

# Unsere Sicht im August

11. August 2020



# Das Virus ist noch nicht besiegt

**Der Goldpreis im Höhenflug, der US-Dollar im Sinkflug - die letzten Wochen hatten es in sich. Die Aktienmärkte haben sich in diesem Umfeld je nach Region unterschiedlich geschlagen. Europa hatte zu kämpfen, die USA und die Schwellenländer konnten dagegen weiter zulegen. Vor dem Hintergrund erneut steigender Covid-19-Infektionen bestätigen wir unsere vorsichtige Portfolioausrichtung.**

Der Goldpreis hat seinen Lauf fortgesetzt und sowohl das Allzeithoch als auch die Marke von USD 2'000 pro Feinunze ohne weiteres hinter sich gelassen. Seit Jahresbeginn steht damit in US-Dollar gerechnet ein Plus von über 30 % zu Buche. Dass der Preis in den letzten Tagen etwas nachgeben hat, ist nach so einem starken und schnellen Anstieg nicht untypisch. Wir interpretieren diese Entwicklung denn auch als Verschnaufpause und nicht als Trendwechsel. Aus unserer Sicht erhält Gold von verschiedenen Seiten

Unterstützung: Sei es vom schwächelnden US-Dollar, den negativen Realzinsen oder von der bangen Sorge vieler Anleger, dass die Inflation langfristig doch noch zulegen könnte. Nicht zuletzt schätzen wir die sehr guten diversifizierenden Eigenschaften von Gold und bestätigen daher unsere bereits seit längerem bestehende Goldpositionierung.

So viel Unterstützung wie wir derzeit bei Gold sehen, so wenig erhält der US-Dollar. Hier hat der Wind definitiv gedreht. Seit wir die Erstlingsausgabe unseres Magazins «Teleskop» mit dem Titel «Schwächling Dollar» Ende Mai publiziert haben, hat der US-Dollar auf breiter Front nachgegeben. Wie wir in dem Magazin ([Link hier](#)) ausführlich dargelegt haben, gibt es gute Gründe dafür, dass dies nur der Auftakt zu einer längerfristigen Dollarschwächephase war. Deshalb sichern wir den US-Dollar weiterhin konsequent ab.

Felix Brill, **Chief Investment Officer**

# Unsere Sicht aufs Portfolio



- Die Performance von Gold ist aussergewöhnlich und hilft, den schwächeren US-Dollar aufzufangen
- Die Beimischung von Anlagethemen, die auf strukturelle Veränderungen setzen, hilft



- Mit noch mehr Staatsanleihen, die ausgegeben werden, sinkt ihre Attraktivität weiter
- Kreditrisiken sind bei allen Unternehmenanleihen erhöht

- ● ● ● ● Stark übergewichten
- ● ● ○ ○ Neutral
- ○ ○ ○ ○ Stark untergewichten

Basis: Mandat CHF ausgewogen

## Geldmarkt

### Anleihen

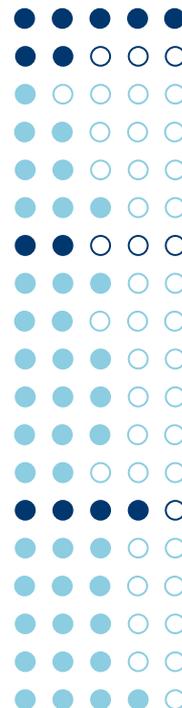
- Staatsanleihen
- Unternehmenanleihen
- USD-Anleihen
- Schwellenländer

### Aktien

- Schweiz
- Europa
- USA
- Pazifik
- Schwellenländer
- Sonderthemen

### Alternative Anlagen

- Hedge Funds
- ILS
- ABS
- Wandelanleihen
- Gold



# Unsere Sicht auf die **Konjunktur**



- Konjunkturumfragen signalisieren **kräftige Belebung** sowohl in der Industrie als auch im Dienstleistungssektor
- Staatliche **Konjunkturprogramme** zeigen Wirkung
- **Geldpolitik** unterstützt weiterhin



- Steigende Anzahl von **Insolvenzen** könnten den Aufschwung erschweren
- Sorgen vor einer zweiten Infektionswelle könnten **neue Lockdown-Massnahmen** nach sich ziehen
- Starke **Ausweitung der Budgetdefizite** engt die Fiskalpolitik zukünftig ein

