REFLEXIONEN

Q2 20

Die Kapitalmarktpublikation der Bergos Berenberg AG Nr 6 April 2020

BERGOS BERENBERG

Bergos Berenberg AG ist eine international agierende, unabhängige Schweizer Privatbank mit Hauptsitz in Zürich und Niederlassung in Genf. Mit einer Geschichte, die auf die Gründung der Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG im Jahre 1590 zurückgeht, sind wir seit über 30 Jahren am Finanzplatz Schweiz aktiv. Unser internationales Team widmet sich allen Aspekten der Vermögensverwaltung und -betreuung, mit besonderem Fokus auf Privatiers, Familienunternehmer, Next Generation und Kunden der Schifffahrt. Mit einem Geschäftsmodell, das auf reines Private Banking ausgerichtet ist, beraten wir unsere Kunden in allen liquiden und nicht-liquiden Assetklassen und Alternative Investments.

Herausgegeben von

Bergos Berenberg AG
Zürich, April 2020

Alle Rechte vorbehalten

04 Executive Summary
Reflexionen Q2 2020
MAXIMILIAN HEFELE

10 Volkswirtschaft
Annäherung an den Tiefpunkt
Dr. HOLGER SCHMIEDING

16 Aktien
In stürmischen Zeiten einen klaren Kopf behalten
TILL C. BUDELMANN

22 Anleihen
Wie schlimm kommt es wirklich?
RENÉ BOLHAR

32 Rohstoffe
Rohöl - Doppelter Schock als Startschuss für den Verdrängungswettbewerb
SOUMAILA TÉKÉTÉ

39 Währungen
Corona-Krise:
Neue Gemengelage am Devisenmarkt
Dr. JÖRN QUITZAU

Executive Summary

MAXIMILIAN HEFELE, CFA
Leiter Vermögensverwaltung

Liebe Investoren,

was waren noch gleich die dominierenden Kapitalmarktthemen von 2019? Vor dem Hintergrund der aktuellen Gesundheits- und Wirtschaftskrise scheint die Antwort in der Tat wenig relevant. Mit dem neuartigen Coronavirus, SARS-CoV-2, ereilt uns ein globaler Schock, der nicht nur unser gesellschaftliches Leben paralysiert, sondern auch die globalen Wertschöpfungsketten erstarren lässt. Der längste Wirtschaftsaufschwung seit Aufzeichnungsbeginn wurde mit einem Paukenschlag beendet. Trotz enormer geld- und fiskalpolitischer Anstrengungen lässt sich eine globale Rezession nicht vermeiden.

Kurzfristige Prognosen sind in diesem Umfeld reine Makulatur und genau diese Orientierungslosigkeit verursacht extreme Kurskapriolen an den Kapitalmärkten. Globale Aktienmärkte haben von ihren Höchst- zu Tiefstständen mehr als 30% an Wert verloren. Historisch betrachtet, ist dies bereits der durchschnittliche Kursrückgang in einer Rezession. Die mit einer Rezession verbundenen Risiken werden somit bereits heute zu einem grossen Anteil reflektiert. Dies ist keineswegs eine Entwarnung. Die Berichterstattung über den realwirtschaftlichen Schaden beginnt erst jetzt und somit muss weiterhin mit hohen Kursausschlägen gerechnet werden.

Aber wie soll man sich als Investor in einem solchen Umfeld verhalten? Panik ist sicherlich kein guter Ratgeber. Die Besinnung auf eine fundierte Anlagephilosophie ist heute wichtiger denn je. Lassen Sie mich an dieser Stelle die drei wichtigsten Aspekte der Anlagephilosophie in den Kernstrategien von Bergos Berenberg reflektieren:

Globale Diversifikation

Mit einer globalen Ausrichtung orientieren sich unsere Kernstrategien an der globalen Wertschöpfung. Hierbei wird in unterschiedliche Anlageklassen, Regionen, Sektoren, Marktsegmente bis in einzelne Emittenten breit diversifiziert. Auf einen unbegründeten „Home Bias“ wird bewusst verzichtet. Im Aktienbereich hat insbesondere der US Aktienmarkt einen hohen strategischen Stellenwert. Ein Markt, der nicht nur in Krisenzeiten stabilisierend wirkt, sondern strukturelle Wachstumsvorteile gegenüber anderen entwickelten Ländern bietet. Insbesondere der Technologie- und Kommunikationssektor sucht seines Gleichen. Auch in diesem Jahr war diese strategische Ausrichtung vorteilhaft.

Antizyklische Entscheidungsmuster

In einer ausgewogenen Strategie sind neben Aktien auch taktische Liquidität, konservative Zinspapiere und, zu einem gewissen Anteil, physisches Gold unerlässlich. Aufgrund der ausgleichenden Effekte, insbesondere in Krisenzeiten, helfen diese Portfoliokomponenten, prozyklische Fehler zu vermeiden. Ganz im Gegenteil, in unserem Ansatz nutzen wir den Anlagemix, um antizyklisch zu agieren. In Krisenzeiten verschieben wir die Allokation von den stabilen Werten hin zu chancenreichen Aktien, die in negativen Übertreibungsphasen überproportional an Wert verloren haben. Somit wird das Portfolio antizyklisch „rebalanced“ um von einer anstehenden Erholungsphase optimal profitieren zu können.

Die Verschiebung von Liquidität hin zu Aktien im Kommunikationssektor in den USA ist ein aktuelles Beispiel für die Umsetzung unserer Investmentphilosophie. Im späten März haben wir hiermit die allgemeine Aktienquote zurück auf ein neutrales Niveau gehoben und unsere positive House View für US Aktien geschärft. Des Weiteren haben

wir antizyklisch in den Kommunikationssektor investiert, der nicht nur von der Krise profitiert, sondern auch strukturell Zukunftschancen bietet.

Langfristig orientiert

Grundvoraussetzung für die erfolgreiche Umsetzung unserer Anlagephilosophie ist ein langfristiger Anlagehorizont. Das ist leichter gesagt als getan, wenn in kürzester Zeit die Depotwerte abschmelzen. Mit starrem Fokus auf die extreme Entwicklung der letzten Wochen gerät die Tatsache der enormen Kursgewinne im Jahr 2019 schnell in den Hintergrund. Bezieht man diese Kursgewinne in die Betrachtung mit ein, relativieren sich die aktuellen Kurskapriolen bereits.

Auch zukunftsorientiert lohnt sich eine längerfristige Perspektive. Für uns nutzen wir diese, um realistische Zukunftsszenarien zu formulieren, die über den Situationsbeschrieb des Ist-Zustands hinausgehen. Hierzu ist es nicht notwendig, den exakten Wendepunkt in einer Krise zu prognostizieren. Es ist allerdings entscheidend, die Vorstellungskraft zu haben, wie sich die Welt aus einer Krise hin zu einem nächsten Aufschwung weiterentwickeln kann. Auf Basis dieses Szenarios leiten wir unsere Anlagepolitik ab, um möglichst optimal von dem zukünftigen Aufschwung zu profitieren.

In dieser Ausgabe erörtern wir genau jenes Szenario und leiten entsprechend unsere Kapitalmarktmeinung zu den unterschiedlichen Segmenten von Aktien-, Renten- und Rohstoffmärkten ab. Wie gewohnt finden Sie auf der nächsten Seite unsere Marktmeinung graphisch zusammengefasst.

Wir bleiben auch in dieser Krise unserer etablierten Anlagephilosophie treu und wünschen Ihnen in diesem Sinne viel Spass beim Lesen!

Bleiben Sie gesund und zuversichtlich!

MAXIMILIAN HEFELE, CFA
Leiter der Vermögensverwaltung

Bergos Berenberg Hausmeinung

MARKTEINSCHÄTZUNG

	-	-	0	+	++
Aktien	○	○	●	○	○
Nordamerika	○	○	○	●	○
Zyklische Konsumgüter	○	○	●	○	○
Nichtzyklische Konsumgüter	○	●	○	○	○
Energie	○	●	○	○	○
Finanzdienstleistung	○	●	○	○	○
Gesundheitssektor	○	○	○	●	○
Industrie	○	○	●	○	○
Technologie	○	○	●	○	○
Materialien	○	○	●	○	○
Immobilien	○	○	●	○	○
Telekom	○	○	○	●	○
Versorger	○	●	○	○	○
Europa	○	○	●	○	○
Zyklische Konsumgüter	○	○	○	●	○
Nichtzyklische Konsumgüter	○	○	●	○	○
Energie	○	●	○	○	○
Finanzdienstleistung	○	○	●	○	○
Gesundheitssektor	○	○	●	○	○
Industrie	○	○	●	○	○
Technologie	○	○	○	●	○
Materialien	○	●	○	○	○
Immobilien	○	○	●	○	○
Telekom	○	○	●	○	○
Versorger	○	○	●	○	○
Schwellenländer	○	●	○	○	○

