



Anlagepolitischer Ausblick 4. Quartal 2020

Globaler makroökonomischer Ausblick

- Die Weltwirtschaft wird dieses Jahr mit einem geschätzten Minuswachstum von -4.9% in eine schwere Rezession geraten, gefolgt von einer Erholung 2021 (+5.4%E).
- Die Prognoseunsicherheit bleibt angesichts der Corona-Unwägbarkeiten hoch. Das globale BIP-Niveau von 2019 könnte erst im Verlauf von 2022 wieder erreicht werden.
- Die Eindämmung einer mittlerweile verbreitet auftretenden zweiten Welle von Neuinfektionen, bzw. auf globaler Ebene zumindest eine Verlangsamung der weiter steigenden Anzahl täglicher Neuerkrankungen, bleibt angesichts teilweiser Lockerungen der Pandemiemaßnahmen im Vordergrund. Wieder aufflammende Infektionsherde werden bis anhin meist mit regional begrenzten «Lockdowns» angegangen.
- Der effektive Einsatz von Wirkstoffen dürfte auf weltweiter Ebene nicht vor 2021 beginnen.
- Die anhaltende, wuchtige Liquiditätsschwemme der Zentralbanken und die in ihrem Ausmass beispiellosen fiskalischen Massnahmen federn die ökonomischen Auswirkungen der Pandemiebekämpfungsmassnahmen bis zu einem gewissen Mass ab, können die Rezession aber nicht verhindern.
- Der Handelsdisput USA/China ist im Moment kein Thema, macht aber vermehrt einem «IT-Krieg» Platz.

Traditionelle Anlagen

0-3Mt. - 12Mt.

Währungen	Handelsspanne USD/CHF: 0.88 - 0.95 bzw. EUR/CHF 1.07 - 1.12.		
Obligationen	Die Renditeentwicklung der zehnjährigen Staatsobligationen verlief nach den Zinssenkungen im ersten Quartal, abgesehen von einer leichten Erhöhung im Juni, weitgehend seitwärts. Das kurze Ende der Zinskurven verbleibt dabei dank Fortführung der Niedrigzinspolitiken der Zentralbanken inklusive ausgeweiteter Anleihekaufprogramme nahe Null.	➔	➔
Aktien	Die Aktienmärkte setzten den Erholungstrend von den Tiefstständen im März bis zu einer Korrektur im September fort. Ängste um das Einsetzen einer zweiten Covid-19-Welle spielten bei dieser eine Hauptrolle. Die Kursverluste bei gross-kapitalisierten Technologiewerten sind jedoch eher auf die mitunter auf exorbitante Höhen gestiegenen Bewertungen zurückzuführen. Auf Gesamtmarktebene bleibt der Kontrast zwischen Konjunkturreinbruch und gestiegenen Aktienkursen trotz Gewinnrückgängen bestehen.	➔	➔

Alternative Anlagen

Rohstoffe	Diszipliniert eingehaltene Förderkürzungen halten die Ölpreise trotz gesunkener Nachfrage stabil. Gold profitiert von tiefen Zinsen, litt kürzlich aber unter Gewinnmitnahmen.
Hedge Fonds	Breite Strategien konnten dank erholter Aktienmärkte die Verluste des 1Q20 ausbügeln.
Alt. Forderungspapiere	Mikrofinanz-Anlagen als Alternative zu Obligationen. Die Einflüsse der weltweiten Pandemie sind noch nicht klar.
Immobilien	Rendite-/Risikopotenzial im historischen Kontext gegenüber Anleihen positiv. Unterschiedliche Covid-19-induzierte Agio-Entwicklung von Wohn- vs. kommerziellen Immobilien.

