

COVID-19 - EINE ÖKONOMISCHE BETRACHTUNG

Die aktuelle Corona-Virus-Epidemie (Covid-19 offizielle Bezeichnung der Epidemie) hat zuletzt große Auswirkungen auf das Börsengeschehen gehabt. Nahezu alle riskanten Assetklassen mussten deutliche Einbußen hinnehmen. Die Optionsvolatilitäten als Maß für die Unsicherheit an den Märkten sind innerhalb von Tagen auf Krisenniveaus gestiegen. Im Folgenden wollen wir darstellen, welche Möglichkeiten für die weitere Entwicklung wir sehen und wie wahrscheinlich wir die verschiedenen Szenarien halten.

1. Die medizinischen Fakten

Aufgetreten ist das Virus bei Menschen erstmals im Dezember 2019 in der chinesischen Stadt Wuhan. Bis heute sind in China knapp 80.000 Menschen offiziell als infiziert registriert worden. Selbst wenn die Dunkelziffer 10-mal höher liegen sollte, wäre die Gesamtzahl der Infizierten für ein Land wie China nicht hoch. In der Spitze (in der Großstadt Wuhan selber) erreicht diese Virusepidemie eine Sterblichkeitsrate bei Infizierten von 3,6%. In allen anderen Gebieten und außerhalb Chinas liegt die Sterblichkeitsrate weit darunter. Ein richtiges „Killer-Virus“ wie Ebola oder früher die Pocken ist es aber nicht.

Derzeit, mit der annähernd globalen Verbreitung muss man davon ausgehen, dass die Infektionszahlen, vor allem auch außerhalb Chinas, weiter massiv ansteigen werden. Eine Schätzung von 300.000 Infektionen und ca. 6.000 Todesfällen halten wir für realistisch. Das sind keine schönen Zahlen, aber einem Vergleich mit der Spanischen Grippe von 1919, mit 50 Mio. Todesfällen, halten diese nicht stand.

Nach derzeitigem Kenntnisstand gehört das Covid-19 Virus zu der Gruppe der Erkältungsviren. Hauptgrund für diese Annahme ist, dass sich das Virus fast nur auf der Nordhalbkugel der Erde verbreitet, während die Südhalbkugel, auf der derzeit Sommer ist, kaum betroffen ist. Die Infektionssaison wird normalerweise von November bis April veranschlagt, wobei die Höhepunkte in den Monaten Januar bis März liegen. Danach sorgen die steigenden Temperaturen und die zunehmende UV-Einstrahlung für ein Abklingen der Infektionswellen. Von heute an betrachtet liegen aber noch sechs Wochen vor uns, in denen vermutlich die Infektionszahlen weiter ansteigen werden und zu den zuvor genannten Zahlen führen können.

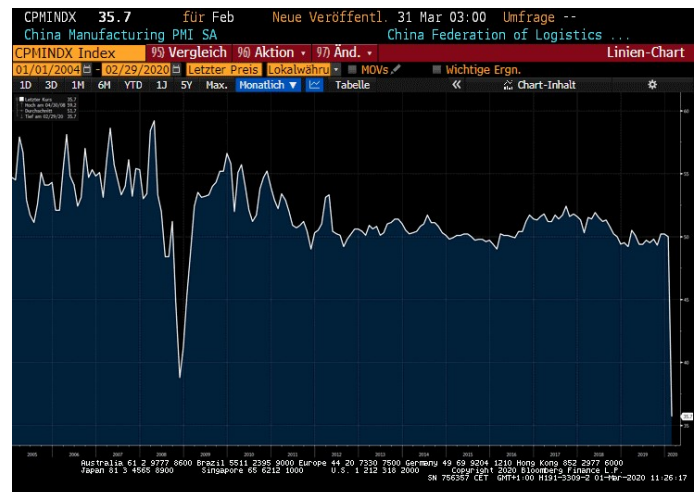
2. Die ökonomischen Gefahren

Die bisher genannten Fakten sind nicht schön, würden für sich genommen aber nicht ein wirtschaftliches Krisenszenario recht-

fertigen. Doch Covid-19 hat etwas wirklich Gemeinsames in sich. Denn während auch viel gefährlichere Viren nur bei ausgebrochener Erkrankung ansteckend waren, ist Covid-19 schon in der Inkubationszeit ansteckend.