	--	-	0	+	++
Anleihen	○	●	○	○	○
Währung: US-Dollar	○	○	○	●	○
Duration	○	○	○	●	○
Staatsanleihen	○	○	○	●	○
Unternehmensanleihen	○	○	○	●	○
Finanzanleihen	○	○	●	○	○
Senior	○	○	●	○	○
Nachrang	○	○	●	○	○
Hochzinsanleihen	○	●	○	○	○
Währung: Euro	○	●	○	○	○
Duration	○	●	○	○	○
Staatsanleihen	○	●	○	○	○
Kern	○	●	○	○	○
Peripherie	○	○	●	○	○
Unternehmensanleihen	○	○	●	○	○
Finanzanleihen	○	○	●	○	○
Senior	○	○	●	○	○
Nachrang	○	○	●	○	○
Hochzinsanleihen	○	●	○	○	○
Schwellenländer	○	○	○	●	○
Hartwährung	○	○	○	●	○
Lokalwährung	○	○	○	●	○

	--	-	0	+	++
Alternative Investments	○	○	○	●	○
Rohstoffe	○	○	○	●	○
Energierohstoffe	○	○	●	○	○
Industriemetalle	○	○	●	○	○
Edelmetalle	○	○	○	●	○
Hedge Fonds Strategien	○	○	●	○	○
Long/Short	○	○	●	○	○
Relative Value	○	○	○	●	○
Macro	○	○	●	○	○
Event Driven	○	○	●	○	○
Wandelanleihen	○	○	○	●	○
Immobilien	○	○	●	○	○

MACRO

Volkswirtschaft

ANNÄHERUNG AN DEN TIEFPUNKT

Dr. HOLGER SCHMIEDING
Chefvolkswirt, Berenberg

Die Pandemie und die Massnahmen zur Eindämmung der Verbreitung des Virus fordern einen schweren Tribut von der Weltwirtschaft. Alle grossen, fortgeschrittenen Volkswirtschaften sind in eine bedeutende Rezession gefallen. Die harten Eindämmungsmassnahmen, die Mitte März in grossen Teilen Europas eingeführt wurden, beginnen jedoch offenbar zu wirken. Der Anstieg der bestätigten Coronavirus-Infektionen hat sich Ende März in Europa sichtbar verlangsamt. Zwar sind die USA nach China und Europa zum dritten Epizentrum der Pandemie geworden, doch einige der jüngsten Daten deuten auch auf eine langsamere Ausbreitung der Krankheit hin.

China meldet weitere Fortschritte. Die offiziellen chinesischen PMI-Daten für März lagen deutlich über den Erwartungen. Natürlich sollten offizielle Daten aus China immer mit Vorsicht behandelt werden und dies vor allem zu einem Zeitpunkt, an dem China versucht, auf globaler Ebene mit seinem Umgang mit der Krise zu punkten. Ausserdem ist der geringe Anstieg, den die Daten jetzt signalisieren, auf eine sehr schwache Aktivität zurückzuführen. Dies deutet darauf hin, dass der Aufschwung bescheiden ist und dass die Aktivität im Vergleich zum Niveau vor der Coronakrise weiterhin recht verhalten ist. Die Verbesserung der PMIs steht jedoch im Einklang mit den Messwerten der täglichen Wirtschaftsaktivitäten wie Personenverkehr, Kohleverbrauch und ähnlichem, die zeigen, dass die Aktivitäten sich von den Tiefständen im Februar zu

Ein Fahrplan für Europa: Grob geschätzt liegt Europa wahrscheinlich etwa 6 Wochen hinter China zurück. Während die Trends nicht genau gleich sein werden, was zum Teil darauf zurückzuführen ist, dass die in Europa getroffenen Massnahmen zur Eindämmung des Virus etwas weniger drakonisch sind, erlauben die Entwicklungen in China einen Einblick in die mögliche Zukunft. Den PMI-Daten zufolge ist die Wirtschaftstätigkeit in Europa im März eingebrochen, wobei die Rückgänge fast mit dem Rückgang im Februar in China übereinstimmen. Europa wird seine strengen Eindämmungsmassnahmen noch einige Wochen lang beibehalten müssen. Aber die Anzeichen für eine Verlangsamung der Virusausbreitung in Europa lassen hoffen, dass zumindest einige der restriktivsten Eindämmungsmassnahmen im Mai aufgehoben werden können. Mit Glück werden die europäischen Wirtschaftstrends auch den chinesischen folgen, wenn auch wahrscheinlich in abgeschwächter Form. Wenn dies der Fall ist, könnte der Wendepunkt der Coronavirus-Rezession für Europa im späten 2. Quartal liegen. Es ist jedoch viel zu früh, um dies mit Zuversicht zu beurteilen.

Unsere Kernaussagen zur Covid-19-Rezession haben sich seit Mitte März nicht wesentlich geändert.

Die beispiellose geld- und fiskalpolitische Reaktion auf den extremen Gesundheitsnotstand wird eine Finanzkrise verhindern, die die schwere Rezession sonst noch verschärfen würde. Die Märkte sollten die Erholung nach Corona einpreisen, falls und sobald wir Klarheit über die folgenden Punkte (i) den Verlauf der Pandemie, (ii) erste Schritte zur Lockerung des Lockdowns und (iii) das Ausmass der Kapitalverwässerungsrisiken für Unternehmen, die möglicherweise eine öffentliche Finanzspritze benötigen. Dies wird aber wahrscheinlich noch eine Weile dauern.

Schlimmer als der Einbruch nach der Lehman-Pleite: Zumindest für die Monate März bis Mai werden die Wirtschaftsdaten eine Kontraktion zeigen, wie sie noch nie zuvor in Friedenszeiten zu beobachten war. In diesem Jahr werden alle fortgeschrittenen Volkswirtschaften eine Rezession mit einem jährlichen Rückgang des BIP von 3% in den USA bis zu 7.5% in Italien erleiden. Kurzfristig bleiben die Risiken stark nach unten gerichtet.

Lockdown-Wirtschaft - eine Faustregel: Für jeden Monat eines harten Lockdowns würden wir mindestens 2.5% vom jährlichen BIP 2020 abziehen, während wir aufgrund von Basiseffekten und einer Erholung nach dem Lockdown mindestens 1.5% zum BIP 2021 hinzufügen würden. Ausserdem würden wir das Wachstum im Jahr 2022 um bis zu 0.5 Prozentpunkte erhöhen, wenn sich die Erholung, unterstützt durch die geld- und fiskalpolitischen Anreize, fortsetzt. Die Einzelheiten variieren je nach den Besonderheiten der einzelnen Länder und den Annahmen über die Nicht-Corona-Trends. Unsere aktuellen Prognosen gehen von einem strengen Lockdown von etwa acht Wochen aus. Die Einschränkungen des täglichen

Lebens und der wirtschaftlichen Aktivitäten treffen die meisten nicht-digitalen, verbraucherorientierten Dienstleistungen stärker als das Industrie- und Baugewerbe.

Die Kurve erholt sich: Kein Buchstabe des Alphabets, weder L noch U oder V, wird ausreichen. Stattdessen suchen wir nach einem Profil in der Form eines Hakens, d.h. nach einem scharfen Abschwung, gefolgt von einem etwas flacheren Aufschwung, der über das Niveau des BIP vor Corona hinausgeht und dieses etwa zwei Jahre nach dem Tiefpunkt überschreitet. Die meisten - aber nicht alle - Wirtschaftsaktivitäten, die jetzt abgeschaltet werden müssen, können danach wieder eingeschaltet werden. Allerdings werden die Abschaltungen wahrscheinlich viel langsamer gelockert werden, als sie jetzt auferlegt wurden, möglicherweise mit einem gewissen Hin und Her als Reaktion auf die sich verändernde medizinische Situation. Einige Aktivitäten, wie z.B. Fernreisen, werden noch viel länger eingeschränkt bleiben.

Für die Erholungsphase nach dem Konjunkturtief sind die Risiken ausgewogen. Der Aufschwung wird möglicherweise gedämpfter ausfallen, da Haushalte und Unternehmen mit ihren Ausgaben zurückhaltend sein könnten, da sie noch immer von den Ereignissen geprägt sind. Sie kann aber auch stärker ausfallen. Der grösste Teil der geldpolitischen und ein Teil der beispiellosen fiskalischen Stimulierungen wird noch in der Pipeline sein, wenn der Schock für die Realwirtschaft nachlässt. Der Nachholbedarf könnte bei vielen Gütern und einigen Dienstleistungen noch zunehmen.

Gemischte Auswirkungen auf das Trendwachstum: Im Produktionssektor werden die Unternehmen die Lieferketten verkürzen und diversifizieren und die Lagerbestände erhöhen. Da sie auf einige der früheren Gewinne der Globalisierung verzichten, wird der Sektor im Einklang mit einer Verlangsamung des globalen Warenhandels etwas an Dynamik verlieren. Auch die Notwendigkeit einer steuerlichen Sanierung und mehr Sozial- und Gesundheitsausgaben werden die Gewinne im globalen Angebot belasten. Eine Krise kann jedoch die Quelle von Erfindungen sein. Der Corona-Schock wird wahrscheinlich Innovationen in vielen Bereichen anregen, die von einem effizienteren Einsatz von Arbeits- und Kommunikationstechnologie bis hin zum verstärkten Einsatz des 3D-Drucks reichen. Auf lange Sicht kann der daraus resultierende Ruck in der Produktivität stärker sein als die Verschleppungen, wenn sich die Wirtschaftspolitik nicht zu sehr von marktbasierten Modellen abwendet.

