
Update zur Asset-Allokation: Schuldtitel vor einem veränderlichen und ungewissen Hintergrund hochgestuft

Multi-Asset | 25. März 2020



Toby Nangle
Global Head of
Asset Allocation

Die endgültigen Kosten für das Gesundheitssystem und die wirtschaftlichen Folgen von Covid-19 sind derzeit nicht bekannt. Die Reaktionen des öffentlichen Gesundheitswesens haben die menschlichen Kosten der überwältigenden Überlastung der Intensivstationen und der explodierenden Zahl vermeidbarer Todesfälle gegen den sprunghaften Anstieg der Arbeitslosigkeit, den Zusammenbruch der Investitionen und die mit der sozialen Distanzierung verbundene Nachfragezerstörung abgewogen. Die Regierungen haben verständlicherweise das Leben dem Wohlstand vorgezogen.

Die politischen Entscheidungsträger waren jedoch ebenfalls bestrebt, die Bilanzen von Regierungen und Zentralbanken dazu zu nutzen, ihre Wirtschaftsstrukturen über einen Zeitraum von drei bis sechs Monaten einzufrieren. Dies geschah wahlweise mithilfe von Garantien subventionierter Geschäftskredite, der Bereitstellung von Zuschüssen für kleine und mittelständische Unternehmen und Haushalte, der Lohnkostengarantie im Privatsektor sowie der Umsetzung einer Reihe aufsichtsrechtlicher und bilanzieller Stundungsmaßnahmen.

Ein mit perfekter Voraussicht angemessen abgezinstes perfektes Einfrieren würde die Finanzmärkte relativ unbeeindruckt lassen – der Aufschub oder die Aussetzung der ersten

sechs Monate eines anhaltenden Ertragsstromes würde vielleicht relativ geringe Marktschwankungen rechtfertigen. Ein unvollständiges Einfrieren hätte jedoch zur Folge, dass aus Cashflow-Problemen innerhalb der betroffenen Volkswirtschaften und ihrer Handelspartner weitreichende Solvenzprobleme würden: Unternehmensausfälle nehmen zu, und die jüngste Schwäche der Finanzmärkte ist nur ein Vorgeschmack auf einen bedeutenderen Zusammenbruch als Begleiterscheinung einer synchronisierten weltweiten Depression.

Wenn die Zukunft auch unbekannt ist, so wissen wir doch das eine oder andere über die Gegenwart.

Zunächst wissen wir etwas über die Bewertungen. Die über Staatsanleihen hinausgehende zusätzliche Rendite, die Unternehmensanleihen mit Investment Grade bieten, hat sich dieses Jahr von rund +100 Basispunkten auf rund +300 Basispunkte verdreifacht. Die Rentenmärkte stellten ihre Funktion letzte Woche zeitweilig ein und es kam zu zahlreichen Störungen in Verbindung mit Liquidationen ohne Kaufgebote.

Es war nicht ungewöhnlich, dass langfristige Investment-Grade-Anleihen an einem Tag um zehn Punkte und am nächsten Tag wieder um zehn Punkte fielen; die wichtigsten Nachrichten bezogen sich auf die mangelnde Markttiefe und den Druck seitens der Verkäufer, Barmittel aufzunehmen. Rechnet man die Einpreisungen in die Marktspannen heraus, so entschädigt der Markt Anleger unseren Schätzungen nach für eine kumulierte Ausfallrate von ca. 25 % gegenüber den ca. 0,5 %, die für Unternehmensanleihen mit Investment Grade gelten. Bei Hochzins- und Schwellenländeranleihen haben wir deutliche Spread-Ausweitungen und erhebliche negative Renditen beobachtet, und die Renditespreads von Unternehmensanleihen entschädigen Anleger für eine kumulierte Ausfallrate von ca. 42 %. Diese Ausfallraten übersteigen bei weitem die bisher im letzten Jahrhundert verzeichneten Höchststände. Die Aktienmärkte sind dahingeschmolzen, bleiben allerdings funktionsfähig, und trotz der Kursverluste haben sie die durch die Bewegungen an den Rentenmärkten implizierten Wertentwicklungen übertroffen.