Privatmarkt-Anlagen

Private Equity	Bewertungskennziffern für PE-Anlagen entsprechen in etwa den langfristigen Durchschnittswerten. Globales PE-Transaktionsvolumen im Q2 auf langjährigen Tiefstwerten.
Private Debt	Alternative zu nahe Null rentierenden Obligationen, entsprechend weiterhin Zuflüsse im H1 2020. Stetige Erholung der Bewertungsniveaus seit Tiefstwerten im März.
Übrige	Breit diversifizierte Privatmarkt-Anlagen als langfristige strategische Portfoliobausteine.

Marktdaten

BIP Wachstum %	Länder	2019E	2020E	2021E
Industrienationen	USA	2.2	-3.7	4.0
	Japan	0.7	-4.7	3.3
	Eurozone	1.3	-8.0	5.0
	UK	1.3	-9.5	9.0
	Schweiz	1.2	-5.1	4.3
Schwellenländer	China	6.1	2.1	8.0
	Indien	6.1	-4.5	6.0
	Brasilien	1.1	-9.1	3.6
Wechselkurse	30.09.20	% -3M	% -6M	% -12M
USD/CHF	0.921	-2.71	-4.61	-7.67
EUR/CHF	1.080	1.43	1.92	-0.73
GBP/CHF	1.190	1.47	-0.66	-3.00
3 Monats Libor	30.09.20	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp
CHF	-0.77	-9.9	-11.9	-1.1
USD	0.23	-7.7	-122.5	-186.0
EUR	-0.49	-7.2	-13.1	-7.6

Staatsanleihen (10y)	30.09.20	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp
CHF Eidgenossen	-0.52	-5.4	-16.4	26.3
USD Treasury	0.69	2.8	1.5	-98.1
EUR Bund	-0.52	-6.8	-5.2	4.9
Aktienmärkte	30.09.20	% -3M	% -6M	% -12M
SMI	10'187.00	1.41	9.40	1.08
S&P 500	3'363.00	8.47	30.12	12.98
Nikkei	23'185.12	4.02	22.56	6.57
FTSE-100	5'866.10	-4.92	3.42	-20.82
DJ EURO-STOXX 50	3'193.61	-1.25	14.59	-10.53
Rohstoffe	30.09.20	% -3M	% -6M	% -12M
Gold oz/USD	1'885.82	5.89	19.57	28.07
Öl (WTI)	40.22	2.42	96.39	-25.61
Kupfer (Spot)	6'668.00	11.05	35.01	17.08

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



Gesamtwirtschaftliches Umfeld

Lockdown 2.0?

Die Weltwirtschaft dürfte 2020 in eine in diesem Ausmass seit dem zweiten Weltkrieg nicht mehr gesehene Rezession geraten. Dank ansprechender Erholung im dritten und mutmasslich auch im vierten Quartal dürfte der Abschwung auf globaler Ebene aber nicht so tief ausfallen wie noch vor drei Monaten befürchtet. Allerdings sind die regionalen Unterschiede gewachsen. China, das zuerst in die Coronakrise geriet, aber auch zuerst wieder herausfinden wird, sollte für das Gesamtjahr gar ein positives Wachstum verzeichnen können, während die Konjunktur in den entwickelten Regionen deutlich schrumpft. In Schwellenländern wie etwa Indien hat sich das Bild über die letzten drei Monate hingegen verdüstert (Abb. 1). Voraussetzung für das Gesamtbild bleibt, dass keine überregionalen oder nationalen Lockdowns mehr verhängt werden. Dies würde trotz weltweit unvermindert ansteigender Neuinfektionen auf breite Ablehnung stossen. Die Lockerungen der Pandemiemassnahmen sprechen gegen eine Verbesserung der Krankheitsentwicklung. Hoffnungen auf den baldigen globalen Einsatz von Wirkstoffen gegen Covid-19 dürften verfrüht sein. Weitreichende fiskalische und monetäre Hilfsprogramme dämpfen die Auswirkungen der Covid-19-Krise weiter ein. Die beginnende Deglobalisierung der weltweiten Lieferketten oder die Friktionen zwischen den USA und China dürften fortbestehen.