Nach dem Ausverkauf: Extreme Unsicherheit und eine sich selbst verstärkende Marktdynamik können den jüngsten Marktcrash erklären. Wir gehen jedoch nicht davon aus, dass die Produktionskapazität der Privatwirtschaft in der westlichen Welt, gemessen an den Aktienkursen, nach der Beruhigung der Lage etwa 20-30% weniger wert sein wird als vor Corona.

Kurzfristig wird diese langfristige fundamentale Sichtweise die Marktdynamik wahrscheinlich noch nicht beeinflussen.

Ein Meer aus roter Tinte: Aufgrund der voll gerechtfertigten politischen Reaktionen, "was auch immer nötig ist," wird sich ein beträchtlicher Teil der Kosten der Pandemie im Laufe der Zeit in öffentliche Schulden verwandeln. In den USA, Grossbritannien, Italien und Spanien werden die Haushaltsdefizite im Jahr 2020 wahrscheinlich nahe bei 12% des BIP liegen, während Deutschland mit 8% davonkommen könnte.

Hallo Japan: Ein Grossteil der zusätzlichen Schulden wird sich in den Bilanzen der Zentralbanken niederschlagen. Die Leitzinsen werden nach der Corona-Rezession wahrscheinlich noch viel länger niedriger sein. Dadurch wird die Schuldenlast in den meisten Fällen tragbar sein. Erwarten Sie eine gewisse "Japanisierung" in diesem speziellen Sinne.

Der Corona-Schock versetzt den Volkswirtschaften schwere Schläge - aber Krise kann auch die Mutter der Erfindung sein

AKTIEN

IN STÜRMISCHEN ZEITEN EINEN KLAREN KOPF BEHALTEN

Exogener Schock treibt die Wirtschaft in eine globale Rezession, nicht aber in eine Depression

Höhepunkt neuer Corona-Fälle für spätestens Mai erwartet; um die Jahreshälfte könnte das Schlimmste hinter uns liegen

Zentralbanken mit extremen Massnahmen; massive fiskalische Pakete zur Unterstützung der Wirtschaft

Trotz der Gefahr weiterer Rückschläge könnte sich die aktuelle Verunsicherung als Gelegenheit entpuppen

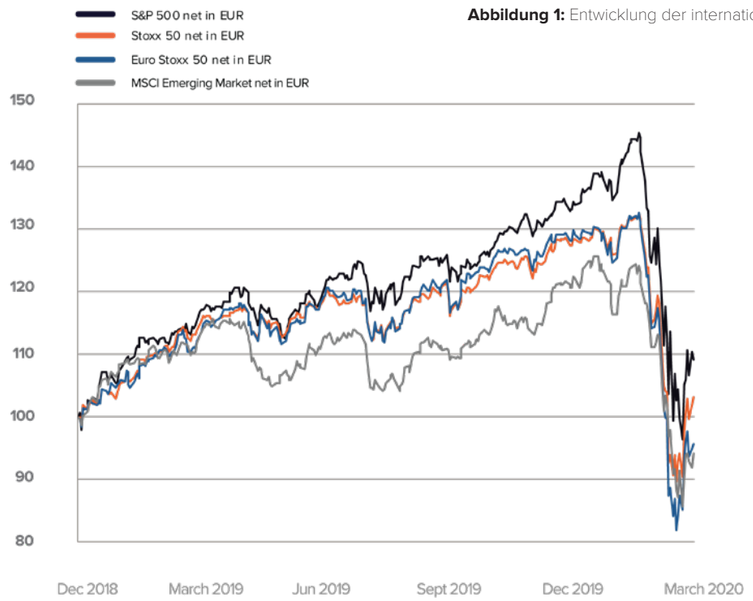
TILL C. BUDELMANN
Aktienstratege

Exogene Schocks treffen immer mal wieder auf die Kapitalmärkte - in Form eines Virus ist ein solcher Schock für uns Marktbeobachter jedoch nur sehr schwer zu beurteilen. Die Auswirkungen auf die Weltwirtschaft sind offenkundig enorm und aktuell nur innerhalb grosser Bandbreiten und auch dann nur unter hoher Unsicherheit abschätzbar. Neben der Virus-Entwicklung selbst kommt es nun natürlich in erster Linie auf die politischen Aktionen an. Der Coronavirus (Covid-19) hat gleich doppelt zugeschlagen, sowohl Angebot als auch Nachfrage sind hochgradig betroffen. Produktionsstätten werden heruntergefahren und gleichzeitig bricht der Konsum ein. Erschwerend hinzugekommen ist der Ölpreisschock nach den vorerst gescheiterten Verhandlungen der OPEC und Russland. Auch wenn günstiges Öl Verbrauchern und Transportunternehmen zugutekommt, werten wir den starken Preisverfall in der aktuellen Schwächesituation per Saldo als weiteren negativen Effekt auf das globale Wirtschaftswachstum.

ZWEI EXTREM SCHWACHE QUARTALE PREISEN DIE MÄRKTE BEREITS EIN

Aufgrund der schwierigen Einschätzbarkeit der Covid-19-Entwicklung haben wir bereits im Februar verschiedene Szenarien erstellt. Inzwischen richtet sich der Blick im Wesentlichen auf zwei davon. Die Aktienmärkte scheinen dabei bereits einen Verlauf einzupreisen, der in etwa unserem Szenario „Eskalation“ entspricht, das wir bei aller Vorsicht auch weiterhin für das wahrscheinlichste halten. Danach könnte das Allerschlimmste um den Halbjahreswechsel herum ausgestanden sein. In der zweiten Märzhälfte fielen die makroökonomischen Daten bereits sehr schlecht aus und diese Entwicklung wird sich im April und Mai vorerst noch deutlich verschlimmern. Auf Basis dieses Szenarios prognostizieren wir für 2020 eine massive Rezession in der Eurozone. Wir erwarten einen Rückgang des Bruttoinlandsprodukts im mittleren einstelligen Prozentbereich, trotz einer unterstellten Aufholbewegung in der zweiten Jahreshälfte. Im Szenario „massive Eskalation“ würde die Disruption noch mindestens bis zum Jahresende anhalten – eine solche Entwicklung haben die Märkte definitiv noch nicht eingepreist. Die Folge wäre dann natürlich ein noch deutlich stärkerer Rückgang des Bruttoinlandsprodukts.

Abbildung 1: Entwicklung der internationalen Aktienmärkte



Indexiert auf 100
Hinweis: Während der Stoxx 50 Index Unternehmen aus ganz Europa beinhaltet, beschränkt sich der Euro Stoxx 50 Index ausschliesslich auf Unternehmen aus der Eurozone.
Quelle: Bloomberg, Bergos Berenberg, Daten per 31.03.2020

MONETÄRER UND FISKALISCHER STIMULUS ALS UNTERSTÜTZUNG FÜR DIE WIRTSCHAFT

Die Geld- und Fiskalpolitik auf beiden Seiten des Atlantiks hat wohl noch nie so schnell und so umfangreich auf einen wirtschaftlichen Schock reagiert wie in den vergangenen Wochen. Die amerikanische Notenbank Fed hat auf zwei Sondersitzungen im März den Leitzins um insgesamt 150 Basispunkte auf 0,00 - 0,25 Prozent gesenkt und umfassende Liquiditätsmassnahmen angekündigt. Zusätzlich hat die US-Regierung ein Fiskalpaket im Umfang von über zwei Billionen US-Dollar verabschiedet. Auch die Europäische Zentralbank hat vollständig in den „Whatever it takes-Modus“ umgeschaltet und ein Ankaufsprogramm von weiteren mindestens 750 Mrd. Euro angekündigt. Trotz all der unterstützenden Massnahmen dürfte die Wirtschaftsleistung in diesen Monaten (in denen die erheblichen Einschränkungen durchgehend in Kraft sind) weit schneller zurückgehen als während der letzten grossen Finanzkrise. Sobald die Einschränkungen dann schrittweise gelockert werden können, sollte sich ein erheblicher Teil der wirtschaftlichen Aktivität jedoch auch wieder erholen können.

AKTIEN NACH DEM CRASH ATTRAKTIV BEWERTET

Die wirtschaftlichen Belastungen durch die Pandemie werden natürlich auch voll auf die Gewinnentwicklung der Unternehmen durchschlagen. Mit ziemlicher Sicherheit wird es in 2020 diesbezüglich Rückgänge im zweistelligen Prozentbereich zu verzeichnen geben, Energieunternehmen wird es besonders hart treffen. Da aber die Aktienkurse schon massiv gelitten haben und zugleich die kollabierenden Anleiherenditen die inzwischen stattgefundenen Schritte der Notenbanken bereits vorweggenommen hatten, erscheint die Bewertung von Aktien gegenüber Anleihen seit wenigen Wochen nun so attraktiv wie lange nicht. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis des MSCI World liegt derzeit unter dem langfristigen historischen Durchschnitt. Gegenüber Anleihen haben Aktien damit einen Renditevorteil, der weit über den langfristigen Vergleichswerten liegt. Das sogenannte „Yield Gap“, also die Differenz zwischen den Gewinnrenditen von Aktien und den Anleiherenditen, notiert auch dann noch spürbar über dem historischen Schnitt, wenn man für das Jahr 2020 einen prozentualen Rückgang der Unternehmensgewinne wie im letzten extremen Krisenjahr 2008 unterstellt.

