

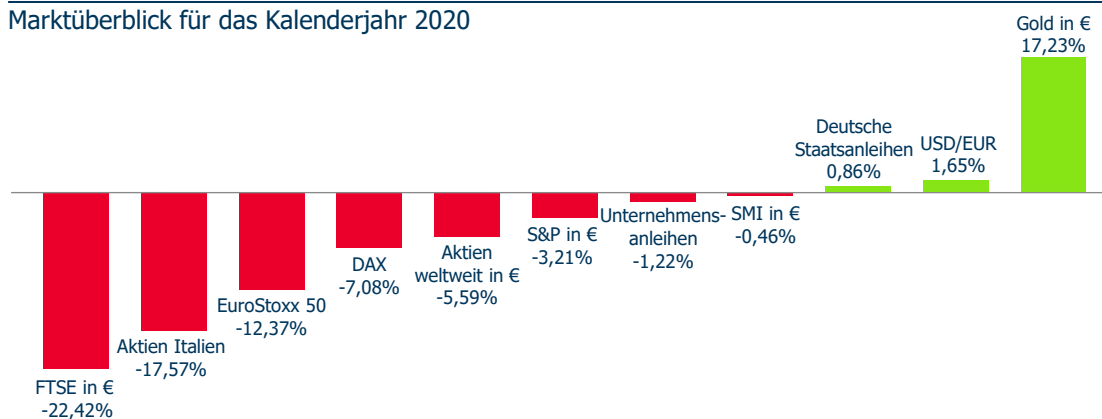
1. Überblick

Im zweiten Quartal konnten sich die Märkte deutlich von dem Einbruch des ersten Quartals erholen und einen Großteil der Verluste seit Jahresbeginn wettmachen. Alle Teilmärkte gewannen deutlich von ihren Tiefstständen. Der Nasdaq Index notierte zum Ende des zweiten Quartals sogar wieder im Plus und der S&P 500 konnte mit einem Zugewinn von 19% (der höchste Anstieg seit 1998) glänzen. Gründe für diese Entwicklung waren die nachlassende Anzahl von Neuinfektionen des Sars-CoV-2 Virus in Europa und die teilweise Aufhebung der massiven Lockdown-Maßnahmen in vielen Ländern. In unseren monatlichen Updates im April und Mai gingen wir hierauf detailliert ein. Insofern möchten wir in diesem Quartalsbericht den Blick nach vorne richten und betrachten die vor uns liegenden Chancen aber auch Risiken.

Sehr starke
Markterholung im
zweiten Quartal

Aus aktuellem Anlass: Dem DAX-Unternehmen Wirecard werden Bilanzfälschungen vorgeworfen. Wir sind und waren zu keinem Zeitpunkt weder in der Aktie noch in Anleihen dieses Unternehmens investiert. Durch die Ungereimtheiten und die Intransparenz der letzten Jahre erfüllte es nicht unsere Mindestqualitätsansprüche. Die weiteren Ermittlungen werden nicht nur zeigen, wie diese Manipulationen vorgenommen wurden, sondern auch warum die Sicherheitsmechanismen solange versagt haben. Die ganze Geschichte rund um dieses Unternehmen wird sicher viel Stoff für eine Verfilmung bieten.

Marktüberblick für das Kalenderjahr 2020



Quelle: Marktdaten, Bloomberg

Obwohl wir uns erst in der Jahresmitte befinden, lässt sich schon jetzt feststellen, dass es in jedem Fall als eines der ungewöhnlichsten Jahre in die Geschichte eingehen wird. Neben den humanitären Folgen hat der Ausbruch des neuartigen Coronavirus an den Finanzmärkten einen beispiellosen Ausverkauf ausgelöst. Obwohl sich die Wirtschaftsdaten weiter verschlechterten, machten die Börsen mit Zugewinnen um 30% wieder Boden gut, nachdem die Regierungen und Zentralbanken weitreichende Konjunkturprogramme angekündigt hatten. Die Volatilität an den Märkten bleibt aber nach wie vor erhöht und zeigt die Unsicherheit der Anleger. Das aktuelle Umfeld stellt die Investoren vor einige wichtige Fragen: Ist die jüngste Erholung an den Aktienmärkten nachhaltig oder handelt es sich lediglich um eine Bärenmarktrallye? Mit welchen Investments ist man gut positioniert, um von einer bevorstehenden globalen Konjunkturerholung zu profitieren? Wie also sollte man im Hinblick auf den unsicheren Ausblick das Portfolio ausrichten?

Tempo der Erholung
an den Märkten sollte
sich etwas
verlangsamen

Die aktuell V-förmige Erholung der Kapitalmärkte scheint aus unserer Sicht weiterhin intakt zu sein, auch wenn sich das Tempo in den nächsten Monaten verlangsamen sollte und kurzfristig größere Ausschläge nach unten wahrscheinlicher werden. Gründe dafür sind charttechnischer Natur, aber auch die zunehmenden Risiken bezüglich der weltweit wieder stark ansteigenden Zahlen von Infizierten mit dem Sars-CoV-2 Virus. Hinzu kommen seit ein paar Wochen erneute Unstimmigkeiten im Handelskonflikt der USA mit China, aber auch mit Europa. Zu guter Letzt wirft auch die US-Wahl im November ihre Schatten voraus. Donald Trump steht aufgrund seines Pandemie-Krisenmanagements und seines wenig deeskalierenden Verhaltens bzgl. der Unruhen, ausgelöst durch Polizeigewalt und Diskriminierung, massiv unter Druck und versucht sich mit einer harten „Law & Order“-Politik beim Wahlvolk zu positionieren. Eine weitere Spaltung der Bevölkerung ist vorprogrammiert. All diese Unsicherheitsfaktoren treffen auf ein saisonal schwieriges drittes Quartal, indem die Urlaubszeit mit deutlich niedrigeren Umsätzen an den Börsen für Schwankungen sorgen könnte. Positiv stimmt uns die immer noch weit verbreitete Vorsicht und das Misstrauen der Anleger, sowie die weiterhin hohen Liquiditätsreserven institutioneller Marktteilnehmer. Diese warten auf einen Rückgang der Märkte, um diese Reserven günstig zu investieren. Aufgrund dieser hohen Liquiditätsquoten erscheint ein weiterer massiver Einbruch der Märkte weniger wahrscheinlich.



