

Unsere Sicht im Juni

9. Juni 2020



Vertrauen ist gut, Vorsicht besser

In der aktuellen Krise sind nicht nur die Zentralbanken schnell eingeschritten, sondern auch die Regierungen. Die Finanzmärkte haben die Liquiditätsflut und die Konjunkturpakete dankbar aufgenommen.

Weltweit haben die Aktienmärkte im Mai und in den ersten Junitagen auf die angekündigten Covid-19-Unterstützungsmassnahmen mit Gewinnen reagiert und ihren Erholungskurs fortgesetzt. Der amerikanische S&P-500-Index notiert inzwischen auf dem Stand von Anfang Jahr. Das zeigt, wie viel Vertrauen die Anleger den Zentralbanken entgegenbringen. «Die werden nichts anbrennen lassen», lautet das Gebot der Stunde.

Genährt wird dieses Vertrauen auch damit, dass es immer mehr Zeichen der Wiederbelebung in den wirtschaftlichen Frühindikatoren gibt. Unser [VP Bank Corona-Krisen-Barometer](#) hat sich inzwischen deutlich vom Tiefpunkt lösen können und zeigt eine anhaltend positive Dynamik. Ist damit das Schlimmste bereits

ausgestanden? Vieles deutet darauf hin. Aber der Weg zurück zur Normalität ist nach wie vor ein weiter. Und er dürfte steinig sein. Ein Vorgeschmack darauf gibt die Entwicklung in China. Nach einer ersten kräftigen Wiederbelebung haben sich die Detailhandelsumsätze zuletzt nur noch leicht verbessert.

So erfreulich die jüngste Entwicklung ist, so sehr warnen wir davor, sich zu sehr darauf zu verlassen, dass die Erholung dank Unterstützung der Geld- und Fiskalpolitik ohne Rückschläge verlaufen wird. Ähnlich wie im gesellschaftlichen Leben ist es aus unserer Sicht ratsam, auch für das Portfolio weiterhin gewisse Vorsichtsmassnahmen einzuhalten. Eine sinnvolle Diversifikation hilft, allfällige Rückschläge an den Aktienmärkten abzufedern. Auf der Aktienseite bestätigen wir unsere vorsichtige taktische Positionierung. Zudem sichern wir den US-Dollar wieder vollständig ab.

Felix Brill, **Chief Investment Officer**

Unsere Sicht aufs Portfolio



- Mehr **Cash** als normal zu halten, ist Ausdruck von Vorsicht
- Eine breite Diversifikation wird mit Alternativen Anlagen erreicht, insbesondere **Gold**



- In Aktien sehen wir kurzfristig ein erhöhtes Rückschlagpotential
- **USD-Bonds** und **Staatsanleihen** tragen erhöhte Zinsänderungsrisiken

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

Basis: Mandat CHF ausgewogen

Geldmarkt

Anleihen

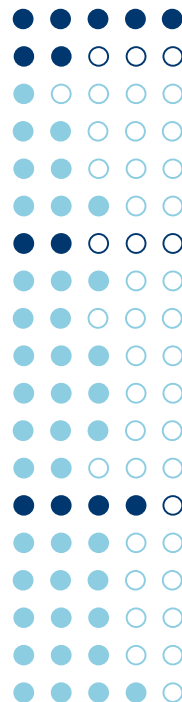
- Staatsanleihen
- Unternehmensanleihen
- USD-Anleihen
- Schwellenländer

Aktien

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

Alternative Anlagen

- Hedge Funds
- ILS
- ABS
- Wandelanleihen
- Gold



Unsere Sicht auf die **Konjunktur**



- **Konjunkturprogramme** sollen Vertrauen schaffen
- Notenbanken stocken ihre **Hilfen** auf
- Wirtschaft befreit sich aus dem **Lockdown**



- **Insolvenzen** werden langsam sichtbar
- Der rekordhohe öffentliche Schuldenstand engt die künftige **Fiskalpolitik** ein
- Vertrauenskrise **dämpft Konsumlaune** und stoppt Investitionsvorhaben aus

Wirtschaft nimmt wieder Fahrt auf

Die globale Wirtschaft steht ganz im Zeichen der Corona-Pandemie. Zwar zeichnet sich nach den nun laufenden Lockerungsmassnahmen in den kommenden Monaten eine erhebliche Verbesserung der Wirtschaftsdaten ab, doch ein rasches Zurück zu den Ausgangsniveaus wird es so schnell nicht geben.

