

Unsere Sicht im Juli

14. Juli 2020



Ein W am Horizont

Die Konjunkturindikatoren erholen sich, doch die Fragezeichen nehmen zu. Ist die Wiederbelebung von Dauer? Drohen doch noch Rückschläge? Die Wahrscheinlichkeit für ein sogenanntes W-Szenario hat aus unserer Sicht jedenfalls zugenommen. Das spricht für Vorsichtsmassnahmen im Portfolio.

Unser VP Bank Corona-Krisen-Barometer hat sich in den letzten Wochen stetig verbessert und steht inzwischen bei rund 80 % des Vorkrisenniveaus. Die zugrundeliegende wirtschaftliche Erholung wurde von den Finanzmärkten goutiert. Steigende Aktienmärkte, sinkende Risikoprämien und eine fallende Marktvolatilität sprechen eine deutliche Sprache.

Gleichzeitig mehren sich die Anzeichen, die bei aller Freude über die schnelle Erholung zu Vorsicht mahnen. So werden eine Reihe von staatlichen Unterstützungsmassnahmen wie etwa in Europa die Aussetzung der Insolvenzantragspflicht auslaufen. Ob die Massnahmen im gleichen Umfang verlängert werden, bleibt abzu-

warten. Im Zusammenspiel mit den erneuten regionalen Lockdown-Massnahmen könnte dadurch die konjunkturelle Belebung ins Stocken geraten. Vom Verlauf her wäre das dann ein Szenario, das dem Buchstaben W ähnelt.

Hinzu kommt, dass die bisherige Aktienmarkterholung stark von wenigen Unternehmen getrieben wurde. Besonders US-Technologieaktien haben zu eindrücklichen Höhenflügen angesetzt. In der Breite sieht die Erholung dagegen weniger überzeugend aus.

Auch dass der Kurs für eine Unze Gold über USD 1'800 gestiegen ist und somit in die Nähe des Allzeithochs von USD 1'920 aus dem Jahr 2011, kann als Ausdruck von Skepsis interpretiert werden. Vor diesem Hintergrund haben wir entschieden, unsere Vorsichtsmassnahmen aufrechtzuerhalten und belassen die taktische Positionierung unverändert.

Felix Brill, **Chief Investment Officer**

Unsere Sicht aufs Portfolio



- Viel Liquidität (Geldmarkt) ermöglicht es, Chancen zu ergreifen, wenn sie sich bieten
- Alternative Anlagen helfen, die Rendite zu stabilisieren



- Staatsanleihen sind aus Risiko-Rendite-überlegungen nicht attraktiv
- Insolvenzen sprechen für eine sorgfältige Auswahl bei Unternehmensanleihen

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

Basis: Mandat CHF ausgewogen

Geldmarkt



Anleihen



- Staatsanleihen
- Unternehmensanleihen
- USD-Anleihen
- Schwellenländer



Aktien



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



Alternative Anlagen



- Hedge Funds
- ILS
- ABS
- Wandelanleihen
- Gold



Unsere Sicht auf die **Konjunktur**



- Im Zug der Lockerungsmassnahmen startet eine konjunkturelle Aufholjagd
- Notenbanken beobachten die Lage genau
- Regierungen legen Konjunkturprogramme auf



- Insolvenzen zeugen von der Krise
- Rekordhohe Schulden engen die Fiskalpolitik ein
- Vertrauenskrise dämpft Konsumlaune und verzögert Investitionsvorhaben

Nach Negativrekorden folgen positive Rekorde

Die globale Wirtschaft ist wegen der Corona-Pandemie heftig eingebrochen. Nach Lockerungen der strikten Eindämmungsmassnahmen werden nun rekordhohe Zuwachsraten bei den Konjunkturdaten verzeichnet. Aufgrund der schwachen Ausgangsbasis reicht schon eine kleine Verbesserung, um deutliche prozentuale Zugewinne zu vermelden. Der wirtschaftliche Absturz im zweiten Quartal wird zwar Negativrekorde zu Friedenszeiten brechen, doch vermutlich fällt das Minus weniger prägnant aus, als es das Gros der Volkswirte derzeit noch erwartet. Letztlich ist es nicht entscheidend, wie stark die Wirtschaft einbrach. Viel wichtiger ist die Frage, wie schnell die Volkswirtschaften das Vorkrisen-Bruttoinlandprodukt wieder erreichen. Dies wird vermutlich noch einige Zeit in Anspruch nehmen. Das Echo der Krise hallt noch lange nach.