2. Unsere Einschätzungen für 2020

- Die globale Weltwirtschaft gleitet in diesem Jahr in eine Rezession ab - die wichtigsten Volkswirtschaften China/Europa/USA wurden durch das Sars-CoV-2 Virus massiv belastet.
- Erholung der Wirtschaft im dritten Quartal sehr wahrscheinlich – wie schnell kann aber das alte Niveau erreicht werden? Zweite Pandemiewelle im Herbst nicht unwahrscheinlich – gibt es flächendeckende Lockdowns oder nur lokal begrenzte, dies ist die entscheidende Frage!
- Notenbanken weiter im Alarm-Modus - „what ever it takes“ der FED zusammen mit einem riesigen Fiskalprogramm (eine Billion USD) der US-Regierung.
- EZB-Politik des Quantitative Easing (QE) läuft weiter und wird mit einem 750 Mrd. EUR „Green Recovery Fund“ der EU flankiert, der besonders den Krisenländern helfen soll.
- Massive Ausweitung des Schuldenniveaus in allen Ländern unausweichlich.
- Das Zinsniveau dürfte auf Jahre sowohl in den USA als auch in Europa um Null bzw. im negativen Bereich bleiben.
- China fährt seine Wirtschaft wieder hoch und liegt aktuell um die 80% des Vorkrisenniveaus. Positives Wachstum im zweiten Halbjahr 2020 damit wahrscheinlich.
- US-Unternehmensverschuldung weiter Achillesferse – Notenbanken kaufen sogar „Non Investment Grade“-Anleihen, um das Zinsniveau auf einem erträglichen Maß zu halten.
- Grundsätzlich ist die Kontrolle der Zinsstruktur in den USA, wie auch in Europa zukünftig wahrscheinlich – die massiven Verschuldungsniveaus der Länder dürfte über die Notenbanken in z.B. endlos laufende und mit Null verzinste Anleihen in die Zukunft verschoben werden – damit könnte die Beherrschbarkeit des Schuldenniveaus gelingen.
- US-Wahl im November – Trump steht unter Druck. Zweite Corona Welle in vielen Bundesstaaten der USA kann nicht ausgeschlossen werden und würde die Wirtschaftserholung wahrscheinlich verzögern.
- Wiederentfachen des Handelsstreits USA vs. China, aber auch Europa (Streitthemen: Nordstream2, Pandemie Ursprung China, Digitalsteuer der EU, Aufbrechen der ersten Handelseinigung USA/China).
- Die Volatilität an den Märkten hat abgenommen, aber befindet sich weiter auf einem erhöhten Niveau.

Anleihen: Schulden ohne Grenzen? Bleiben die hohen Schuldenberge vieler Staaten tragfähig? Nach breiter und schneller Erholung bei Unternehmensanleihen lassen die Renditeaufschläge wenig Spielraum: Selektion bleibt wichtig.

Aktien: Die pandemiebedingte Phase der Unsicherheit bietet weiterhin gute Chancen für Qualitätstitel mit hohem Eigenkapital und einer starken Bilanz. Die defensive Branchenallokation mit Titeln aus „Gesundheit“, „Ernährung & Agrar“ und „Basiskonsum“ hat sich bewährt. Die nächsten Monate könnten etwas schwieriger werden, aber auf der anderen Seite gute Einstiegskurse zum Nachkauf bieten.

Substanzenanlagen: Gold zeigt sich als Fels in der Brandung - Charttechnisch interessante Konstellation, die auf Niveaus Richtung 1.900 USD hindeutet. Aufgrund der expansiven Politik der Notenbanken sollte Gold weiter gehalten werden.

Währungen: Die größere Solidarität innerhalb der EU während der Krise wird eine positive Veränderung der europäischen Politik zur Folge haben. Das Vertrauen in die Einheitswährung steigt und sollte eine Aufwertung gegenüber vielen Währungen zur Folge haben.

3. Bericht vom Markt

3.1 *Kann die Rekordliquidität eine schnelle Wirtschaftserholung bewirken?*

Diese Frage beschäftigt die Märkte für die nächsten Monate. Die massive Liquidität, die durch die quantitativen Lockerungsmaßnahmen der Notenbanken und die verschiedenen fiskalpolitischen Stimuli der Staaten in den letzten Monaten den Märkten zugeführt wurde (und noch wird), hat das Ziel, die Wirtschaft zu unterstützen und eine langwierige Rezession zu verhindern. Für eine nachhaltige Erholung müssten allerdings einige Voraussetzungen erfüllt sein:

Erstens müsste der Höhepunkt bei den Infektionszahlen in den wesentlichen Industrieländern überschritten sein, zweitens müssten umfassende geld- und fiskalpolitische

Stimulierungsmaßnahmen auch tatsächlich ankommen und nicht nur auf den Weg gebracht werden und drittens muss die Volatilität am Markt sinken um eine Rückkehr in eine „neue Normalität“ möglich zu machen.