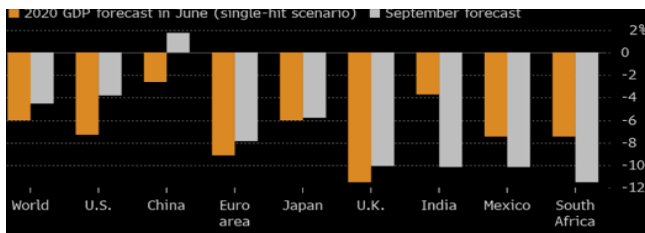


Abb. 1: Regionale Wachstumprognosen der OECD im Juni (braun) und September (grau) für 2020 (OECD/Bloomberg, September 2020)

Schweiz

Im zweiten Quartal schrumpfte das Schweizer BIP um 9.4% gegenüber dem Vorjahr. Stabile Pharmaexporte verhinderten dabei Schlimmeres. Typischerweise wird eine Rezession in der Schweiz durch fallende Nettoexporte ausgelöst, während der Konsum eine Stütze bildet. Diesmal war es als Folge des Lockdowns bis Ende April umgekehrt. Die darauffolgende Wiederöffnung belebte den Wirtschaftsverlauf sichtlich, wie aus dem monatlichen Einkaufsmanagerindex abgelesen werden kann (Abb. 2). Angesichts der gesunden Gesamtlage der Schweizer Wirtschaft, des geringen Verschuldungsgrades und der rasch ergriffenen Massnahmen von Regierung und Nationalbank dürfte die Schweiz vergleichsweise glimpflich davonkommen. Für das Gesamtjahr wird ein Minuswachstum von 5.1%, für 2021 eine Erholung um plus 4.3% erwartet.

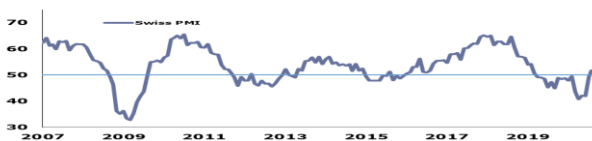


Abb. 2: Kombiniertes Einkaufsmanagerindex PMI Schweiz (Bloomberg, September 2020)

Europa

In Europa zeichnen sich divergierende Entwicklungen bei den Covid-19-Ansteckungszahlen ab. In Deutschland und Italien scheint die Lage mehr oder minder

unter Kontrolle zu sein. Frankreich und Spanien (wie auch Grossbritannien) dagegen durchlaufen, mitsamt neuen partiellen Lockdowns, nach augenscheinlich verfrühten Lockerungen, eine veritable zweite Welle (Abb. 3). Die EU hat das Potenzial, sich in Richtung eines globalen «Corona-Hotspots» zu bewegen. Die nach wie vor in Kraft bleibenden (und weit verbreiteten) Kurzarbeitsmassnahmen dämpfen immerhin die Auswirkungen auf die Arbeitsmarktsituation. Der 750 Mrd. Euro schwere Aufbauplan - erstmals nimmt die EU dabei Schulden als Gesamtheit auf - sowie das Anleihekaufprogramm der EZB über EUR 1'350 Mrd. sind weitere Faktoren, welche die Folgen der Coronakrise lindern sollten.

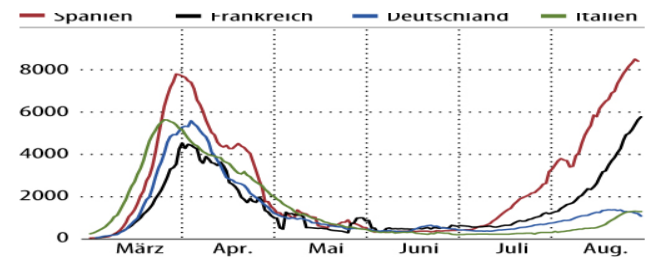


Abb. 3: Tägliche Neuinfektionen Covid-19 (FuW/WHO, September 2020)