Diese Verunsicherung, dass nur mit aufwendigen Tests zwischen infiziert und gesund unterschieden werden kann, führt zu den leergefegten Stadtbildern in den betroffenen Gebieten, Stilllegungen von Betrieben und öffentlichen Einrichtungen sowie der persönlichen Einigelung vieler Menschen. Hieraus folgen dann Konsum- und Produktionsausfälle.

Die gerade veröffentlichten Einkaufsmanagerindizes aus China lassen erkennen, über welches Ausmaß wirtschaftlichen Abschwungs hier gesprochen wird (die folgende Graphik zeigt den chinesischen Einkaufsmanagerindex).



Der Absturz, den wir in der Graphik sehen, lässt sich nur mit der Entwicklung während der Finanzkrise 2008 vergleichen. Aufgrund der Bedeutung Chinas und der Tatsache, dass die internationale Verbreitung des Virus gerade erst begonnen hat, halten wir es kaum noch für vermeidbar, dass Deutschland zumindest eine milde Rezession erleben wird.

Ob wir hier nur über eine kurze Phase wirtschaftlichen Rückgangs oder etwas viel gravierenderes sprechen müssen, wird sich vermutlich an zwei Faktoren entscheiden. Denn nach der langen Phase ultra lockerer Geldpolitik ist die ökonomische Verfassung der Welt auf Schulden aufgebaut wie nie zuvor.

Wenn infolge einer wirtschaftlichen Krise die Einnahmen hochverschuldeter Unternehmen sinken, dann ist es nur ein kurzer Schritt bis zum Zahlungsverzug. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass viele Unternehmensanleihen ein BBB Rating besitzen (in den US Corporate Indizes macht die Ratingklasse BBB 50% aller Anleihen aus). Alleine die Möglichkeit einer Kreditverschlechterung und die folgende Herabstufung in den Non-Investment-grade-Bereich würde in vielen Fällen die Kreditkosten so erhöhen, dass die Herabstufung zur sich selbst erfüllenden Prognose würde.



Eine in größerem Stil fortschreitende Kreditverschlechterung in der nächsten Zeit würde voraussichtlich Teile des Bankensystems in eine erneut kritische Lage bringen, was letztendlich zu einer Entwicklung wie 2008 führen kann. In den kommenden Wochen sollte deshalb genau beobachtet werden, wie sich die Herabstufungen durch die Ratingagenturen entwickeln.

3. Die Gegenmaßnahmen

Schon kurz nach dem ersten Auftreten hat die chinesische Notenbank zusätzliche Liquiditätsspritzen bereitgestellt und das Kreditvolumen fortwährend erhöht. In Hongkong wurde gar der Einsatz von Helikoptergeld von 1.180 EUR pro Einwohner durch die Regierung beschlossen. In den USA werden in diesem Jahr mindestens zwei Zinssenkungen erwartet und auch von der EZB sollten schon bald weitere geldpolitische Lockerungen zu erwarten sein.

Dass die Notenbanken versuchen werden, ein zweites 2008 zu verhindern steht außer Frage. Fraglich ist nur, ob der Handlungsspielraum der Notenbanken noch groß genug ist, ob nicht noch extremere Maßnahmen irgendwann das Währungsgefüge insgesamt erschüttern und ob die Geschwindigkeit, mit der geldpolitische Maßnahmen wirken ausreicht, um einen begonnen Prozess kurzfristig zu stoppen.

In die gleiche Richtung, nur vermutlich noch etwas langsamer als die Maßnahmen der Notenbanken, würden Konjunkturpakete der Regierungen wirken. In China ist eine verstärkte staatliche Nachfrage schon sicher, in Europa wird intensiv über Konjunkturprogramme diskutiert und Donald Trump könnte das geplante Infrastrukturprogramm vorziehen und erweitern. Dies würde ihm im bevorstehenden US-Wahlkampf sicherlich nicht schaden und seine politischen Gegner hätten kaum Argumente, sich den Wünschen des Präsidenten zu verschließen.