## **Steigende Infektionen werfen ihren Schatten voraus**

Die Weltwirtschaft zeigt Anzeichen eines kräftigen Aufschwungs nach dem jähen Corona-Absturz. Allerdings sind die zu erwartenden starken Wachstumswahlen für das dritte Quartal in den USA und in der Eurozone mit Vorsicht zu geniessen, beziehen sie sich nach dem Konjunktur einbruch im Frühjahr doch auf eine deutlich tiefere Ausgangsbasis. Die durch das Virus ausgelöste Krise wirkt unterdessen in vielen Industrien wie ein Brandbeschleuniger eines Strukturwandels, auch in der Automobilindustrie. So werden nach Corona einige Branchen schwierige Zeiten durchmachen. Die zuletzt auch in Europa erneut steigenden Covid-19-Infektionen haben Befürchtungen ausgelöst, dass es zu einer zweiten Welle kommen könnte. Sollten wieder Lockdown-Massnahmen eingeführt werden, würde das den Konjunkturaufschwung empfindlich treffen. Kurzfristig dürfte die Unsicherheit daher zunehmen.

# Unsere Sicht auf die Geldpolitik



- Die Liquiditätssituation an den Geldmärkten hat sich nachhaltig **verbessert**
- Die Zentralbanken signalisieren glaubhaft, dass sie **jederzeit bereitstehen**, zusätzliche Massnahmen zu ergreifen
- **Finanzmärkte vertrauen** den Notenbanken



- Keine Garantie, dass die Finanzmärkte den Zentralbanken **nicht doch irgendwann** das Vertrauen entziehen
- Null- und Negativzinsen **verzerrten den Preis für Risiko**, dadurch steigt das Risiko von **Preisblasen**

## Phase zwei der Krisenbekämpfung hat begonnen

Die Notenbanken treten in eine neue Phase der Krisenbewältigung ein. Es geht nun darum, die Notmassnahmen wirken zu lassen und deren Wirkung zu analysieren. Aufgrund ihres präventiven und entschlossenen Eingreifens sind die Währungshüter insbesondere in den USA und Europa in der komfortablen Position, abwarten zu können, wie sich die Lage entwickeln wird. Sollten die Konjunkturdaten enttäuschen, oder die Finanzierungsbedingungen sich wieder verschlechtern, dürfte es weitere punktuelle und zielgerichtete Aktionen geben. Die EZB könnte z.B. prüfen, auch Anleihen von Unternehmen zu kaufen, deren Kreditrating sich zuletzt deutlich verschlechtert haben. Dies wäre in erster Linie eine vertrauensbildende Massnahme. Auch die US-Notenbank hat die Phase der akuten Krisenbekämpfung verlassen und konzentriert sich darauf, die zahlreichen Notkreditprogramme zum Laufen zu bekommen.



- Noch sind die wirtschaftlichen Folgen der Corona-Pandemie nicht ausgestanden; das treibt die **Nachfrage nach Staatsanleihen** an
- Staatsanleihen tragen zur **Diversifikation** im Portfolio bei



- **Angebot** von Staatsanleihen steigt enorm, dadurch könnte es zu temporären, sprunghaften Zinsanstiegen kommen
- Steigende Staatsverschuldung macht **Herabstufungen von Bonitätsratings** wahrscheinlich
- Staatsanleihen bergen ein **hohes Zinsänderungsrisiko**

## Deutlich höhere Emissionsvolumen bei Staatsanleihen

Die Notenbanken sind in Phase zwei angekommen. Nachdem nun der erste Brand gelöscht ist, geht es um die Kontrolle der Glutnester. Kurzfristig steht eine weitere substantielle Ausdehnung der Kaufprogramme von Staatsanleihen deshalb nicht auf der Agenda - gleichwohl sind punktuelle Aufstockungen durchaus denkbar. Auf der anderen Seite kommt es nun zu einem massiv höheren Emissionsvolumen an öffentlichen Schuldtiteln. Die grosszügigen Finanzhilfen der Staaten im Zuge der Krise müssen schliesslich finanziert werden. Der EU-Aufbaufonds stützt inzwischen die europäischen Peripherieanleihen. Ein Zusammenbruch der Eurozone ist mit der im Fonds vorgesehenen Umverteilung von den reichen Staaten hin zu den schuldgeplagten Südländern unwahrscheinlicher geworden. Peripherieanleihen werden davon profitieren. Insgesamt bestätigen wir unser starkes Untergewicht von Staatsanleihen.

