

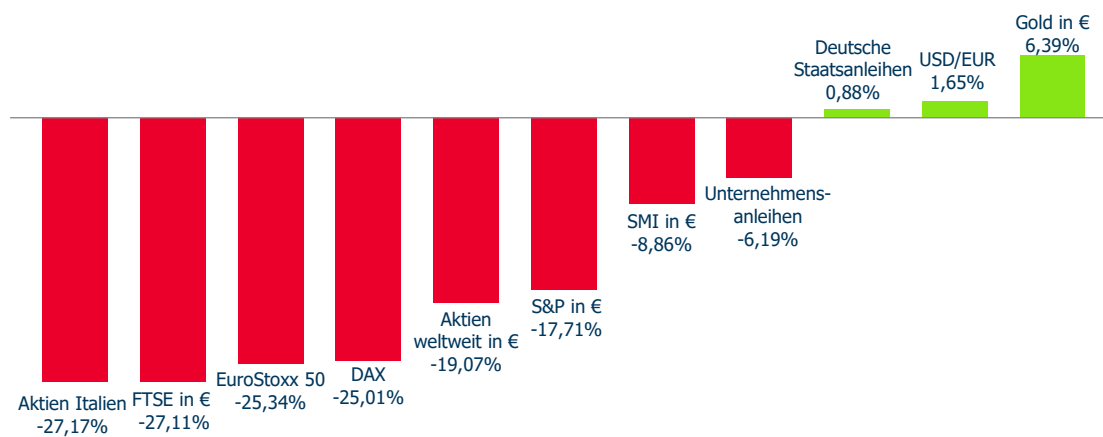
1. Überblick

Da ist er, der „schwarze Schwan“. Spätestens seit Nicholas Talebs Buch steht dieser Begriff als das Synonym für ein Ereignis, das sehr selten bzw. höchst unwahrscheinlich ist. Mit der Pandemie des neuartigen Coronavirus erleben wir ein solch seltenes Phänomen. Viel menschliches Leid ist bis zum heutigen Tag geschehen und auch weiterhin zu befürchten. Wir müssen uns auf die Aussagen und Empfehlungen einer vorher wenig beachteten Spezies von Virologen verlassen. Maßnahmen, die es schon seit sehr langer Zeit in unserem Land nicht mehr gegeben hat, werden aktuell von uns verlangt, um das Sars-CoV-2 Virus und seine zu schnelle Ausbreitung zu unterbinden. Die Einschränkung des wichtigsten Gutes – der persönlichen Freiheit – zur Vermeidung von Schlimmerem, besonders für Risikopersonen, sollte uns in dieser durchaus anspruchsvollen Zeit demütig werden lassen und aufzeigen, was wirklich wertvoll ist: Gesundheit und Zusammenhalt.

Das Sars-CoV-2 Virus als „Schwarzer Schwan“ für die Märkte

Wir sehen uns mit einer Situation konfrontiert, für die es historisch keine Vergleiche gibt. Die Börsen haben ebenfalls entsprechend auf die massive zukünftige Unsicherheit reagiert. So gab es noch nie eine so schnelle Abwärtsbewegung von 20% (in einen sogenannten Bärenmarkt). Der Markt hat im ersten Quartal auf Krisenmodus umgestellt und bis zu 27% in einigen Marktsegmenten nachgegeben. Lediglich Gold und der sichere Hafen der Staatsanleihen sehr guter Bonität konnten sich ähnlich wie der USD dem Abwärtssorg entziehen.

Marktüberblick für das Kalenderjahr 2020



Quelle: Marktdaten, Bloomberg

In der Krisenbewältigung wurde zuallererst (und dies ist ein Lerneffekt aus der Krise 2008) das Finanzsystem geschützt. Sowohl die Finanzausstattung der Banken ist heute verbessert als auch – und das ist wesentlich wichtiger – die zeitnahe Bekanntgabe der zur Verfügungstellung von unbegrenzter Liquidität durch die Notenbanken, dies um Bankenkongresse trotz zukünftig auftretender Unternehmenskongresse komplett auszuschließen. Der Finanzsektor wird also, wie auch die staatliche Verschuldung, kurzfristig nicht zum Problem werden. Beide Bereiche sollten durch die unbegrenzte Verschuldungsmöglichkeit der Notenbanken abgesichert sein. Das neuartige Coronavirus führt allerdings zu einem simultanen Angebots- und Nachfrageschock: Auf der einen Seite werden angebotsseitig Lieferketten gestört. Auch das aktuelle Arbeiten von zu Hause (Home-Office Tätigkeiten) hat seine Grenzen. Auf der Nachfrageseite sorgt die gedämpfte Konsumlust, allein wegen der zu erwartenden Unsicherheit über mögliche Arbeitsplatzverluste, für Umsatzausfälle. Investitionen auf der Unternehmensseite werden verschoben. Beide Schocks nähren sich gegenseitig. So werden z.B. Sektoren, die auf der Angebotsseite nicht betroffen sind, trotzdem auf der Nachfrageseite durch wegbrechende Umsätze belastet. All dies führt zum eigentlichen Problem, vor dem wir stehen: Die private Verschuldung von Konsumenten und Unternehmen wird massiv steigen. Der überraschende Ölpreisverfall verstärkt diese Situation, da die Produktionskosten vieler Ölunternehmen oberhalb der zu erzielenden Verkaufspreise liegen. Das könnte zu vielen Konkursen von Ölunternehmen in den USA führen. Die Entwicklung der Kapitalmärkte gleicht einer Achterbahnfahrt und die ökonomischen und sozialen Folgen sind nicht abzusehen. Es regiert eine große Portion Psychologie, die zu starken Schwankungen an den Aktien- und Anleihemärkten führt. Umso wichtiger ist es, nicht in Panik zu geraten, sondern die Ziele jetzt deutlich und klar zu definieren. Auch diese Krise bietet jede Menge Chancen.

