



Anlagepolitischer Ausblick 3. Quartal 2020

Globaler makroökonomischer Ausblick

- Die Weltwirtschaft wird 2020 mit einem geschätzten Negativwachstum von -4.9% in eine tiefe Rezession geraten. In den entwickelten Ländern wird für nächstes Jahr eine moderate Erholung erwartet.
- Die Prognoseunsicherheit ist angesichts der Corona-Ungewissheiten hoch. Auch bei einem «V»- oder «U»-förmigen Verlauf wird bis mindestens Ende 2021 mit einem gedämpften Wachstum gerechnet.
- Die Vermeidung einer verbreiteten zweiten Welle von Neuinfektionen – bzw. auf globaler Ebene zumindest eine Verlangsamung der weiter steigenden Anzahl täglicher Neuerkrankungen – bleibt angesichts der Lockerungen der Pandemiemaßnahmen essenziell. Bereits neu aufgetretene Virenausbrüche konnten bis anhin mit lokal begrenzten Mitteln eingedämmt werden.
- Ein effektiver Impfstoff dürfte im weltweiten Masstab frühestens im Verlauf von 2021 erhältlich sein.
- Die beispiellose Liquiditätsschwemme der Zentralbanken und die ebenso noch nie dagewesenen fiskalischen Massnahmen dämpfen die ökonomischen Auswirkungen der «Lockdowns» ein, können eine Rezession aber nicht vermeiden.
- Erneute Handelsfraktionen zwischen den USA und der EU würden den Ausblick zusätzlich dämpfen.

Traditionelle Anlagen

0-3Mt. - 12Mt.

Währungen	Schwankungsbereich USD/CHF: 0.92 - 0.98 bzw. EUR/CHF 1.05 - 1.10.		
Obligationen	Die Renditen langlaufender Staatsobligationen erhöhten sich gegen Ende des 2. Quartals aufgrund von Anzeichen einer verbesserten konjunkturellen Lage leicht. Das kurze Ende der Zinskurven bleibt dabei durch die Zentralbankpolitiken fest auf niedrigen Niveaus verankert. Das tiefe Zinsgefüge führte zu deutlich steigender Emissionstätigkeit teilweise qualitativ minderwertiger Schuldner.	➔	➔
Aktien	Die weltweiten Börsenindizes konnten seit dem Tiefst im März um rund 35% zulegen, liegen aber immer noch 10% unter dem Februarhöchst. Die Bewertungen sind dabei sprunghaft angestiegen. Es besteht eine bemerkenswerte Diskrepanz zwischen der aktuellen konjunkturellen Lage und der Entwicklung an den Aktienmärkten. Dank anschwellendem Geldmengenwachstum und der Fiskalmaßnahmen sind erste Anzeichen eines wirtschaftlichen Bodenbildungsprozesses auszumachen. Das aktuelle Niveau könnte hingegen etwas optimistisch sein.	➔	➔

Alternative Anlagen

Rohstoffe	Förderbeschränkungen stabilisierten jüngst die aufgrund weggebrochener Nachfrage gedrückten Ölpreise. Gold profitiert von der Suche nach sicheren Häfen.
Hedge Fonds	In der Breite in schwierigen Märkten kein Diversifikationspotenzial.
Alt. Forderungspapiere	Mikrofinanz-Anlagen als Alternative zu Obligationen, wobei die Einflüsse der weltweiten Pandemie noch nicht klar sind.
Immobilien	Rendite-/Risikopotenzial im historischen Kontext gegenüber Obligationen positiv, nach Erholung allerdings überdurchschnittliche Bewertungen im Wohnbereich.

Privatmarkt-Anlagen

Private Equity	Kürzlich mark-to-market (mtm) Bewertungskorrekturen aufgrund gesunkener kurzfristiger Ertragserwartungen, aber Investitionsmöglichkeiten dank rekordhoher Liquiditätsbestände.
Private Debt	Alternative zu nahe Null rentierenden Obligationen. Trotz kurzfristiger Kreditdation und Finanzspritzen der Zentralbanken ebenfalls von mtm Bewertungsdruck betroffen.
Übrige	Breit diversifizierte Privatmarkt-Anlagen als langfristige strategische Portfoliobausteine.

