

October 3, 2019

BILBoard September 2019 – Steht die Weltwirtschaft vor einem „Tipping Point“?



Mit seinem Buch „Tipping Point: Wie kleine Dinge Großes bewirken können“ prägte Malcolm Gladwell auch für die deutsche Wirtschaftswelt den Begriff „Tipping Point“: „Tipping Point“ lässt sich am besten mit „Kipppunkt“ übersetzen und beschreibt einen Punkt oder Moment, an dem eine vorher geradlinige und eindeutige Entwicklung durch bestimmte Rückkopplungen abrupt abbricht, die Richtung wechselt oder stark beschleunigt wird. Vor genau solch einem Kipppunkt scheint die Weltwirtschaft aktuell zu stehen: Wird sie eine Talsohle ausbilden, wodurch sie sich selbstständig wieder erholen kann, oder wird sie sich weiter eintrüben, wodurch fiskalpolitische Maßnahmen unerlässlich werden? In den nächsten Monaten wird sich entscheiden, wie die weitere Entwicklung der Wirtschaft einzuschätzen ist. Denn mit der Veröffentlichung weiterer Daten dürften sich die Hinweise verdichten, in welche Richtung die Entwicklung verlaufen wird.

Allerdings könnten bereits ein paar vereinzelte unerfreuliche Daten oder ein feindseliger Tweet das Zünglein an der Waage bilden, das den Ausschlag nach unten bewirkt. In solch einer Situation kann Vertrauen – sowohl seitens der Unternehmer als auch seitens der Verbraucher – zur Gefahr werden, und Gefühle, wie Gladwell in seinem Buch schreibt, können ansteckend wirken.

In unserem Basisszenario gehen wir derzeit davon aus, dass wir uns *nicht* in einer Rezession, sondern in einer Konjunkturverlangsamung befinden, d. h. in einer Phase, in der Risikoanlagen in der Regel hohe Renditen erzielen. Vereinzelt bestehen noch starke Segmente, insbesondere in den USA, wo die Konsensschätzungen von einem soliden Wachstum von 2,3 % im Jahr 2019 ausgehen, angetrieben vor allem durch den Konsum der privaten Haushalte (der Hand in Hand geht mit einer extrem niedrigen Arbeitslosenquote). Auch wenn die Lage in den USA derzeit stabil ist, ist keine Wirtschaft immun gegen äußere Einflüsse. Die globale Konjunkturverlangsamung und die Ungewissheit in Bezug auf den Welthandel haben das Wachstum im Bereich der Industrieproduktion nahezu zum Stillstand gebracht. Gleichzeitig wurden bei US-Unternehmen die Investitionsausgaben zurückgefahren.

In Europa ist die Situation etwas angespannter. Die Konsensschätzung geht für 2019 von einem Wachstum von 1,1 % aus, doch ist der Fertigungssektor des Kontinents in Schieflage geraten, was auch auf den Dienstleistungssektor überzugreifen droht. Folglich besteht ein erhebliches Abwärtsrisiko. Im zusammengesetzten Einkaufsmanagerindex des Monats September kommen diese Befürchtungen bereits zum Ausdruck: Der Index fiel auf 50,4 Punkte und bewegt sich damit gefährlich nahe an der 50 Punkte-Marke, die als die Trennlinie zwischen Kontraktion und Expansion gilt. Die Komponente „Produktion“ ist mit 45,6 Punkten bereits unter die Schwelle abgesunken, und die Komponente „Dienstleistungen“ verharrt bei immerhin 52 Punkten (Rückgang von 53 im August). Die Länder Südeuropas befinden sich derzeit in einer besseren Verfassung als Deutschland, das stark von seinen Exporten und dem globalen Konjunkturzyklus abhängig ist. Es wird sich zeigen, ob die übrigen Länder der Eurozone wie Deutschland in eine Abwärtsspirale abrutschen, oder ob der Kontinent das Kunststück schafft, sich wieder zu stabilisieren.

Die Zentralbanken unternehmen unterdessen ihr Möglichstes, und es herrscht immer noch Liquidität an den Märkten, wodurch für Risikoanlagen derzeit noch immer ein gewisser Puffer besteht. Auf ihrer September-Sitzung hielt die EZB eine ganze Reihe von erfreulichen Nachrichten für die Märkte bereit: Es gibt eine Neuauflegung der quantitativen Lockerung (vorerst unbefristet mit einem Volumen von 20. Mrd. Euro monatlich ab November), bessere TLTRO-Bedingungen (was bedingte Kredite an Banken attraktiver werden lässt), ein System gestaffelter Zinsen für Einlagen (bei dem ein Teil der Bankeinlagen – derzeit das Sechsfache ihrer Mindestreserven – von den Strafszinsen ausgenommen ist) und eine Senkung des Einlagensatzes auf -0,5 %. Die Fed schloss sich dieser Maßnahme mit einer bereits zu großen Teilen erwarteten Zinssenkung um 0,25 % auf eine Spanne von 1,75–2,00 % an.