Gleichzeitiger Angebots- und Nachfrageschock führt zum Verschuldungsproblem

2. Unsere Einschätzungen für 2020

- Die globale Weltwirtschaft gleitet in diesem Jahr in eine Rezession ab - die wichtigsten Volkswirtschaften China/Europa/USA werden durch das Sars-CoV-2 Virus massiv belastet.
- Die größte Herausforderung seit der Weltwirtschaftskrise 1929/32 steht uns bevor.
- Notenbanken sind im Alarm-Modus und stützen das Finanzsystem unbegrenzt - „what ever it takes“ der FED.
- EZB-Politik des Quantitative Easing (QE) wird weiter erhöht und mit fiskalpolitischen Programmen der einzelnen Staaten flankiert. Corona-(Euro)-Bonds werden in der Zukunft wahrscheinlicher.
- Das Zinsniveau bleibt in den USA und Europa auf lange Sicht um Null bzw. im negativen Bereich. Angleichen der Renditen europäischer Staatsanleihen wahrscheinlich.
- China scheint der Ursprung der aktuellen Pandemie zu sein – man hat das neuartige Virus aktuell aber am besten im Griff und fährt die Wirtschaft schon wieder hoch. Dadurch entstehen Vorteile in der Weltgemeinschaft.
- Es ist ungewiss ab wann wieder mit einem normalen (Wirtschafts-)Leben zu rechnen sein wird und welche tiefgreifenden Einschnitte die Pandemie in den jeweiligen Wirtschaftsregionen im Nachgang hinterlassen wird.
- US-Unternehmensverschuldung wird zur Achillesferse und ist das eigentliche Problem. Der Ölpreisverfall von über 30% an einem Tag verschärft dieses Problem zusätzlich.
- 2020 ist ein US-Wahljahr – Trump kann als Krisenmanager nicht überzeugen – Auswirkungen auf die USA durch das Sars-CoV-2 Virus erst in 3-4 Wochen einschätzbar. Wir erwarten dramatische Entwicklungen.
- Geopolitische Krisen spielen derzeit keine Rolle mehr, der Kampf gilt dem Virus – die Neuverschuldung wird sich weltweit massiv erhöhen.
- Die Volatilität erreicht Höchstwerte an den Märkten. Diese Situation wird noch anhalten bis sich etwas mehr Planungssicherheit in der Entwicklung der Pandemie ergibt.

Anleihen: Notenbanken gehen „all-in“. Undifferenzierter Abverkauf bei Unternehmensanleihen schafft selektiv Investitionsmöglichkeiten in defensiven und konjunkturunabhängigen Branchen.

Aktien: Die Pandemie bietet mittelfristig sehr gute Chancen für Qualitätstitel mit hohem Eigenkapital und einer starken Bilanz. Unsere defensive Branchenallokation in „Gesundheit“, „Ernährung & Agrar“ und „Basiskonsum“ Titel hat sich in der Krise bisher bewährt. Innerhalb der nächsten 2-4 Wochen ergeben sich gute Einstiegszeitpunkte, v.a. sollten die Einzeltitel in dem Bereich ihres Kurs-/Buchwert Verhältnisses handeln. Wir möchten dann die Aktienquote erhöhen.

Substanzanlagen: Gold zeigt sich in der aktuellen Situation als die Versicherung in Krisenzeiten. Aufgrund der expansiven Politik der Notenbanken sollte Gold weiter gehalten werden.

Währungen: Der US-Dollar (USD) profitiert in der aktuellen Unsicherheit vom Status des sicheren Hafens, sollte aber im Jahresverlauf aufgrund der sinkenden transatlantischen Zinsdifferenz wieder schwächer tendieren.

3. Bericht vom Markt

3.1 *Eine extreme Situation, die es noch nie gab*

Wir befinden uns in einer Situation, die es noch nie gab. Grundsätzlich ist eine Pandemie bekannt. Doch scheinen sie in der Vergangenheit weit entfernt von der westlichen Welt gewesen zu sein. Man muss schon ca. 100 Jahre zurückgehen, um mit der Spanischen Grippe, an der damals 50 Mio. Menschen (natürlich unter anderen medizinischen Voraussetzungen) starben, eine ähnliche Dimension zum aktuellen Virus zu bekommen. Aber auch das neuartige Coronavirus hat durch seine Funktionsweise (Ausbruch nach einer gewissen Zeit, sodass Infizierte durch Symptome nicht sofort erkennbar sind) eine andere Reichweite. Hinzu kommt die Globalisierung, mit allen ihren grenzüberschreitenden Waren- und Personenströmen, womit das Sars-CoV-2 Virus die Chance erhalten hat, sich rasend schnell auszubreiten und eine Pandemie auszulösen.

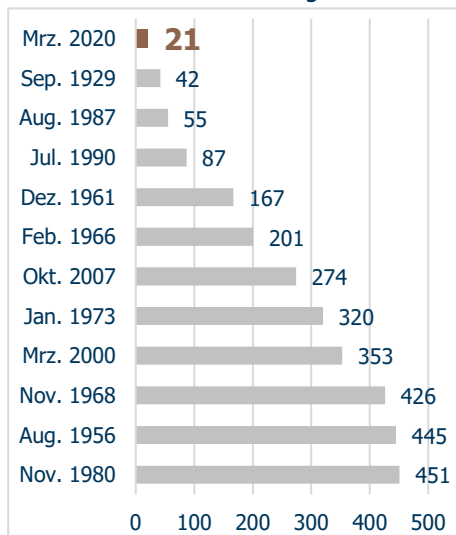
Die ökonomische Konsequenz war, dass nahezu in allen Ländern zur Eindämmung der Pandemie ein „Lockdown“, also ein Herunterfahren des öffentlichen und sozialen Lebens, nötig wurde und so aktuell große Wirtschaftsbereiche nur auf Minimalbetrieb laufen.