Marktdaten

BIP Wachstum %	Länder	2019E	2020E	2021E
Industrienationen	USA	2.3	-6.5	5.0
	Japan	0.7	-4.0	3.4
	Eurozone	1.3	-8.7	5.2
	UK	1.5	-8.1	5.6
	Schweiz	0.9	-5.1	4.3
Schwellenländer	China	6.1	1.8	8.0
	Indien	6.1	4.2	-4.5
	Brasilien	1.1	-6.4	3.3
Wechselkurse	30.06.20	% -3M	% -6M	% -12M
USD/CHF	0.947	-1.95	-2.00	-2.99
EUR/CHF	1.065	0.48	-1.90	-4.10
GBP/CHF	1.172	-2.10	-8.54	-5.42
3 Monats Libor	30.06.20	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp
CHF	-0.67	-1.4	1.9	5.6
USD	0.30	-115.4	-161.2	-202.4
EUR	-0.42	-5.9	-3.9	-7.7

Staatsanleihen (10y)	30.06.20	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp
CHF Eidgenossen	-0.47	-11.0	3.3	9.0
USD Treasury	0.63	-1.3	-126.1	-134.9
EUR Bund	-0.46	1.6	-26.9	-12.7
Aktienmärkte	30.06.20	% -3M	% -6M	% -12M
SMI	10'045.30	7.88	-5.38	1.49
S&P 500	3'100.29	19.95	-4.04	5.39
Nikkei	22'288.14	17.82	-5.78	4.76
FTSE-100	6'169.74	8.78	-18.20	-16.91
DJ EURO-STOXX 50	3'234.07	16.05	-13.65	-6.90
Rohstoffe	30.06.20	% -3M	% -6M	% -12M
Gold oz/USD	1'780.96	12.92	17.38	26.35
Öl (WTI)	39.27	91.75	-35.69	-32.84
Kupfer (Spot)	6'004.50	21.58	-2.35	0.38

Quelle: Bloomberg, Marktkonsens des BIP-Wachstums, Juli 2020



Gesamtwirtschaftliches Umfeld

Nachlassende Abwärtsdynamik?

Selbst mit einem in der zweiten Jahreshälfte 2020 einsetzenden Aufschwung – einer «V»-förmigen Erholung – würde das Weltwirtschaftswachstum dieses Jahr wohl so negativ ausfallen wie seit dem zweiten Weltkrieg nicht mehr (Abb. 1). Die Entwicklung ist stark vom weiteren Pandemieverlauf (Stichwort zweite Welle), den Eindämmungsmassnahmen sowie der weiteren Unterstützung durch Zentralbanken und Regierungen abhängig. Die längerfristigen Auswirkungen dürften aber limitiert sein. Die postulierte, praktisch unlimitierte Geldschwemme der Zentralbanken mit einer absehbaren Verfestigung bis in die Post-Corona-Erholung hinein ist hierfür eine zentrale Ursache. Der andere Grund liegt in der Fiskalpolitik. Zu den Gründen für die langwierige Erholung nach der Finanzkrise 2008/2009 gehörte die frühzeitige Strafung der Finanzpolitik. Dieses Mal dürfte die Unterstützung trotz Aufblähung der Staatsdefizite fortgeführt werden. Entsprechend sollte das Erreichen der Wirtschaftsleistung von vor der Krise nicht mehr als zwei bis drei Jahre dauern – eine allerdings mit Unsicherheiten behaftete Aussage. Ein Aufbrechen der globalen Lieferketten («Glokalisierung») würde das weltweite Wachstumspotenzial hemmen.

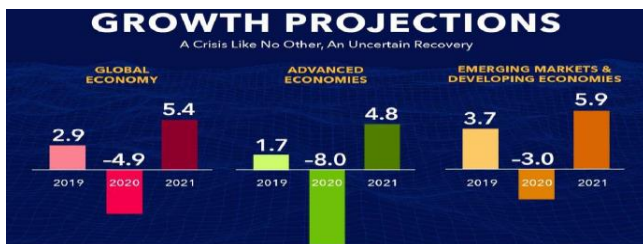


Abb. 1: Wachstumsprognose des Internationalen Währungsfonds (IMF.org, Juni 2020)