USA

In den USA, wo weltweit am meisten Corona-Tote zu beklagen sind, stabilisiert sich die Anzahl von Neuinfektionen nach zwei Spitzen im April und im Juli (in jeweils unterschiedlichen Regionen), wenn auch auf hohem Niveau (Abb. 4). Wieder eingeführte regionale Lockdown-Massnahmen sind allgegenwärtig. Arbeitsmarktsituation und Vorlaufindikatoren zeigen erste, zaghafte Anzeichen einer - immer noch unkomfortablen - Entwicklung in Richtung Normalisierung. Ein erstes Programm zur Unterstützung von Arbeitslosen lief Ende Juli aus. Der US-Kongress konnte sich bis anhin nicht auf eine Neuaufgabe einigen - ein Vorbote der kommenden Wahlen, aber auch Ausdruck der tiefen politischen Gräben im Land. Das Fed unterstützt die Wirtschaft weiter, kann die Situation aber nicht im Alleingang retten. Auf Seite 4 gehen wir näher auf die bevorstehenden Wahlen ein.

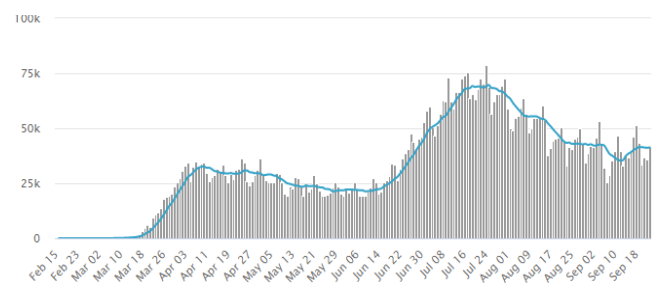


Abb. 4: Tägliche Neuinfektionen Covid-19 USA (Worldometers.info, 24.09.2020)

Schwellenländer

Indien oder Brasilien leiden stark unter steigenden Neuinfektionen, während sich Länder wie China oder Taiwan bereits wieder auf Erholungskurs befinden.

Risiken

Wir verfolgen folgende Risikofaktoren aufmerksam:

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



Traditionelle Anlagen

Obligationen: Eiszeit

Die Funktionalität der Anleihemärkte besteht durchaus weiter. Allein, das Potenzial, mit Anleihen auch über einen längeren Zeitraum einen positiven Ertrag zu erwirtschaften, ist ohne Inkaufnahme erhöhter Risiken praktisch inexistent. Diese Situation wird voraussichtlich noch für Jahre fortbestehen. Die US-Notenbank Fed änderte im September ihr Inflationsziel auf nur mehr «durchschnittlich» zwei Prozent über einen längeren Zeitraum, um ihrem Ziel Vollbeschäftigung wieder näher zu kommen. Ein Überschreiten der Preisentwicklung auf höhere Niveaus würde demgemäß mittelfristig toleriert. Dies zementiert indirekt die Aussage, dass das aktuelle Nullniveau des Leitzinssatzes für lange bzw. bis mindestens Ende 2023 bestehen bleibt (Abb. 5).

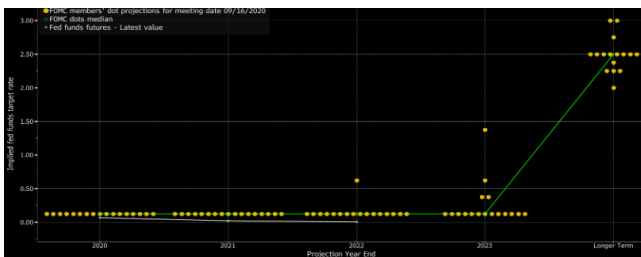


Abb. 5: «Dot Plot», Einschätzungen der Federal Reserve-Mitglieder des Leitzinsniveaus jeweils per Ende Jahr und langfristig (Federal Reserve Board/Bloomberg, September 2020)

Damit liefert das Fed auch anderen Zentralbanken eine Steilvorlage, da diese mehr Spielraum erhalten, ihre Niedrigzinspolitik ebenfalls für länger fortzuführen oder gar auszubauen. Die britische Notenbank spielt sogar mit dem Gedanken, im Falle eines chaotischen Brexits Ende 2020 Negativzinsen einzuführen.

