

# Unsere Sicht im September

9. September 2020



# Ein politischer Herbst

**Die Corona-Pandemie beschäftigt die Welt noch immer. Inzwischen schaffen es aber auch andere Themen häufiger auf die Titelseiten: Demonstrationen in Weissrussland, Brexit-Verhandlungen und natürlich der US-Präsidentschaftswahlkampf. Der Herbst verspricht politisch zu werden. Fast wie zu normalen Zeiten.**

Die Covid-19-Infektionszahlen gehen in Europa weiter in die Höhe, allen voran in Spanien. Dort ist mittlerweile die zweite Welle eine Realität, nicht mehr nur eine Befürchtung. Das trifft die Tourismusbranche hart, denn so sind die Hoffnungen auf eine nachhaltige Wiederbelebung zunichte gemacht worden. In anderen Branchen sieht es zwar deutlich besser aus. Aber die zweite Welle führt dazu, dass viele Unternehmen mit einem gehörigen Mass an Unsicherheit in die Budgetierung für 2021 gehen. Konkret werden sich die Verantwortlichen die Frage stellen, ob sie nach dem Auslaufen der staatlichen Unterstützung noch existieren können und entsprechend Personal- und Investitionsentscheide treffen müssen.

Erschwerend kommen Rückschläge bei der Entwicklung eines Impfstoffs hinzu. Wir gehen davon aus, dass uns die Corona-Pandemie noch lange beschäftigen wird. Dennoch haben vermehrt andere Themen die Aufmerksamkeit der Öffentlichkeit und der Finanzmärkte auf sich gezogen. Zum Beispiel sind die Signale von der jüngsten Brexit-Verhandlungsrunde beunruhigend und in den USA spitzt sich der Präsidentschaftswahlkampf zu. Der Herbst könnte also politisch heiss werden und für Anleger schwierig zu navigieren.

Das zeigt exemplarisch die jüngste Entwicklung beim amerikanischen Nasdaq-Index, der Technologiewerte abbildet. Nachdem es lange kein Halten gab, ging es in nur drei Tagen um 11 % nach unten. Über unsere Portfoliokonstruktion haben wir sichergestellt, dass solche Kursbewegungen weniger grosse Auswirkungen zeitigen. Insgesamt bleiben wir vorsichtig positioniert.

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

# Unsere Sicht aufs Portfolio



- Die **Konjunkturerholung** schreitet bei aller Unsicherheit rund um Corona voran
- Investiert bleiben, aber nur mit **gewissen Vorsichtsmassnahmen**
- Gold und Insurance-Linked-Securities versprechen Stabilität fürs Portfolio



- Die zuletzt kräftigen Ausschläge bei **Technologieaktien** zeigen, dass Finanzmärkte keine Einbahnstrasse sind
- **Europäische Aktien** schneiden im internationalen Vergleich schlechter ab
- Vorsicht bei **Durationsrisiken**

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

Basis: Mandat CHF ausgewogen

## Geldmarkt

### Anleihen

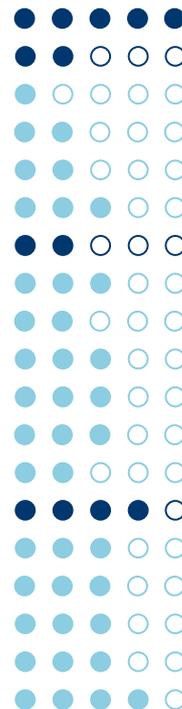
- Staatsanleihen
- Unternehmensanleihen
- USD-Anleihen
- Schwellenländer

### Aktien

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

### Alternative Anlagen

- Hedge Funds
- ILS
- ABS
- Wandelanleihen
- Gold



# Unsere Sicht auf die **Konjunktur**



- Im dritten Quartal werden **kräftige Wachstumsraten** verzeichnet
- Das Kurzarbeitergeld in Europa und die staatlichen Sonderzahlungen in den USA **stützen den privaten Konsum**