Was bleibt, ist eine tiefe Vertrauenskrise. Die Unsicherheit über den weiteren Ansteckungsverlauf des Virus und die Sorgen um die eigene Gesundheit werden die Konsumlaune noch längere Zeit dämpfen. Diese Erfahrung macht derzeit China. Trotz des Überwindens der ersten heftigen Infektionswelle bleiben die Verbraucher im Reich der Mitte zurückhaltend. Unternehmen ihrerseits stellen Investitionen zurück. Die milliardenschweren Konjunkturprogramme können zwar vertrauensbildend wirken, doch ein Rest an Verunsicherung bleibt.

Unsere Sicht auf die Geldpolitik



- Notenbanken dehnen ihre **Anleihen-Kaufprogramme** aus
- **Liquiditätssituation** an den Geldmärkten hat sich erheblich verbessert
- Fed und EZB unterstützen **Unternehmenskreditvergabe**



- **Arsenal** der Notenbanken ist in Zukunft **begrenzt**
- Null- und Negativzinsen verzerren den **Preis für Risiko** noch lange Zeit
- Risiko für neue **Preisblasen** in gewissen Finanzanlagen ist hoch

Notenbanken bessern nach

Die Europäische Zentralbank (EZB) fackelt nicht lange und bessert ihre Notfallmassnahmen nach. Das Pandemie-Notfall-Kaufprogramm (PEPP) wird um EUR 600 Mrd. auf EUR 1.35 Bio. erhöht. Die Anleihenkäufe werden neu bis mindestens Juni 2021 verlängert. Ursprünglich hätte das PEPP zum Jahresende 2020 enden sollen. Zudem werden die Gelder aus fällig werdenden Anleihen, die sich bereits im Besitz der EZB befinden, bis mindestens Ende 2022 wieder angelegt. In Anbetracht eines massiven Wirtschaftseinbruchs, steigender Arbeitslosenquoten und einer zu niedrigen Inflationsrate sah sich die EZB gezwungen, nachzubessern. Auch die US-Notenbank Fed dürfte bei Bedarf ihre wegen der Corona-Krise ins Leben gerufenen Kreditvehikel mit höheren Volumina ausstatten.

Unsere Sicht auf Staatsanleihen



Stark untergewichtet



- Grosse Verunsicherung unter Anlegern **hilft Staatstiteln**
- Steigendes Angebot von Staatsanleihen trifft auf eine **höhere Nachfrage**
- Staatsanleihen dienen als **Gegengewicht** für allfällige Rückschläge bei Aktien



- Steigende Staatsverschuldung führt zu **Downgrades**
- Staatsanleihen bergen hohes **Zinsänderungsrisiko**
- Insgesamt bieten Staatsanleihen derzeit ein ungünstiges **Chance-Risiko-Verhältnis**

Keine grossen Ausschläge erwartet

Staatstitel waren zu Beginn der Corona-Krise sehr gefragt, haben zuletzt aber wieder etwas eingebüsst. In Anbetracht der massiven Ausweitung der Staatsverschuldung und dem nur geringen oder sogar negativen Renditeniveau ist das Chance-Risiko-Verhältnis aus Anlegersicht ungünstig.

Positiv hervorzuheben ist jedoch, dass Staatsanleihen im Portfolio eine wichtige diversifizierende Rolle einnehmen. Sollte es in den nächsten Wochen zu Rückschlägen an den Aktienmärkten kommen, würden sie helfen, die negativen Auswirkungen aufs Portfolio abzufedern. Das allein reicht jedoch aus unserer Sicht nicht aus, um das ungünstige Chancen-Risiko-Verhältnis zu kompensieren. Wir halten deshalb an unserem klaren Untergewicht von Staatsanleihen fest.