Mit dieser neuen Situation müssen alle Projektionen und Vorhersagen für die wirtschaftliche Entwicklung einzelner Länder, Regionen aber auch Branchen neu betrachtet und kalkuliert werden. Dass es zu einer Anpassungsrezession kommt, also eine rückläufige Wirtschaftsleistung, ist unstrittig. Die Frage, die aber viel wichtiger ist: Wie schlimm wird diese Phase und wie lange dauert sie, bis man die Wirtschaftsleistung wieder hochfahren – geschweige denn – auf Normalbetrieb bringen kann?

Hierzu gibt es drei gängige mögliche Szenarien: Beginnend bei einer V-förmigen Erholung, (schnelle Erholung nach dem Abdriften) über eine U-Formation (die eine längere Phase der Kontraktion beinhaltet) und der L-Entwicklung, die noch kein prognostizierbares Ende der Krise beschreibt. Aktuell ist die Unsicherheit noch zu groß, als dass sich belastbare Aussagen über eine mögliche weitere Entwicklung vorhersagen lassen. Fakt ist, dass die Zeit, in der nichts produziert werden kann bzw. Kapazitäten heruntergefahren werden, kein Output produziert wird, der auch gegen Geld verkauft werden kann. Aber genau diese Zeit wird benötigt, um die Kurve der Neuinfektionen zu senken und somit die Intensivbettenkapazitäten nicht überzustrapazieren. Es muss zwischen medizinischer Notwendigkeit und ökonomischen Verstand ein sinnvoller und vertretbarer Weg gefunden werden. Auch für jeden Einzelnen ändert sich somit das tägliche Leben. Nutzen wir also diese Zeit, um uns auf die Dinge zu fokussieren, die zur oder nach der Bewältigung der Krise wichtig sein werden. Am Beispiel China sehen wir, dass es sehr bald auch wieder in die Richtung Normalität gehen könnte.

Um ein Gefühl zu entwickeln, wann sich Märkte evtl. wieder erholen könnten, schaut man gerne in die Vergangenheit. Durch typische Erholungserfahrungen in einer Krise ist die jüngste Marktbewegung im März besser als eine „normale“ oder eher „unnormale“ einzuordnen?

Historische Bärenmarkt-Beginne



Der jüngste Ausverkauf – besonders der globalen Aktien – kann als Ausreißer in Bezug auf die Geschwindigkeit und Intensität betrachtet werden. Lediglich 21 Handelstage brauchte es, bis sich der Bullenmarkt hin zu einem Bärenmarkt (Definition für -20% Kursverlust) drehte. Das ist historischer Rekord. Um sich aus einem „Bärenmarkt“ wieder herauszukatapultieren und neue Höchststände zu erreichen, brauchen Aktienmärkte in der Regel mindestens 15 Monate. Dabei sind V-förmige Markterholungen aber historisch sehr selten. Aus der Historie wissen wir, dass 12 Monate nach dem Tiefpunkt am Markt die Kurse im Durchschnitt (Median) um 35% zulegen konnten. Dabei gibt es nur einen schwachen Zusammenhang zwischen der Höhe des Ausverkaufs und der Stärke der anschließenden Erholung.

Die Renditen von Staatsanleihen bester Bonität sinken tendenziell in Krisen, die Kreditspreads der Unternehmensanleihen weiten sich aus und die Preise für das Öl und für Gold steigen normalerweise in einer solchen Stressphase. Auf der Anleihe Seite kann dies auch

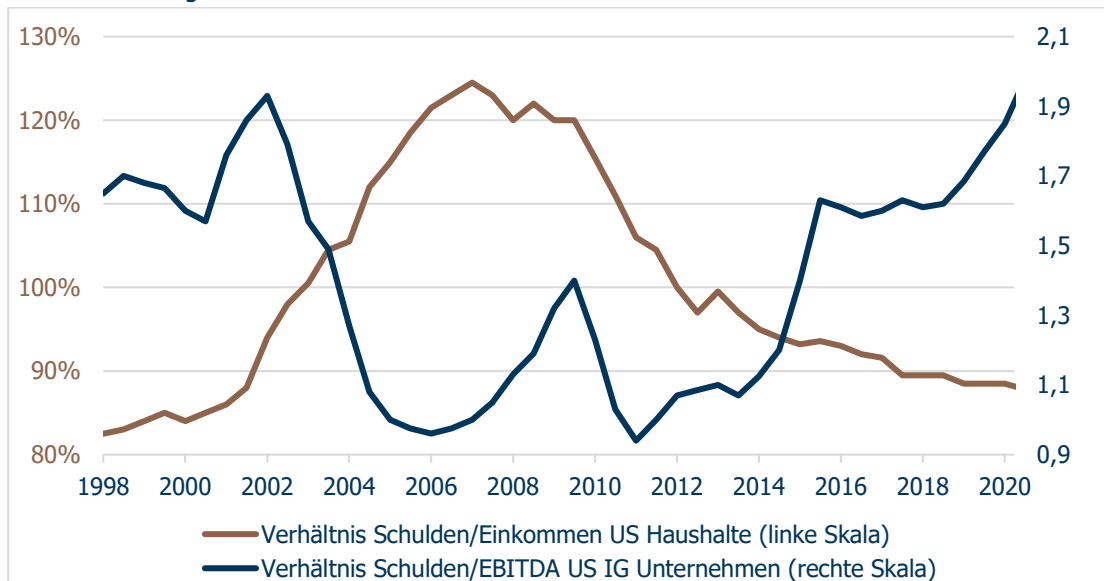
in der aktuellen Marktphase bestätigt werden, wenn gleich in einem extremeren Ausmaß. Bei den Rohstoffen war dies nicht der Fall, selbst Gold schwankte an manchen Tagen extrem. Aus der Vergangenheit wissen wir, dass Anleiherenditen und Kreditspreads von Unternehmensanleihen als erste Anlageklasse ihre Extrempunkte erreichen bevor die Erholung der Aktien- und auch Rohstoffmärkte (ca. drei Monate später) einsetzt. Wirtschaftsdaten bleiben tendenziell erst einmal weiter zurück und zeigen sich ca. 6 Monate später aufgehellt. Dieses als Blick in den „Rückspiegel“.