4. Herleitung möglicher Szenarien

Wir wissen auch nicht sicher, in welche Richtung die Märkte in nächster Zeit gehen werden. Aber wir betrachten Märkte anders als viele andere Asset Manager. Aus den uns zur Verfügung stehenden Marktdaten (Volatilitäten, Zinsen, Spreads, etc.) können wir Wahrscheinlichkeiten und Szenarien ableiten, wie sich die Märkte in den nächsten 6-12 Monaten entwickeln könnten. Mit den uns zur Verfügung stehenden Daten haben wir uns Gedanken gemacht, wie die Zukunft aussehen könnte. Hierbei haben sich vier Szenarien herausgebildet, die wir für unterschiedlich wahrscheinlich halten.

Wie diese Einschätzungen zu Stande kommen, soll das folgende Beispiel exemplarisch beschreiben. Die nächste Graphik zeigt die Terminkurve für Optionsvolatilitäten auf den amerikanischen Aktienindex S&P 500. Am linken Rand zeigt diese Graphik die aktuelle kurzfristige Optionsvolatilität von über 40. Danach geht die Kurve recht schnell zurück, um dann im Jahresverlauf zu verflachen.



Diese vor allem in den ersten beiden Monaten hohen Optionsprämien spiegeln die Erwartung wieder, dass die Risiken aktuell außergewöhnlich hoch sind, mit Beginn des Frühjahres die Infektionswelle abebben sollte und die Märkte wieder zu normalen Ausschlägen zurück finden. In unserer Wahrnehmung bedeutet dies, dass das kurzfristige Crashrisiko deutlich höher gesehen werden muss als normal, die Chancen für eine Erholung im Jahresverlauf aber vorhanden sind. Aus dem Abgleich verschiedener Marktfaktoren setzt sich dann unsere Wahrscheinlichkeitsabschätzung zusammen.

Neben den im Folgenden dargestellten vier Basisszenarien existieren noch weitere, die aber auf Faktoren beruhen, die aktuell nur eine sehr geringe Wahrscheinlichkeit besitzen oder nicht messbar sind. Denkbar wäre hier u.a., dass eine medizinische Lösung gegen Covid-19 gefunden wird, dass unter dem Eindruck der Ereignisse China und die USA näher zusammen rücken und den Handelskonflikt endgültig beilegen, oder, auf der anderen Seite des Ereignisraumes, dass das Virus zu einer viel gefährlicheren Variante mutiert. Allen diesen Szenarien zusammen messen wir aktuell eine Wahrscheinlichkeit von unter einem Prozent zu, weshalb wir sie in den folgenden Betrachtungen nicht weiter berücksichtigen, auch wenn wir sie nicht vollkommen ausschließen können.

5. Vier wahrscheinliche Basisszenarien

Das erste Szenario, dem wir eine Wahrscheinlichkeit von 24% beimessen, haben wir das **Positive-Surprise-Szenario** genannt. In diesem Szenario gehen wir davon aus, dass Notenbanken und Regierung schnell wirtschaftliche Gegenmaßnahmen beschließen und die Epidemie mit dem Frühlingsanfang rasch abklingt. In diesem Szenario würde mittelfristig die wirtschaftliche Stimulation die Belastungen durch die Epidemie deutlich überkompensieren und die Aktienmärkte sollten deutlich über ihre alten Hochs hinaus steigen.

Das **Modestly-Up-Szenario** geht auch davon aus, dass die Epidemie mit dem Frühlingsbeginn endet. Die wirtschaftlichen Schäden, die die Epidemie verursacht hat, führen zu einer Wachstumsabschwächung und teilweise auch zu einer leichten Rezession. Die ergriffenen Maßnahmen führen aber zu einer Wiederbelebung der Wirtschaft, so dass die Aktienmarktverluste wieder ausgeglichen werden und das Jahr mit leichten Zugewinnen endet. Dieses Szenario hat aus unserer Sicht alleine, mit geschätzten 31%, die höchste Wahrscheinlichkeit.