# Unsere Sicht auf High Yield Bonds



Aktuell nicht im  
Musterportfolio



- Notenbanken geniessen Vertrauen der Finanzmärkte und können dadurch **Märkte stützen und steuern**
- Auch von staatlicher Seite kann notfalls mit **weiteren Unterstützungsmassnahmen** gerechnet werden



- Das Verhältnis von Herab- zu Heraufstufungen von Ratings ist **extrem** und wird in absehbarer Zeit nicht positiv
- Covid-19 hat zu **höherer Verschuldung** geführt. In Rezessionen stärken Unternehmen normalerweise ihre Bilanzen
- Das Virus trifft Branchen unterschiedlich, einige werden sich **noch Jahre nicht erholen**

## Liquidität versus Solvenz

Normalerweise versuchen Unternehmen, während Rezessionen ihre Bilanzen zu stärken und Schulden zu reduzieren. Covid-19 bewirkte jedoch das Gegenteil. Als erste Reaktion wurden USD 340 Mrd. Kreditlinien bei Banken gezogen, welche in der Folge durch die Emission von Anleihen getilgt wurden. Droht nach dieser Schuldenparty der Hangover? Die Krise trifft die Sektoren unterschiedlich intensiv und unterschiedlich lange. Generell gilt, je tiefer die Qualität, desto stärker war der Einschlag. Bei US High Yield stehen in diesem Jahr den 926 Rating-Herabstufungen bislang nur 105 Heraufstufungen gegenüber. Angesichts der Anleihenkäufe der Notenbanken widersetzen sich die Märkte jedoch der fundamentalen Realität. Sie zahlten zuletzt weniger als 5 % Kreditaufschlag, obwohl man von Kreditausfällen in der Höhe von 12.5 % ausgehen muss. Daher stellt sich die Frage, wie lange diese Art von «Planwirtschaft» an den Kapitalmärkten gut gehen kann.



- Unternehmen haben mit **robusten Zahlen zum zweiten Quartal** überrascht
- Starke Einzelhandelsumsätze **zeugen von verbessertem Konsumentenvertrauen**



- Stimmungsindikatoren erreichen bereits den **euphorischen Bereich**; das erhöht kurzfristig das Risiko für Rückschläge
- Hohe Konzentration der Kursgewinne bei wenigen Aktien; die **Marktbreite hat deutlich abgenommen**

## Bereit für eine Sommerpause

Die Zahlen der Unternehmen für die ersten sechs Monate sind weniger schlimm ausgefallen als befürchtet. Dennoch zeigen sie drastische Einschnitte sowie eine Erosion der Gewinnmargen. Die eingeleitete, schrittweise Normalisierung der Geschäftstätigkeiten und eine Verbesserung des Konsumentenvertrauens deuten daher auf einen milderen wirtschaftlichen Verlauf der Corona-Krise hin, als zunächst von vielen Analysten angenommen wurde.

Demgegenüber stehen bereits hohe fundamentale Bewertungen, die vorherrschend durch den Technologiesektor und die niedrigen Zinsen getrieben werden. Es ist zu erwarten, dass die Dynamik der Kursgewinne abnehmen wird und Sektor-Rotationen einsetzen. In den Fokus rücken Unternehmen, deren Verschuldung wohl etwas höher ist, aber deren Geschäftsverlauf während der Krise sehr robust war.



- Starke **fiskalpolitische Massnahmen** werden Europas Wirtschaft unterstützen
- **PKW-Neuzulassungen** übertreffen das Vorjahresniveau



- Europa leidet an **hohem Anteil des zyklischen Konsums**
- Der **erstarke Euro** gegenüber dem US-Dollar beeinträchtigt Exportunternehmen
- Die wieder steigenden Covid-19-Infektionen könnten zu **neuen Lockdown-Massnahmen** führen

## Der «alte Kontinent» tut sich schwer

Der Rückgang der Wirtschaftsleistung in Europa mit –12.1 % im zweiten Quartal ist bisher einmalig. Vor allem im Segment der langlebigen Konsumgüter, aber auch im Tourismus und im Hotelgewerbe wurde Europas Wirtschaft hart getroffen. Im Gegensatz dazu zeigen sich Banken widerstandsfähiger und besser kapitalisiert als während der Finanzkrise 2008/09. Während die Talsohle durchschritten zu sein scheint, steht fest, dass Europa aufgrund alter Industriestrukturen wesentlich mehr leidet als Regionen mit starker technologischer Ausrichtung (u.a. USA, China, Südkorea oder Taiwan). Die ergriffenen Massnahmen seitens der EZB und der EU unterstützen zwar die Konjunktur, die hohen Kosten der industriellen Transformation dürften die Hilfsleistungen jedoch deutlich übersteigen. Da die jüngste Aufwertung des Euro den Exportsektor zudem belastet, erachten wir europäische Aktien derzeit weniger attraktiv als andere Aktienmärkte.