Unsere Sicht auf die Geldpolitik



- Notenbanken stocken ihre Kaufprogramme auf
- Liquiditätssituation an den Geldmärkten hat sich erheblich verbessert
- Fed und EZB unterstützen Unternehmenskreditvergabe



- Mittel der Notenbanken sind zukünftig eingeschränkt
- Null- und Negativzinsen verzerren den Preis für Risiko noch lange Zeit
- Risiko für neuerliche Preisblasen ist hoch

Schweizerische Notenbank bleibt sich treu

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat zuletzt den Leitzins und den Zins auf Sichtguthaben bei -0.75% belassen. Die eidgenössischen Währungshüter sind weiterhin bereit, verstärkt am Devisenmarkt zu intervenieren. Darüber hinaus wird im Rahmen der Covid-19-Refinanzierungsfazilität (CRF) dem Bankensystem zusätzliche Liquidität zugeführt. Haupttätigkeit ist aber weiterhin die Schwächung des Frankens. Die Devisenmarktinterventionen können als das Quantitative Easing (QE) der SNB verstanden werden. Die Effekte sind immens. Die Bilanzsumme der SNB, gemessen an der Wirtschaftsleistung (BIP) der Schweiz, rangiert im Vergleich zu den anderen grossen Notenbanken noch immer an erster Stelle. Was die Quantität der Geldpolitik anbelangt, stehen die eidgenössischen Währungshüter ihren Kollegen bei der EZB und der Fed in nichts nach.



- Steigende Nachfrage nach Staatsanleihen durch die Notenbanken
- EU-Aufbaufonds dient als Katalysator für eine Vergemeinschaftung der Schulden und stützt damit Peripherieanleihen



- Rekordhohes Angebot
- Steigende Staatsverschuldung führt zu Rating-Herabstufungen
- Staatsanleihen bergen hohes Zinsänderungsrisiko

Angebot an Staatsanleihen weitet sich massiv aus

Die Hilfsprogramme der Regierungen erfordern rekordhohe Emissionen von Staatsanleihen. Das grosse Angebot spricht grundsätzlich für sinkende Kurse und steigende Renditen. Doch die Notenbanken setzen alles daran, um ein deutlich höheres Zinsniveau bei längeren Laufzeiten zu verhindern. Gerade aufgrund des steigenden Angebots von öffentlichen Schuldtiteln rechnen wir nicht mit einem nochmaligen deutlichen Fall der Renditen, auch wenn die Währungshüter mit enormen Kaufvolumen den Markt stützen. Eine besondere Dynamik sehen wir in den Staatsanleihenmärkten der Eurozone. Denn der EU-Aufbaufonds unterstreicht, dass Krisen letztlich als Katalysator bei der Vergemeinschaftung der Schulden wirken, auch ohne eine Fiskalunion. Dies reduziert kurzfristig die Gefahren für die Staatsanleihen der Peripheriestaaten.



- Höheres Renditeniveau stützt
- Der Internationale Währungsfonds (IWF) greift Schwellenländern unter die Arme
- Zahlungsunfähigkeit von Staaten dürfte zu verhindern versucht werden



- Schwellenländern könnte der Zugang zu den Kapitalmärkten verwehrt werden
- In einer Reihe von Emerging Markets sind die politischen Risiken erhöht
- Hohe Duration von Schwellenländeranleihen birgt hohes Zinsänderungsrisiko

IWF stützt Schwellenländer

Die durch die Corona-Pandemie entstandenen wirtschaftlichen Schäden sind für die Schwellenländer immens. Schon jetzt stützt der Internationale Währungsfonds (IWF) 77 aufstrebende Volkswirtschaften mittels verschiedener Hilfsprogramme. An den Kapitalmärkten spürt man davon nichts: Die Risikoaufschläge bei Schwellenländeranleihen sind nach einem deutlichen Anstieg bereits wieder auf Vorkrisen-Niveau gesunken. Zum einen helfen dabei die freundliche Stimmung an den Aktienmärkten und das höhere Renditeniveau. Zum anderen wirken die umfangreichen Hilfsmassnahmen des IWF beruhigend. Das Kalkül der Marktteilnehmer ist wohl, dass der Zahlungsausfall eines grösseren Staates mit allen Mitteln verhindert werden wird. Dies ist durchaus rational, denn eine grössere Staatspleite würde die Krisenbewältigung noch schwerer machen. Eine neutrale Gewichtung von Schwellenländeranleihen erscheint uns deshalb als gerechtfertigt.



- Fiskalpolitische Initiativen unterstützen Anlagetrends mit dem Fokus auf Digitalisierung und Nachhaltigkeit
- In USA und China werden 80 % der Unternehmensumsätze im Heimmarkt erzielt, Staatsmassnahmen kommen daher stärker und direkter dort an



- Unternehmen mit hohem Exportanteil müssen zumindest mittelfristig mit höheren Kosten rechnen
- Die fundamentale Bewertung erreicht historisch hohe Niveaus

Keine Krise ohne Chancen

Das Stimmungsbild an den Börsen wird durch gute Nachrichten aufgrund der Lockerungsmassnahmen positiv geprägt. Die Marktteilnehmer blicken über die derzeitigen Probleme und die erhöhte Arbeitslosigkeit hinweg. Auch wegen steigender Covid-19-Ansteckungszahlen dürfte die Erholung jedoch weniger rosig ausfallen, als dies die Kurse implizieren. Dennoch, die Kraft der fiskalpolitischen Massnahmen sollte nicht unterschätzt werden. Wir erwarten, dass die Regierungen dabei ihre Interessen im Hinblick auf Digitalisierung und auf den Klimawandel durchsetzen werden. Daraus eröffnen sich mittel- bis langfristige Chancen, die bereits beginnen, sich günstig zu entwickeln.