S&P 500 (Schlusskurs 31.03.2020)	2'584.59 Punkte
Erwarteter Gewinn je Aktie in 2020 (unter Annahme eines prozentualen Rückgangs wie in 2008)	125.32 USD
Gewinnrendite	4.85%
Rendite 10-jähriger Anleihen	0.67%

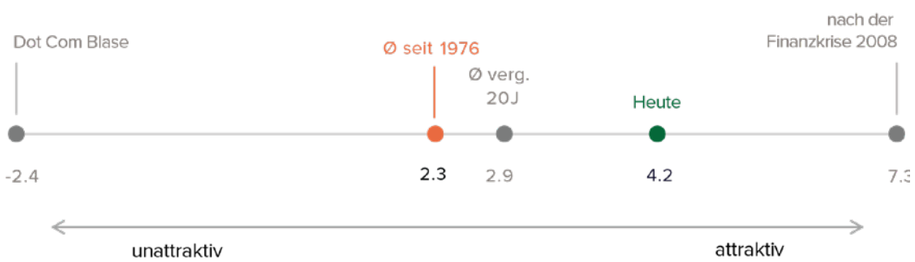


Abbildung 2: S&P 500 Gewinnrendite minus Rendite 10-jähriger Anleihen im historischen Kontext
Quelle: Bloomberg, Refinitiv, Bergos Berenberg, Daten per 31.03.2020

GEMÄSSIGTER DEMOKRAT BEI VORWAHLEN VORN

Zumindest hat sich ein weiteres Thema, welches vor Kurzem noch als hohes Marktrisiko erschien, etwas entspannt. Bei den Vorwahlen in den USA deutet sich nun an, dass nicht der weit linksorientierte und von den Börsianern als marktfeindlich angesehene Bernie Sanders als Kandidat der Demokraten in die US-Präsidentschaftswahlen ziehen wird, sondern der gemässigte Joe Biden. Sowohl der Republikaner Donald Trump als auch der Demokrat Biden wären aus Marktsicht wohl akzeptable Präsidenten. Trump punktet mit Angebotspolitik wie niedrigeren Steuern und geringerer Regulierung, sorgt aber für Handelsstress. Dieser dürfte bei Biden geringer ausfallen, er würde aber wahrscheinlich versuchen, einige Steuerkürzungen von Trump wieder rückgängig zu machen. Aktuell liegen die Wahrscheinlichkeiten, das Präsidentschaftsamt zu erreichen bei jeweils circa 48 Prozent für Trump und Biden, für Sanders hingegen mittlerweile nur noch im niedrigen einstelligen Prozentbereich – all dies unter der Nebenbedingung, dass die Kandidaten gesund bleiben.

VERUNSICHERUNG KÖNNTE SICH ALS GELEGENHEIT ENTPUPPEN

Im aktuellen Umfeld bevorzugen wir vorerst eine neutrale Positionierung bei Aktien, da sich die verschiedenen Kategorien unseres Analyseansatzes die Waage halten: Ein äusserst schlechtes Makro- und Technik-Bild wird durch günstige Bewertungen und ein vorsichtiges Sentiment (als Kontraindikator) aufgewogen. Und innerhalb der Assetklasse erwarten wir weiterhin eine relative Stärke von US-Aktien gegenüber dem Rest der Welt. Es wird an den Märkten noch auf lange Zeit bewegt zugehen, mit weiteren Rückschlägen muss in dieser Phase der Pandemie jederzeit gerechnet werden. Für langfristige Anleger könnte dies jedoch kein schlechter Einstiegszeitpunkt für Aktien sein. Für Investoren gilt es, in den wackligen Zeiten nicht in Panik zu verfallen, sondern die Ruhe zu bewahren. Die hochemotionale Verunsicherung des Marktes könnte sich in der Rückschau durchaus als eine gute Gelegenheit herausstellen, um sich rational und verhältnismässig günstig in langfristigen, zukunftsweisenden Marktbereichen zu positionieren. In diesen Wochen kommt uns dabei oft das bekannte Zitat Warren Buffets in den Sinn: „Four or five times during their lifetimes, investors will see incredible opportunities in equity markets and they have to have the mental fortitude to jump in when most are jumping out".

WACHSTUMSABSCHWÄCHUNG

STAGNATION

REZESSION

DEPRESSION

WIE SCHLIMM KOMMT ES WIRKLICH?

RENÉ BOLHAR, CAIA
Anleihenstratege

Mit dem Ende des sehr volatilen und aufreibenden Jahres 2019, mit stetigem Hin und Her bezüglich des US-Chinesischen Handelskonflikts, schien 2020 wie geschaffen für einen neuen Impuls in Richtung weltweit synchronisierten Wachstums.

Selbst die drohende militärische Eskalation zwischen den USA und der Iranischen Republik zu Beginn des Jahres trübte die Stimmung nur für kurze Zeit. Alle Augen schienen auf eine Weiterführung der positiven Marktdynamik gerichtet, die spätestens seit Beginn des vierten Quartals die Anlegerstimmung beflügelte.

UM REVUE PASSIEREN ZU LASSEN

Was zum damaligen Zeitpunkt als tickende Zeitbombe erschien, wirkt nunmehr nur noch wie eine Randnotiz.

Die ersten offiziellen Fälle der nun als Covid-19 bekannten Lungenerkrankung, ausgelöst durch ein Coronavirus, wurden bereits zum Ende des letzten Jahres in der Grosstadt Wuhan in der chinesischen Provinz Hubei bekannt. Obgleich sich die Krankheit seitdem in weiten Teilen des Südostasiatischen Raumes auszubreiten begann, interpretierte die Weltöffentlichkeit, und mit ihr die Finanzmärkte, die neuartige Bedrohung als lokales und vor

und vor allem zeitlich begrenztes Problem. Die Weltgesundheitsorganisation bezeichnete die Bedrohung erst am 11. März als Pandemie. Zu diesem Zeitpunkt war neben dem ursprünglichen Brennpunkt China bereits Nord-Italien dabei, die Position des traurigen Spitzenreiters in Bezug auf Ausmass und Härte.

WIE ZEIGT SICH DAS IN DEN FINANZMÄRKTEN?

Ende des Monats Februar realisierten auch die globalen Finanzmärkte die Tragweite des Coronavirus: mit einer rapide ansteigenden Zahl von Neuerkrankungen, insbesondere in Europa, häuften sich regionale und später auch landesweite Lock- und letztlich Shutdowns des zivilen Lebens.

Inmitten dieser angespannten Lage wurde das Investoren-Sentiment durch einen weiteren Schlag ins Taumeln versetzt: die erdölproduzierenden Staaten und Russland (OPEC+) konnten sich nicht zu einer Weiterführung der Produktionsbeschränkungen einigen. Der Ölpreis war in freiem Fall und riss die bereits fallenden Aktien- und auch Kreditmärkte noch weiter nach unten.

Weite Teile der Unternehmenslandschaft wurden direkt oder indirekt durch diese Entwicklungen beeinflusst. Nicht nur die Bewertungen an den Aktienmärkten korrigierten scharf, auch der Bereich der Festverzinslichen wurde stark in Mitleidenschaft gezogen.

Der erste Indikator für das, was noch kommen sollte, waren die Zinsniveaus auf sichere Staatsanleihen wie US Treasuries, deutschen Bundesanleihen oder Schweizer Eidgenossen. Sowohl die US-Zinsen als auch deren deutsches Pendant sackten in Folge massiv ab und erreichten um den 9. März neue Allzeittiefs.

Zur gleichen Zeit schossen die Risikoprämien auf Unternehmensanleihen durch die Decke. Die Geschwindigkeit des Anstiegs stellt selbst die Ausweitung der Risikoprämien als Folge des Lehman-Konkurs in ihren Schatten, wie die folgende Grafik verdeutlicht:

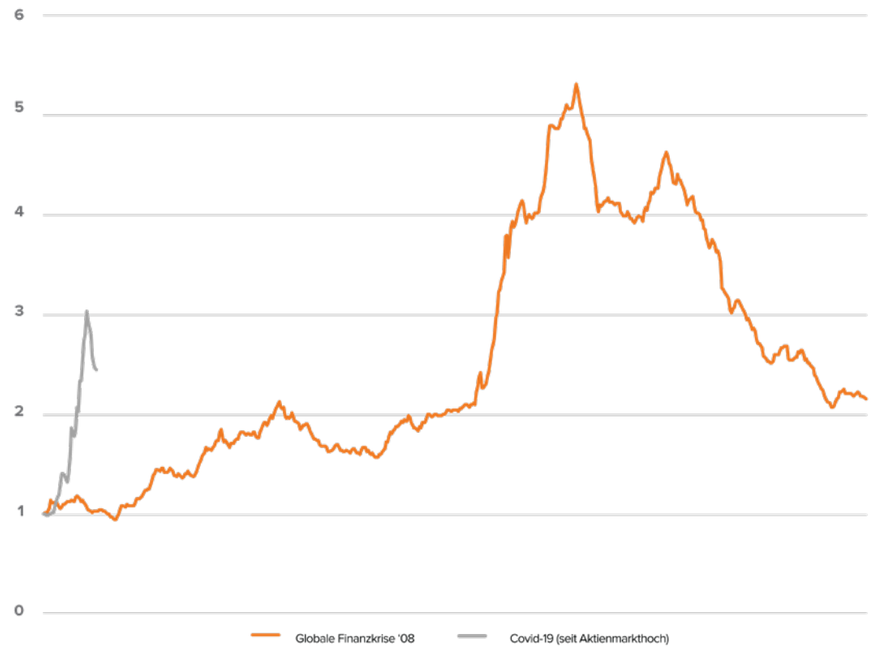


Abbildung 1: Entwicklung der Kreditrisikospreads seit dem offiziellen Beginn der globalen Finanzkrise (9. August 2007) und 2020 seit dem Höchststand der Aktienmärkte am 12. Februar 2020