In den letzten zwei Wochen wurde klar, dass der Kampf gegen das Sars-CoV-2 Virus noch lange nicht vorbei ist. Weltweit erreichten die Neuinfiziertenzahlen neue Höchststände. Ist also die V-förmige Erholung der Wirtschaft dadurch in Gefahr? Wir glauben dies zurzeit nicht und sind weiterhin zuversichtlich, dass die Weltwirtschaft im vierten Quartal wieder auf den alten Wachstumspfad zurückkehren sollte.

Drei Gründe spielen dabei eine Rolle:

- **Erstens: Der Umgang mit dem Wiederaufflammen des Virus**

Das Anhalten der Pläne zur Wiedereröffnung in einigen US-Hotspots und die erneute Notwendigkeit von Nase-Mund Schutz und sozialer Distanzierung führt sicherlich zu einem Verlust an wirtschaftlicher Dynamik in diesen Regionen. Aber eine kontinuierliche Verbesserung in den meisten anderen US-Staaten sollte dieses überkompensieren und das gesamte Aggregat anheben. Auch zeigt sich, dass soziale Distanzierung die Gesamtkonsumausgaben weniger belastet als erwartet, da sich die Verbraucher über die letzten Monate angepasst haben. Ausgaben, die nicht für Segmente wie Reisen und Ausgehen genutzt werden, werden in andere Kategorien umgeleitet. Schaut man auf die größten 20 US-Staaten nach Bruttonutzenprodukt, so hat die Mehrheit ein erhöhtes Maß an Mobilität und Wirtschaftstätigkeit wieder erreicht, ohne dass es zu einem neuen Anstieg der Fallzahlen gekommen ist. Dies zeigt, dass trotz einer erneuten Wirtschaftstätigkeit ein signifikanter Anstieg der Infektionen vermieden werden kann. Insbesondere die Wiedereröffnung im Nordosten wird die gesamtwirtschaftliche Aktivität stützen.

In Asien und auch in Deutschland ermöglichen erweiterte Tests und Rückverfolgungsmöglichkeiten den Entscheidungsträgern schnell neue Sars-CoV-2-Cluster zu finden. Bis ein Impfstoff allgemein verfügbar ist, wird dieses selektive und fortlaufende Vorgehen weitergeführt und auf lokalen Ebenen reduziert bleiben. Hierdurch sollte sich die globale Wirtschaftstätigkeit immer weiter verbessern. Auch die Zeit spielt bei der Entwicklung eines Impfstoffes eine wichtige Rolle. Die Fortschritte bei der Behandlung und bei den Impfstoffen sind ermutigend. So gehen Morgan Stanley Biotech-Experten davon aus, dass die Chance für einen Antikörper-Behandlungsansatz bis Herbst 2020 sehr hoch ist. Auch gehen sie für Beschäftigte im Gesundheitswesen von einem Impfstoff noch dieses Jahr aus. Der allgemeinen Bevölkerung sollte dieser bis zum zweiten Quartal 2021 zur Verfügung stehen und so zu einer Herdenimmunität bis zum Sommer/Herbst 2021 führen.

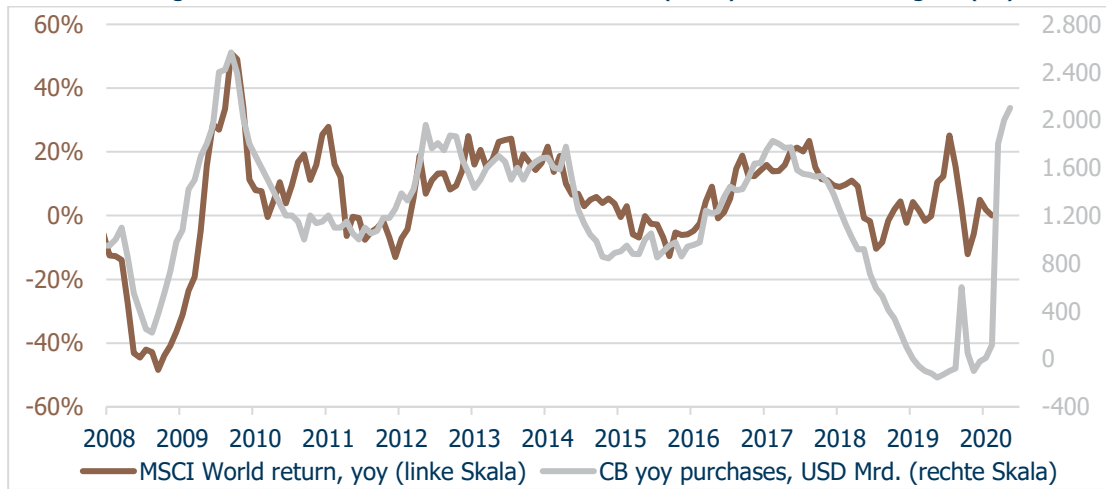
- **Zweitens: Die Auswirkung der hohen Arbeitslosigkeit**