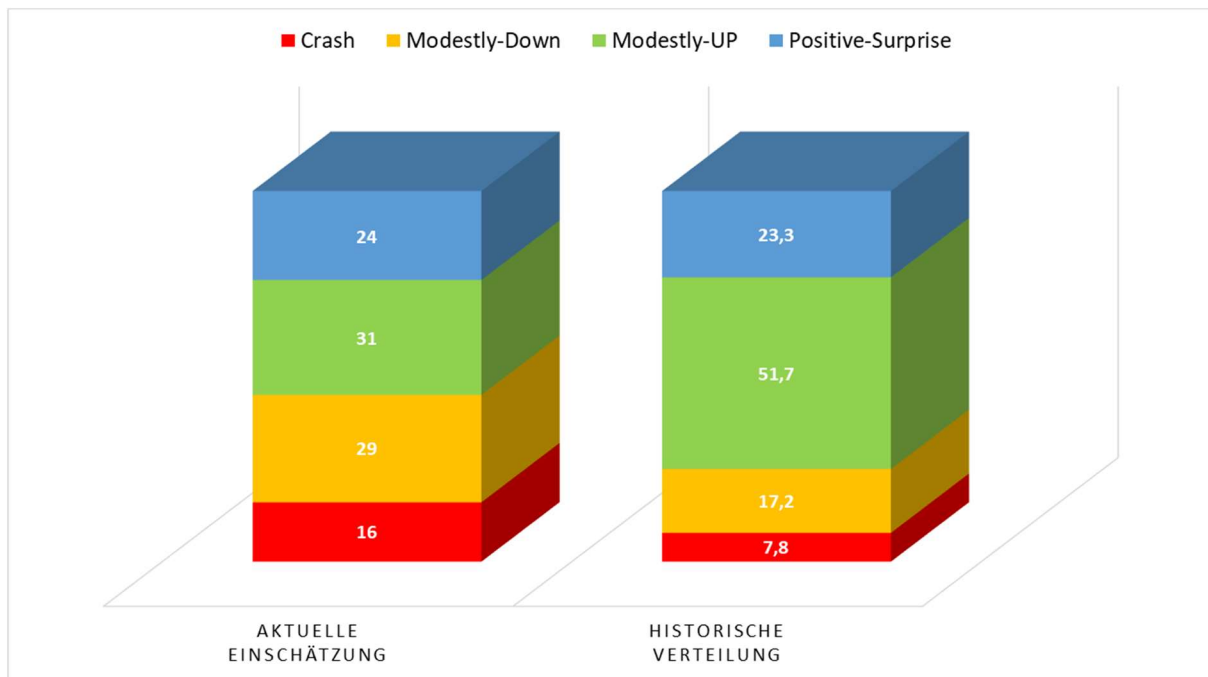
Das **Modestly-Down-Szenario** unterscheidet sich von dem zuvor beschriebenen dadurch, dass hier von einer höheren Belastung der Kreditmärkte ausgegangen wird.

Die wirtschaftlichen Schwierigkeiten führen zu einer größeren Anzahl von Kreditherabstufungen und zu einem Ansteigen der Kreditausfallraten. Das Bankensystem als Ganzes bleibt aber stabil, eine Rezession wird aber bis 2021 anhalten. In diesem Szenario gehen wir von unveränderten bis nochmals 15% fallenden Aktien-

märkten bis Jahresende aus. Diesem Szenario messen wir eine Wahrscheinlichkeit von 29% bei.

Das vierte Szenario ist das **Crash-Szenario**. Hier steigen die Kreditausfälle und Neubewertungen so stark an, dass das Bankensystem erschüttert wird. Auch der starke Kursverfall einer der großen Währungen ist in diesem Szenario möglich. Die Auswirkungen auf die Märkte muss man sich vergleichbar mit 2008 vorstellen. Diesem Szenario messen wir aktuell die recht hohe Wahrscheinlichkeit von 16% bei.

In der folgenden Graphik haben wir unsere aktuelle Einschätzung für die verschiedenen Szenarien den historischen Wahrscheinlichkeiten gegenüber gestellt. Die historischen Wahrscheinlichkeiten wurden ermittelt, in dem wir die Jahresergebnisse der bedeutendsten Aktienmärkte in den letzten 30 Jahren einem unserer Basisszenarien zugeordnet haben.



