



Anlagepolitischer Ausblick 2. Quartal 2020

Globaler makroökonomischer Ausblick

- Noch vor Quartalsfrist wurde dank nachlassender Handelskriegsängste und Zentralbankhilfe für 2020 mit einer ansprechenden Entwicklung gerechnet.
- Das sich exponentiell ausbreitende Coronavirus beendete diese Hoffnung ab Februar bzw. März jäh.
- Die Weltwirtschaft dürfte zumindest in der ersten Jahreshälfte 2020 in eine tiefe Rezession abgleiten.
- Zentralbankhilfe und seit letzter Woche auch fiskalische Stützungsprogramme in noch nie dagewesenem Ausmass werden die Auswirkungen mildern, wenn auch nicht vollumfänglich kompensieren können.
- Vieles hängt von der Dauer bis zu einer Abflachung der Kurve gemeldeter Neuinfizierungen ab. Momentan werden mehrere medizinische Wirkstoffe zur Linderung der COVID-19-Symptome getestet, ein Impfstoff ist frühestens für Anfang 2021 zu erwarten.
- Falls bzw. wenn sich die weitreichenden Eindämmungsmassnahmen für Menschen in über 50 Ländern allmählich positiv auf die neuen Fallzahlen auswirken werden, dürfte die aktuelle Vollbremsung der Weltwirtschaft gegen Ende 2020 zu einer – vermutlich eher langwierigen – Erholung führen.
- Ermutigende Anzeichen einer Normalisierung sind etwa in China und Südkorea festzustellen.

Traditionelle Anlagen

0-3Mt. - 12Mt.

Währungen	Schwankungsbreite USD/CHF: 0.94 - 1.00 bzw. EUR/CHF 1.00 - 1.08.		
Obligationen	Zu Jahresbeginn führte die Befürchtung sinkender Leitzinsen aufgrund der Wachstumsverlangsamung zunächst zu tieferen Renditen, gefolgt von einer Flucht in Qualitätsanleihen, als sich die Coronakrise abzuzeichnen begann. Die massiven Stimulationspakete und künftige Inflationsängste liessen jedoch bereits im März die Renditen wieder ansteigen.	➔	➔
Aktien	Der elfjährige Bullenmarkt mündete in der Rekordzeit von nur 16 Handelstagen in einen Bärenmarkt (minus 20% seit dem vorangegangenen Höchst), gefolgt von einem Erholungsversuch Ende März. Die Aktienmärkte dürften volatil bleiben, bis sich Anzeichen einer erfolgreichen Eindämmung des Virus verdichten und erhöhte Klarheit über die wirtschaftlichen Implikationen herrscht. Die konzentrierten weltweiten Massnahmen stimmen zuversichtlich, müssen aber erst greifen.	➔	➔

Alternative Anlagen

Rohstoffe	Die Suche nach Sicherheit beflügelt die stark schwankenden Goldnotierungen. Öl leidet unter dem Angebotskrieg OPEC/Russland und sinkender Nachfrage.
Hedge Fonds	Stark divergierende Performances. Wenig Renditepotenzial in CHF.
Alt. Forderungspapiere	Mikrofinanz weist stabile Performance und tiefe Korrelation zu klassischen Anlageklassen sowie zusätzlich Impact-Rendite aus.
Immobilien	Wertkorrekturen im Kommerzbereich zu erwarten (u.a. Verkaufsflächen), relative Stabilität im Wohnsegment.

Privatmarkt-Anlagen

Private Equity	Umkämpftes Segment im aktuellen Zinsumfeld mit hohen Liquiditätsbeständen. Kurzfristig mark-to-market (mtm) Bewertungskorrekturen wahrscheinlich.
Private Debt	Alternative zu nahe Null rentierenden Obligationen. Trotz kurzfristiger Kreditduration und Finanzspritzen der Zentralbanken ebenfalls von mtm Bewertungsdruck betroffen.
Übrige	Breit diversifizierte Privatmarkt-Anlagen als langfristige strategische Portfoliobausteine.

Marktdaten

BIP Wachstum %	Länder	2018	2019E	2020E
Industrienationen	USA	2.9	2.3	2.0
	Japan	0.3	0.7	0.9
	Eurozone	1.9	1.2	0.8
	UK	1.3	1.4	0.8
	Schweiz	2.8	0.9	1.8
Schwellenländer	China	6.7	6.1	3.9
	Indien	7.0	6.1	6.5
	Brasilien	1.3	1.1	0.1
Wechselkurse	31.03.20	% -3M	% -6M	% -12M
USD/CHF	0.966	-0.05	-3.21	-2.94
EUR/CHF	1.060	-2.37	-2.60	-5.07
GBP/CHF	1.198	-6.58	-2.36	-7.67
3 Monats Libor	31.03.20	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp
CHF	-0.66	2.4	9.9	4.8
USD	1.43	-47.5	-65.2	-116.6
EUR	-0.35	3.0	6.5	-4.2