Schweiz

Die Ausbreitung des Coronavirus und die ergriffenen Gegenmassnahmen werden für das Gesamtjahr 2020 mit rund -5.5% zum stärksten Rückgang des BIP seit den 1970er-Jahren führen, gefolgt von einem etwas moderateren Aufwärtstrend nächstes Jahr. Vorlaufindikatoren lassen auf das Erreichen der Talsohle während des 2. Quartals 2020 schliessen (Abb. 2). Dank den vom Bundesrat kolportierten Massnahmen wie Kurzarbeit und Kreditgarantien dürfte der Aufschwung noch dieses Jahr einsetzen. Das deflationäre Umfeld bleibt vorderhand bestehen. Die Nationalbank konnte dank kräftigen Deviseninterventionen die fiktive Untergrenze von EUR/CHF 1.05 verteidigen.

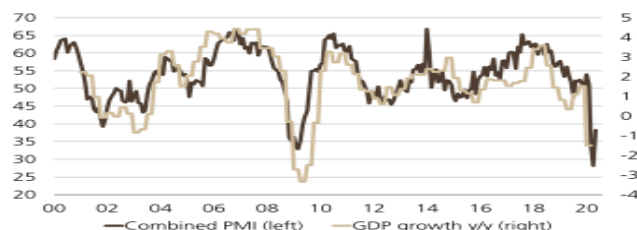


Abb. 2: BIP-Wachstum und kombinierter Einkaufsmanagerindex für die Schweiz im Vergleich zum Vorjahresquartal (UBS/ Macrobond, Juni 2020)

Europa

Europa scheint den Höhepunkt der Krise ebenfalls hinter sich zu haben (Abb. 3). Erste Schritte zur graduellen Lockerung der Quarantänemassnahmen wurden in den letzten Wochen soweit erfolgreich eingeführt, wenngleich nach neuerlichen lokalen Virenausbrüchen regional wieder Lockdowns verhängt werden

mussten. Bei den staatlichen Unterstützungsmassnahmen überraschte Deutschland, das mit Stimulierungsmassnahmen von insgesamt über 50% des BIP (2019) aufwartete. Zum EU-Aufbauplan über EUR 750 Mrd. – der noch finalisiert werden muss – kommt ein Anleihekaufprogramm der EZB über EUR 1.35 Bio. hinzu. Damit sollte die erhöhte Emissionstätigkeit bei Staatsanleihen in der Folge steigender Verschuldung ausreichend absorbiert werden können. Allerdings ähnelt dies dem bekannten «modernen Geldtheoriekonzept», das im Wesentlichen eine im Prinzip unbeschränkte Erhöhung der Staatsschulden, finanziert durch die Notenpresse, verfiert.

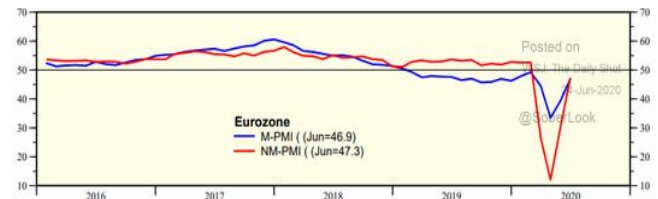


Abb. 3: PMIs Eurozone herstellendes Gewerbe (blau) und Dienstleistungen (rot; WSJ/Yardeni Research, Juni 2020)

USA

Die USA haben sich mit Verzögerung, seit kurzem neben Lateinamerika, zum «Hot Spot» der COVID-19-Pandemie entwickelt. Nachdem das Virus etwa im anfänglich stark betroffenen New York eingedämmt werden konnte, steigen die Neuinfektionen in den südlichen Staaten steil an (Abb. 4). Dort waren die Lockdown-Massnahmen, nicht zuletzt auf Anregung des sich im Wahlkampfmodus befindenden US-Präsidenten, vorzeitig gelockert worden. Diese werden teilweise aber bereits wieder eingeführt. Die unvermindert aggressiv agierende US-Notenbank und die breite fiskalische Unterstützung – ein weiteres USD 3 Bio.-Paket könnte im Juli spruchreif werden – sollten die negativen wirtschaftlichen Auswirkungen jedoch begrenzen. Die Gesamtwirtschaft befindet sich langfristig betrachtet weiterhin auf dem Erholungspfad. Handelsspannungen mit China sowie neuerdings wieder mit Europa hätten hingegen, falls umgesetzt, eine dämpfende Wirkung auf den Erholungskurs.