In der Summe aller betrachteten Fakten kommen wir zu der Einschätzung, dass eine Beruhigung der Märkte und ein Wiederanstieg der Kurse wahrscheinlicher sind als dauerhafte Verluste im Jahresverlauf.

Die Wahrscheinlichkeit, die wir dieser Entwicklung beimessen, ist im historischen Vergleich mit gesamt 55% für steigende Aktienmärkte relativ gering. Dagegen ist die Wahrscheinlichkeit eines echten Crashes etwa zwei bis drei Mal höher einzuschätzen als dies normalerweise der Fall ist.

6. Bedeutung für die Anlagepolitik

Im Vertrauen auf die Macht der Notenbanken kann man eine Anlagepolitik auch wie bisher beibehalten. Man sollte sich aber im Klaren sein, dass derzeit außergewöhnlich hohe Risiken bestehen, wenn man relativ hohe Aktienquoten oder Kreditrisiken eingegangen ist.

Auf der anderen Seite sind die Kurse für sichere Anleihen mit der Krise wieder so stark gestiegen, dass in der Zukunft, wenn nicht das Crash-Szenario eintritt, hiermit kaum noch positive Erträge zu erzielen sein werden. Sollten sich sogar die positiven Überraschungen einstellen, dann hätte man eine gute Einstiegsmöglichkeit vorbeigehen lassen.

Wie Sie wissen, ist Antecedo Spezialist für abgesicherte Aktienportfolien. Vielleicht wäre es jetzt an der Zeit, über eine Erhöhung der Aktienquote nachzudenken, mit einem sehr hohen Absicherungslevel.

Wir können hier nicht alle Möglichkeiten aufzählen, die derzeit bestehen. Aber zögern Sie nicht, uns anzusprechen. In den meisten Fällen sollten wir einen interessanten Lösungsansatz haben.

Im folgenden Artikel dieses Newsletters werden wir auf die Entwicklung des Publikumsfonds Antecedo Defensive Growth zurück blicken. Dieser abgesicherte Aktienfonds kann gut aufzeigen, was möglich ist und was nicht.

Wir wünschen Ihnen allen, dass Sie gesund bleiben, eine glückliche Hand haben und dass das Frühjahr bald anbrechen möge.

Ihr Antecedo Portfoliomanagement Team
Bad Homburg v.d.H., den 02.03.2020

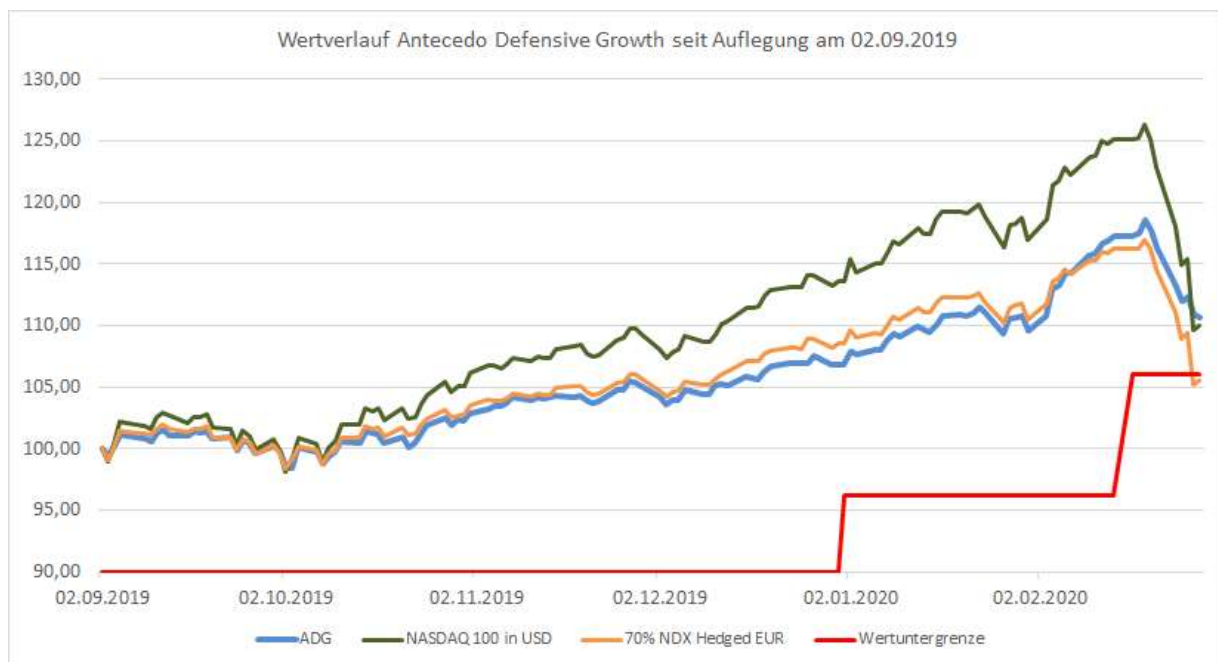
ANTECEDO DEFENSIVE GROWTH: DIE BEWÄHRUNGSPROBE

