

Frankfurt am Main, den 15. April 2020

Kommentar zur aktuellen Marktentwicklung

Jüngste Entwicklungen

- Im vergangenen Monat gerieten die Weltwirtschaft und die Finanzmärkte auf Intensivstation. Was sich im Februar angekündigt hatte, entfaltete eine krisenhafte Dynamik: die weitere weltweite Verbreitung des Corona-Virus mit wachsenden Einschnitten im öffentlichen Leben und wirtschaftlichen Handeln. Der weltweite Aktienmarkt (gemessen am *MSCI World* in EUR) verlor -12,8% und notierte zum 31. März -20,1% tiefer als zum Jahresbeginn. Dies entsprach ungefähr dem US-amerikanischen *S&P 500* (mit -12,5 % im März und -20,0 % seit Jahresbeginn, jeweils in USD). Entsprechend seiner eher zyklischen Zusammensetzung war der deutsche DAX dieser Entwicklung stärker ausgesetzt mit einem Monatsverlust von -16,4% und -25,0% seit Jahresbeginn (in EUR).
- Die Wirkungen des Corona-Virus und die politischen Reaktionen zu seiner Bekämpfung zerschneiden Lieferketten und reduzieren sowohl die Nachfrage als auch das Angebot von Gütern und Dienstleistungen gravierend. Dementsprechend steht inzwischen außer Frage, dass die globale Wirtschaftsleistung in diesem Kalenderjahr weltweit – nach Einschätzung des Internationalen Währungsfonds (IWF): in 170 Ländern – schrumpfen wird. Die Wucht dieser Dynamik findet ihren Niederschlag in der steil ansteigenden Zahl der Arbeitslosen in den USA: Mit mehr als 16 Mio. Meldungen in drei Wochen bei ca. 156 Mio. Erwerbstätigen droht Massenarbeitslosigkeit. Für Deutschland erwarten Forschungsinstitute einen Rückgang der Wirtschaftsleistung bis zu -20%.
- Noch stärkere Einbußen drohen im Welthandel: Nach Einschätzung der *World Trade Organization* (WTO) könnte sich der Warenhandel um bis zu 32% reduzieren. Die weitreichenden Einschränkungen von Reise- und Bewegungsfreiheit treffen den Welthandel damit voraussichtlich deutlich schärfer als die globale Rezession im Jahr 2009 (mit Einbußen von -13%). Experten zufolge führen die derzeitigen Einschränkungen zu monatlichen Exportverlusten im Wert von ca. USD 538 Mrd. Damit schlägt die Pandemie binnen weniger Wochen tiefere Schneisen in den Welthandel als der US-chinesische Handelskonflikt im Gesamtjahr 2019.
- In welchem Maße die Gewinne der Unternehmen schrumpfen, entzieht sich bislang noch belastbaren Einschätzungen. Einige Analysten halten Einschnitte von ca. -50% für möglich. Besonders anfällig zeigen sich hier der Energie-, Finanz- und Industriesektor sowie zyklische Konsumgüter. Dividendenzahlungen dürften breit zumindest gekürzt, wenn nicht gestrichen werden. Diese Skepsis reflektiert bereits der Rentenmarkt: Für das weltweit größte Segment von Unternehmensanleihen – USD-Anleihen von Unternehmen mit einem Rating von BBB – stiegen die Risikoaufschläge im Verlauf des Berichtsmonates zwischenzeitlich auf das Dreifache, von 1,6 auf 4,9%. Im Hochzinssegment verzeichneten die Risikoaufschläge zwischenzeitliche Höchststände von 10,9% für USD-Anleihen und 8,7% für EUR-Anleihen.
- Staatliche Akteure stemmen sich mit allen Mitteln gegen diese Entwicklung. Zur Stützung der Weltwirtschaft haben Staaten bislang ca. USD 8 Bln. zur Verfügung gestellt; in einzelnen Ländern betragen die staatlichen Ausgabenpakete zur Unterstützung von Firmen und Verbrauchern bis zu 20% ihrer Wirtschaftsleistung. Sofern Leitzinsen noch positiv sind, wurden sie von Zentralbanken im Berichtsmonat zum Teil deutlich gesenkt (illustriert in unserer *Graphik des Monats*). Flankiert wurden diese Entscheidungen durch unkonventionelle Maßnahmen, die es einigen Zentralbanken sogar erstmals erlauben, Anleihen jeglicher Bonität zu kaufen und Kredite an Unternehmen und Körperschaften zu vergeben.

