzen verbessern wollen. Gleichzeitig haben die Anleger großen Appetit auf Neuemissionen sowie die Bereitschaft bewiesen, gefallene Engel zu halten.

Im Bereich der Schwellenländeranleihen sollten sich unserer Auffassung nach

Unternehmensanleihen nun behaupten können, gestützt durch die geringeren Investitionsausgaben und mehr finanzielle Disziplin. Genauer gesagt: Sinkende lokale Zinssätze bieten den Unternehmen in den Schwellenländern die Möglichkeit, Anleihen in Hartwährung durch solche in Lokalwährung zu ersetzen, was die Solidität ihrer Bilanzen verbessert. Zugleich sind die Bewertungen attraktiv, denn die Renditedifferenz gegenüber US-Unternehmensanleihen ist – bereinigt um die Duration – im historischen Vergleich noch immer groß (ca. 316 Basispunkte). In den defensiven und risikoarmen Profilen wurden jeweils 50 % und 100 % des aktuellen Engagements in Schwellenländeranleihen (aktuell vollständig in Staatsanleihen in Hartwährung investiert) in Schwellenländer-Unternehmensanleihen in Hartwährung umgeschichtet.

SCHLUßFOLGERUNG

Wäre die Wirtschaft ein Mensch, könnte man sagen, sie gähnt, räkelt und streckt sich geruhsam und denkt darüber nach, ob sie aufstehen soll, vielleicht mit dem Lied „Wake me up when September ends“ von Green Day im Hintergrund. Währenddessen zupfen und zerren die Zentralbanken und fiskalpolitischen Entscheidungsträger an der Bettdecke, um sie aus dem Schlaf zu reißen. Die Märkte werden von Hoffnung, Liquidität und der Dynamik getragen, scheinen aber zu übersehen, dass dies alles eine Weile dauern wird und nur ein Impfstoff (und natürlich dessen Wirksamkeit und das Vertrauen in ihn) die Weltwirtschaft davon überzeugen kann, aus dem Schlaf aufzuspringen.

16/09/2020		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 timelessness 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 | L-2953 Luxembourg | RCS Luxembourg B-6307 | Tel. +352 4590 6699 | www.bil.com.