Am 02.09.2019 ging mit dem **Antecedo Defensive Growth** (DE000A2PMXA9) unser neuer Aktienfonds an den Start. Auch wenn die Zeit, die seit dem Start vergangen ist, noch nicht richtig lang ist, so hat der Fonds in diesen wenigen Monaten schon so viel erlebt, dass wir von einer echten Bewährungsprobe sprechen können.

Die Konstruktion des Fonds ist hierbei relativ einfach. Investiert wird in ein repliziertes Aktienportfolio auf den NASDAQ-100 Aktienindex. Da wir keine aktiven Meinungen zu irgendwelchen Titeln haben, ist die Gewichtung der Aktien die des Indizes. Den Charme erhält dieses Konzept über seine Absicherungsstrategie. Hier werden durch den Kauf von Put-Optionen auf den NASDAQ-100 Index die Verlustrisiken auf maximal -10% im Kalenderjahr begrenzt. Die Kosten dieser Absicherung werden gegenfinanziert, indem auf Teile der Aktienbestände Aktien-Call-Optionen verkauft werden. Aber nur so viel, wie für die Kosten der Absicherung notwendig ist. Alle Instrumente und die Absicherungsgrenze werden über aufwändige Simulationssysteme

fortwährend kontrolliert und bei Bedarf angepasst. Was sich hier so theoretisch anhört führt zu einem Fondskonstrukt, das nicht mehr als 10% verlieren können soll (Jahresend- gegenüber Jahresanfangskurs), an steigenden Aktienmärkten mit ca. 70% partizipieren soll und zusätzlich vollen Dividendenerhalt gewährleisten soll. (Aus rechtlichen Gründen müssen wir an dieser Stelle klarstellen, dass es sich bei der Wertuntergrenze um keine Garantie handelt. Die Abgabe von Garantien ist Asset Managern verboten. Wir können aber versichern, dass die Absicherungsinstrumente immer im Fonds enthalten sind und wir die Grenzen sehr ernst nehmen.)

Wie hat sich dieser Fonds nun in der Praxis geschlagen? Die folgende Graphik zeigt den Wertverlauf des Fonds als blaue Linie, den Verlauf des NASDAQ-100 als grüne Linie und unsere Zielmarke 70% des NASDAQ-100 gehedged in EUR (der Fonds ist natürlich auch gegen Währungsschwankungen abgesichert). Zusätzlich enthält die Graphik noch als rote Linie das zum jeweiligen Zeitpunkt gültige kalkulatorische Absicherungsniveau.



Man erkennt in der Graphik, dass es eine erste Phase mit einer Seitwärtsbewegung gab, in der sich die einzelnen Linien kaum voneinander trennen. Dann nach ca. 5 Wochen folgte eine sehr starke Aufwärtsbewegung, die den Fonds auf 18,6% Zugewinn trieb. In dieser Phase wurde zwei Mal die Wertuntergrenze angehoben. Einmal systembedingt zum Jahreswechsel und ein zweites Mal in Folge der stark gestiegenen Kurse.

