

Unsere Sicht im November

10. November 2020



Hoffnung mitten in der Coronakrise

Die zweite Corona-Welle rollt ungebrochen über die Welt. Aber es gibt Hoffnung. Fortschritte in der Impfstoffentwicklung sind von den Märkten euphorisch aufgenommen worden. Nach den US-Wahlen ist nun ebenso ein neues Hilfspaket in greifbarer Nähe.

Es liegen aufregende Tage hinter uns. Die US-Wahlen schienen aufgrund der zeitraubenden Auszählung der vielen Briefwahlstimmen zwischenzeitlich enger als das Endergebnis am Schluss wohl ausfallen wird. Das hindert den amtierenden Präsidenten Donald Trump allerdings nicht daran, das Wahlergebnis nicht anzuerkennen. Mit einer Klageflut versucht er derzeit, die Wahlen in Misskredit zu ziehen.

Die Finanzmärkte lässt das bisher kalt. Das hat auch damit zu tun, dass trotz der Stichwahl für die beiden Senatssitze des Bundesstaats Georgia eine Mehrheit für die Demokraten im Senat ein unwahrscheinliches Szenario darstellt. Damit wird ein «Durchregieren» für die Demokraten schwierig. Mögliche Steuererhöhungen

wären damit vom Tisch. In Reichweite ist hingegen immer noch ein neues Hilfspaket. Als Kompromiss stehen beeindruckende 1.5 Billionen US-Dollar im Raum.

Viel mehr als auf die US-Wahl haben die Börsen auf die Nachrichten zur Entwicklung eines Corona-Impfstoffes reagiert. Auch wenn es keine Garantie dafür gibt, dass die ersten vielversprechenden Studienergebnisse bestätigt werden, so zeigt die Reaktion zweierlei: Erstens, ein baldiges Ende der Coronapandemie war trotz der eindrücklichen Erholung an den Aktienmärkten noch nicht voll eingepreist. Zweitens spielen für Anleger die Erwartungen weiterhin die wichtigere Rolle als das Hier und Jetzt.

Für das Portfolio bedeutet das: Diversifiziert investieren, um von der Erholung profitieren zu können, aber von möglichen Rückschlägen nicht auf dem falschen Fuss erwischt zu werden. Der Anlageausschuss hat die genau darauf ausgerichtete taktische Allokation bestätigt.

Dr. Felix Brill, **Chief Investment Officer**

Unsere Sicht aufs Portfolio



- Verkürzung der Duration im Portfolio mithilfe einer erhöhten **Cash**-Quote
- Neutrale Gewichtung bei **Aktien** mit Schwerpunkten auf langfristige Trends
- **Gold** als Versicherung fürs Portfolio



- Das hohe Zinsänderungsrisiko macht **Staatsanleihen** weiterhin unattraktiv
- Sich verschlechternde Zahlungsfähigkeit belastet **Unternehmensanleihen und US-Dollar-Anleihen**

- ● ● ● ● 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 **dritten Quartal** sind kräftige Wachstumsraten verzeichnet worden
- Das **Kurzarbeitergeld** in Europa und die staatlichen Sonderzahlungen in den USA helfen dem privaten Konsum
- **Geldpolitik** unterstützt weiterhin



- **Zweite Infektionswelle** und **Lockdown-Massnahmen** stellen die Erholung in Europa auf die Probe
- Aufschwung wird auch durch steigende **Insolvenzzahlen** erschwert
- Die starke Ausweitung der **Budgetdefizite** engt die Fiskalpolitik zukünftig ein

Zweite Corona-Welle erschwert Konjunkturerholung

Die zweite Corona-Welle hat Europa fest im Griff. Wegen der deutlich steigenden Belegung der Intensivstationsbetten sind die Regierungen zu erneuten Lockdown-Massnahmen gezwungen. Wirtschaftliche Nebenwirkungen, vor allem im Dienstleistungssektor, sind vorprogrammiert. Auch in den USA steigen die Corona-Neuerkrankungen wieder rasant. Allerdings sind dort bislang keine grösseren wirtschaftliche Blessuren erkennbar. Dies ist jedoch nur eine Momentaufnahme. Jenseits des Atlantiks könnten einzelne Bundesstaaten schon bald wieder Eindämmungsmassnahmen anordnen. Schon jetzt zeichnet sich ein schwieriges Winterhalbjahr ab. Zusätzliche staatliche Unterstützungsmassnahmen sind aus unserer Sicht wahrscheinlich. Dabei richten sich alle Augen auf den neugewählten US-Präsidenten Joe Biden.