Zeitraum: 09.08.2007 bis 09.09.2009 (GFC) und 12.02.2020 bis 31.03.2020 (Covid-19)
Quelle: Bloomberg, Bergos Berenberg, Daten zum 31.03.2020

Aber nicht nur Emittenten aus dem Hochzinssegment als Proxy für risikoreichere Anlagen weiteten aus. Nahezu das gesamte Fixed Income Universum, also auch Staatspapiere von vermeintlich weniger soliden Emittenten, erfuhr einen massiven Anstieg in der Zinslast. Selbst innerhalb des Segments der Investment Grade Unternehmensanleihen kam es zu einer Ausweitung der Risikoprämien, die eher auf einen baldigen Ausfall der Emittenten hindeutete. Diese Reaktion erscheint trotz der medizinischen Tragweite der Pandemie recht überzogen, zieht man die nach wie vor solide Fundamental-Situation der meisten Unternehmen in Betracht.

Randnotiz:

Als Bid-Ask Spread, Geld Brief Spanne, wird der Abstand zwischen dem Geldkurs und dem Briefkurs bezeichnet. Der Geldkurs ist dabei der Preis, zu dem Anleger bereit sind, ein Produkt zu kaufen. Der Briefkurs ist dagegen derjenige Kurs, zu dem Investoren ein Gut verkaufen würden.

Die Unsicherheit bezüglich der künftigen Entwicklung führte dazu, dass Marktteilnehmer, allen voran über passive Vehikel wie ETFs und Indexfonds zu nahezu jedem Preis zu verkaufen versuchten. Die Handelstätigkeit erfolgte nur noch in eine Richtung und die Differenz zwischen Kauf- und Verkaufskursen (Bid-Ask Spread) schnellte massiv in die Höhe.

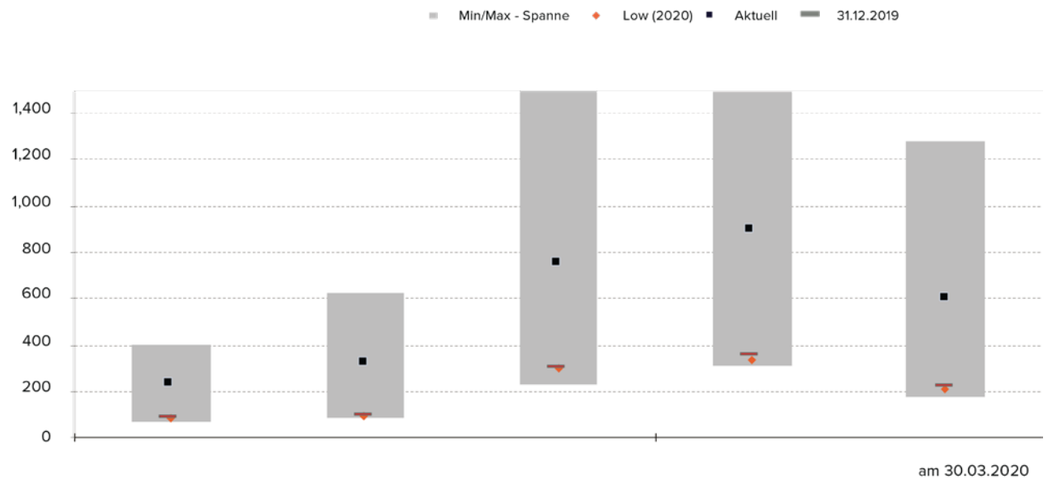


Abbildung 2: Risikoaufschläge von Investment Grade, Hochzins- und Schwellenländeranleihen in EUR und USD
Betrachtungszeitraum 01.08.2007 bis 31.03.2020

Als Reaktion auf die Marktschwankungen folgte eine Reihe weitreichender Massnahmen von Seiten der Zentralbanken sowie, mit etwas zeitlichem Verzug, zahlreicher Staaten weltweit.
Die Teilnehmer an den Finanzmärkten benötigten zunächst einen Moment um zu eruieren, wie die angekündigten Massnahmen, den Auswirkungen der Pandemie zu begegnen, einzuordnen seien.

Mittlerweile hat sich die Überzeugung durchsetzen können, dass sowohl von monetärer als auch fiskalischer Seite, alles Notwendige getan wird, um einen Kollaps zu verhindern.

WELCHEN EFFEKT SEHEN WIR IM MARKT FÜR FESTVERZINSLICHE?

Die Intensität und Geschwindigkeit des Preisverfalls erinnert stark an die Entwicklungen nach dem Konkurs der Investment Bank „Lehman Brothers“ in 2008, seinerzeit der Startschuss zur Globalen Finanzkrise.

Nachdem Risikoprämien bis in den Februar hinein nahe ihrer Allzeit-Tiefs verharrten (bspw. Treasuries +100 auf erstklassige US-Unternehmensanleihen), vervierfachten sich diese fast und das in nur wenigen Wochen. Der US-Hochzinsbereich weitete von T+356 auf +1087. Erst zum Ende des Quartals sahen wir eine leichte Erholung zurück auf +899.
Die Märkte fanden zumindest in Teilen zu mehr Zuversicht. Ob es langfristig ausreichen wird um das Investorenempfinden zu beruhigen, wird sich erst in den kommenden Wochen und Monaten zeigen

BOTEN „SAFE HAVEN ASSETS“ EINEN SCHUTZ VOR DEM ABVERKAUF?

Die meisten Marktteilnehmer sind nach wie vor beunruhigt. Man würde erwarten, dass dadurch die Nachfrage nach „Safe Haven“ –Assets anhaltend hoch bleibt. Die angekündigten Massnahmen führten allerdings auch zur Erwartung signifikant ansteigender Staatsschulden, mit gegenlaufendem Effekt. Die Benchmark-Zinsen bewegten sich entsprechend von ihren Tiefstständen weg, während sich die Kreditrisikoprämien nur sehr langsam erholten.

Mit der Erkenntnis, dass der medizinischen möglicherweise eine ökonomische Krise folgen könnte, entwickelten sich die Zinsen zum Quartalsende wieder hin zu niedrigeren Werten. Für den Fall einer anhaltend angespannten Situation bieten erstklassige Staatspapiere eine Art Versicherung.

Man kann die Frage entsprechend mit einem zögerlichen „Ja“ beantworten.

WAS ERWARTEN WIR FÜR DIE KOMMENDEN MONATE UND WIE REAGIEREN WIR AUF DIE AKTUELLE SITUATION?

Vieles hängt von der weiteren Ausbreitung des Coronavirus ab. Zentralbanken und Regierungen haben bereits deutlich gemacht, wie ernst sie die Lage nehmen. Mit den angekündigten und grösstenteils auf den Weg gebrachten Massnahmen ist der erste Schritt getan.

Mit unserem Basisszenario eines Höhepunktes der medizinischen Krise in den kommenden Wochen und einer spürbaren wirtschaftlichen Erholung im zweiten Halbjahr, dürften wir die Höchststände der Kreditrisikoprämien erst einmal gesehen haben. Neben den signifikanten Käufen durch die Zentralbanken, warten auch auf Seiten der Investoren liquide Mittel darauf, endlich investiert zu werden.

Die Situation kann allerdings in kürzester Zeit auch wieder ins Negative umschwenken. Für den Fall einer anhaltenden Lähmung des täglichen Lebens durch das Coronavirus sehen wir weitere, weitreichende Massnahmen durch Staaten und Zentralbanken. Denkbar wäre eine weitere Ausweitung der Anleihenkäufe aber, als ultima ratio, auch in den Aktienmärkten.

Im Verlaufe der kommenden Monate werden wir mehr Klarheit bezüglich der längerfristigen Auswirkungen erhalten. Ein Anstieg der Unternehmensausfälle im Hochzinssegment oder auch Rating-Herabstufungen innerhalb des Investment Grade Bereichs sind mehr als wahrscheinlich. Wir bleiben vorsichtig optimistisch auf den letzteren Bereich, setzen aber Fokus auf höhere Qualität.

Unsere Präferenz für US-Staatspapiere sowie leicht längere Laufzeiten (Duration) behalten wir als Versicherungskomponente bei. Angesichts der ausserordentlichen Zentralbankmassnahmen ist ein nachhaltiger Anstieg der Zinsen, nach unserem Verständnis, ohnehin eher unwahrscheinlich. Mit bereits stark negativen Renditen auf europäische Papiere, erweist sich das Bild hier aus relativer Betrachtung eher unattraktiv. Wir bleiben im leichten Untergewicht.