Politik

Dann wissen wir noch etwas über die Reaktionen der Politik. Ein umfangreiches Finanzpaket kann Covid-19 nicht eher heilen als eine Zinssenkung, die Wiederaufnahme der quantitativen Lockerung, tägliche Devisen-US-Dollar-Swapauktionen oder die Buchstabensuppe aus Liquiditätshilfen der Zentralbanken. Diese finanz- und geldpolitischen Programme können allerdings die Störungen an den Rentenmärkten angehen und sie letztendlich beheben. Zentralbanken kontrollieren die Geldmenge und können, mit der entsprechenden Bereitschaft, jeden Vermögenswert einer Volkswirtschaft mit neu geschaffenen Reserven kaufen. Zwar können Zentralbanken das Virus nicht heilen, noch sind sie in der Lage, die Gesamtwirtschaft perfekt einzufrieren, doch sie haben letztendlich die Kontrolle darüber, ob die akuten Störungen der Rentenmärkte das Finanzsystem aus dem Lot bringen und eine zweite weltweite Finanzkrise hervorrufen können. Und sie haben mit erstaunlicher Geschwindigkeit Maßnahmen von gigantischem Ausmaß angekündigt.

Drittens ist uns bewusst, dass der Schock für die Konjunktur auf kurze Sicht gewaltig sein wird, da ganze Wirtschaftssektoren einfach dichtmachen. Es ist noch unklar, ob die Versuche, die Wirtschaft einzufrieren, von Erfolg gekrönt sein werden. Somit sind die führenden Wirtschaftsindikatoren, an denen wir uns orientieren, von geringer Bedeutung und scheinen extrem veraltet. Die Analysteneinschätzungen der Unternehmensgewinne sind nicht in dem Ausmaß gefallen, nach dem unsere Kollegen in der Anlageabteilung suchen, andererseits gelten Analysteneinschätzungen für 2020 auch nicht als wichtige Datenpunkte – worauf es wirklich ankommt, ist, wie die Welt 2021-22 daraus hervorgeht.

Wie nutzen wir diese Einsichten?

Sicher hinter ihren Bildschirmen verschanzt, sprechen Portfoliomanager in Zeiten bedeutender Unsicherheit vom „Nebel des Krieges“. Die Wendung findet ihren Nachhall, klingt angesichts der

allgegenwärtigen Bedrohung für das menschliche Leben jedoch gedankenlos. Stattdessen gehen wir vorsichtig vor und stützen uns auf unser Verständnis davon, wie die Welt sich verändert hat und wie die Finanzmärkte ihre Entwicklung eingepreist haben. Wir charakterisieren die Covid-19-Pandemie weiterhin als einen schwerwiegenden, aber vorübergehenden Schock. Es ist uns bewusst, dass die Politik nicht in der Lage sein wird, die Wirtschaft vollständig einzufrieren, doch hat sie sich entschlossen gezeigt, Diskontsätze finanzieller Vermögenswerte zu deckeln und somit zu verhindern, dass die Krise des Gesundheitssystems zu einer weltweiten Finanzkrise auswächst.

Und so haben wir Investment-Grade-Anleihen heute von neutral auf positiv verbessert, und wir haben unsere allgemeine Risikobereitschaft ebenfalls auf positiv heraufgestuft. Unter sonst gleichen Bedingungen werden wir in unabhängigen Fonds größere Portfoliorisiken eingehen. Unserer Einschätzung nach wird dieses Risiko in den nächsten 12 bis 18 Monaten mit außergewöhnlichen Renditen belohnt. Die Situation bleibt allerdings im Fluss. Die derzeitige Unsicherheit bezüglich der Dauer des Abschwungs und des Ausmaßes, in dem die Steuerbehörden ihre angekündigten Pläne ausführen können, halten uns davon ab, diese Risikobereitschaft bis zu ihrem Höhepunkt – stark positiv – auszureizen.