In den letzten Monaten setzten die Renditen langlaufender Staatsanleihen die seit Ende März bestehenden Seitwärtstrends im Wesentlichen fort. Mittelfristig bestenfalls moderat höhere Notierungen wären allenfalls bei einem Inflationsanstieg, einer Konjunkturerholung oder der Einführung eines wirksamen Covid-19-Wirkstoffs zu erwarten.

Aktien: Erhöhte Risiken

Das fulminante Erholungsrally der Aktienmärkte nach dem Corona-induzierten Tief am 23. März mündete im Sommer in eine etwas gemächlichere Gangart. Allerdings waren auch Ausreisser nach oben (teils gefolgt von markanten Kursstürzen) vornehmlich im Technologiebereich zu beobachten. Die Zentralbanken unterstützen die Märkte zwar weiter nach Kräften. Markthoffnungen auf eine nochmalige Ausdehnung der Liquiditätsflut etwa durch das Fed, deren Bilanzsumme nicht mehr so rasant wächst wie während der Coronakrise, wurden im letzten Monat jedoch enttäuscht. Auch aufgrund aufkeimender Befürchtungen einer zweiten Coronawelle folgte nach dem Höchststand zu Beginn des Monats eine Korrektur von bis zu 10% auf Indexebene, womit der September seinem Ruf als statistisch schlechtesten Aktienmonat alle Ehre machte (Abb. 6).

Angesichts der einsetzenden Konjunkturerholung nach dem Coronaschock, aber auch wenig praktikabler Anlagealternativen angesichts ultratiefer Renditen im festverzinslichen Bereich, stehen wir Aktien mit einem längeren Zeithorizont auch künftig positiv gegenüber. Die aktuellen Bewertungen auf Basis von Kurs/Gewinnverhältnis-Schätzungen für 2020 sind jedoch beachtlich gestiegen. Die Gewinnentwicklung

hängt wesentlich von der Dynamik der Virusverbreitung ab. Die Widersprüchlichkeit zwischen gegenwärtiger Konjunkturlage und dem Kursverlauf der Aktienmärkte seit März bleibt augenfällig.



Abb. 6: Aktienmärkte USA (grün), Europa (blau), Schweiz (rot), Schwellenländer (gelb) indiziert seit Jahresbeginn 2019 in Lokalwährungen (Total Return Indizes; Bloomberg, September 2020)

Die Weltwirtschaft dürfte sich 2021 von Rezessionsniveaus aus erholen. Wie stark das Wachstum effektiv ausfallen wird, hängt jedoch vom Zeitpunkt der Bereitstellung von Impfstoffen bzw. Medikamenten gegen Covid-19 ab. Global werden weit über 100 Wirkstoffkandidaten untersucht. Einzelne davon befinden sich bereits in fortgeschrittenen Testphasen. Die Wahrscheinlichkeit der Markteinführung eines Kandidaten in den nächsten Monaten scheint zumindest gegeben. Wir gehen davon aus, dass zwischenzeitliche neue Lockdowns regional begrenzt bleiben.

Trotz augenscheinlicher Risiken bleiben wir bei den Aktieninvestitionen insgesamt neutral investiert. Ein erhöhter Fokus auf Einzelaktien steht dabei im Vordergrund.

Alternative Anlagen

Nach dem Erreichen eines Allzeithochs litt der Goldkurs unter Gewinnmitnahmen und einem leicht stärkeren US-Dollar (Abb. 7). Anhaltend tiefe Zinsen führen zu tiefen Opportunitätskosten der Goldhaltung. Dank diszipliniert eingehaltener Förderbeschränkungen durch «OPEC+» konnte der jüngste Kursrückgang von Rohöl trotz gesteigerter Konjunkturängste im Zaum gehalten werden.