Positiv gestimmt sind wir hingegen auf Staatsanleihen der europäischen Peripherie. Zwar waren Italien und Spanien äusserst stark betroffen von der Virusepidemie, allerdings zeigen die angekündigten Massnahmen der ECB und einzelner Staaten die Solidarität innerhalb der europäischen Gemeinschaft.

Aktuell sind die Aussichten für das Hochzinssegment sehr unsicher. Erst mit mehr Klarheit überdenken wir unser Untergewicht in diesem Segment.

Ein klares Votum für ein Übergewicht besteht weiterhin für den Bereich der Schwellenländer, sowohl in Lokalwährung als auch denominiert in US Dollar. Zwar fand die Krise ihren Ursprung in Südostasien, dennoch sehen wir gute Gründe, dass sich die Schwellenländer auch als erstes wieder aus der Misere befreien und zurück zu Wachstum finden können. Zudem sind die Bewertungen recht attraktiv was nach unserer Auffassung Investorengelder anziehen wird. Als langfristig strategischen Wachstumsmotor bleiben wir hier im Übergewicht.

ÜBERSICHT DER ANGEKÜNDIGTEN UND ERFOLGTEN ZENTRALBANK-MASSNAHMEN

US FED

Die US Zentralbank sah sich im Zuge der Corona-Pandemie zweimal gezwungen, die Leitzinsen nach unten anzupassen – beide Male bereits vor dem regulären Treffen am 18. März. Einer ersten Senkung um 50 Basispunkte am 02. März, diese war weitestgehend von den Marktteilnehmern bereits erwartet worden, setze die Fed nur zwei Tage vor dem regulären Meeting nach und senkte den Leitzins um weitere 100 Basispunkte auf nun nahe der Nulllinie. Zur Stützung der Kapitalströme an Haushalte und Unternehmen wurde zudem durch Anleihenankäufe und die Einrichtung zweier Not-Fazilitäten (Commercial Paper Funding Facility sowie Primary Dealer Credit Facility) nachgelegt. Dies geschah in Abstimmung mit den anderen grossen Zentralbanken der Welt. Die wohl aussergewöhnlichste Massnahme war jedoch die Aufnahme von Unternehmensanleihen durch die Fed. Die Kriterien umfassen nur bestimmte Unternehme. Vielleicht nur ein erster Schritt, sollten die getroffenen Massnahmen sich nicht als ausreichend erweisen.

WIE HABEN DIE MÄRKTE REAGIERT?

Insbesondere die Senkung der Leitzinsen in Verbindung mit gestiegenen Ankäufen von Staatspapieren führte zu einem signifikanten Verfall der Benchmark-Zinsen über sämtliche Laufzeiten. Die Ankündigung der Ankäufe von Unternehmensanleihen bewirkte eine leichte Einengung der Risikoprämien. Hier besteht aber noch Spielraum für eine weitere Erholung.

EZB

Bei ihrem regulären Treffen am 12. März wurde eine weitere Möglichkeit der Refinanzierung für Banken (LTRO, long term refinancing operations) bis Juni diesen Jahres angekündigt. Zudem wurden die Bedingungen des LTRO III attraktiver gestaltet (nunmehr 25 Basispunkte unterhalb der Depositenrate von -50 Basispunkten), die ab Juni gelten sollen. Das bestehende Aufkaufprogramm wurde um EUR 120bln bis Jahresende erweitert. Nur eine Woche später wurde die Einrichtung eines neuen Anlaufprogramms namens PEPP (Pandemic Emergency Purchase Program) bekanntgegeben. Dieses stellt weitere EUR 750 bln zum Kauf von Anleihen zur Verfügung. Erstmals werden auch griechische Staatspapiere für dieses Notprogramm mit einbezogen.

WIE HABEN DIE MÄRKTE REAGIERT?

Lagarde's Kommentar die EZB sei nicht dafür da, Kreditrisikoprämien zu reduzieren, sorgte zunächst für Verunsicherung. Insbesondere europäische Peripherieanleihen reagierten nervös. Mit der Zeit allerdings zeigte sich der positive Effekt der angekündigten Massnahmen auch hier. Die Neuemission-stätigkeit, für eine kurze Periode völlig zum Stillstand gekommen, meldete sich mit Rekordsummen zurück. Aufschläge auf Unternehmen und Peripherie nahmen in Folge deutlich ab.

ÜBRIGE ZENTRALBANKEN WELTWEIT

Die Bank of England folgte dem US-Beispiel und senkte ihren Leitzins um 50 Basispunkte, hob den sogenannten Countercyclical Capital Buffer für Banken auf und initiierte ein neues Finanzierungsprogramm für Unternehmen namens Covid Corporate Financing Facility CFFF. Ziel dieses Programms ist die kurzfristige Finanzierung (bis zu 12 Monate) von Unternehmen, welche durch die aktuelle Situation in Schwierigkeiten geraten, über den Repo-Markt.

Währendessen gab in Asien die Bank of Japan eine Erweiterung ihrer bereits lange Zeit laufenden Ankäufe von sogenannten J-Reits (weitere Yen 180bln) sowie Aktien (zusätzliche Yen 12 trln) bekannt. In China wurden eine Reihe von Refi-nanzierungssätzen reduziert (bspw. Loan Prime Rate) sowie auch Ankaufs- und Refinanzierungsprogramm aufgelegt oder erweitert. Dies um Unternehmen und Haushalten einen Anreiz für neue Investitionen zu liefern und die durch den medizinischen Einfluss eingetrübte Wirtschaftsaktivität wieder anzukurbeln.

ROHSTOFFE

ROHÖL – DOPPELTER SCHOCK ALS STARTSCHUSS FÜR DEN VERDRÄNGUNGSWETTBEWERB

Doppelter Schock führt zu historischen Kursverlusten beim Rohöl

Coronavirus und grossflächige Stilllegung des Alltagslebens führen zu Nachfrageeinbruch

Das Scheitern der OPEC Verhandlungen sorgt für eine zusätzliche Flut an Öl

Eine rasche Marktbereinigung erscheint aufgrund der politischen Komplexität sehr fraglich

SOUMAILA TÉKÉTÉ, CAIA, CIIA
Stratege Alternative Investments

Der Rohöl- und Energiemarkt ist in den letzten Wochen in den Mittelpunkt des Marktgeschehens gerückt, und die Ölpreise übernahmen die Führung der Finanzmärkte auf ihrem Weg nach unten. In der Retrospektive war der Ölpreis der perfekte Gradmesser für die bisherige Entwicklung der Corona-Krise, da er bereits deutlich früher als alle anderen Märkte in einen Bärenmarkt überging. Der Ölpreis zeigte sich somit extrem sensitiv gegenüber dem anziehenden Corona Virus-bezogenen Nachrichtenfluss und begann bereits im Januar schrittweise, die möglichen Auswirkungen der fortschreitenden Ausbreitung, und damit eine mögliche wirtschaftliche Verlangsamung, einzupreisen – lange vor den Aktienmärkten. Die Beschleunigung des Abverkaufs im März nahm allerdings bisher nie dagewesene Ausmasse an und übertraf letztlich sogar die erratischen Korrekturen, die während des Zweiten Golfkrieges 91/92 zu verzeichnen waren. Die Rohöl Terminpreise brachen dabei innerhalb eines einzigen Handelstages zeitweise um mehr als -40% ein. Auf das erste Quartal 2020 bezogen beliefen sich die Verluste für die Nordamerikanischen Notierungen der Rohöl Sorte WTI (West Texas Intermediate) an der New Yorker Börse auf -66%.

WIE KAM ES ZU DIESEM PREIS-SCHOCK UND WELCHE FAKTOREN WAREN HIERBEI AUSSCHLAGGEBEND?

Den Grundstein für die aktuelle Korrektur legte zweifelsohne die exponentiell fortschreitende Ausbreitung des Coronavirus. Die weltweit eingeleiteten Bekämpfungsmassnahmen und Stilllegungen betreffen nahezu alle Bereiche des sozialen und wirtschaftlichen Lebens. Wenngleich die Dauer der Krise noch nichts abzuschätzen ist, so scheint inzwischen klar, dass der Rückgang der kurzfristigen Wirtschaftsleistung noch heftiger ausfallen wird, als dies während der Globalen Finanzkrise 2008 der Fall war. Damit einhergehend haben die Analysten & Agenturen ihre Prognosen bezüglich der Rohölnachfrage von einem ursprünglichen leichten Wachstum kurzerhand in einen massiven Nachfrageeinbruch umgewandelt, was einem temporären Kollaps der prognostizierten Nachfrage gleichkommt.

Zu diesem Zeitpunkt schien ein entschlossenes und vereintes Gegensteuern auf der Angebotsseite in Form von weiteren international abgesprochenen Förderkürzungen zur Ausbalancierung des Nachfrage-Angebots-Verhältnisses und somit zur Unterstützung der Kurse lediglich eine reine Formsache. Zumal die Kooperationsbereitschaft der Mitgliedstaaten sich bei den zuvor vereinbarten Kürzungen in Form einer sehr hohen Förderdisziplin verdeutlichte.