- Entsprechend der wachsenden Risikoscheu der Marktteilnehmer verzeichneten sowohl US-amerikanische *Treasuries* als auch deutsche Bundesanleihen mit 10-jähriger Laufzeit im Berichtsmonat historische Tiefstände mit Renditen von 0,32% bzw. -0,91%. Gold erwies sich im Berichtsmonat stabil (mit +1,6%) und seit Jahresbeginn als stabilisierende Ergänzung zu Aktien (+8,4%, jeweils in EUR).
- In verschiedener Hinsicht wird der Berichtsmonat künftig wohl als Einschnitt, wenn nicht als Wendepunkt betrachtet werden. Vergleiche mit der Rezession 2008/09 liegen zwar nahe, dürfen allerdings nicht den Blick auf drei bedeutende Unterschiede verstellen: Im Gegensatz zur damaligen Finanzkrise a) geht der wirtschaftliche Einbruch derzeit nicht vom Finanzsektor, sondern von der Realwirtschaft aus; b) unterliegen verschiedene Regionen und Märkte derzeit nicht zeitlich gestaffelt, sondern gleichzeitig den Auswirkungen der Pandemie und c) lassen sich die Wirksamkeit und der Wirkungsgrad einzelner Maßnahmen – medizinischer, gesundheits-, fiskal- und geldpolitischer Natur – derzeit ungleich schwerer einschätzen.