Staatsanleihen (10y)	31.03.20	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp
CHF Eidgenossen	-0.38	14.3	42.8	5.2
USD Treasury	0.67	-124.8	-99.5	-173.6
EUR Bund	-0.47	-28.6	10.0	-40.1
Aktienmärkte	31.03.20	% -3M	% -6M	% -12M
SMI	9'311.92	-12.29	-7.60	-1.75
S&P 500	2'584.59	-20.00	-13.17	-8.81
Nikkei	18'917.01	-20.04	-13.05	-10.79
FTSE-100	5'671.96	-24.80	-23.44	-22.08
DJ EURO-STOXX 50	2'786.90	-25.59	-21.92	-16.85
Rohstoffe	31.03.20	% -3M	% -6M	% -12M
Gold oz/USD	1'577.18	3.95	7.11	22.04
Öl (WTI)	20.48	-66.46	-62.12	-65.95
Kupfer (Spot)	4'938.75	-19.68	-13.28	-23.86

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



Gesamtwirtschaftliches Umfeld

Wann kommt das Licht am Ende des Tunnels?

Die Suche nach dem Boden der eben erst begonnenen Rezession gleicht momentan eher einem Stochern im Nebel als einer seriösen ökonomischen Datenanalyse. Ein Negativwachstum im hohen einstelligen Bereich 2020, insbesondere in der ersten Jahreshälfte, dürfte 2021 einem etwas weniger ausgeprägten positiven Wachstum weichen. Dies ist aus aktueller Sicht allerdings noch eine mit sehr hohen Unsicherheiten behaftete Aussage und bedingt, dass die Eindämmungsmassnahmen wirken und im Verlauf der zweiten Jahreshälfte 2020 auch wieder aufgehoben werden. Erschwerend wirkt aktuell die mangelnde Kooperation zwischen China und den USA, aber auch innerhalb der EU.

Die beispiellose Zentralbankhilfe und das beherzte Eingreifen der Staaten mit fiskalischen Stützungsmaßnahmen scheinen gegenwärtig das einzig Richtige zu sein (Abb.1). Sie werden jedoch europaweit – und erst recht in den USA – zu noch höheren Staatsdefiziten führen, als ohnehin schon der Fall ist. Tiefer als erwartete Steuereinnahmen werden die Schuldenproblematik weiter verschärfen. Die stellenweise marode Infrastruktur ächzt schon heute angesichts der massiven Ausweitung der „Home Office“-Arbeitsweise und leidet unter den Unterinvestitionen in den Digitalausbau in den letzten Jahren.

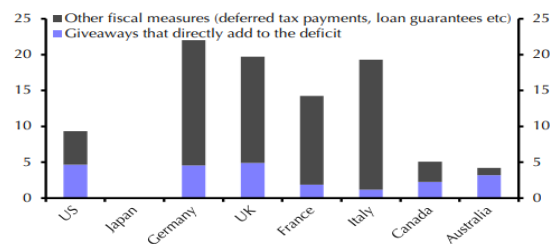


Abb. 1: Angekündigte Fiskalmaßnahmen in % des BIP (blau: direkte Zahlungen, Steuererleichterungen, etc. / schwarz: andere inkl. Kreditgarantien; Capital Economics, März 2020)

Schweiz

Nachdem das Schweizer BIP 2019 noch um 0.9% expandierte, dürfte die Wirtschaft in der ersten Jahreshälfte 2020 angesichts des Lockdowns deutlich kontrahieren, gefolgt von einem moderaten Aufschwung in der zweiten Jahreshälfte und 2021. Erste Prognosen gehen von -2% bis -4% für das Gesamtjahr 2020 aus. Anders als 2008/2009 ist heute neben dem Export auch die Binnenwirtschaft betroffen. Deren Stabilisierungsfunktion fällt somit weg (Abb. 2).

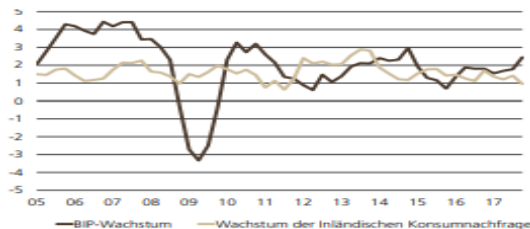


Abb. 2: BIP-Wachstum und inländische Konsumnachfrage im Vergleich zum Vorjahresquartal (UBS/ Macrobond, März 2020)

Voraussetzung für die Erholung ist, dass die Fiskalmaßnahmen von ansehnlichen CHF 42 Mia. oder rund 6% des BIP einen starken Anstieg der Arbeitslosigkeit und eine Konkurswelle bei KMUs deutlich dämpfen können.