3.2 USA: Die Verschuldung!?

Die USA reagierten auf die Ausbreitung des neuartigen Coronavirus ebenfalls mit einer Mischung aus fiskalpolitischem Rekordstimulus und unbegrenzter monetärer Unterstützungsmaßnahme der FED. Es wurde durch zwei Zinssenkungen das Zinslevel auf nahe Null gebracht und ein unbegrenztes Anleihe-Kaufprogramm verkündet.

Aus unserer Sicht besteht allerdings das große Problem – wie hier in unseren Quartalsreports bereits beschrieben – in der privaten Verschuldung. Zu unterscheiden ist dabei zwischen dem Konsumenten und den Unternehmen in den USA. Das größere Problem liegt in den schon hoch verschuldeten US-Unternehmen.

US-Verschuldung von Privathaushalten und Unternehmen



Quelle: Bloomberg; FED

Dagegen liegt die Verschuldung der Konsumenten niedriger als zu Beginn der letzten Finanzkrise. Konsumausfälle sind aber aufgrund einer plötzlich entstehenden Massenarbeitslosigkeit realistisch und weniger wegen der aktuellen Überschuldungssituation.

Politiker in den USA, wie auch in Europa, haben zwar enorme staatliche Unterstützung angekündigt und versprochen, dass keine Zunahme der Arbeitslosigkeit zu befürchten sei. Aber trotz der angekündigten Steuerstreichungen und Lohnfortzahlungen von Seiten des Staates rechnen wir mit einem massiven Anstieg der Arbeitslosenzahl, die sich ebenfalls auf den Konsum auswirken wird. Der Wirtschaftsabschwung in den USA – ähnlich dem in den exportstarken Ländern (z.B. Deutschland) – dürfte somit den Abschwung in der Finanzkrise übersteigen. Notenbanker und Experten rechnen schon mit einer Wirtschaftsschrumpfung in den USA von bis zu 30% im 2. Quartal. Der Abschwung trifft hier auf eine historische Rekordverschuldung der US-Unternehmen und dürfte deshalb zu einem großen volkswirtschaftlichen Problem werden. Hinzu kommt noch der Ölpreisverfall, der durch einen Preiskampf zwischen Saudi-Arabien und Russland ebenfalls im März eskalierte und für einen Preisrückgang an nur einem Tag von 30% gesorgt hat. Die Öl- und Schiefergasindustrie macht in den USA einen beträchtlichen Teil der Wirtschaftsleistung aus und ist entsprechend hart von dem Ölpreisrückgang betroffen. Auch durch die hohe Unternehmensverschuldung sollte es besonders in diesem Segment zu vielen Konkursen kommen.

Im Mittel (nach dem Median dargestellt, um die Verzerrung der großen US-Technologieunternehmen zu vermeiden) liegt die US-Unternehmensverschuldung bereits heute auf einem Rekordstand (siehe obige Grafik). Wie im letzten Quartalsreport dargestellt, beginnt diese Verschuldung erst im Zuge einer Rezession (die sicher zu erwarten ist) besonders stark zu steigen. Es ist wahrscheinlich, dass die US-Banken in Zukunft häufig Kredite verweigern werden. Entsprechend haben viele US-Unternehmen in den vergangenen Tagen sehr schnell alle verfügbaren Kreditlinien bei ihren Banken gezogen, da neue Kreditlinien bei vielen Unternehmen eher unwahrscheinlich sind. Der Staat kann natürlich, wie in den USA und auch in Deutschland versprochen, stützend eingreifen. Aber erstens

kann er dies nicht bei jedem großen oder kleinen Unternehmen tun und dieses wird auch nicht durch finanzielle Geschenke passieren, sondern durch Kredite, die zurückgezahlt werden müssen. Sehr großen Unternehmen wird man Finanzhilfe nur gegen entsprechende Beteiligungen am Unternehmen gewähren.

Wir sehen in den nächsten Wochen parallel zu den Quartalszahlen der US-Unternehmen ein starkes Ansteigen der Infektionszahlen durch das Sars-CoV-2 Virus. Der Höhepunkt dürfte – auch aufgrund des Krisenmanagements von Präsident Trump, der durch anfängliches Zögern in Bezug auf das Virus wichtige (Vorbereitungs-) Zeit verstreichen ließ – gegen Ende April zu erwarten sein. Die Dimensionen sind noch schwer abzuschätzen. Wenigstens wird seit einigen Tagen der Ernst der Lage erkannt und entsprechende Maßnahmen ergriffen. Wir können nur die Entwicklung beobachten und hoffen auf das Beste. Der kommende Wahlkampf für die Präsidentenwahl gerät dabei komplett ins Hintertreffen. Jo Biden hat sich in den letzten zwei Monaten zu dem aussichtsreichsten Kandidaten bei den Vorwahlen der Demokraten entwickelt. Da er mit seiner wirtschaftsfreundlichen Art Trump sehr gefährlich werden könnte, wird der Wahlkampf vermutlich sehr heftig und schmutzig geführt. Der Ausgang ist auch hier noch ungewiss.