Nach dieser Aufwärtsbewegung folgte ein plötzlicher Einbruch, ausgelöst durch die Corona-Virus-Epidemie.

Hier gab der Fonds auch ab, aber deutlich weniger als der NASDAQ-100 und durch die fortgesetzte Erhöhung der Wertuntergrenze auch weniger als seine Zielvorgabe.

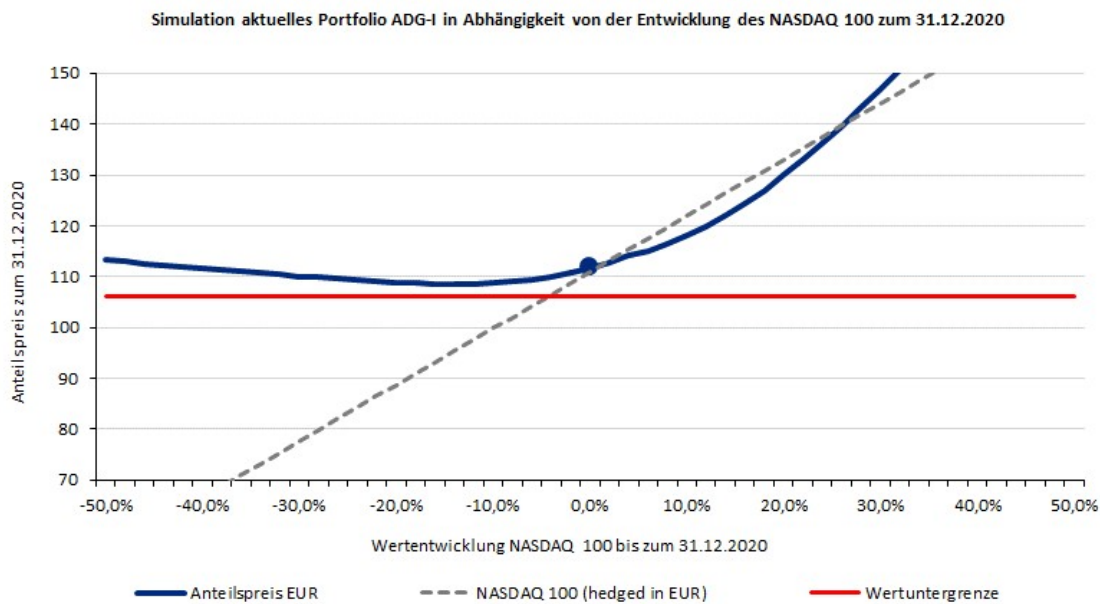
Ganz aktuell ist jetzt die Situation eingetreten, dass der Fonds seit Auflegung mit 10,6% Zugewinn sogar ein halbes Prozent besser abschneidet als der NASDAQ-100 selbst. Und im Kalenderjahr 2020 stehen immerhin 3,5% Wertzuwachs im Fonds - 2,1% Verlust im NASDAQ-100 gegenüber.

Mit diesen Zahlen können wir wohl sagen, dass der Fonds seine Bewährungsprobe bestanden hat. Aber wie sieht es jetzt in die Zukunft blickend aus?

Auf Grund des Marktrückganges liegt der Fonds aktuell noch 4% über seiner Wertuntergrenze. Selbst stärkste Markteinbrüche sollten also nicht mehr zu gravierenden Verlusten führen.

Nach Oben würden wir bei einem Wiederanstieg der Kurse zunächst nicht mit den vollen 70% Partizipation mitlaufen. Dafür

ist die Untergrenze zu nahe gerückt. Die ersten Kursanstiege würden voraussichtlich mit ca. 50% mitgemacht werden, aber schon bevor die alten Marktniveaus erreicht werden, wird die Partizipation auf über 70% angestiegen sein. Dies ist ein Ergebnis der Asymmetrie, die der Fonds beinhaltet. Den simulierten Wertverlauf des Fonds, in Abhängigkeit von der Entwicklung des NASDAQ-100 zeigt die folgende Graphik. (Der hier dargestellte Wertverlauf ist der der Anteilsscheinklasse I. Der Verlauf für die Anteilsscheinklasse R sieht gleich aus, nur sind die Absolutwerte um die Differenz der verschiedenen Anteilspreise verschoben).