Doch der Schock folgte auf dem Fusse, als sich Russland bei den OPEC+ Verhandlungen Anfang März völlig überraschend gegen weitere Kürzungen aussprach. Die Verhandlungen scheiterten. In der Konsequenz können die Förderländer ab 01. April völlig frei von Beschränkungen produzieren. Saudi-Arabien antwortete unmittelbar mit massiven Preisabschlägen und kündigte an, die Produktion wieder in die Nähe der Kapazitätsgrenze hochzufahren - der Preiskampf war entbrannt. Die Quittung der Marktteilnehmer für das Scheitern der Verhandlungen folgte prompt. Dieser doppelseitige Schock sowohl von der Angebots- als auch von der Nachfrageseite hat mit dem Scheitern der Gespräche den Markt quasi über Nacht ereilt und führte bei Markteröffnung in der Kalenderwoche vom 06. März zu Handelsverlusten historischen Ausmasses von denen sich der Markt bisher noch nicht erholen konnte.

WAS SIND DIE POLITISCHEN FOLGEN?

Spätestens seit der Ölkrise in den 70er Jahren ist der Ölmarkt zu grossen Teilen durch politische Einflussnahme bestimmt und gesteuert. Doch angesichts des aktuell vorherrschenden wirtschaftlichen Drucks, geopolitischer Entwicklungen, struktureller Veränderungen des Ölmarktes selbst und technologischer und ökologischer Entwicklungen, scheint die Situation undurchschaubarer und fragiler als in den letzten 40 Jahren.

Das Scheitern der auf Kooperation getrimmten OPEC-Politik könnte somit tatsächlich in einem knallharten Verdrängungswettkampf münden, der einige Opfer fordern könnte. Augenscheinlich konzentriert sich der Konflikt auf Saudi-Arabien und Russland. Die USA, die sich in den letzten 10 Jahren durch die Schieferöltechnik an Saudi-Arabien (12.7 mio bbl) vorbei zum grössten Erdölproduzenten weltweit entwickelt haben (13Mio bbl/day) und inzwischen sogar vom Netto-Konsumenten zum Netto-Exporteur wurden, spielen aber ebenfalls eine Schlüsselrolle. Insbesondere die zu grossen Teilen fremdfinanzierte US Fracking Industrie dürfte bei den aktuellen niedriger Ölpreisen in Schwierigkeiten geraten, zumal viele der Unternehmen in den nächsten 12-18 Monaten bereits erhöhten Refinanzierungsbedarf haben. Ein anhaltender Preiskampf ist zwar kurzfristig für alle Beteiligten schmerzhaft. Er könnte jedoch von einzelnen Ländern zur Stärkung ihrer langfristigen Machtposition und der Erreichung strategischer politischer Ziele billigend in Kauf genommen werden. Stehvermögen könnte in allen drei Ländern vorhanden sein. Russland verfügt über einen zielgerichteten mehrere Hundertmilliarden schweren Fonds, der über solche Zeiten hinweg helfen sollte. Saudi-Arabien produziert zu den günstigsten Kosten, und die US Öl -Industrie darf innerhalb ihrer Landesgrenzen auf ausreichend politische Unterstützung hoffen.

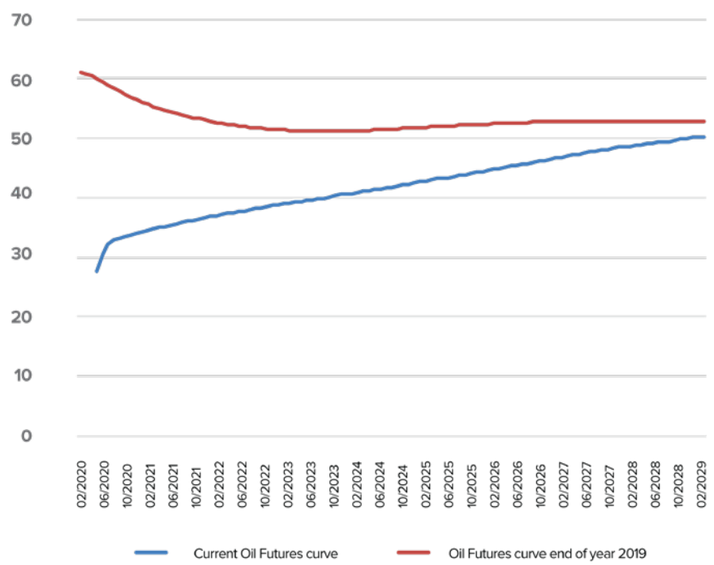
WELCHE WIRTSCHAFTLICHEN KONSEQUENZEN SIND ZU ERWARTEN?

Neben der Frage nach der Daseinsberechtigung der OPEC selbst dürften sich zudem für viele Fördernationen existenzielle Nöte auftun. . Ein kräftezehrender Machtkampf und Verdrängungswettkampf kommt für die

meisten anderen Fördernationen zur absoluten Unzeit. Für Staaten wie Venezuela und Nigeria stellen die Einnahmen aus dem Mineralölhandel insbesondere vor dem Hintergrund der aktuellen Wirtschaftskrise und der ohnehin angespannten finanziellen Situation eine unverzichtbare Einnahmequelle dar. Im Falle von Irak und dem von der Corona Krise ebenfalls schwer getroffenen Iran birgt der Wegfall der Einnahmen auch ein erhöhtes geopolitisches Risiko.

Aus Sicht der Nettoimporteure, wie beispielsweise Deutschland, stellt der gesunkene Ölpreis wiederum mittelfristig eine willkommene Unterstützung dar. Bei anhaltend tiefem Preisniveau könnte dies sogar wie ein Konjunkturprogramm wirken. Angesichts der Komplexität halten wir es durchaus für möglich, dass uns dieser Kampf um Marktanteile noch einige Zeit begleiten kann. Der Markt preist und erwartet kurzfristig bereits eine regelrechte Flut an zusätzlichem Öl, das die weltweiten Lager sehr schnell an ihre Kapazitätsgrenzen führen dürfte. Dies verdeutlicht sich nicht zuletzt auch an der Futures-Kontrakt-Kurve für Rohöl, die sich aktuell in einem Zustand befindet, in dem Kontrakte mit kurzfristigem Verfallstermin deutlich niedriger liegen als Kontrakte mit weiter entfernt liegendem Verfallstermin – einer sogenannten „Contango“ Situation. Auch die Ankündigung Trumps zur kurzfristigen Entlastung, die strategischen Reserven der USA zu befüllen, dürfte nur vorübergehend Erleichterung verschaffen.

Abbildung: Oil Futures Kurve - von Backwardation zu Contango
Quelle: Bloomberg



Mittelfristig allerdings dürfte sich das erhöhte Angebot aufgrund der Marktkräfte wieder der gesunkenen Nachfrage anpassen. Vor allem da die momentanen Grenzkosten der Produktion v.a. in den USA, aber auch in anderen Teilen der Welt, deutlich oberhalb des aktuellen Ölpreises auf den Weltmärkten liegt, dürften einige Anbieter wieder aus dem Markt gedrängt werden. Die Produktion sollte daher wieder sinken, wenn auch mit zeitlicher Verzögerung. Eine politische Einigung und steigende Gesprächsbereitschaft zwischen USA, Saudi-Arabien und/oder Russland ist auf Grund der gestiegenen Komplexität eher unwahrscheinlich, aber dennoch möglich.

Wir bewerten das Potential von Öl daher startend von den aktuellen Preisniveaus als neutral, da wir mittelfristig nach einer möglichen Bereinigung auf der Produktionsseite Aufholpotential sehen, der Markt aber vorerst weiterhin unter der Überproduktion und hoher Volatilität leiden dürfte.

FX

Dr. JÖRN QUITZAU
Währungsstratege, Berenberg

CORONA-KRISE: NEUE GEMENGELAGE AM DEVISENMARKT

Die Sorgen vor den wirtschaftlichen Folgen des Coronavirus haben die Lage am Devisenmarkt grundlegend verändert. Als die Erkrankungen noch auf China begrenzt waren, profitierte der US-Dollar zunächst als sicherer Anlagehafen und setzte damit seinen Höhenflug fort. Mit der unerwarteten Infektionswelle in Italien änderte sich das Bild Ende Februar jedoch schlagartig. Die Viruserkrankung war nun nicht mehr allein auf China oder Asien beschränkt, sondern drohte sich auch im Rest der Welt auszubreiten.

Parallel zu den sprunghaft gestiegenen Sorgen um die Weltkonjunktur und den heftigen Verlusten an den Aktienmärkten konnte die Europäische Gemeinschaftswährung zwischenzeitlich deutlich zulegen. Der Euro profitierte in dieser neuen Gemengelage von der seit langem extrem lockeren Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB), die im Vergleich zu anderen Zentralbanken keine Möglichkeit mehr hatte, auf die absehbaren Konjunkturrisiken mit Leitzinssenkungen zu reagieren. Hinzu kam, dass der Euro wegen der äusserst niedrigen Zinsen als Finanzierungswährung für Carry Trades genutzt wurde, die während der Marktturbulenzen nun teilweise rückabgewickelt wurden, wodurch es zur Nachfrage nach Euro kam.