- Steigende Insolvenzzahlen könnten den **Aufschwung verzögern**
- Die Angst vor einer zweiten Infektionswelle könnte **neue Lockdown-Massnahmen** nach sich ziehen
- Die Haushaltsdefizite werden die künftige **Fiskalpolitik einengen**

## **Staatliche Hilfe ist wichtige Stütze**

Sowohl in den USA als auch in der Eurozone sind die Einzelhandelsumsätze absolut betrachtet zurück auf Vor-Corona-Niveaus. Die staatlichen Hilfsmassnahmen, also in Europa das Kurzarbeitergeld und in den USA die staatlichen Sonderzahlungen, haben wesentlich dazu beigetragen.

Die durch die Covid-19-Pandemie verursachten volkswirtschaftlichen Schäden sind inzwischen im verarbeitenden Gewerbe am grössten. Die Exporte konnten sich bislang nicht nennenswert erholen und die Industrieproduktion bleibt ebenfalls weit von den Niveaus zu Jahresbeginn zurück – dies gilt nahezu für alle Volkswirtschaften. Die Krise ist deshalb noch nicht überstanden. Die öffentlichen Hilfsmassnahmen über-tünchen die teilweise immer noch herausfordernden wirtschaftliche Rahmenbedingungen.

# Unsere Sicht auf die **Geldpolitik**



- Fed und EZB bleiben **Gewehr bei Fuss**
- Der «**Vertrauenskanal**» der Zentralbanken **funktioniert**
- Die **neue geldpolitische Strategie** der Fed erlaubt zukünftig mehr Flexibilität



- **Notenbanken** müssen über konventionelle Massnahmen hinaus denken
- Die aktuelle Geldpolitik verzerrt den **Preis für Risiko**

## **Fed gibt sich eine neue geldpolitische Strategie**

Zukünftig strebt die US-Notenbank nicht mehr zu jedem Zeitpunkt eine Inflationsrate von 2 % an. Vielmehr will sie «im Zeitablauf» durchschnittlich 2 % erreichen. Das bedeutet: Die Teuerungsraten können für längere Zeit über der Marke von 2 % liegen, ohne dass sich die Fed zum Handeln gezwungen sieht. Die gegenwärtig sehr niedrige Teuerung kann so über die Zeit mit Raten von über 2 % ausgeglichen werden.

Kurzfristig hat die Änderung der geldpolitischen Strategie keine unmittelbaren Konsequenzen. Die aufgrund der Corona-Pandemie schwer gebeutelte US-Wirtschaft wird noch längere Zeit unter einer hohen Arbeitslosigkeit leiden. Und solange die Löhne nicht steigen, wird es nicht zu nennenswert höheren Inflationsraten kommen. Längerfristig dürfte die US-Geldpolitik also auch bei einer sich weiter erholenden Konjunktur im Unterstützungsmodus bleiben.



- Staatsanleihen sind im von Unsicherheit geprägten Umfeld immer noch **gefragt**
- Staatsanleihen tragen zur **Diversifikation** des Portfolios bei



- Das **Angebot** von Staatsanleihen steigt enorm
- Die steigende Staatsverschuldung macht **Herabstufungen der Bonität** wahrscheinlich
- Staatsanleihen bergen ein **hohes Zinsänderungsrisiko**

## Neuer Fed-Kurs verheisst nichts Gutes für Treasuries

Die Kurse von Staatsanleihen zeigten sich in den vergangenen Monaten kaum verändert. Die Anlageklasse bleibt einerseits in Anbetracht der noch nicht überstandenen Corona-Pandemie als sicherer Hafen gefragt. Andererseits verhindern die rekordhohen Emissionsvolumen einen weiteren Kursanstieg. Diese bipolare Situation dürfte vorerst noch anhalten. Wir raten beim Kauf von Staatsanleihen weiter zur Vorsicht. Die US-Notenbank Fed hat angekündigt, zukünftig Inflationsraten von über 2 % tolerieren zu wollen. Wenn die Teuerungsraten künftig also höher ausfallen und gleichzeitig die Leitzinsen verhältnismässig niedrig bleiben sollten, wären Staatsanleihen die Leidtragenden dieser Entwicklung. Dies verstärkt unsere Bedenken, zumal das Chancen-Risiko-Verhältnis angesichts von Negativzinsen bereits heute äusserst ungünstig ist.