Unsere Einschätzung

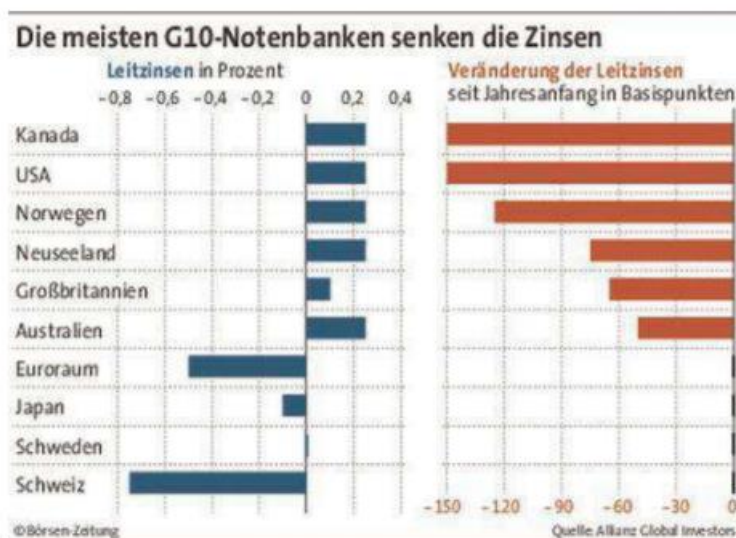
- Unabhängig von der nun zu erwartenden, möglicherweise kurzen Rezession halten wir die jüngste Entwicklung für folgenswer im Hinblick auf zwei Auswirkungen, nämlich erstens, die bedeutend steigende Staatsverschuldung infolge der staatlichen Stützungsprogramme und zweitens, die möglichen Folgen für Banken. Die Kombination sinkender Zinsen und steigender Kreditausfallquoten dürfte sich für einige Institute, insbesondere in Europa, als empfindliche Belastungsprobe erweisen.
- Die erhebliche Ungewißheit über den weiteren Verlauf, Verzögerungen von Unternehmens- und Marktdaten sowie die enge Verflechtung einzelner Wirkungsmechanismen stehen einer fundamental fundierten Bewertung der aktuellen Kurse an den Finanzmärkten derzeit entgegen. Drei Eindrücke verdienen aus unserer Sicht in diesem Zusammenhang Erwähnung:
 - **Moderate Normalisierung:** Einer ersten Phase fluchtartiger Verkäufe („Fluchtphase“) folgte im Berichtsmonat ab dem 20. März eine Phase moderater Kursanstiege. In den sieben Handelstagen dieser zweiten Phase verzeichneten viele Aktienindizes zweistellige Kursanstiege von ihren Tiefständen (zum Beispiel der *MSCI World*: +11,2%; der DAX: +11,3%, jeweils in EUR). Diese Entwicklung setzt sich seitdem fort.
 - **Anhaltend hohe Schwankungsanfälligkeit:** Nach den im Tagesverlauf wiederholt zweistelligen Kursverlusten in der Fluchtphase ähneln die jüngsten Kursanstiege dem oft zitierten V-förmigen Verlauf, den Finanzmärkte nach anfänglichen Überreaktionen erkennen lassen. Angesichts der erheblichen Ungewißheit und konjunkturellen Skepsis halten wir dies allerdings weder für berechtigt noch für wahrscheinlich. Die jüngsten Kursanstiege interpretieren wir stattdessen für eine Überbewertung neuer aktuell verfügbarer, doch mittelfristig nicht maßgeblicher Informationen. (Hierzu zählt die Bekanntgabe neuer geld- oder fiskalpolitischer Unterstützungsprogramme ebenso wie Nachrichten zur sinkenden Verbreitungsgeschwindigkeit der Corona-Pandemie.) Deswegen erwarten wir weiterhin hohe Kursschwankungen.
 - **Beginnende Differenzierung:** Für einzelne Sektoren und Unternehmen zeigt sich seit Mitte März eine recht robuste, überdurchschnittliche Wertentwicklung. Dies bezieht sich vor allem auf vergleichsweise stabile Geschäftsmodelle mit starken Bilanzen und vergleichsweise positiven Aussichten, insbesondere im Technologiesektor, dem Gesundheitswesen und bei Konsumgüterherstellern.
- Im Berichtsmonat wurde deutlich, wie sehr Renteninvestoren nicht nur mit Ausfallrisiken von Seiten der Schuldner, sondern auch mit Liquiditätsrisiken der emittierten Anleihen rechnen müssen. Selbst vergleichsweise liquide Titel waren zwischenzeitlich nur mit erheblichen Abschlägen zu verkaufen. Im Rahmen unserer strategischen Allokation favorisieren wir deshalb derzeit Aktien gegenüber Renten, auch beim Aufbau neuer Engagements.

Positionierung

- Weiterhin haben wir Aktien untergewichtet und halten erhebliche Liquidität. Im Berichtsmonat haben wir zunächst die Anfälligkeit gegenüber dem Marktumfeld weiter verringert, insbesondere durch
 - die weitere Reduzierung von Kreditrisiken im Rentenbereich sowie rohstoffnahen Konzepten;
 - die selektive weitere Reduzierung von Aktienkonzepten, insbesondere breiter Marktkonzepte (*Exchange Traded Funds*, ETFs).
- Zum Ende des Berichtsmonates haben wir die Aktienquote tendenziell aufgestockt mit hoher Selektivität bzgl. der Instrumente und einer Präferenz für aktive Fonds und einzelne Sektoren bzw. Geschäftsmodelle. Dies beabsichtigen wir sukzessive fortzusetzen.

Graphik des Monats:

Geldpolitische Unterstützung: Zinssenkungen von Zentralbanken seit Jahresbeginn



Quelle: Allianz Global Investors, zitiert in Börsenzeitung vom 9. April 2020

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 Marktbericht 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 Marktberichtes oder deren Inhalt. Die Weitergabe oder Änderungen des Marktberichtes oder seines Inhalts bedürfen der ausdrücklichen Erlaubnis des Verfassers oder der Gesellschaft.