Allgemein wird befürchtet, dass eine hohe Arbeitslosigkeit das Tempo der Erholung des Konsums einschränken wird. Allerdings scheint die Verbindung zwischen Arbeitsmarkt und Konsum nicht so eng zu sein, wie allgemein angenommen wird. Während der Finanzkrise 2010 konnte schon im dritten Quartal ein Anspringen des US-Konsums beobachtet werden. In ähnlicher Weise hatten sich die Verbraucherausgaben im Euroraum bis zum vierten Quartal 2010 fast auf das Niveau von vor der Rezession erholt, obwohl die Arbeitslosigkeit weiterhin bei rund 10% lag. Auch zeigt sich, dass die Verbraucher aufgrund ihres verfügbaren Einkommens besser auf diese Rezession vorbereitet sind. Segmente mit höherem und mittlerem Einkommen, die den größeren Anteil am Konsum ausmachen, sind weniger stark betroffen. Haushalte mit niedrigerem Einkommen sind zwar überproportional betroffen, wurden jedoch vor den schlimmsten Auswirkungen der Rezession geschützt. Etwa 60% der Berechtigten für Arbeitslosengeld in den USA erhalten tatsächlich mehr Einkommen als vor ihrer Arbeitslosigkeit.

- **Drittens: Die Art und Weise der politischen Impulse**

Allgemein wird erwartet, dass eine weitere Haushaltsausweitung mit immer stärkeren politischen Hindernissen verbunden sein könnte. Im Gegensatz dazu glauben wir, dass die politischen Entscheidungsträger die „aktive Finanzpolitik“ schätzen gelernt haben und dieses Mal ohne zu zögern einsetzen werden – zumal die Rezession durch einen exogenen Schock in Form einer Krise der öffentlichen Gesundheit ausgelöst wurde. Die politischen Entscheidungsträger in den USA schaffen z.B. zusätzliche fiskalische Anreize in Höhe von einer Billion US-Dollar. Die direkte Wirkung solcher Maßnahmen für die Wirtschaft und auch die Kapitalmärkte (siehe Grafik) sollte also nicht unterschätzt werden, da es ein wesentlicher Treiber für die Unterstützung der Erholung sein wird.

Zusammenhang der Performance des Welt-Aktienmarktes (MSCI) zu Zentralbankgeld (CB)



Quelle: Bloomberg

Mit Blick auf die nächsten Monate erwarten wir neue Infektionscluster und gehen von einer deutlichen Zunahme der Infektionszahlen im Herbst / Winter aus. Allerdings dürfte das öffentliche Gesundheitssystem, wie auch die Bevölkerung wesentlich besser vorbereitet sein, um dieses zu bewältigen. Die Test- und Rückverfolgungskapazitäten nehmen zu und die Behörden sind besser auf überproportionale Belastungen der medizinischen Geräte und Dienstleistungen eingestellt. Erneute soziale Distanzierung und selektive Lockdowns sollten die neuen Ausbrüche ohne strenge landesweite Maßnahmen in Schach halten. So sollte auch die Weltwirtschaft in der Lage sein, ihre Erholung fortzusetzen und ein zweiter massiver Einbruch verhindert werden können.

3.2 USA: Das Schlimmste scheint wohl vorüber

Die Wirtschaftsdaten zeigten zuletzt wieder stark nach oben. So konnten die Einzelhandelsumsätze um 17,7% zulegen – so viel wie noch nie seit Aufzeichnung. Diese sind wichtig, da der Konsum der Treiber für das amerikanische Bruttoinlandsprodukt (BIP) ist. Auch die Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe sinken langsam. Die FED steht weiter bereit und kauft auch Unternehmensanleihen auf, die keine „Investment Grade“ Qualität haben. Damit verschafft sie Unternehmen, die durch die eingebrochenen Gewinne besonders stark unter der hohen Verschuldung leiden, Luft. Wir können uns in Zukunft vorstellen, dass die Zinsstrukturkurve verstärkt ins Augenmerk der Notenbanken genommen wird, um den hohen Verschuldungsniveaus mit „kontrollierten Zinsen“ entgegenzuwirken. In den nächsten Wochen beginnt die Quartalsaison, in der die US-Unternehmen nicht nur die schon erwarteten schlechten Q2-Zahlen vorlegen werden, sondern viel wichtiger, einen Ausblick auf das zweite Halbjahr wagen. Dieses wird sicherlich den Markt schwanken lassen.

Seit zwei Wochen sehen wir in einigen Bundesstaaten ein erneut starkes Ansteigen der Infektionszahlen durch das Sars-CoV-2 Virus, das vermutlich auf eine zu schnelle Lockerung der Lockdown-Maßnahmen zurückzuführen ist. Damit ist die USA neben Brasilien und Indien weiterhin der Hotspot für das Virus. Derzeit betrifft dies nur Teile der 50 US-Bundesstaaten. Hier lauern aber sicherlich Gefahren, sollte sich die Situation weiter verschärfen. Auch der Wahlkampf beginnt langsam in Fahrt zu kommen. Joe Biden, der sich bei den Vorwahlen der Demokraten durchgesetzt hatte, könnte sich nach der schwierigen Lockdown Zeit die nächsten Monate besser positionieren. Hier bietet Trump durch die mäßige Pandemiebekämpfung und die durch Unruhen aufgrund des Todes von Georg Floyd durch Polizeigewalt entstandene Spaltung der US-Gesellschaft einige Ansatzpunkte der Schwäche, die sein Gegenkandidat ausnutzen sollte. Wenn es Joe Biden schafft, sich bis zur Wahl im November als ernsthafter, emphatischer und Bevölkerungsgruppen zusammenführender Staatsmann der Öffentlichkeit zu präsentieren, scheinen seine Chancen für einen Wahlsieg gegeben. Trump hingegen wird den Wahlkampf vermutlich sehr intensiv mit einer harten „Law & Order“ Strategie führen. Der Ausgang bleibt offen und es sind noch fast vier Monate, in denen viel passieren kann.