	Negativ	Neutral	Positiv	Sehr positiv
Asset-Allokation	Staatsanleihen I/L	Liquidität Immobilien Rohstoffe	Aktien Schuldtitel	
Aktien - Region		Schwellenmärkte USA EU ohne Vereinigtes Königreich	Vereinigtes Königreich Pazifik-Raum ohne Japan Japan	
Globaler Aktien Sektor	Immobilien Finanzwesen Versorgungsunternehmen Energie Basiskonsumgüter	Industrie Zyklische Konsumgüter Grundstoffe	Gesundheitswesen Technologie Kommunikationsdienstleistungen	
Anleihen - währungsabgesichert	Japan	Deutschland USA Vereinigtes Königreich	Nordische Länder Australien Lokalwährungsanleihen aus Schwellenländern	
Schuldtitel		Schwellenmarkt- Schuldtitel Hochverzinsliche Unternehmensanleihen	InvestmentGrade- Unternehmensanleihen	
Rohstoffe	Getreide Agrarrohstoffe	Energie Basismetalle	Edelmetalle Nutztiere	
Devisen		USD GBP JPY AUD Euro Nordische Währungen		
Portfoliorisiko			X	

Abbildung 1: Asset-Allokation – Momentaufnahme



Wichtige Informationen: Nur zur Nutzung durch professionelle und/oder qualifizierte Anleger (nicht für Privatkunden zu verwenden oder an diese weiterzugeben). Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Hinweis auf die künftige Wertentwicklung. Mit der Anlage Ihres Kapitals ist ein Risiko verbunden. Der Wert der Anlagen und etwaige Einkünfte daraus sind nicht garantiert und können sowohl steigen als auch fallen sowie von Wechselkursveränderungen beeinflusst werden. Das bedeutet, dass ein Anleger unter Umständen den ursprünglich angelegten Betrag nicht zurückerhält. Dieses Dokument stellt keine Anlage-, Rechts-, Steuer- oder Buchhaltungsberatung dar. Anleger sollten sich mit ihren eigenen professionellen Beratern in Bezug auf Anlage-, Rechts-, Steuer- oder Rechnungslegungsfragen im Zusammenhang mit einer Anlage bei Columbia Threadneedle Investments beraten lassen. Die in diesem Dokument enthaltenen Analyseergebnisse wurden von Columbia Threadneedle Investments für eigene Anlageverwaltungsaktivitäten produziert und können bereits vor der Veröffentlichung genutzt worden sein. Sie werden hier als Information zur Verfügung gestellt. Alle enthaltenen Meinungsäußerungen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, können jedoch ohne Benachrichtigung geändert werden und sind nicht als Anlageberatung zu verstehen. Dieses Dokument enthält zukunftsgerichtete Aussagen, einschließlich Prognosen über die künftigen wirtschaftlichen und finanziellen Bedingungen. Niemand bei Columbia Threadneedle Investments, auch nicht die Verwaltungsratsmitglieder, leitenden Angestellten oder Mitarbeiter geben eine Zusicherung, Garantie oder sonstige Sicherheit, dass sich eine dieser zukunftsgerichteten Aussagen als richtig erweisen wird. Aus externen Quellen bezogene Informationen werden zwar als glaubwürdig angesehen, für ihren Wahrheitsgehalt und ihre Vollständigkeit kann jedoch keine Garantie übernommen werden. Herausgegeben von Threadneedle Asset Management Limited. Eingetragen in England und Wales unter der Registernummer 573204; eingetragener Firmensitz: Cannon Place, 78 Cannon Street, London EC4N 6AG, Vereinigtes Königreich. Im Vereinigten Königreich zugelassen und reguliert von der Financial Conduct Authority. Dieses Dokument wird von Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited verbreitet, die der Aufsicht der Dubai Financial Services Authority (DFSA) untersteht. Für Vertriebsstellen: Dieses Dokument dient dazu, Vertriebsstellen Informationen über die Produkte und Dienstleistungen der Gruppe bereitzustellen, und ist nicht zur Weitergabe bestimmt. Für institutionelle Kunden: Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen keine Finanzberatung dar und sind ausschließlich für Personen mit entsprechenden Anlagekenntnissen bestimmt, welche die aufsichtsrechtlichen Kriterien für professionelle Anleger oder Marktkontrahenten erfüllen; andere Personen sollten nicht auf Grundlage dieser Informationen handeln. Columbia Threadneedle Investments ist der globale Markenname der Columbia- und Threadneedle-Unternehmensgruppe. **Columbia Threadneedle Investments ist der globale Markenname der Columbia- und Threadneedle-Unternehmensgruppe.**