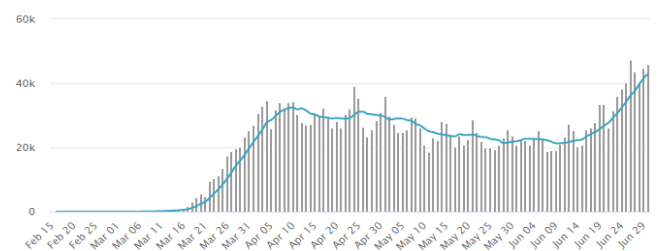


Abb. 4: Tägliche Neuinfektionen Coronavirus USA (Worldometers.info, 30. Juni 2020)

Schwellenländer

Während Lateinamerika und Indien stark steigende Neuinfektionen verzeichnen, befinden sich Länder wie China oder Südkorea wirtschaftlich bereits wieder auf Erholungskurs.

Risiken

Wir behalten folgende Risikofaktoren im Auge:

- Entwicklung der Corona-Pandemie und wirtschaftliche Einflüsse der Eindämmungspolitik
- Zentralbankenpolitik, Verschuldungsproblematik
- Präsidentschaftswahlen USA



Traditionelle Anlagen

Obligationen: «Whatever it takes» 2.0

Die Aussage von Fed-Präsident Jerome Powell im Juni war an Klarheit nicht zu überbieten: «Wir denken nicht einmal darüber nach, über eine Zinserhöhung nachzudenken».

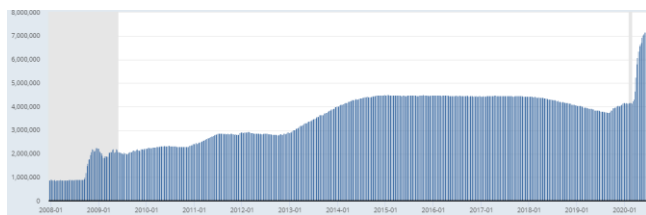


Abb. 5: Bilanzsumme des Federal Reserve in Bio. USD (Federal Reserve Board, Juni 2020)

Nach dem abrupten Kursabfall im März in der Folge der Anlegerängste bezüglich sämtlicher Anlageklassen mäandrieren die Renditen der grossen Währungsblöcke weitgehend seitwärts (Abb. 6).



Abb. 6: Renditen 10-jähriger Staatsanleihen (Bloomberg, Juni 2020)

Unternehmensanleihen profitierten in den letzten Wochen von hoher Investorennachfrage wie auch den ausgeweiteten Kaufprogrammen der Notenbanken.

Aktien: Kognitive Dissonanz?

Ängste vor den Konsequenzen einer unaufhaltsamen COVID-19-Pandemie führten bis zum 23. März zu Kursrückgängen von über 35%.



Abb. 7: Aktienmärkte USA (grün), Europa (blau), Schweiz (rot), Schwellenländer (gelb) indiziert seit Jahresbeginn 2018 in Lokalwährungen (Total Return Indizes; Bloomberg, Juni 2020)

Dieses ist einerseits liquiditätsgetrieben, andererseits beruht es auf der Hoffnung, dass die wirtschaftliche Erholung rasch - «V»-förmig - stattfinden wird.

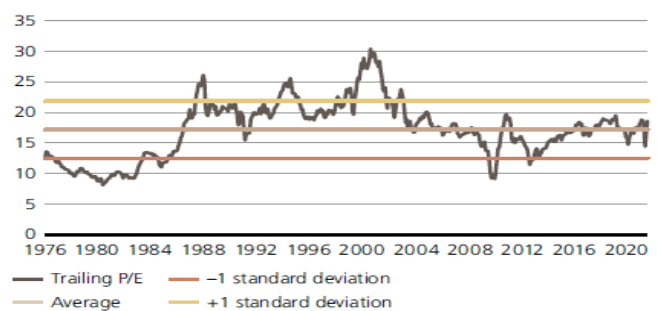


Abb. 8: Kurs/Gewinnverhältnisse Aktien Welt gegenüber Durchschnitt plus/minus 1 Standardabweichung (UBS, Juni 2020)

Wir haben in diesem Szenario damit begonnen, unsere Aktienallokation schrittweise wieder auf eine Normalgewichtung zu erhöhen.