3.3 Eurozone: Corona Fälle scheinen im Griff – jetzt wieder Wachstum?

Das Epizentrum der Sars-CoV-2 Infektionen, das lange Zeit in Italien, Spanien wie auch in Teilen von Frankreich lag, verlagerte sich in den letzten Monaten von Europa in Richtung der USA. Die



Wiedereröffnung der Wirtschaft sorgte dafür, dass die vorlaufenden Einkaufsmanagerindizes in der Eurozone im Juni positiv überraschen konnten und von 31,9 auf 47,5 Punkte anstiegen. Auch die Erwartungskomponente des deutschen Ifo-Konjunkturindex legte deutlich auf 91,4 Punkte (von 80,5) zu.

Der mögliche Kompromiss eines EU-Wiederaufbaufonds („Green Recovery Fund“), könnte ein neues Zeitalter für die EU einleiten. Zwar konnte bei einem virtuell abgehaltenen Gipfeltreffen der EU-Spitzen im Juni noch keinen Durchbruch bzgl. der konkreten Ausgestaltung des EUR 750 Mrd. schweren EU- Wiederaufbaufonds verkündet werden, aber es besteht die große Chance, dass dieses Vehikel als ein Äquivalent zu Mario Draghis berühmter Rede "whatever it takes" im Jahr 2012 gesehen werden kann. Die Wirkung dieses Fonds könnte die wirtschaftliche Erholung in den jeweiligen Regionen verstärken und sogar die Risikoprämien für eine Reihe (süd-)europäischer Vermögenswerte senken. Seit 2010 leiden diese Bewertungen unter einer erhöhten Risikoprämie, da immer wieder befürchtet wird, dass die Eurozone auseinanderbrechen könnte. Dieser jetzt vereinbarte und stärker fiskalpolitisch wirkende Fonds signalisiert aber, dass solche Bedenken zukünftig geringer ausfallen sollten. Nach Jahren anhaltender Underperformance sowohl der europäischen Wirtschaft als auch der Aktienmärkte ist die Skepsis der Anleger hoch. Dies verändert sich zurzeit, da in der aktuellen Krise die EU-Mitglieder die Chance ergreifen, Einheit zu demonstrieren und ein klares Zeichen für die Zukunft Europas setzen. Vor dem Hintergrund, dass die USA unter Präsident Trump einmal mehr Strafzölle gegen europäische Waren verhängen möchte, ist es umso wichtiger, dass Europa geschlossen nach außen auftritt. Auch die von der Trump-Administration verkündete Teil-Truppenverlegung aus Deutschland womöglich in Richtung Polen zeigt, dass das Transatlantische Bündnis nicht als bedingungslos zu betrachten ist. Gleiches gilt auch für den BREXIT, der aufgrund der aktuellen Pandemie in Vergessenheit gerät, bis zum Ende des Jahres aber eine Regelung benötigt. Europa muss erwachsen werden und mit den „kleinkindlichen Raufereien“ aufhören, um im Konzert der großen Mächte China und USA nicht unterzugehen. Die Möglichkeit ist gerade jetzt gegeben und sollte genutzt werden.

3.4 *China wächst – der ideologische Konflikt mit den USA geht weiter*

China besitzt gegenüber allen anderen Regionen zeitlich einen Vorsprung bezüglich der Pandemiebekämpfung und konnte schon frühzeitig seine Wirtschaftskapazität sukzessive wieder hochfahren. Daher ist es wenig verwunderlich, dass der Einkaufsmanagerindex als wichtigster und verlässlichster Frühindikator für die wirtschaftliche Aktivität sowohl im Dienstleistungsbereich als auch im verarbeitenden Gewerbe im Juni über die expansive 50er Marke gesprungen ist. China wächst wieder, allerdings mit weiterhin rückläufigen Exportzahlen. Die Neuinfektionen schienen bis vor kurzem ebenfalls unter Kontrolle zu sein. Nach mehreren Neuinfektionen in Peking mussten allerdings ganze Stadtteile ein Lockdown durchführen. Die Tonlage im Handelsstreit zwischen den USA und China verschärfte sich ebenfalls wieder. Die Verabschiedung des Sicherheitsgesetzes für die Kronkolonie Hongkong, aber auch die Verpflichtungen aus dem ersten Teil-Handelsabkommen mit den USA scheinen das Verhältnis beider Länder wieder zu belasten. Immer stärker erscheint dabei die ideologische Komponente sichtbar zu werden, die aus unserer Sicht langfristig das größte globale Risiko darstellt.