3.3 Eurozone: Corona Hot Spot – Quantitative Easing (QE) der EZB – Eurobonds?

Europa ist seit ca. drei Wochen das Epizentrum der Sars-CoV-2 Infektion. Besonders Italien, Spanien wie auch Teile von Frankreich sind vom Virus besonders stark getroffen. Fast alle Länder haben in der Zwischenzeit das öffentliche Leben mehr oder weniger stark zum Erliegen gebracht. Die EZB wird als erste Reaktion ihr QE-Programm weiter aufstocken, auf der Zinsseite aber aus verständlichen Gründen (negative Zinsen weiter zu senken hätte keinen sinnvollen Effekt mehr gebracht) nicht weiter aktiv werden. Dafür nahm die EZB unter Frau Lagarde die einzelnen Mitgliedsstaaten der EU in die Pflicht. In der Folge gab es die Ankündigung von Fiskalprogrammen, um betroffene Unternehmen und Privatpersonen in den jeweiligen Ländern in dieser Phase zu unterstützen. Besonders Deutschland, mit seiner im Vergleich zu vielen Eurostaaten geringeren Verschuldung, rückt hier besonders in den Fokus. Der Druck einer Vergemeinschaftung von Schulden in Form von Corona- oder besser gesagt Eurobonds nimmt in dieser humanitären wie auch wirtschaftlichen Krise stark zu. Bei einer EU-Videokonferenz der EU Staats- und Regierungschefs vor ein paar Tagen gab es hierzu schon heftigen Streit. Die südlichen Länder Italien und Spanien, angeführt von Frankreich, forderten eine gemeinsame Aufnahme von Schulden, also Eurobonds. Deutschland, Österreich und auch die Niederlande lehnen dies weiterhin ab. Entschieden wurde, diese Frage an die Eurogruppe zu delegieren, die innerhalb von 14 Tagen weitere Lösungen zu diesem Thema vorstellen soll. Ein sogenannter gemeinsamer Rettungsschirm wurde als Kompromiss genannt. Allerdings gibt es selbst in Deutschland erste Stimmen aus der Koalition, die sich für Eurobonds aussprechen. Es dürfte nur noch eine Frage der Zeit sein, bis dieses Vehikel zur Vergemeinschaftung der Schulden kommen sollte. Gerade jetzt in der Krise besteht die Chance für die Mitglieder wieder näher aneinander zu rücken, um auch den gemeinsamen Binnenmarkt für die Zeit nach der Krise aufrecht zu halten. Hierzu wird es vermutlich aber noch einiger Diskussionsrunden bedürfen.

3.4 China – Auslöser des Virus und gleichzeitig Profiteur?

In China auf dem Markt für Wildtiere in Wuhan ist das Sars-CoV-2 Virus nach bisherigen Informationen ausgebrochen, womit China die Vorreiterrolle bei der Pandemiebekämpfung einnehmen musste. Sehr schnell wurde die Quelle, die Stadt Wuhan, komplett in Quarantäne gestellt und damit Schlimmeres verhindert. Auch wenn man den Zahlen, sowohl den Infektionszahlen als auch der Mortalitätsrate immer mit etwas Vorsicht gegenüberstehen muss, bleibt festzuhalten, dass die Ausbreitung des Virus in der Zwischenzeit in China im Griff zu sein scheint. Das größte Problem stellen mittlerweile die heimkommenden Chinesen aus dem Ausland dar. Hier möchte man unbedingt eine zweite Welle vermeiden und geht sehr konsequent vor.

Wirtschaftlich nutzt China die aktuelle Situation geschickt aus und beliefert die aktuellen Krisenländer mit Ausrüstung und anderen wichtigen Hilfsmitteln. Es rückt aufgrund des zeitlichen Vorlaufs der Pandemie an die Stelle der USA, die dies in vorherigen ähnlichen Notsituationen getan haben. Allerdings denkt derzeit die US-Administration durch die „America First“-Politik von Donald Trump weniger an andere Länder und ist gerade jetzt dabei die Pandemiewelle im eigenen Land zu

überwinden. Damit hat die VR China die Möglichkeit geschickt genutzt, diese sich bietende Lücke zu besetzen, um ihren Machtanspruch in der Welt weiter auszubauen.

Hinzu kommt, dass die Wirtschaft und auch das öffentliche Leben in China langsam wieder hochgefahren (man geht von 70%-80% aus) werden. Dieses bestätigen verschiedene neutrale Quellen. Ein Problem, das sich für China in der nächsten Zeit ergeben kann, ist die Tatsache, dass die Nachfrage für die eigenen Produkte aufgrund der tiefgreifenden Rezession in fast allen Regionen der Welt deutlich nachlassen wird. China hat zwar einen riesigen Binnenmarkt, den es in letzter Zeit konsequent aufgrund der amerikanischen Zollpolitik ausgebaut hat, muss aber auch zum Gesamtwachstum exportieren.

Dieses aber scheint im Verhältnis zu den anderen großen Nationen ein deutlich geringeres Problem darzustellen. Fakt ist, China wird sich diese Situation zu Nutze machen und ein großer Profiteur (wenn man in der aktuellen Situation davon sprechen kann) sein.

4. Aktienmarkt

4.1 *Krisenmodus an den Börsen – gibt es eine zweite Verkaufswelle?*

Die weltweiten Aktienmärkte erlebten im März ihr „Waterloo“. In einer nie dagewesenen Geschwindigkeit preisten die Märkte die ökonomischen Unsicherheiten bzgl. des neuartigen Coronavirus ein. Der Ausverkauf erstreckte sich branchenübergreifend auf fast alle Werte. Erst gegen Monatsende setzte eine leichte technische Gegenbewegung ein, die einherging mit massiven Stützungsmaßnahmen der Notenbanken und fiskalpolitischen Programmen der einzelnen Staaten.

Unsere defensive Branchenauswahl in den Vermögensverwaltungsmandaten half zumindest deutlich weniger an dieser Abwärtsentwicklung als der Gesamtmarkt teilzunehmen. Natürlich stimmt uns dieser Gesamtumstand angesichts des Wertrückgangs in den Depots nur bedingt glücklich. Schwankungen und temporäre Kursrückgänge gehören aber auch zu einer langfristig erfolgreichen Aktienstrategie.