Der Euro-Wechselkurs ist dadurch insgesamt stabil geblieben – auch auf handelsgewichteter Basis, also gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartnerländer. Ohne diese Sondereffekte wäre ein stabiler Eurokurs eine kleine Überraschung, denn die exportorientierte europäische Wirtschaft wird besonders stark von der internationalen Corona-Krise getroffen und die Infektionswelle hat mit Italien und Spanien zwei grosse Länder der Eurozone extrem stark erfasst.

Insgesamt spiegeln die Wechselkursschwankungen die krisenhaft zugespitzte Lage der Weltwirtschaft nur bedingt wider. Das liegt daran, dass sich bei bilateralen Wechselkursen die jeweiligen Kurstreiber zu einem guten Teil kompensieren, weil viele Wirtschaftsräume gleichermassen von einbrechender Konjunktur und extrem lockerer Geldpolitik betroffen sind.

EUR/USD: ZWEI SCHRITTE VOR UND ZWEI ZURÜCK

Die amerikanische Notenbank Fed hat sehr schnell und äusserst entschlossen auf die wirtschaftlichen Gefahren der Corona-Krise reagiert. In zwei Notfallsitzungen im März hat sie den Leitzins um insgesamt 150 Basispunkte auf 0,00–0,25 % gesenkt. Zusätzlich beschloss sie Liquiditätsmassnahmen und Anleihekaufprogramme in bisher nie da gewesener Grössenordnung. Die Fed hat damit wesentlich aggressiver auf den wirtschaftlichen Einbruch reagiert als zu Zeiten der grossen Finanzkrise 2009/2010. Auch die Marktzinsen sind in den USA kräftig gesunken, zeitweilig unter 0,5 %. Die deutlich veränderte Zinslandschaft hat den Dollar kurzzeitig gegenüber dem Euro unter Druck gesetzt, sodass der Euro binnen 14 Tagen über sechs Cent auf mehr als 1,14 US-Dollar je Euro zulegen konnte. Da die EZB zwar die Leitzinsen nicht angetastet, aber ebenfalls umfangreiche Liquiditätsmassnahmen und Anleihekäufe beschlossen hat, kam es zu einer raschen Gegenbewegung. Inzwischen sind die vorausgegangenen Euro-Kursgewinne

Abbildung 1: Wechselkurs EUR/US-Dollar

Quelle: Bloomberg

EURO AUCH MIT AUFWIND GEGENÜBER DEM PFUND

Ganz ähnlich – wenn auch nicht so akzentuiert – hat sich der Eurokurs zum Britischen Pfund entwickelt. Bis zur Corona-Krise war der Wechselkurs vor allem vom Brexit geprägt. Das Pfund hatte monatelang zugelegt, nachdem sich eine Lösung für das Brexit-Drama abgezeichnet hatte. Mitte Februar, also unmittelbar vor Ausbruch der Corona-Krise in Italien, gab es für einen Euro nur noch rund 0,83 Pfund. Nachdem auch die Bank of England in den Krisenmodus geschaltet und den Leitzins in zwei Schritten auf 0,10 % gesenkt hat, konnte der Euro kräftig zulegen. In der Spitze ging es bis 0,95 Pfund je Euro. Doch wie gegenüber dem US-Dollar folgte eine Gegenbewegung bis gut 0,88 Pfund je Euro. Auf diesem Niveau dürfte es zunächst eine volatile Seitwärtsbewegung geben.

Abbildung 2

Abbildung 2: Wechselkurs EUR/GBP

Abbildung 3: Wechselkurs EUR/CHF

Quelle: Bloomberg

SCHWEIZER FRANKEN UNVERÄNDERT ALS FLUCHTWÄHRUNG GEFRAGT

Die Schweizer Währung notiert mit knapp 1,06 Franken je Euro auf dem höchsten Niveau seit 2015. Der Franken bleibt als sicherer Anlagehafen gefragt, obwohl auch die Schweiz selbst von der Corona-Infektionswelle stark betroffen ist und eine schwere Rezession droht. Die Schweizer Nationalbank (SNB) stemmt sich – zusätzlich zu ihrer ohnehin schon sehr expansiven Geldpolitik – mit offenbar immer stärkeren Devisenkäufen gegen die Franken-Stärke. Doch zu mehr als einem Abflachen des Aufwärtstrends reichen die Massnahmen der SNB nicht. Solange die Ungewissheit über den weiteren Verlauf der Corona-Infektionswelle und den daraus resultierenden wirtschaftlichen Folgen anhält, wird der Franken unter Aufwertungsdruck bleiben. In der zweiten Jahreshälfte könnte dieser Druck nachlassen und der Wechselkurs allmählich wieder den Weg Richtung 1,10 Franken je Euro einschlagen.

Insgesamt wird die Entwicklung an den Devisenmärkten massgeblich vom Verlauf der Infektionswelle abhängen. Hinsichtlich Zeitpfad und Tiefe der wirtschaftlichen Schäden werden die Muster zwischen den Ländern nicht symmetrisch verlaufen. Somit kann es zwischenzeitlich einige Überraschungen an den Devisenmärkten geben.

Disclaimer

Diese Publikation dient ausschliesslich zu Informations- und Marketingzwecken. Die bereitgestellten Informationen sind nicht rechtsverbindlich und stellen weder Finanzanalysen, noch einen Verkaufsprospekt, ein Angebot für Investmenttransaktionen, eine Vermögensverwaltung oder eine Anlageberatung dar und ersetzen keine rechtliche, steuerliche oder finanzielle Beratung.

Die Bergos Berenberg AG (nachfolgend «Bergos Berenberg») behält sich das Recht vor, das Angebot an Dienstleistungen und Produkten sowie die Preise jederzeit ohne vorherige Mitteilung zu ändern. Bergos Berenberg übernimmt keine Gewähr für die Aktualität, Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen. Für den Eintritt der in der Publikation enthaltenen Prognosen oder sonstige Aussagen über Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse schliesst Bergos Berenberg jegliche Haftung aus.

Diese Publikation wurde nicht unter Einhaltung der Richtlinie zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse erstellt und unterliegt auch nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen. Die genannten Anlagevorschläge und Anlageideen wurden nicht auf Ihre persönlichen Umstände abgestimmt. Anlageentscheidungen sollten immer im Zusammenhang mit einem Portfolio getroffen werden und Ihre persönliche Situation sowie die daraus erwachsende Risikobereitschaft und Risikotoleranz berücksichtigen. Da Anlagevorschläge und Anlageideen unterschiedliche Risikomerkmale aufweisen können, bitten wir Sie, die konkreten Produktinformationen und die Broschure «Besondere Risiken im Effektenhandel« zu lesen und Ihren Kundenberater zu konsultieren, wenn Sie Fragen haben.

Es ist möglich, dass Bergos Berenberg selbst oder ihre Verwaltungsräte beziehungsweise Mitarbeiter in der Vergangenheit in Anlageinstrumente investierten, gegenwärtig investieren oder zukunftig investieren werden, über welche dieses Dokument Informationen oder Meinungen enthält. Es ist zudem möglich, dass Bergos Berenberg für die Emittenten solcher Anlageinstrumente in der Vergangenheit Dienstleistungen erbrachte, erbringt oder in der Zukunft erbringen wird. Es kann auch nicht ausgeschlossen werden, dass Mitarbeiter oder Verwaltungsräte der Bergos Berenberg für die Emittenten solcher Anlageinstrumente beispielsweise als Verwaltungsräte tätig waren, tätig sind oder tätig sein werden. Bergos Berenberg selbst oder ihre Verwaltungsräte beziehungsweise Mitarbeiter könnten deshalb ein Interesse an der zukünftigen Kursentwicklung von Anlageinstrumenten haben.

Die Informationen dienen ausschliesslich der Nutzung durch den Empfänger und dürfen nicht an Dritte weitergeleitet werden. Ohne schriftliche Zustimmung von Bergos Berenberg dürfen die vorliegenden Informationen weder auszugsweise noch vollständig vervielfältigt werden.

Copyright Bergos Berenberg AG
Alle Rechte vorbehalten
Stand: April 2020

Herausgeber
Maximilian Hefele, CFA
Leiter Vermögensverwaltung

Autoren
René Bolhar, CAIA | Anleihenstratege
Till Christian Budelmann | Aktienstratege, Leiter Kapitalmarktstrategie
Maximilian Hefele, CFA | Leiter Vermögensverwaltung
Dr. Jörn Quitzau | Währungsstratege
Dr. Holger Schmieding | Chefvolkswirt
Soumaila Tékété, CAIA, CIIA | Stratege Alternative Investments

BERGOS BERENBERG

Bergos Berenberg AG

HAUPTSITZ
Kreuzstrasse 5
8008 Zürich · Schweiz

Telefon +41 44 284 20 20
Telefax +41 44 284 20 22

NIEDERLASSUNG
29, Quai du Mont-Blanc
1201 Genf · Schweiz

Telefon +41 22 308 59 00
Telefax +41 22 308 59 20

www.bergos-berenberg.ch
info@bergos-berenberg.ch