Abb. 7: Gold: Feinunze in USD (Bloomberg, September 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 beeinflusste die Aktienmarktkorrektur aber auch die Private-Equity-Portfolios. Die Bewertungskennziffern für PE-Anlagen entsprechen aktuell in etwa wieder den langjährigen Durchschnittswerten. Im zweiten Quartal sank das Private-Equity-Dealvolumen auf globaler Ebene markant, erholte sich in der Region Asien jedoch bereits wieder.

Die Zuflüsse in Private-Debt-Anlagen bleiben aufgrund der anhaltend tiefen Zinsniveaus weiterhin stark. Stetige Erholung der Bewertungsniveaus seit Tiefstwerten im März.



US-Wahlen: Trump oder Biden?

Bei den am 3. November stattfindenden US-Wahlen, an denen neben der Präsidentschaft auch ein Drittel des Senats und das gesamte Repräsentantenhaus gewählt bzw. erneuert wird, zeichnet sich ein Kopf-an-Kopf-Rennen ab. In den neuesten Umfragen weist der demokratische Kandidat und Ex-Vizepräsident Joe Biden landesweit zwar einen in den letzten Monaten nur wenig veränderten Vorsprung von rund sieben Prozent auf Präsident Trump aus. Entscheidend sind jedoch die Elektorenstimmen, die meist pauschal pro Bundesstaat («Winner takes all») vergeben werden. Ausschlaggebend sind letztendlich die rund sechs Wechselwählerstaaten («Swing States»). Dort hält Biden zwar ebenfalls einen Vorsprung, der mit durchschnittlich knapp vier Prozent aber nur wenig über der Fehlermarge liegt (Abb. 8).

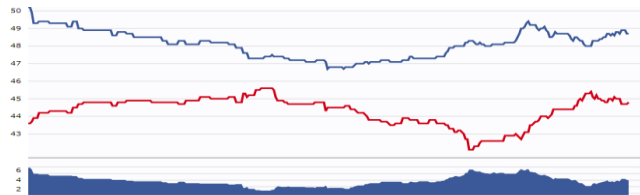


Abb. 8: Umfragen in «Swing States»: Biden (blau) vs. Trump (rot) RealClearPolitics, September 2020

Eine Wiederwahl von Trump ist also durchaus möglich. Erschwerend kommt hinzu, dass aufgrund der Coronakrise etwa ein Drittel der Wähler - wesentlich mehr als bis anhin - schriftlich zu wählen beabsichtigt. Dies kann die Auszählungen um Wochen verzögern. In Staaten wie Pennsylvania oder Michigan (beides Swing States) dürfen die Wahlcouverts zudem erst am Wahltag geöffnet werden. Es bahnt sich eine ausgedehnte Phase der Ungewissheit nach den Wahlen an. Da die Aktienmärkte der Unsicherheit nicht mögen, erhöhen sich jeweils die Risikoprämien bereits im Vorfeld von Wahlen, erst recht, wenn die Wiederwahl eines Präsidenten gefährdet ist.

Verschiedene Szenarien

Es zeichnen sich drei hauptsächliche Szenarien ab: der Status Quo, ein demokratischer Kantersieg, oder ein Präsident Biden mit einem gespaltenen Kongress (Abb. 9):

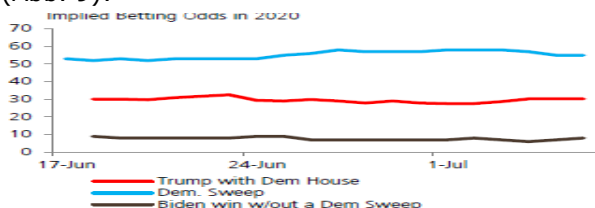


Abb. 9: Wettquoten der US-Regierungszusammensetzung nach den Wahlen im November 2020, d.h. je höher die Quote umso tiefer die Eintretenswahrscheinlichkeit (UBS, Predictit.org, August 2020)