Unsere Sicht auf **Aktien-Sektoren**



- Digitalisierungstrends in der Bildung und in der Arbeit, digitale Sicherheit aber auch der Onlinehandel und Lieferdienste werden mit der Krise nachhaltig begünstigt
- Sektoren mit Fokus auf den Heimmarkt wie Telekom, Versorgung oder Nahrungsmittel erweisen sich als sichere Häfen



- Der Energiesektor leidet nicht nur unter einem weiterhin niedrigen Rohölpreis, auch der Nachhaltigkeitsfokus limitiert den längerfristigen Geschäftsausblick

Geld regiert die Welt

Die Folgen der Virus-Pandemie hinterlassen Spuren in der globalen Wirtschaft und belasten vor allem Unternehmen mit hoher Exportsensitivität oder knappen Gewinnmargen. Den staatlichen Investitionen kommt somit eine hohe Bedeutung zu. Der Ausbau digitaler Infrastrukturen ist dabei nur ein Aspekt, in Europa werden zusätzlich hohe Mittel in ökologische Nachhaltigkeitsprojekte fließen. Zudem erwarten wir, dass mit den Steuergeldern vornehmlich heimische Arbeitsplätze gesichert oder geschaffen werden sollen. Neben digitalen Anlagetrends und Nachhaltigkeitsinvestitionen sehen wir gute Chancen für Unternehmen, die stark mit ihren Heimatmärkten verbunden sind.



- Erhöhte Anzahl von Covid-19- Neuinfektionen treibt angstgetriebene Investmentnachfrage
- Spekulative Käuferpositionen an den Terminmärkten haben zugenommen
- Niedrigzinsumfeld bleibt länger bestehen



- Die Schmuck- und Zentralbankennachfrage hat zuletzt abgenommen
- Eine voranschreitende Erholung an den Aktienmärkten erhöht die Opportunitätskosten

Gold-ETF verzeichnen Rekordzuflüsse

Aufgrund der weltweit steigenden Anzahl von Covid-19-Neuinfektionen und der damit anhaltenden wirtschaftlichen Unsicherheit bleibt das Gold als sicherer Hafen gefragt. Dass der Goldpreis kürzlich selbst die Marke von USD 1'800 übertraf, ist nicht wie in der Vergangenheit auf die Schmuckindustrie oder die Zentralbanken zurückzuführen. Gold steht bei Investoren aktuell hoch im Kurs, was sich in einer erhöhten Nachfrage nach physischen Barren oder ETF-Produkten zeigt. Im Juni verzeichneten Gold-ETF den siebten Monat in Folge Nettozuflüsse, was zu einem Rekordzufluss im ersten Halbjahr führte. Während am Terminmarkt die spekulativen Käuferpositionen zuletzt wieder zugenommen haben, wird für die kurzfristige Goldpreisentwicklung der Verlauf der Corona-Pandemie ausschlaggebend sein. Im Portfoliokontext erachten wir eine Goldallokation weiterhin als attraktiv.

Unsere Sicht auf Währungen



- USD: Noch keine nachhaltige Schwäche
- CHF: Als sicherer Hafen noch gefragt
- AUD: Profitiert von besserer wirtschaftlicher Situation in China



- Brasilianischer Real bleibt in Anbetracht der grassierenden Pandemie auf Abwärtskurs
- Dem britischen Pfund drohen wegen des Brexit kurzfristig Rückschläge

Das immergleiche Muster in Krisen

An den Devisenmärkten hat sich zuletzt kaum etwas Nennenswertes getan; grosse Bewegungen waren jedenfalls nicht zu verzeichnen. Während an den Aktienmärkten das vermeintliche Ende der Krise gefeiert wird, herrscht an den Devisenmärkten Zurückhaltung. Sichere Währungshäfen wie etwa der US-Dollar oder auch der Schweizer Franken bleiben gefragt. Zu diesem Bild passt, dass Schwellenländerwährungen von der freundlichen Aktienmarktstimmung nicht profitieren konnten. An den Devisenmärkten scheint man dem Frieden noch nicht recht zu trauen. Letzteres passt zu unserem wirtschaftlichen Gesamtbild. Die Spätfolgen der Covid-19-Pandemie werden erst noch zu Tage treten, was einige konjunkturelle Risiken birgt. Gerade deshalb wird der US-Dollar vorerst noch unterstützt bleiben. Solange das so ist, wird es an den Währungsmärkten keinen Richtungswechsel geben.

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