Unsere Sicht auf die Geldpolitik



- EZB geht nochmals in die Vollen
- Fed könnte bald nachziehen



- Arsenal der Notenbanken ist zukünftig begrenzt
- Risiko von Bewertungsblasen steigt

EZB fährt vor Jahresende Anleihenkäufe hoch

Die Europäische Zentralbank (EZB) sieht nach der beeindruckenden wirtschaftlichen Erholung im dritten Quartal aufgrund der zweiten Corona-Welle erneut dunkle Wolken aufziehen. Zum Jahresende hat sie deshalb weitere geldpolitische Aktionen vorbereitet. Im Dezember werden auf Basis der aktualisierten Wachstums- und Inflationsprojektionen die geldpolitischen Massnahmen ausgeweitet. Laut EZB-Chefin Christine Lagarde stehen alle Instrumente hinsichtlich einer Anpassung auf den Prüfstand. Vermutlich werden sämtliche Kaufprogramme aufgestockt. Auch verbesserte Konditionen der zielgerichteten langfristigen Refinanzierungsgeschäfte sowie Entlastungen beim Negativzins für Geschäftsbanken können erwartet werden. Ob es auch zu einer Senkung des Einlagensatzes kommt, ist ungewiss. Wir rechnen nicht damit.

Unsere Sicht auf Staatsanleihen



Stark untergewichtet



- Die zweite Infektionswelle könnte die **Nachfrage nach Staatsanleihen** einmal mehr ankurbeln
- Staatsanleihen **diversifizieren** ein Portfolio



- Das **Angebot** von Staatsanleihen hat sich enorm ausgeweitet
- Steigende Staatsverschuldung macht eine **Verschlechterung der Bonität** von Staaten wahrscheinlich
- Staatsanleihen bergen ein **hohes Zinsänderungsrisiko**

Staatstitel mit etwas höherer Rendite

Staatsanleihen zeigten in den vergangenen Wochen keine einheitliche Tendenz. Während es in den USA zunächst mit den Renditen etwas nach oben ging, zeigten Staatstitel aus Deutschland eine freundliche Tendenz mit fallenden Renditen. Die Aussicht auf eine Ausweitung der Staatsanleihenkäufe durch die Europäische Zentralbank (EZB) stützte das Marktsentiment in Europa. In Anbetracht einer gleichzeitig massiv steigenden Staatsverschuldung erachten wir das Chance-Risiko-Verhältnis in dieser Anlageklasse als nach wie vor ungünstig. In unseren Referenzportfolios werden wir dieser Einschätzung auf zweierlei Arten gerecht: Um Zinsänderungsrisiken zu reduzieren, bevorzugen wir eine kürzere Duration; gleichzeitig liegt unsere Gewichtung in diesem Segment unter der strategischen Vorgabe. Denn wie schnell es gehen kann, war nach den News zum Corona-Impfstoff zu beobachten. 10-jährige US-Staatsanleihen schossen von unter 0.8 % auf fast 1.0 % hoch.



- **Notenbanken** haben schier unlimitierte Mittel, um Unternehmensanleihen zu kaufen
- Das **Niedrigzinsumfeld** dürfte noch lange anhalten
- Weitere **Staatshilfen** für den Fall der Fälle



- **Fundamentaldaten** haben sich aufgrund der Pandemie deutlich verschlechtert
- **Herabstufungen** von Ratings haben sich 2020 gegenüber dem Vorjahr verdoppelt und dürften weitergehen
- Die Unterstützung der Notenbanken wird mit aufkommenden **Inflationsrisiken** irgendwann in Frage gestellt

Pandemie drückt auf Zahlungsfähigkeit

Die Covid-19 Krise trifft die Bilanzen und Erfolgsrechnungen von Unternehmensschuldern mit voller Wucht. Eine Studie der New York Fed bestätigt, dass sich die Zahlungsfähigkeit (gemessen am «Interest-Coverage-Ratio») deutlich verschlechtert hat. Im Schnitt ist diese Kennzahl im ersten Quartal von 4.7x auf 3.5x gefallen. Zudem liegt bei einem Viertel der Unternehmen die Zahl unter eins. Das heisst, die Gewinne reichen nicht aus, um die Zinsverpflichtungen zu bedienen. In den besonders stark betroffenen Sektoren Einzelhandel, Unterhaltung und Restaurants sind diese Kennzahlen sogar noch schlechter. Mit nachlassenden Staatshilfen wird es für viele Schuldner eng. Die Abwärtsrisiken überwiegen. Derzeit ist trotz der jüngsten News zu einem Impfstoff noch nicht abzusehen, wie lange uns die Pandemie noch begleiten wird und wer für den Schaden aufkommen wird. Die Devise lautet deshalb, bei der Auswahl selektiv zu sein.



- Der **Wahlausgang** in den USA hat die Aktienmärkte beflügelt
- **Asien** und **Europa** dürften davon am meisten profitieren
- Vielversprechende News zu einem **Impfstoff**



- Die Währungen in **Brasilien, Indien, Russland** und der **Türkei** sind auf historischen Tiefs, was die dortige Wirtschaft und Aktienmärkte unter Druck setzt

Der Blick richtet sich bereits auf 2021

Für die Aktienmärkte werden in diesem Herbst wichtige Weichen für das kommende Jahr gestellt. Zum einen hinsichtlich der Frage, wie schnell die zweite Corona-Welle gestoppt werden kann. Der sprunghafte Anstieg von über 6 % in Europa als Reaktion auf die Nachrichten zu einem möglichen Impfstoff zeigt, dass eine baldiges Ende der Corona-Pandemie noch nicht eingepreist war. Zum anderen wird die Wahl des Demokraten Joe Biden zum US-Präsidenten spürbaren geopolitischen Einfluss haben. Gerade für den internationalen Handel lässt dies eine Entspannung realistischer erscheinen, als wenn Donald Trump wiedergewählt worden wäre. Allein eine Rückkehr zu einem gesitteteren Verhandlungsstil dürfte von den Märkten goutiert werden, selbst wenn die neuen Spielregeln auch unter Biden hart verhandelt werden dürften. Profiteure von diesem Stilwechsel wären aus unserer Sicht vor allem Europa und Asien.