Eine gute Einzeltitelauswahl (Stockpicking) macht sich, wie im letzten Quartalsreport beschrieben, besonders in Abwärtsphasen bezahlt. Die niedrige Gewichtung von zyklischen Werten und der komplette Verzicht von Finanztiteln, Touristik- oder Luftfahrtaktien verhinderte sehr starke Kursverluste auf Depotebene. Unser Ansatz auf Einzelwerte in den vier Zukunftsbranchen „Ernährung & Agrar“, „Gesundheit“, „Informationstechnologie“ und „Wasser & Umwelt“ zu setzen, reduzierte ebenfalls die Schwankungen in den Mandaten.

Es kann derzeit niemand einschätzen, ob die Maßnahmen der Regierungen und Notenbanken die richtigen Mittel und Hebel in Bewegung gesetzt haben, die zur Krisenlösung notwendig sind. Sicherlich wird Präsident Trump aufgrund der Hoffnung auf seine Wiederwahl alle Hebel in Gang setzen, um im 2. Halbjahr eine bessere Wirtschaftsentwicklung und somit auch bessere Börsenkurse zu erreichen. Allerdings ist auch er von äußeren Umständen abhängig, sodass zwischen seinem Willen und der medizinischen Möglichkeit abgewogen werden muss.

4.2 *Zukäufe in eine weitere Abwärtsbewegung hinein*

Es stellt sich schlicht und einfach die Frage, wie lange die Weltwirtschaft durch das neuartige Corona-Virus praktisch stillgelegt werden kann. Da es eine vergleichbare Situation noch nie gab und Prognosen über die Dauer der Pandemie unmöglich sind, werden die Börsen wahrscheinlich in nächster Zeit weiterhin großen Schwankungen unterliegen. Auch die Gefahr einer zweiten Verkaufswelle an den Märkten halten wir für nicht ausgeschlossen.

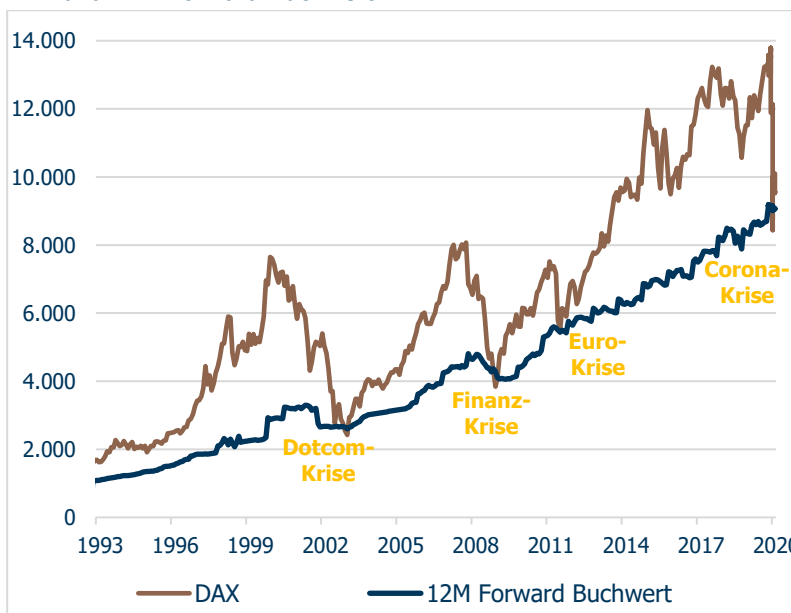
Dafür gäbe es unserer Ansicht nach drei mögliche Gründe: Erstens verlagert sich das Epizentrum des Sars-CoV-2 sehr dynamisch in Richtung USA. Das Gesundheitssystem in den USA ist für eine solche Pandemie nicht ausgelegt, sodass in ein paar Wochen eine Situation wie in Italien auch in den USA zu befürchten ist. Dieses dürfte die Märkte noch einmal emotional beeinflussen. Zweitens findet zeitlich parallel Mitte April die Veröffentlichung der Zahlen für das erste Quartal der US-Unternehmen statt. Die Analysten haben auf Einzeltitelebene die Auswirkungen des Virus in ihre Bewertung noch nicht in dem Maße antizipiert, dass hier ebenfalls einige negative Überraschungen sowohl von Unternehmensseite (in Bezug auf die Zukunftsaussichten und Dividendenaussetzungen), als auch von Analystenabstufungen drohen. Drittens zeigt die Geschichte, dass Krisen häufig in zwei Abwärtswellen verlaufen, wobei die zweite Welle meistens die erste unterschreitet. Dies könnte

bedeuten, dass wir in den nächsten Wochen darauf vorbereitet sein sollten, dass die alten Tiefstände vom Markt getestet und evtl. auch noch einmal unterschritten werden.

Sollte diese Situation eintreten, betrachten wir dieses als einen attraktiven Zeitpunkt für einen Einstieg. Schon heute liegen die markttechnischen und monetären Voraussetzungen für eine längere Börsenhausse vor. Extrem hohe Liquidität einerseits und hoher Anlegerpessimismus sind in der Regel gute Voraussetzungen für einen längerfristigen, starken Börsenaufschwung.

Die Aktienmärkte wären in einer solchen Abwärtsphase in der Nähe ihrer Buchwerte bewertet und aus unserer Sicht damit sehr preiswert. Von der Substanz erscheint das Kursrisiko damit gering. Kurs-/Gewinn-Verhältnisse können in einer Situation wie der aktuellen ohnehin nicht seriös prognostiziert werden. Sicherheit ergibt sich in einer solchen Phase nur über die Qualität der Einzeltitel, die in ihren Märkten ein stabiles Geschäftsmodell vorweisen und dabei eine gute Eigenkapitalquote wie eine starke Bilanz aufweisen sollten.