- Unsicherheit treibt **angstgetriebene Investmentnachfrage**
- **Niedrigzinsen und Inflationsrisiken** dienen als Opportunitätsdividende
- Preis-Momentum und gestreckte Bewertungen an den Aktienmärkten **steigern die Beliebtheit**



- Die **Schmuck- und Zentralbankennachfrage** wird sich schleppend erholen
- Starke Preisentwicklungen können kurzfristig zu **Gewinnmitnahmen** führen

## **Citius, Altius, Fortius**

Schneller, höher, stärker – Gemäss dem Motto der olympischen Spiele erklimm Gold schneller als erwartet neue Rekordhöhen und konnte sich zuletzt nachhaltig über USD 2'000 pro Unze behaupten. Preistreiber waren erneut die Rekordzuflüsse in börsengehandelte Gold-Fonds. Anleger kaufen Gold, weil der US-Dollar schwächelt oder sie Inflation befürchten. Die Nachfrage aus der Schmuckindustrie hingegen fiel im zweiten Quartal im Jahresvergleich um 53 %, und auch die Nachfrage von Zentralbanken war im Vergleich zum Rekordjahr 2019 deutlich schwächer. Die Gesamtnachfrage sank gemäss dem World Gold Council um 11 %. An den Terminmärkten blieb die Nettopositionierung zuletzt unverändert, nachdem sowohl die Käufer- als auch die Verkäuferpositionen zugelegt haben. Während wir im Portfoliokontext eine Goldallokation als attraktiv erachten, besteht kurzfristig die Gefahr von Rücksetzern.

# Unsere Sicht auf Währungen



- **EUR:** EU-Aufbaufonds sorgt für Rückenwind
- **CAD:** Profitiert von einem schwächeren US-Dollar
- **AUD:** Profitiert von besserer wirtschaftlicher Situation in China



- **USD:** Sieht kurzfristig schwach aus
- **BRL:** Der brasilianische Real bleibt wegen der grassierenden Pandemie in Brasilien auf Abwärtskurs
- **GBP:** Der Brexit rückt wieder in den Vordergrund, dem britischen Pfund drohen kurzfristig Rückschläge

## Der Wind hat gedreht

Der US-Dollar ist angeschlagen. Die USA bekommen die Corona-Pandemie nicht in den Griff. Der wirtschaftliche Neustart könnte deshalb in den USA holprig ausfallen. Gleichzeitig stabilisiert der Aufbaufonds zur Bewältigung der Krise die EU und damit auch die Eurozone. Die US-Präsidentschaftswahlen rücken nun ebenfalls in das Blickfeld der Märkte. Ob Donald Trump im Weissen Haus bleiben kann, ist derzeit mehr als ungewiss. Dies führt zu Unsicherheiten über den weiteren politischen Kurs. An den Devisenmärkten sind solche Ungewissheiten unbeliebt, was den Greenback belastet. Aber auch unter markttechnischen Gesichtspunkten bekommt der Euro jetzt Unterstützung. Die gleitenden Durchschnitte der vergangenen 50 und 100 Handelstage durchbrachen die 200-Tagelinie des EUR/USD-Wechselkurses. Das könnte eine EUR-Stärke und eine gleichzeitige USD-Schwäche bedeuten.

# Autoren und Disclaimer

## Autoren:

**Dr. Felix Brill, Dr. Thomas Gitzel, Harald Brandl, Bernhard Allgäuer, Jérôme Mäser**

## Wichtige rechtliche Hinweise

Diese Dokumentation wurde von der VP Bank AG (nachfolgend Bank) erstellt und durch die Gesellschaften der VP Bank Gruppe vertrieben. Diese Dokumentation stellt kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Die darin enthaltenen Empfehlungen, Schätzungen und Aussagen geben die persönliche Auffassung des betreffenden Analysten der VP Bank AG im Zeitpunkt des auf der Dokumentation genannten Datums wieder und können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Dokumentation basiert auf Informationen, welche als zuverlässig eingestuft werden. Diese Dokumentation und die darin abgegebenen Einschätzungen oder Bewertungen werden mit äußerster Sorgfalt erstellt, doch kann ihre Richtigkeit, Vollständigkeit und Genauigkeit nicht zugesichert oder gewährleistet werden. Insbesondere umfassen die Informationen in dieser Dokumentation möglicherweise nicht alle wesentlichen Angaben zu den darin behandelten Finanzinstrumenten oder deren Emittenten.

**Weitere wichtige Informationen zu den Risiken, welche mit den Finanzinstrumenten in dieser Dokumentation verbunden sind, zu den Eigengeschäften der VP Bank Gruppe bzw. zur Behandlung von Interessenkonflikten in Bezug auf diese Finanzinstrumente sowie zum Vertrieb dieser Dokumentation finden Sie unter [http://www.vpbank.com/rechtliche\\_hinweise](http://www.vpbank.com/rechtliche_hinweise)**