- Die Märkte spekulieren, dass ein **republikanischer Senat** dem demokratischen Wirtschaftsprogramm die Spitzen nimmt
- **Robuste Unternehmensgewinne** im dritten Quartal weisen auf eine sich erholende Konjunktur in den USA hin



- Sollte Trump mit seiner **Klageflut** Erfolg haben, könnte dies für neue Unsicherheit sorgen
- Ein Sieg der Demokraten bei der **Stichwahl** für die beiden offenen Senatssitze in Georgia könnte die Märkte aufschrecken
- Die stark steigenden **Neuinfektionen** könnten schärfere Eindämmungsmassnahmen nach sich ziehen

Der grosse Countdown

Biden als neuer Präsident in Kombination mit einem republikanisch geführten Senat, das scheint das weithin präferierte Szenario an den Märkten zu sein. Denn in dieser Konstellation wären kaum Steuererhöhungen zu erwarten. Diese hätten zu geschätzten Gewinneinbußen bei Unternehmen im Bereich von 6 bis 12 % geführt. Dem stünden aber geringere fiskalpolitische Massnahmen gegenüber, da die Republikaner einem grosszügig geplante «Green New Deal» ablehnend gegenüber stehen. Dennoch, die Unternehmen weisen für das dritte Quartal 2020 sehr gute Ergebnisse aus. Ein Indiz für eine sich erholende Konjunktur. Gleichermassen sind bestehende Industrietrends im Bereich der Digitalisierung ungebrochen. Das Wirtschaftsumfeld in den USA bleibt zwar in Anbetracht der zweiten Corona-Welle zunächst herausfordernd, bietet dabei aber gleichermassen Opportunitäten für langfristig orientierte Anleger.



- Mit Hedge Funds oder auch regulierten Absolut-Return-Produkten lassen sich **robustere Portfolios** bauen
- Die **Performanceerwartungen** sind erreichbar, wenn sie für jedes Produkt angepasst sind



- Die **Auswahl** von Manager ist anspruchsvoll
- **Kosten** sind in vielen Fällen immer noch (zu) hoch
- Die **Messung der Leistung** ist schwierig

Die Qual mit der Wahl

Hedge Funds geniessen keinen guten Ruf. Meist liegt das an überzogenen Erwartungen, oft aber auch an der Messbarkeit der Gesamtheit der über 15'000 Manager. Unter ihnen gibt es viele Trittbrettfahrer, welche die durchschnittliche Leistung der Anlageklasse senken. Leider gibt es nur sehr wenige Manager, welche konstant und marktunabhängig über Jahre hinweg einen Mehrwert bringen. Dies wäre jedoch in so unsicheren Zeiten wie diesen gefragt. Wir empfehlen daher Stilrichtungen, welche generell eine tiefere Abhängigkeit zum Gesamtmarkt aufweisen und so im Portfoliokontext einen Mehrwert bringen. Dies müssen nicht immer Hedge Funds sein, sondern können auch regulierte liquide Absolut-Return-Produkte sein. Damit lassen sich robustere Portfolios bauen.

Unsere Sicht auf Währungen



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



- **USD:** könnte weiter nachgeben, wenn Bewertungskriterien stärker in den Vordergrund rücken
- Die **türkische Lira** steht unentwegt unter Abwertungsdruck
- **GBP:** Dem britischen Pfund drohen kurzfristige Rückschläge, wenn der Brexit zurück in den Vordergrund rückt

Joe Biden und der Dollar

Ob der Machtwechsel in Washington einen bleibenden Einfluss auf den US-Dollar haben wird, hängt von der Stichwahl für die zwei Senatssitze in Georgia ab. Ein grosses Infrastrukturprogramm von Joe Biden würde das US-Budgetdefizit weiter strapazieren. Zusammen mit einer negativen Leistungsbilanz spräche eine Ausdehnung des Zwillingsdefizits (Budgetdefizit und Leistungsbilanz zusammen) für einen anhaltenden Abwertungsdruck auf den US-Dollar. Bis zur Klärung der Mehrheitsverhältnisse im Senat ist die Machtfülle des neuen Präsidenten noch offen und damit auch das weitere Ausgabenverhalten des Weissen Hauses. Derweil spitzt sich die Situation in der Türkei weiter zu. Die Abwertung der türkischen Lira birgt aufgrund einer hohen Auslandsverschuldung das Risiko einer Zahlungsbilanzkrise.

Autoren und Disclaimer

Autoren:

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

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