- Notenbanken haben im Zweifel weiterhin Munition und **können Märkte unterstützen**
- Auch von staatlicher Seite kann notfalls mit **weiteren Unterstützungsmassnahmen** gerechnet werden



- Das Verhältnis von Herab- zu Heraufstufungen von Ratings ist **extrem** und wird sich in absehbarer Zeit nicht verbessern
- Covid-19 hat zu **höherer Verschuldung** geführt - in typischen Rezessionen stärken Unternehmen eigentlich ihre Bilanzen
- Fundamental gesehen sind Unternehmensanleihen **falsch bewertet**

## Die Fed als Elefant im Porzellanladen

Im Juni sagte der Fed-Vorsitzende Jerome Powell, dass die Notenbank nicht wie ein Elefant im Porzellanladen durch den Bondmarkt rennen und Marktsignale verzerren wolle. Genau das ist aber passiert. Seit März hat die Fed für 2'900 Mrd. US-Dollar Anleihen gekauft. Am Markt für inflationsgeschützte Anleihen (TIPS) sind aufgrund der Käufe die Break-even Inflationsraten gestiegen, obwohl bewährte Modelle diese Entwicklung nicht anzeigen. Dasselbe gilt bei Unternehmensanleihen. Die Kreditaufschläge fallen, obwohl das Risiko gestiegen ist. S&P Global Ratings erwartet mit 12.5 % im spekulativen Bereich mehr Kreditausfälle als während der Finanzkrise 2008/09. Ohne die Marktverzerrung der Fed würden die Kreditaufschläge zwei bis drei Mal höher liegen. Aus fundamentaler Sicht waren Unternehmensanleihen damit wohl noch nie so falsch bewertet wie heute. Weil die Notenbank aber über potentiell unbeschränkte Mittel verfügt, wird sich das auf kurze Frist kaum ändern.



- **Wirtschaftliche Erholung** setzt sich fort
- **Robuste Entwicklung** der Aufträge für langlebige Wirtschaftsgüter



- **Euphorisches Sentiment** und deutliche Zunahme von spekulativem Marktverhalten
- **Zu hohe Bewertungen** im Segment Onlinehandel und Technologie

## Sektorrotation kündigt sich an

Der US-Aktienmarkt hat den europäischen in den letzten Wochen erneut hinter sich gelassen. Getrieben werden die Kursavancen in den USA allerdings nur von wenigen Aktien aus dem Techsektor und dem Onlinehandel. Wie extrem die Kursanstiege zum Teil waren, sieht man daran, dass die diesjährigen Top-Performer auf den aktuellen Kursniveaus bis 2023 praktisch keine Ertragsrendite (umgekehrtes Kurs-Gewinn-Verhältnis) mehr ausweisen würden. Mit der kräftigen Erholung seit März ist damit ein Grossteil des zukünftigen Potenzials schon eingepreist. Vor diesem Hintergrund erscheint uns eine Sektorrotation weg von den heiss gelaufenen Werten in fundamental starke Werte aus traditionelleren Sektoren ein wahrscheinliches Szenario für die nächsten Wochen. Die Kursverluste in einigen Tech-Aktien in den letzten zwei Wochen könnten ein Vorgeschmack darauf gewesen sein.