- Notenbanken werden als **glaubwürdig** wahrgenommen
- **Staatspakete** zur Unterstützung von Unternehmen werden notfalls erhöht



- **Rückstufungen und Kreditausfälle** sind zahlreich und sind erst der Beginn einer langen Serie
- Nur eine V-förmige Erholung der Wirtschaft verhindert eine **Solvenzkrise**
- **Schulden** steigen in jedem Szenario

Kreditmarkt gibt sich entspannt

Noch nie lagen fundamentale Daten und Marktpreise so weit auseinander. Bei US-Unternehmensanleihen mit einem Investment-Grade-Rating wurden von Moody's und S&P im zweiten Quartal nur 12 Unternehmen hochgestuft, während 84 heruntergestuft wurden. Im High-Yield-Segment lag das Verhältnis bei 30 zu 773, es war nie schlechter. Auch Zahlungsausfälle wie die von J.C. Penney (Detailhandel) oder Hertz (Autovermietung) scheinen die Märkte nicht zu beunruhigen. Dass sie sich so entspannt zeigen, liegt an der Glaubwürdigkeit der Notenbank. Analysiert man die Kommunikation der Fed, so hat ihr Chef Jerome Powell an Glaubwürdigkeit gewonnen; sie liegt so hoch wie nie seit der Ära von Alan Greenspan. Angesichts der Summen, die Notenbanken einsetzen und der «Whatever it takes»-Mentalität springen immer mehr auf den fahrenden Zug auf. Kurzfristig mag diese Strategie aufgehen, längerfristig gerät man dabei leicht unter die Räder.



- Angekündigte **fiskalpolitische Massnahmen** können der Realwirtschaft zu einem Aufschwung verhelfen
- Der **Telecomsektor** beweist hohe operative Stabilität und wird weiterhin mit einem Abschlag bewertet



- **Nicht jede Staatsunterstützung** führt zu langfristig besseren Aktienkursen
- Zurückhaltung gegenüber Unternehmen, die **ohne Notkredite in Konkurs** wären

Qualität geht vor

Die kräftige Erholung der Aktienmärkte signalisiert, dass die Marktteilnehmer einen kräftigen wirtschaftlichen Aufschwung antizipieren. Die weltweit aufgelegten und zum Teil bereits aufgestockten Rettungspakete der Staaten haben diese Erwartung offensichtlich genährt. Die Aktienmärkte achten derzeit zudem vor allem auf Fortschritte in der Entwicklung von Impfstoffen und Medikamente für schwere Covid-Erkrankungen. So positiv die letzten Wochen an den Aktienmärkten auch waren, so klar ist auch, dass die Hoffnung auf die schnelle wirtschaftliche Erholung oder auf das Finden eines Impfstoffes auch wieder enttäuscht werden kann. Aus unserer Sicht ist jedenfalls nach der starken Kurs-erholung das Risiko für kurzfristige Rückschläge ge-
stiegen. In diesem Umfeld gewichten wir einerseits Aktien unter und legen andererseits bei der Selektion den Fokus auf Qualität.



- **China** übersteht die derzeitige Wirtschaftskrise besser als internationale Wettbewerber
- Positionierung **Südkoreas** im Hinblick auf künftige Industrie- und Technologietrends ist sehr aussichtsreich



- Der stärkere Einfluss Chinas auf **Hongkong** kann negativen Einfluss auf die bisherige Struktur des dortigen Kapitalmarkts haben. Auch zu achten ist auf **Taiwan**.
- Die Corona-Krise belastet **Indiens** Wirtschaft extrem, die Ratingabstufung der Staatsanleihen ist eine klare Warnung