DAX und 12M-Forward-Buchwert



Corona-Krise		
Datum	DAX	KBV
10.03.2020	10.475	1,21
11.03.2020	10.439	1,20
12.03.2020	9.161	1,05
13.03.2020	9.232	1,06
16.03.2020	8.742	1,00
17.03.2020	8.939	1,03
18.03.2020	8.442	0,96
19.03.2020	8.610	1,00
20.03.2020	8.929	1,03
23.03.2020	8.741	1,01
24.03.2020	9.701	1,12
25.03.2020	9.874	1,13
26.03.2020	10.001	1,15
27.03.2020	9.633	1,11
30.03.2020	9.816	1,13
31.03.2020	9.936	1,15

Quelle: Bloomberg

Die Historie zeigt, dass Märkte ihren Boden oftmals um ca. 0,85x Buchwert gefunden haben (siehe Grafik). Dies wäre ein Bewertungsverhältnis, das eine gewisse Orientierung in einer solchen Stresssituation vermittelt und mittelfristig mit hoher Wahrscheinlichkeit einen guten Einstieg darstellt. Derzeit liegt das Preis-/Buch Verhältnis bei ca. 1,2. Kurse um 7.500 – 9.000 im DAX, wie 1.800 - 2.000 im S&P 500 wären somit extreme Maßgrößen. Sollten wir in die Nähe dieser Bandbreiten kommen, würden wir mit antizyklischen Käufen und nach unten gestaffelten Limits Zukäufe tätigen. Historisch dauerte es in vielen Fällen bis zu drei Monate, bevor die Notierungen wieder einen Aufwärtstrend einschlugen. Es ist also vorstellbar, dass im 2. Halbjahr eine bessere Börsenzukunft beginnt. Allerdings muss es den Regierungen und Notenbanken dazu gelingen, eine Domino-Entwicklung und damit eine echte mehrjährige Depression zu verhindern. Wir sind angespannt und entspannt zugleich, da wir von der Qualität unserer aktuellen Portfoliowerte überzeugt sind. Harren wir der Dinge, die in den nächsten Wochen auf uns zukommen werden.

5. Anleihenmarkt

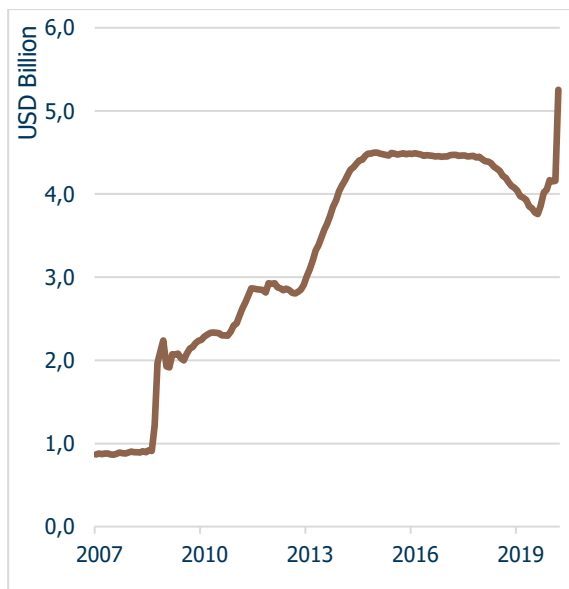
5.1 Notenbanken gehen „all-in“

Die Weltkonjunktur und die Finanzmärkte sehen sich mit einer Situation konfrontiert, die historisch keinerlei Vergleichsmöglichkeiten bietet. Die Corona Pandemie wird unvermeidlich eine Rezession zur Folge haben. Um zu verhindern, dass dieser exogene Schock auf das Finanzsystem und die notwendige Liquidität übergreift, setzen bzw. setzen die internationalen Notenbanken sämtliche zur Verfügung stehenden Mittel ein. Über 90% der globalen Zentralbanken – so einen hohen Gleichlauf

gab es noch nie – haben den Leitzins im Zuge der Krise gesenkt. Auch wurden massive Anleihekaufprogramme beschlossen. Morgan Stanley erwartet in der aktuellen Krise „Quantitative Easing“ (QE) Maßnahmen, also Anleihekäufe von der FED in einem Volumen von vier bis fünf Billionen USD und von der EZB mehr als eine Billion EUR. Die FED schafft sogar die Obergrenze für ihre Anleihekäufe gänzlich ab und signalisierte theoretisch unbegrenzten Spielraum. Um aber auch im Markt für Unternehmensanleihen aktiv sein zu können, muss die FED Umwege gehen, wie z.B. über die Kreditvergabe an Investmentvehikel (z.B. ETF's). Auch die EZB ist beispiellos aktiv. Neben dem neuen „PEPP“- Programm (Pandemic Emergency Purchase Programm), über dies mindestens Anleihen im Gegenwert von 750 Mrd. EUR gekauft werden sollen, falls notwendig auch mehr, wurden auch die Kapitalschlüssel für Staatsanleihen von max. 33% für einzelne Emissionen aufgehoben.

Diese Maßnahmen sollten schrittweise zu einer Stabilisierung am Anleihemarkt führen. Auch wenn z.B. die Rendite für zehnjährige Bundesanleihen in den letzten Wochen zunächst stark anzogen war (Renditeanstieg von bis zu 0,7%), und deshalb auch im sicheren Hafen Kursverluste zu verzeichnen waren, sollte sich dort am ehesten eine Beruhigung einstellen.

FED Balancesheet



Quelle: Bloomberg

Neben den bereits erwähnten Maßnahmen der EZB könnte die EU weitere „Verteidigungslinien“ zur Abmilderung der Rezession aktivieren. Über den Europäischen Stabilitätsmechanismus „ESM“ sind weitere rund 400 Mrd. EUR verfügbar. Auch werden bereits, wenn auch noch kontrovers unter den EU-Staaten, sogenannte „Corona-Bonds“ diskutiert. Das würde insbesondere stark betroffene Länder mit geringerem finanziellem Spielraum, wie z.B. Italien zu Gute kommen. Die Vergemeinschaftung der Schulden geht also weiter, ob explizit durch „Corona-Bonds“ oder implizit durch mehr EZB-Anleihekäufe. Damit ist klar, dass die Staaten die Wirtschaft um jeden Preis stützen wollen, koste es, was es wolle. Den Notenbanken bleibt aktuell nichts anderes übrig, als die massiven Staatsausgaben durch die steigenden Anleihekäufe zu monetarisieren, da sonst durch den erhöhten Kreditbedarf die Zinsen vieler Länder auf ein nicht mehr tragfähiges Niveau steigen würden.