Alternative Anlagen

Der Goldkurs konnte den Aufwärtstrend dank der Liquiditätsschwemme sowie seiner Rolle als sicherer Hafen fortsetzen und handelt nur noch wenig unter dem Allzeithoch von 2011.



Abb. 9: Rohölkurse WTI und Brent (Bloomberg, Juni 2020)

Privatmarkt-Anlagen

Private Equity-Portfolios sollten weniger von den Erschütterungen an den kotierten Märkten betroffen sein. Aufgrund von „mark-to-market“-Adjustierungen auf Bewertungsebene manifestierte sich die Krise mittlerweile aber auch in den Private-Equity-Portfolios.



Verschuldung ohne Ende?

Die globale Verschuldung stieg in den letzten Jahren als Folge der Tiefzinspolitik der Notenbanken kontinuierlich an und war Ende 2019 höher als zur Zeit der globalen Finanzkrise vor einem Jahrzehnt (Abb. 10).

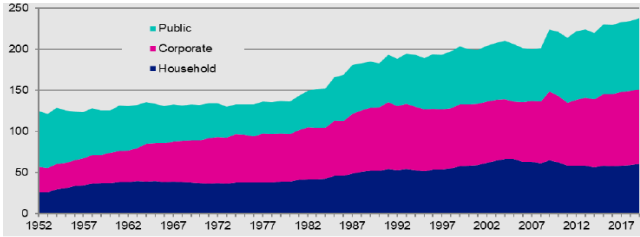


Abb. 10: Globale Verschuldung im Nicht-Finanzsektor in % des BIP per Ende 2019 (grün = öffentliche Schulden, rot = Unternehmen, blau = Haushalte. BIZ/IWF/OECD/Invesco, Juni 2020)

Die aktuelle, Corona-bedingte Rezession verschärft die Situation weiter. Die Rettungsnetze, die durch die Zentralbanken und Regierungen gespannt wurden, scheinen zwar effektiv zu sein. So geht man u.a. in den USA davon aus, dass der Talboden der Kontraktion bereits durchschritten sein könnte. Der Preis für die grosszügigen Stimulierungen wird aber ein eindrücklicher Schuldenberg sein. Dass die Staatsschulden deutlich ansteigen, lässt sich aufgrund der Fiskalstimulierungen nachvollziehen. So dürfte die Brutto-Staatsverschuldung beispielsweise in Italien bis Ende 2020 auf rund 160% des BIP anziehen (Abb.11).

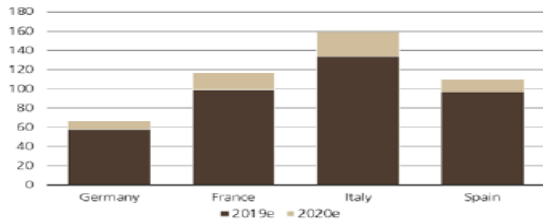


Abb. 11: Brutto-Staatsverschuldung in ausgewählten Ländern der Eurozone 2019/2020E (UBS, Juni 2020)

Ein Grossteil der Hilfen für Unternehmen sind allerdings nicht Überweisungen «à fonds perdu», sondern werden in Form von Krediten oder Kreditgarantien gesprochen. Dies sollte die Einschnitte in die Staatshaushalte mit den Jahren weniger gravierend aussehen lassen, als gegenwärtig impliziert wird.

Ebenfalls sprunghaft angestiegen ist die Neuverschuldung der Unternehmen. Diese hat sich beispielsweise in den letzten Monaten etwa in den USA vervielfacht (annualisierte Rate, Abb. 12).