China im Vorteil

Die Erholung an den Rohstoffmärkten hat für eine gewisse Entspannung in vielen Schwellenländern gesorgt, jedoch leuchten die Warnlampen noch. Denn die Entwicklungsländer ohne China erzielen etwa 47 % ihrer Erträge im Ausland. Chinesische Unternehmen hingegen erwirtschaften 87 % ihrer Gewinne im Binnenmarkt. Grund dafür ist, dass ein hoher Anteil der Exporte durch ausländische Unternehmen generiert wird. In einem wirtschaftlichen Umfeld, das mittels fiskalpolitischer Massnahmen zunächst von der Stärkung der Binnenmärkte geprägt sein wird, gilt es, dies fest im Blick zu halten. Denn Investitionsausgaben werden nur bedingt die heimischen Wirtschaftszonen verlassen. Leidtragende sind vor allem Schwellenländer und transatlantische Allianzen. Ein Blick auf die Analystenschätzungen für 2021 zeigt, dass für die USA und für Europa ein höheres Gewinnwachstum als für die Emerging-Markets-Regionen erwartet wird.



- Von Finanzmärkten und Konjunktur **unabhängige Entwicklung**
- **Höhere Prämien** nach Schäden in der Vergangenheit
- Ausgezeichnete **Diversifikation**



- Ungewöhnlich schwere Naturkatastrophen können **zu hohen Verlusten** führen
- **Profitieren nicht** von der Erholung, wenn das Coronavirus überwunden ist
- Grösstes Risiko ist ein **Hurrikan** über den Metropolen des US-Bundesstaats Florida, zum Beispiel Miami

Ganz andere Risiken

Ob die Erholung der Konjunktur nach den Lockerungen nach der Covid-19-Welle die Form des Buchstabens V, U oder L annimmt, ist für Insurance-Linked-Securities (ILS) oder Catastrophe Bonds (Cat-Bonds) nicht relevant. Für sie zählt in erster Linie, ob sich Naturkatastrophen ereignen und wie diese Risiken entschädigt werden.

Die Flucht in Liquidität hat auch zu Abflüssen in dieser Anlageklasse geführt. Das abnehmende Risikokapital hat deshalb zu höheren Versicherungsprämien geführt. Besonders starke Prämien erhöhungen gab es bei japanischen Wirbelsturmrissen. Davon waren in den letzten zwei Jahren überdurchschnittlich viele zu verkaufen. Bei den Wirbelstürmen Hagibis und Faxai, handelte es sich um Schäden in einem Ausmass, welche statistisch nur alle 100 Jahre vorkommen.

Unsere Sicht auf Währungen



- **USD** zeigt noch keine nachhaltige Schwäche
- **CHF** als sicherer Hafen vorerst noch gefragt
- **AUD** profitiert von besserer wirtschaftlicher Situation in China



- **EUR** bleibt gegenüber dem USD vorerst angeschlagen
- USD-Verschuldung macht **Schwellenländerwährungen anfällig**
- **TRY** und **ZAR** sind besonders exponiert wegen Zahlungsausfall-Risiko

Sichere Häfen büssen etwas ein

Die freundliche Stimmung an den Finanzmärkten hat die Nachfrage nach sicheren Häfen zuletzt sinken lassen. Der US-Dollar und der Schweizer Franken gaben etwas von ihren Kursgewinnen ab. Gleichzeitig werteten High-Beta-Währungen wie etwa die schwedische oder die norwegische Krone auf. Auch Schwellenländerwährungen profitierten. Allerdings ist die gute Laune der Börsianer trügerisch.

Die ökonomische Situation bleibt noch längere Zeit schwierig. Dass die Stärke der sicheren Häfen schnell zu Ende geht, kann bezweifelt werden. Wenngleich mittelfristig ein genereller Richtungswechsel des US-Dollars anstehen dürfte, fehlen aktuell hierfür noch die Zutaten. Der australische Dollar könnte hingegen von der besseren wirtschaftlichen Situation in China in den kommenden Wochen weiter profitieren.

Autoren und Disclaimer

Autoren:

Dr. Felix Brill, Dr. Thomas Gitzel, Harald Brandl, Bernhard Allgäuer

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