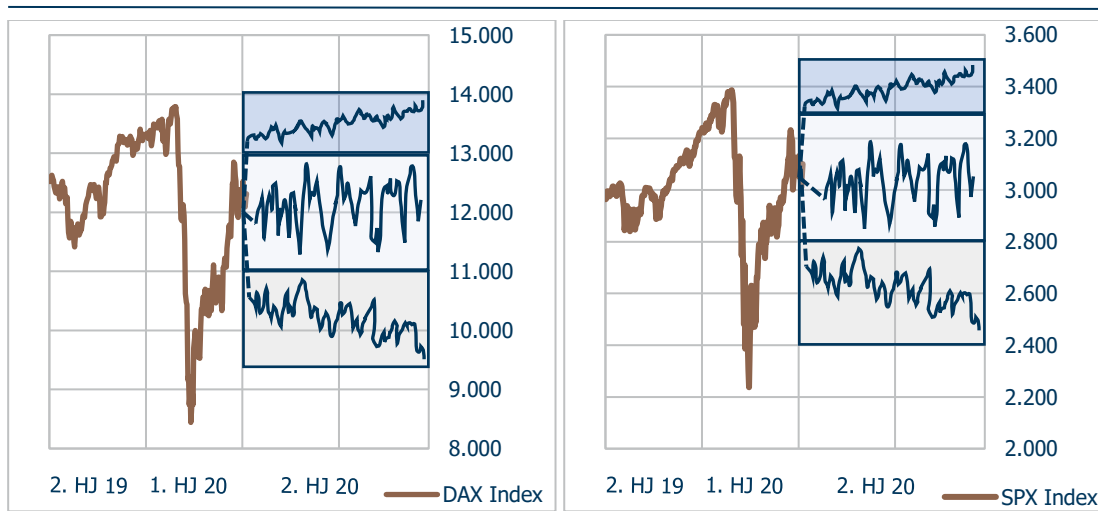
Früher machten beide Seiten miteinander Geschäfte und ließen die politischen Differenzen beiseite. Diese Zeit ist vorbei. In der Digitalwirtschaft werden zwei verschiedene Systeme entwickelt und die gegenseitige Investitionstätigkeit in der Hochtechnologie ist – seitdem der Handelsstreit 2017/18 eskalierte – eingebrochen. Es verändern sich Lieferketten und die Märkte entkoppeln sich langsam. Die große Sorge steht im Raum, dass beide Seiten ihren Unternehmen sagen, sie müssen wählen, ob sie in China oder in den USA Geschäfte machen. Dann käme es zu einer „Kalter-Krieg-Situation“ mit Stellvertreterkonflikten in vielen Ländern, wie zum Beispiel auch Deutschland. Die Fortsetzung der Globalisierung und auch der Lieferketten würde massiv beeinträchtigt und über Jahrzehnte entwickelte globale Produktionsstrukturen könnten damit eingerissen werden. Dass es in einer solchen Situation keine Gewinner gibt, scheint eindeutig. Somit bleibt zu hoffen, dass dieses Szenario nicht eintritt und sich vorher alle Beteiligten bewusst werden, welche Konsequenzen zu tragen sind.

4. Aktienmarkt

4.1 *Defensive Ausrichtung konnte auch die Erholung mitnehmen*

Unsere Einzeltitelauswahl in den Vermögensverwaltungsmandaten konnte die V-artige Erholung der Aktienmärkte in den letzten Monaten zum Großteil mitnehmen, was für die Qualität der Einzelwerte spricht. Obwohl im Juni eine Branchenrotation einsetzte, in der neben Zyklischer und „Value Werten“

besonders die Banken-, Touristik- oder Luftfahrtaktien hinzugewinnen konnten (in denen wir nicht investiert sind), bewegten sich fast alle Mandate zum Quartalsende in Richtung Null-Linie oder in positives Terrain. Dabei zeigten besonders Aktien aus unserer Zukunftsbranche „Informationstechnologie“ eine gute Performance. Pharma- und Nahrungsmittelwerte nahmen an der Aufwärtsentwicklung unterdurchschnittlich teil. Hält diese Erholung nun weiter an? Kurzfristig sind wir etwas vorsichtiger. Gerade saisonal nehmen in der jetzt anstehenden Sommersaison die Umsätze an den Börsen naturgemäß ab. Hinzu kommen die anstehenden Quartalszahlen und Ausblicke der Unternehmen, die evtl. negative Überraschungen parat haben und für zusätzliche Schwankungen an den Börsen sorgen können. Mittelfristig sind wir aber weiter davon überzeugt, dass die massive Liquiditätsausdehnung der Notenbanken und Regierungen der wesentliche Faktor für eine positive Entwicklung der Konjunktur und damit auch der Börsen sein dürfte. Hinzu kommt die weiterhin skeptische Haltung vieler Anleger und die hohen Bargeldbestände von vielen Marktteilnehmern, die dafür sorgen, dass stärkere Abwärtsbewegungen (> 10%) immer wieder zum Nachkauf genutzt werden. Bewegungen, wie im März, sehen wir nicht, da wir keine zweite Corona-Welle mit flächendeckenden Lockdowns erwarten, die die komplette Wirtschaft wieder zum Stillstand bringt. Somit haben wir auch für die zweite Jahreshälfte unsere Aussichten für die DAX und S&P 500 Indizes angepasst und erwarten mit einer 60%igen Wahrscheinlichkeit Jahresendwerte im Bereich von 11.000 bis 13.000 für den DAX und von 2.800 bis 3.300 für den S&P.

**DAX Ende 2020:**

25% unter 11.000
60% zw. 11.000 und 13.000
15% über 13.000

S&P 500 Ende 2020:

25% unter 2.800
60% zw. 2.800 und 3.300
15% über 3.300

Quelle: Bloomberg

4.2 Wie verändert Corona unsere Titelauswahl?

Die derzeitige Corona-Krise stellt Menschen, Familien, Unternehmen, Regierungen aber auch Anlagemärkte weltweit vor enorme Herausforderungen. Durch die Erfahrungen der letzten Monate hat sich das Verhalten von Verbrauchern und Unternehmen als auch der Finanzmärkte teils grundlegend verändert. Wir möchten auf ein paar gesellschaftliche Entwicklungen infolge der Corona-Krise hinweisen, die für unsere Anlageperspektive in Zukunft eine deutlich stärkere Rolle spielen wird:

- Der **Übergang von Bar- zu Kartenzahlungen** wird verstärkt und beschleunigt werden: Im Zuge der Krise sind mehr Menschen gezwungen, ihre Einkäufe über das Internet, anstatt im Geschäft zu erledigen. Stationäre Läden nehmen aus Hygienegründen vielerorts keine Barzahlungen mehr an.
- **Fortschritte in der medizinischen Fachwelt** nehmen an Geschwindigkeit zu: Es ist erstaunlich, wie schnell in der genetischen Forschung Fortschritte gemacht wurden, um das Sars-CoV-2 Virus aufzuhalten. Klinische Studien lieferten anstatt von Jahren innerhalb von Wochen oder Monaten Ergebnisse. Das Thema „Gesundheit“ bleibt eine unserer wichtigsten Zukunftsbranchen und somit auch stark im Investmentfokus.
- **Intelligenteres Arbeiten** wird stärker akzeptiert: Die Corona-Krise hat Unternehmen dazu bewegt, Telearbeit zu ermöglichen. Infolgedessen könnte diese Arbeitsform mehr Akzeptanz finden. Das wirkt sich auf Investitionen in die Cloud und ähnliche Technologien aus, und es beschleunigt die Abkehr von alter, lokaler IT-Infrastruktur.
- Widerstände gegen die **großen Technologieunternehmen** lassen nach und sie rücken in die Richtung von „Versorgungsunternehmen“: Die Phase der Isolation hat uns vor



Augen geführt, wie stark wir auf Technologieplattformen und soziale Medien angewiesen sind. Und Staaten gehen angesichts der Schlüsselrolle, die Technologieunternehmen in der Krise bei der Unterstützung der Gesellschaft gespielt haben (wie z.B. Microsoft), womöglich weniger scharf gegen diese vor.

- Der **Online-Konsum** nimmt zu: Ob beim Kauf von Lebensmitteln, im Bildungsbereich oder im Einzelhandel allgemein – der Online-Konsum hat im Zuge der Krise zugelegt. Was für viele aus der Notwendigkeit heraus begann, kann vielleicht zur Norm werden. Vor diesem Hintergrund werden wohl auch klassische Einzelhändler und Dienstleister verstärkt ins Online-Geschäft investieren müssen.
- **„Grüne“ Investments** erleben einen Aufstieg: Einige Länder realisieren noch stärker, welche Vorzüge saubere Luft und Gewässer haben. In den Kanälen von Venedig zum Beispiel ist das Wasser so klar geworden, dass man dort jetzt Fischeschwärme sehen kann. Mit Hilfe fiskalpolitischer Fördermaßnahmen werden Umweltthemen auf der Agenda nach oben rücken. Dieses dürfte mehr Investitionen in erneuerbare Energien, Infrastruktur und ähnliche Projekte lenken.

Diese angesprochenen Entwicklungen sind nicht allumfassend, geben aus unserer Sicht aber eine erste Tendenz auf nachhaltige Veränderungen auch nach Bewältigung der aktuellen Pandemie. Jede Krise hat meistens sehr viele Verlierer aber – wie oben aufgeführt – auch Gewinnerbranchen mit profitierenden Unternehmen. Unsere Aufgabe als Vermögensverwalter – und der stellen wir uns gerne - liegt nun darin, diese zu eruieren und für Sie sinnvoll zu investieren.

5. Anleihenmarkt

5.1 *Schulden ohne Grenzen?*

Nachdem die globalen Notenbanken mit ihren Anleihekaufprogrammen die Finanzmärkte massiv unterstützten, legten die Finanzminister der G-7 Staaten nach und verabschiedeten riesige Konjunkturprogramme. Dies wird die vielerorts bereits sehr hohen Schuldenstände weiter in ungeahnte Höhen treiben, was die Frage aufwirft, wie lange dieser Schuldenberg tragfähig bleibt. Jeder Schuldenstand ist tragfähig, solange die Zinssätze ausreichend niedrig sind. Das Beispiel Japan demonstriert diese Konstellation bereits seit mehr als 20 Jahren. Aktuell scheint das Vertrauen des Marktes in die EZB unerschütterlich zu sein, dass sie das steigende Anleiheangebot absorbieren und die Renditen niedrig halten wird, so dass die Schuldenlast tragfähig bleibt.

EZB-Präsidentin Lagarde vollendete ihre 180° Kehrtwende im abgelaufenen Quartal und weitete die Anleihekaufprogramme noch einmal aus. Die Durchschnittsrenditen liegen heute höher als im März, wo das „PEPP“-Programm initiiert wurde, während die Inflationsprojektionen aktuell noch niedriger ausfallen. Dies sind die Hauptgründe, die die EZB als Rechtfertigung für das höhere Ankaufvolumen heranzog. Die Märkte können somit darauf zählen, dass die EZB die Kaufvolumina bereitstellen wird, die erforderlich sind, um einem Aufwärtsdrift der Durchschnittsrenditen entgegenzuwirken. Das massive Angebot, bedingt durch die Ausgabe neuer Anleihen der EU-Staaten zur Finanzierung der Rettungspakete würde unter normalen Umständen sonst zu steigenden Renditen führen.