Status Quo

Ein gespaltenen Kongress dürfte substantielle Steueränderungen 2021/2022 erschweren. Beide Seiten könnten sich jedoch darauf einigen, die Infrastrukturausgaben in der nächsten Dekade materiell zu erhöhen. Die (handels- und geopolitischen) Spannungen mit China würden bis zu einem «IT-Krieg» intensi-

viert. Handelsfraktionen mit Europa könnten wieder aufleben. Deregulierungen (Umwelt, Banken) würden ausgebaut. Für die Aktienmärkte und den Dollar wäre ein Trump-Sieg kurzfristig positiv, längerfristig eher hinderlich.

Demokratischer Kantersieg

Steuererhöhungen für Gutverdienende (Erhöhung des marginalen Steuersatzes von 37% auf 39.6%) und Unternehmen (von 21% auf bis zu 28%) würden die Privatwirtschaft belasten und hätten sinkende Kapitalrenditen zur Folge. Die Ausgaben für Gesundheit (Ausbau Obamacare) würden deutlich zunehmen. Die harte Aussenpolitik gegenüber China bliebe wahrscheinlich bestehen, wäre aber in einen multilateralen Kontext, wie zusammen mit Europa, eingebettet und berechenbarer als unter Trump. Finanzielle und Umweltregularien würden kräftig heraufgehoben, begleitet von Anreizen für umweltfreundliche Energien. Dem Pariser Abkommen würde wieder beigetreten. Ein weitreichender Machtwechsel wäre kurzfristig negativ für die Aktienmärkte, längerfristig dank der höheren Berechenbarkeit Bidens gegenüber Trumps leicht positiv und neutral für den Dollar.

Biden mit weiter gespaltenem Kongress

Das Szenario mit der höchsten relativen Wahrscheinlichkeit. Der sich blockierende Kongress dürfte wenig an Gesetzgebung zustande bringen, auch aufgrund einer graduellen wirtschaftlichen Erholung. Eine vorhersehbarere, entspanntere Aussenpolitik gepaart mit innenpolitischer Lähmung würde sich positiv auf Aktien auswirken. Die Deeskalation des Handelskriegs trüge zu einer Schwächung des USD bei.

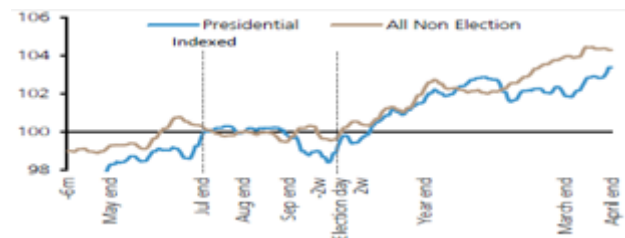


Abb. 10: Performance des S&P 500-Index im Zeitraum um Präsidentschaftswahlen seit den 1940er Jahren (UBS, September 2020)

Fazit

Die Wahl eines US-Präsidenten hatte historisch i.d.R. höchstens kurzfristig mit etwas höherer Unsicherheit vor den Wahlen Auswirkungen auf die Finanzmärkte (Abb. 10). Dies kann sich dieses Mal aufgrund der hohen Polarisierung anders entwickeln, da ein einerseits erratisch agierender, andererseits wirtschaftsfreundlicher Präsident Trump bei Abwahl wegfallen würde. Ebenfalls belastend für die Märkte wäre eine lange Phase der Unsicherheit nach den Wahlen, falls sich das Wahlresultat stark verzögern sollte.

Ein Präsident Biden wäre berechenbarer und würde wieder eine Rückkehr der USA in die globale Wertegemeinschaft kolportieren. Höhere Steuern und damit eine verminderte Attraktivität von US-Aktien wären ein Gegenpol hierzu. Insgesamt wäre ein moderater Biden mit einem gespaltenen Kongress aus Sicht der Finanzmärkte die vorteilhafteste Perspektive.

Baar, Oktober 2020/DIG

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.