5.2 Unternehmensanleihen: Undifferenzierter Abverkauf eröffnet Möglichkeiten

Im Zuge der Pandemie und dem damit fast vollständigen Erliegen der globalen Wirtschaftstätigkeit kam es bei Unternehmensanleihen zu massiven Kursverlusten auf breiter Front. Das Ausmaß und die Geschwindigkeit der Kursrückgänge übertrifft sogar die Abschlüge der Globalen Finanzkrise aus dem Jahr 2008, die damals durch die Insolvenz von Lehman Brothers ausgelöst wurde. Die Sorge über flächendeckende Bonitätsherabstufungen und steigende Ausfallquoten, ausgelöst durch den Shutdown in den meisten Ländern, führte zu einer starken Ausweitung der Renditeaufschläge auf breiter Front. Die Kombination aus kollabierenden Fundamentaldaten und erzwungenen Mittelabflüssen (insbesondere Indexfonds) hat die Renditeaufschläge in einem beispiellosen Tempo nach oben getrieben. Insbesondere zu erwartende Bonitätsabstufungen durch die Ratingagenturen können zu weiteren Turbulenzen führen. In Europa notieren gemäß Berechnungen der Commerzbank Anleihen im Volumen von rund 200 Mrd. EUR gerade noch im Investmentgrade-Bereich (BBB-). Große Sektoren, wie Automobil, Banken und Rohstoffe machen den Großteil dieses Volumens aus. Selbst wenn nur ein Teil hiervon herabgestuft werden würde, wäre es für den Hochzinsanleihemarkt, der insgesamt nur knapp 300 Mrd. EUR groß ist, schwer zu verkraften und käme einem Angebotsschock gleich. Zwar sorgten die umfangreichen Anleihekaufprogramme der FED und EZB für erste Stabilisierungstendenzen. Nichtsdestotrotz ist eine robuste und defensive Branchen- und Titelauswahl für die Stabilität der Portfolios elementar. Mehr als die Hälfte des Rentenanteils wird durch die defensiven Branchen wie Ernährung & Agrar, Gesundheit, Basiskonsum

und Telekommunikation abgedeckt, wogegen sehr zyklische Bereiche, wie Energie, Rohstoffe / Stahl, Automobil so gut wie gar keine Berücksichtigung finden. Im aktuellen Marktumfeld, wo undifferenzierte Abverkäufe über alle Sektoren zu beobachten sind, ergeben sich bereits selektiv interessante Einstiegsmöglichkeiten. Einige solide Emittenten aus wenig konjunktursensiblen Bereichen, die sich zu Jahresbeginn nahe der Nulllinie verschulden konnten, zahlen mittlerweile wieder 2%- 3% p.a., was im aktuellen Umfeld als attraktiv einzustufen ist.

6. Währungen

Als eine der wenigen funktionierenden sicheren Häfen konnten die „Fluchtwährungen“ US-Dollar (+1,65%), Schweizer Franken (+2,23%) und der Japanische Yen (+2,66%) im abgelaufenen Quartal gegenüber dem Euro leicht zulegen. Andere Währungen verzeichneten teilweise deutliche Verluste, insbesondere Währungsräume mit hoher Öl- / bzw. Rohstoffproduktion, wie z.B. die Norwegische Krone (-14,15%), der Australische Dollar (-11,24%) oder der Kanadische Dollar (-6,10%).

Außerhalb des Aktienengagements (Heimatsbörse bzw. die Währungsnotation eines global agierenden Unternehmens spielt eine untergeordnete Rolle) sehen wir weiter ein ungünstiges Chance- / Risikoprofil für Währungsengagements, was uns aktuell noch von zusätzlichen Investments abhält. Insbesondere erwarten wir für den USD vs. EUR im Jahresverlauf weiter 1,20. Die abnehmende Zinsdifferenz (FED hat mehr Spielraum) zwischen den beiden Währungsräumen wird Reallokationen aus dem USD-Raum in den Euro-Raum zur Folge haben.

7. Gold

Zunächst einmal betrachten wir Gold besonders in der schwierigsten Situation seit der Weltwirtschaftskrise 1929/32 weiterhin als eine sehr gute Alternative. Kurzfristig scheinen technische Indikatoren für einen etwas überkauften Zustand zu sprechen, aber auf mittlere Sicht dürfte Gold, weniger – wie bisher – durch die Schmucknachfrage bestimmt sein, sondern vielmehr von der Investmentnachfrage von Anlegern, die keine Vermögensvermehrung, sondern nur noch einen Vermögensschutz im Auge haben. Aufgrund der Negativzinsen in Europa und zukünftig den Nullzinsen in den USA, dürfte Gold in seiner Bedeutung als Anlagemedium auf ein völlig neues Niveau gerückt werden. Wir sehen neben Cash die Anlageklasse Gold als die Absicherung für den Fall der Fälle an und halten in allen Depots, die dies zulassen, weiter Quoten in Höhe von 8-10%. Auf Jahressicht können wir uns Kurse in Richtung 1.900 USD je Unze (den alten Höchstständen) aufgrund der weltweit expansiven Notenbankpolitik gut vorstellen.

Wichtige Hinweise

Marktberichte dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Vermögensgegenständen dar. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung. Im Marktkommentar zum Ausdruck gebrachte Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu historischen Wertentwicklungen erlauben keine Rückschlüsse auf Wertentwicklungen in der Zukunft. Der Verfasser oder dessen Gesellschaft übernimmt keinerlei Haftung für die Verwendung dieses Marktkommentars oder deren Inhalt. Änderungen des Marktkommentars oder dessen Inhalt bedürfen der ausdrücklichen Erlaubnis des Verfassers oder der Gesellschaft.