Ein weiteres Instrument, das die Zentralbanken – bei Bedarf – im Begriff sind einzusetzen, ist die Kontrolle der Zinsstrukturkurve. Bislang lag das Hauptaugenmerk der EZB auf Anleihevolumen, nicht auf Preisen bzw. Renditen von Anleihen. Durch den immensen Ankauf von Anleihen wurden aber die Zentralbankbilanzen bereits massiv ausgeweitet und werden auch noch weiter steigen. Japan konnte hier bereits positive Erfahrungen sammeln. Nachdem die Bank of Japan (BoJ) ein glaubwürdiges Ziel für die Kontrolle der Zinsstrukturkurve 2016 eingeführt hat (0% für 10-Jahres Staatsanleihen / „JGBs“), konnte sie die Renditen auf diesem Niveau halten und gleichzeitig dafür wesentlich geringere Volumen aufwenden.

Aber selbst mit einem glaubwürdigen Renditeziel muss eine Zentralbank möglicherweise beträchtliche Summen kaufen, wenn die Inflation anzieht, da die Investoren vor noch negativeren Realrenditen fliehen, die sich ergeben, wenn die nominalen Renditen nach oben begrenzt sind.

Letztendlich werden die Maßnahmen und Entschlossenheit der großen Notenbanken das allgemeine Zinsniveau weiter tief halten.

5.2 *Unternehmensanleihen: Zu schnell, zu viel*

Auch wenn die rekordverdächtigen Maßnahmen von Zentralbanken und Regierungen weltweit das Schlimmste verhindert haben, sind die Fundamentaldaten der Unternehmen immer noch weit vom Stand vor der Pandemie entfernt. Verschiedene Faktoren wie hohe Arbeitslosigkeit, erneute



Virenausbrüche in vielen Regionen und der noch immer schwellende Handelskonflikt belasten zudem die Aussichten.

Die Renditeaufschläge für Unternehmensanleihen („Credit Spreads“) haben die Krisenniveaus verlassen, notieren aber immer noch höher als vor dem Ausbruch der Pandemie. Wir sehen auf breiter Basis wenig Spielraum für eine weitere Einengung, falls die V-förmige Erholung, die die aktuellen Bewertungen implizieren, nicht eintritt. Doch selbst wenn sie kommt, ist der Puffer zur Kompensation von Ausfallrisiken sehr gering, insbesondere im Bereich der Hochzinsanleihen, also höher verzinslicher Papiere mit schlechteren Bonitäten. Trotz der massiven Unterstützungspakete fällt es daher schwer, glaubwürdige Szenarien zu entwerfen, in denen die Ausfallraten von ihrem derzeitigen Niveau von 4,6% für die USA und 2,8% für Europa (vorläufige Daten für April) nicht merklich steigen. Denn die Aussichten auf einen Abbau der Verschuldung haben sich weiter verschlechtert und gleichzeitig sollten Herabstufungen, Insolvenzen und Zahlungsausfälle erst mit einer zeitlichen Verzögerung stärker einsetzen. Wir erwarten hier weiter einen deutlichen Anstieg der Ausfallraten. Daher sollten Zwischenerholungen genutzt werden, um weiter das Risiko zu reduzieren und Qualität zu verbessern. Die Titelauswahl sollte sich – wie schon unter 4.2. beschrieben – auf robuste Geschäftsmodelle, systemrelevante Unternehmen oder Titel mit implizierter Staatsgarantie fokussieren.

6. Währungen

Der Euro wertete insbesondere gegenüber den „sicheren Häfen“, wie dem Schweizer Franken, dem Japanischen Yen und dem US-Dollar auf, da durch die rasante Markterholung viele Marktteilnehmer ihr Risiko erhöhten und diese Währungen dagegen verkauft wurden. Der Euro sollte weiter in den Fokus rücken, da die größere Solidarität innerhalb der EU während der Krise eine positive Veränderung der europäischen Politik zur Folge haben wird und somit das Vertrauen in die Einheitswährung weiter steigen sollte. Der Euro legte im abgelaufenen Quartal gegenüber dem US-Dollar bereits auf 1,1234 EUR / USD zu und sollte von diesem Trend weiter profitieren, was unsere Jahresprognose von 1,20 EUR / USD im Verlauf 2020 untermauert.

Eine negative Entwicklung war beim Britischen Pfund zu beobachten. Aufgrund eines viel zu späten Vorgehens gegen die Pandemie kam der Inselstaat schlecht durch die Krise. Auch konnten keine Fortschritte bei den BREXIT-Verhandlungen gemacht werden. Wir erwarten weiterhin ein zur Schwäche neigendes Pfund.

7. Gold

Gold konnte sich im zweiten Quartal als Krisenvehikel gut entwickeln. In letzter Zeit konsolidierte der Preis auf hohem Niveau und legte eine Pause ein. Seit ein paar Tagen sieht es allerdings technisch besser aus, da die Marke von 1.750 USD, an der das Gold ein paar Mal abgeprallt war, überwunden wurde. Somit scheint der Weg in Richtung alter Höchststände von 1.900 USD möglich.

Wir sehen das Goldinvestment weiter als eine Art des Vermögensschutzes. Sollten sich in einigen Jahren aufgrund der massiven Liquiditätsausweitung stärkere Inflationstendenzen abzeichnen (die zumindest zu Beginn die Notenbanken akzeptieren), dürfte Gold als Investment sehr hilfreich sein. Das gleiche gilt im umgekehrten Fall, wenn ein Konjunkturreinbruch zu einer erneuten Marktverwerfung führt und „sichere Häfen“ gesucht sind. Somit ist aus unserer Sicht eine Investition so oder so ratsam. Wir sehen neben Bargeld die Anlageklasse Gold als Absicherung für den Fall der Fälle an und halten in allen Depots – die dies zulassen – entsprechende Quoten.

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.