Abb. 12: Neuverschuldung der US-Unternehmen (saisonal adjustierte annualisierte Rate. Federal Reserve/Cresset Capital, Juni 2020)

Das beigefügte Informationsmaterial ist ausschliesslich zur Veranschaulichung und für Diskussionszwecke bestimmt. Die Informationen in diesem Dokument sind zusätzlich für Präsentationszwecke zusammengefasst. Die Unterlagen können zudem Informationen enthalten, die teilweise oder vollständig auf hypothetischen Annahmen, Modellen und/oder anderen Analysen (die nur z.T. in diesem Dokument beschrieben werden) der Asset Management Partners AG oder mit ihr verbundenen Unternehmen, („AMP“) bestehen. Es wird von AMP keine Garantie oder Haftung dafür übernommen, dass die dargestellten Annahmen, Modelle oder Analysen sinnvoll oder richtig sind. Zwar stammen die in diesem Dokument abgebildeten Daten aus Quellen, die von AMP als zuverlässig erachtet werden, dies kann jedoch nicht garantiert werden. Die in diesem Dokument dargestellten Informationen sind vertraulich zu behandeln und dürfen weder zum Teil noch im Ganzen reproduziert werden.

Demgegenüber hat sich der Zinsdeckungsgrad, also das Verhältnis von Zinslast zu Cashflow, trotz steigendem Gesamtbestand beispielsweise seit Ende der 1980er-Jahre in etwa halbiert (Abb. 13). Solange das Niedrigzinsniveau bestehen bleibt, ist die hohe Verschuldung ceteris paribus also gut zu bewältigen. Bei einem Anstieg von Inflation und Zinsen – die Geldmengenausweitung dürfte früher oder später dazu führen – könnten etliche Unternehmen hingegen relativ schnell in eine Schieflage geraten. Sollte sich zudem die Bewältigung der Corona-Pandemie länger hinziehen, kann dies die künftige Ertragslage der Gesellschaften beeinträchtigen, womit sich die Schuldenbedienbarkeit verringern würde.

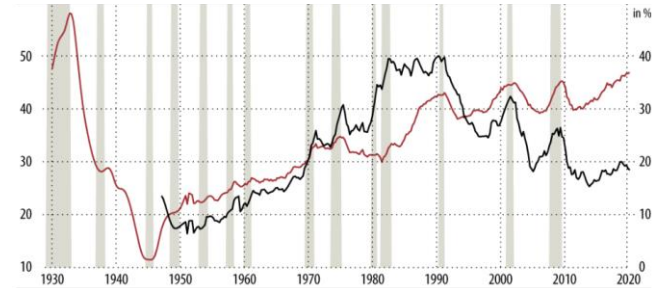


Abb. 13: US-Unternehmensschulden in % des BIP (rot) und Zinsdienst (Zinszahlungen/Cashflow (schwarz, rechte Skala (Goldman Sachs/FuW, Juni 2020)

Fazit

Aus Anlegersicht bleibt also bei den aktuellen Tiefzinsniveaus der Unternehmensbonität vermehrt Aufmerksamkeit zu schenken. Allerdings bleiben ohne Ausweitung des Risikoappetits wenig Alternativen, wo noch positive Erträge generiert werden sollen. Die vermehrte Emissionstätigkeit von Unternehmen hat zu einem prozentualen Anstieg von hochverzinslichen, qualitativ niedriger Anleihen geführt. Zusätzlich müssen zum Erkauf positiver Renditen längere Laufzeiten eingegangen werden (Abb. 14).

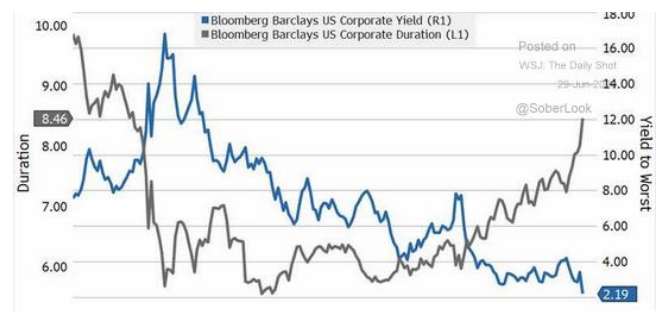


Abb. 14: Duration und Renditen US-Unternehmensanleihen (III Capital/Bloomberg/WSJ, Juni 2020)

In diesem Umfeld kann mit breit diversifizierten Fondsportfolios mit genügend hoher Anlagequalität ein Ertrag erzielt werden. Als zusätzliche Alternative ziehen wir Private-Debt-Anlagen mit meist kürzeren Laufzeiten in Betracht.

Baar, Juli 2020/DIG