# Unsere Sicht auf die **Digitale Transformation**

Als Thema im Portfolio



- Deutliche Zunahme des **Onlinehandels** vor allem auch bei den **Nahrungsmitteln**
- 5G-Ausrüstung erhöht die **Nachfrage nach Online-Diensten**



- Starke **Preisverzerrungen** bei Unternehmen in der Elektromobilität
- Aktien von Unternehmen mit mittlerem Wachstum verzeichnen **überproportionale Kursgewinne** (u.a. Apple)

## **Die Euphorie steigt**

Die Corona-Krise hat sich als Katalysator für die digitale Transformation erwiesen. Im Vordergrund für uns stehen dabei der Onlinehandel, neue Formen des digitalen Lernens und der digitale Wandel in der Gesundheitsbranche. Unternehmen aus dem Bereich Internetsicherheit waren in den letzten Monaten auch sehr gefragt, auch wenn sie nicht an der Spitze der Entwicklung standen. Im eCommerce sehen wir unterdessen erste Preisverwerfungen. Das Potenzial in der digitalen Sicherheit, der Online-Bildung und dem digitalen Wandel der Gesundheitsbranche ist aus unserer Sicht bei weitem noch nicht ausgeschöpft. Die künftige Kursentwicklung wird wohl aufgrund der aktuellen Euphorie etwas geringer ausfallen, der langfristige Trend bleibt davon allerdings unberührt.



- **Unabhängig** von Finanzmärkten und Konjunktur
- **Höhere Prämien** nach Schäden in der Vergangenheit
- Ausgezeichnete **Diversifikation**



- Ungewöhnlich schwere Naturkatastrophen können zu grossen Verlusten führen
- **Profitieren nicht** von der Erholung, wenn das Coronavirus überwunden ist
- Grösstes Risiko ist ein Hurrikan über den **Metropolen Floridas**, z.B. in Miami

## Die Hurrikan-Saison ist eröffnet

Insurance-Linked Securities entwickeln sich unabhängig von der Realwirtschaft. Entscheidend ist, ob Naturkatastrophen eintreten und wie diese Risiken entschädigt werden. Wegen des Anlagenotstands und der positiven Eigenschaften floss in der Vergangenheit (zu) viel Geld in diese Anlageklasse, was die Prämien schmelzen liess. Teilweise wurde dies mit höheren Risiken kompensiert. In den letzten zwei bis drei Jahren kam es jedoch zu einer Häufung von schweren Naturkatastrophen, was den Anlegern den Appetit verdarb. Als Folge sind die Prämien in diesem Jahr stark gestiegen und die Anlageklasse hat sich bisher sehr positiv entwickelt. Entscheidend wird jetzt sein, ob es in der aktuellen Hurrikan-Saison, die bis ungefähr Ende November dauert, zu weiteren Fällen kommt, in denen ein Sturm über Land fegt. Wegen warmer Wassertemperaturen und einer La-Niña-Warnung rechnet die Colorado State University mit zwölf atlantischen Hurrikans. Bisher sind bereits vier aufgetreten.

# Unsere Sicht auf Währungen



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



- Der **US-Dollar** sieht nun auch kurzfristig angeschlagen aus
- Die **türkische Lira** bleibt unter Abwertungsdruck.
- Der Brexit rückt wieder in den Vordergrund: dem **britischen Pfund** drohen kurzfristig Rückschläge

## Der Franken als willkommene Alternative

Obwohl der Euro seit Jahresbeginn breitflächig an Stärke gewonnen hat, ist davon gegenüber dem Schweizer Franken kaum etwas sichtbar. Die eidgenössische Währung ist nach wie vor als sicherer Hafen gefragt. Der Franken ist gewissermassen das «Gold» der Devisenmärkte. Die deutlich steigenden Infektionszahlen in Spanien und in Frankreich dürften bei so manchen Anleger Skepsis über die weitere wirtschaftliche Entwicklung im gemeinsamen Währungsraum aufkommen lassen. Der Franken ist in solch einem unsicheren Umfeld eine willkommene Alternative. Allerdings ist die Diskrepanz zwischen der breiten Euro-Entwicklung und dem Franken mittlerweile so gross, dass kurzfristig etwas höhere Notierungen des Währungspaares EUR/CHF eigentlich überfällig wären.

# 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](http://www.vpbank.com/rechtliche_hinweise)**