Doch die Märkte können nicht von Liquidität allein leben. Da bedarf es schon eher eines Durchbruchs im Handelsstreit, einer Stabilisierung der Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe oder aber deutliche Anzeichen, dass die Regierungen bereit sind, steuerliche Anreize zu schaffen.

Unserer Ansicht nach haben die Märkte immer noch etwas Bewegungsspielraum, doch angesichts der bestehenden Risiken müssen wir uns auch darauf einstellen, dass uns eine beschwerliche Zeit bevorsteht. Die politischen Risiken könnten jederzeit ohne Vorwarnung wieder aufflammen, insbesondere die geopolitischen Risiken im Nahen Osten. Zudem endet am 31. Oktober die Frist für den Brexit, dessen Ausgang weiterhin ungewiss ist, und die USA wollen bis zum 13. November entscheiden, ob sie nun europäische Autos mit Importzöllen in Höhe von bis zu 25 % belegen wollen oder nicht.

Aktienmärkte

Aus der Angst heraus, eine durch Liquidität angetriebene Rallye zu verpassen, sind einige Anleger weiterhin stark engagiert, doch letztendlich erhalten die Aktienmärkte eher durch die Gewinne Antrieb. Angesichts der anstehenden Berichtssaison für das 3. Quartal bedeuten die

Abwärtskorrekturen, dass die bestehenden Erwartungen leicht zu erfüllen sind. Die Erwartungen für 2019 könnten sich sogar als zu pessimistisch herausstellen – die Konsenserwartungen für das Gewinnwachstum liegen für die USA bei -1 %, für Europa bei +0,8 % und für die Schwellenländer bei -6,7 %. Während die Zahlen für 2019 recht deutlich nach unten korrigiert wurden, blieben die Erwartungen für 2020 nahezu unverändert, und damit diese Zahlen tatsächlich erreicht werden, bedarf es einer deutlichen Verbesserung des makroökonomischen Umfelds oder eines Durchbruchs im Handelskonflikt.

Im vergangenen Monat, als für uns noch nicht genug Klarheit in Bezug auf die Absichten der Zentralbanken bestand und im Handelskonflikt zwischen den USA und China noch starke Spannungen herrschten, haben wir einige Portfolios, für die dies zulässig ist, mit Put-Optionen ausgestattet, um bei Bedarf einen Teil unseres europäischen und US-amerikanischen Aktienexposures zu einem vorher vereinbarten Preis verkaufen zu können. Wir ließen diese Optionen verfallen und nahmen an den zugrunde liegenden Positionen keine Änderungen vor. Im Falle der Portfolios, für die ein Kauf von Derivaten nicht zulässig ist, hatten wir das zugrunde liegende Aktienexposure bereits veräußert und wir kauften es nun zurück (wie in der Matrix dargestellt).

Auf Sektorebene haben wir alle unsere sektorbezogenen Positionen glattgestellt. Im September war es zu einer heftigen Stilrotation gekommen, bei der zyklische Werte und Value-Aktien (hauptsächlich Finanzwerte) eine Outperformance gegenüber Growth-Aktien und defensiven Werten erzielten. Diese Rotation scheint eher durch die Zinssenkungen als durch die Entwicklungen im makroökonomischen Umfeld ausgelöst worden zu sein. Die wichtigste Frage ist jedoch, ob der von der Anlegerstimmung angetriebene Trend anhalten wird. Auf lange Sicht dürften die Fundamentaldaten zwar dominieren, doch können sich die Anleger als sehr launisch zeigen. Daher ziehen wir es vor, uns nicht so kurzfristig zu positionieren.

Unsere Allokation in festverzinslichen Anlagen beließen wir in diesem Monat unverändert, mit Ausnahme des Verkaufs unserer Staatsanleihen mit kurzer Laufzeit, mit dem wir unsere oben genannten Aktienkäufe finanzierten.

Mit Blick auf die weitere Konjunktorentwicklung ist es noch zu früh, eine Vorhersage zu treffen, in welche Richtung die Waagschale kippen wird. Möglicherweise wird sich der Himmel über der Weltwirtschaft wieder aufklaren. Doch sollte die Waage tatsächlich in die andere Richtung kippen und ein Sturm aufziehen, werden die Regierungen unter Umständen gezwungen sein, ihre Konjunkturpakete aufzuschnüren, die sie sich für schwierige Zeiten aufgehoben hatten. Solange an den Märkten nicht mehr Klarheit in Bezug auf das zukünftige Wachstum besteht, ist es daher sinnvoll, keine unnötigen Risiken einzugehen und eine leichte Untergewichtung in Risikoanlagen aufzuweisen.

Aktuelle Vermögensaufteilung 19.09.2019		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 timeliness 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.