Bei genauer Betrachtung kann man in der Graphik erkennen, dass wir das Risikopotential im Moment nicht voll ausschöpfen. Dies entspricht unserer Auffassung, dass die aktuelle Situation äußerst gefährlich ist (siehe ersten Artikel des Newsletters). Sollte sich die Situation beruhigen, kann es sein, dass wir das restliche Risikobudget ausschöpfen, um eine noch höhere Partizipation an steigenden Kursen zu erreichen. Aktuell sehen wir die Voraussetzungen hierfür aber noch nicht.

Kay Tönnies
Bad Homburg v.d.H., den 02.03.2020

Impressum

Antecedo Asset Management GmbH
Hessenring 121
D-61348 Bad Homburg v.d.H.
www.antecedo.eu

Geschäftsführer: Kay Tönnies, Dirk Bongers, Günter Wanner
©2020 Antecedo Asset Management

Disclaimer: Diese Unterlage der Antecedo Asset Management GmbH enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Wir übernehmen jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Antecedo behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird. Diese Unterlage dient ausschließlich der Information und ist nicht auf die speziellen Investmentziele, Finanzsituationen oder Bedürfnisse individueller Empfänger ausgerichtet. Bevor ein Empfänger auf Grundlage der in dieser Unterlage enthaltenen Informationen oder Empfehlungen handelt, sollte er abwägen, ob diese Entscheidung für seine persönlichen Umstände passend ist, und sollte folglich seine eigenständigen Investmententscheidungen, wenn nötig mithilfe eines unabhängigen Finanzberaters gemäß seiner persönlichen Finanzsituation und seinen Investmentzielen treffen. Diese Unterlage ist kein Angebot oder Teil eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, noch stellt diese Unterlage eine Grundlage für irgendeinen Vertrag oder irgendeine Verpflichtung dar. Antecedo haftet für diese Unterlage oder die Verwendung ihrer Inhalte nicht.

Vergangenheitswerte sind keine Garantie für zukünftige Wertentwicklungen. Es kann daher nicht garantiert, zugesichert oder gewährleistet werden, dass ein Portfolio die in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung auch in Zukunft erreichen wird. Eventuelle Erträge aus Investitionen unterliegen Schwankungen; der Preis oder Wert von Finanzinstrumenten, die in dieser Unterlage beschrieben werden, kann steigen oder fallen. Im Übrigen hängt die tatsächliche Wertentwicklung eines Portfolios vom Volumen des Portfolios und von den vereinbarten Gebühren und fremden Kosten ab. Bei den in dieser Unterlage eventuell enthaltenen Modellrechnungen handelt es sich um beispielhafte Berechnungen der möglichen Wertentwicklungen eines Portfolios, die auf verschiedenen Annahmen (z. B. Ertrags- und Volatilitätsannahmen) beruhen. Die tatsächliche Wertentwicklung kann höher oder niedriger ausfallen - je nach Marktentwicklung und dem Eintreffen der den Modellrechnungen zugrunde liegenden Annahmen. Daher kann die tatsächliche Wertentwicklung nicht gewährleistet, garantiert oder zugesichert werden.

Für die Einhaltung der angestrebten Wertuntergrenze kann weder die Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) noch ein anderes mit ihr verbundenes Unternehmen eine rechtliche Garantie oder Gewähr abgeben. Daher sollten sich Investoren bewusst sein, dass möglicherweise in dieser Unterlage genannte Wertsicherungskonzepte keinen vollständigen Vermögensschutz bieten können. Die KVG kann somit nicht garantieren, zusichern oder gewährleisten, dass das Portfolio die vom Investor angestrebte Entwicklung erreicht, da ein Sondervermögen stets Risiken ausgesetzt ist, welche die Wertentwicklung des Portfolios negativ beeinträchtigen können und auf welche die KVG nur begrenzte Einflussmöglichkeit hat. Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Antecedo darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.