Europa

Das BIP-Wachstum der Eurozone war bereits im 4. Quartal 2019 verletzlich und dürfte bis ca. Mitte Jahr deutlich leiden (Abb. 3).

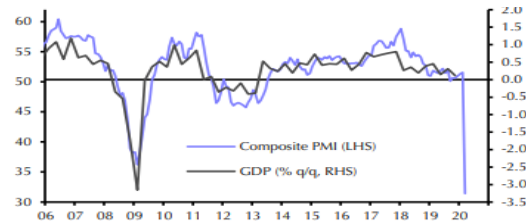


Abb. 3: Composite PMI Eurozone und BIP-Wachstum (Capital Economics, März 2020)

Die EZB stemmt sich mit einem EUR 750 Mia.-Anleihekaufofprogramm gegen die Krise. In Ländern wie Deutschland und Frankreich dürfte sich die darauffolgende Erholung früher manifestieren als in Italien oder Spanien. Dies liegt einerseits daran, dass die Erstgenannten wesentlich mehr fiskalische Unterstützungsmaßnahmen inklusive unlimitierte Darlehensgarantien gesprochen haben. Andererseits sind sie (v.a. Deutschland) deutlich ausgeprägter auf Industrietätigkeit ausgerichtet als die eher von Dienstleistungen (wie Tourismus) abhängigen südlichen Länder.

USA

Nach einer anfänglich zögerlichen Reaktion auf das Virus kamen auch Teile der US-Wirtschaftstätigkeit fast vollständig zum Erliegen. Für das zweite Quartal wird eine Kontraktion im zweistelligen Prozentbereich erwartet. In der Woche zum 21. März stiegen die Neuanträge auf Arbeitslosenunterstützung um das Elffache von 282'000 auf noch nie dagewesene 3,283 Mio. (Abb. 4).

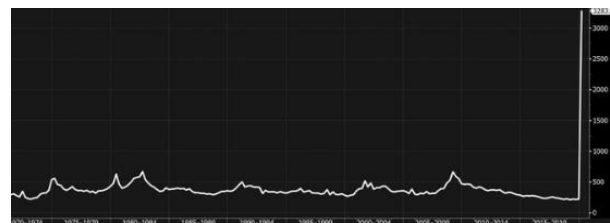


Abb. 4: Wöchentliche Neuanträge auf Arbeitslosenunterstützung seit 1970 (Bloomberg, 26. März 2020)

Dies war jedoch noch vor dem – ebenfalls noch nie dagewesenen – fiskalischen Stimulierungspaket von knapp USD 2 Bio. Zusammen mit den Liquidität sicherstellenden Massnahmen des Fed – u.a. Leitzinssenkungen auf null und Wertschriftenkäufe bis USD 700 Mia. – sollte eine Erholung während der zweiten Jahreshälfte auch hier feststellbar werden.

Schwellenländer

Während Asien vor rezessiven Einflüssen keineswegs gefeit ist, lassen sich etwa in den Ländern China, Südkorea und Taiwan bereits erste Anzeichen einer sich erholenden Wirtschaftstätigkeit feststellen.

Risiken

Wir halten folgende Risikofaktoren im Auge:

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



Traditionelle Anlagen

Obligationen: Zentralbanken unterstützen

Das Fed senkte den Leitzins im März in zwei ausserterminlichen Schritten auf null. Hinzu kamen in den letzten Wochen Liquiditätsspritzen in bis anhin noch nie dagewesenem Ausmass. Die Bilanz der US-Zentralbank wurde dabei um über USD 1 Bio. erhöht (Abb. 5). Der Bereitschaft, Liquidität zur Verfügung zu stellen, werden dabei keine quantifizierten Limiten gesetzt. Auch die EZB verspricht grundsätzlich unbeschränkte Unterstützung.



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

Die Renditen der grossen Währungsblöcke unterbrechen den Wiederanstieg der vorangegangenen Monate, unterliegen aber deutlich erhöhter Volatilität (Abb. 6).



Abb. 6: Renditen 10-jähriger Staatsanleihen (Bloomberg, Dezember 2019)

Bei Unternehmensanleihen waren die Preiskorrekturen aufgrund der gestiegenen Kreditrisikoprämien und zeitweise ebenfalls fehlender Liquidität markant. Nach den Interventionen der Zentralbanken hat sich die Situation etwas beruhigt, aber der Anleihemarkt ist noch weit entfernt von einer Normalisierung.

Aktien: Aktienmärkte im Ausnahmezustand

Die COVID-19-Pandemie führte seit Jahresbeginn zu Kursrückgängen von bis zu 30% in Lokalwährungen. In einzelnen Märkten oder Themenbereichen bzw. übergebührlich abgestraften Fällen können sich, mit längerfristiger Perspektive, allmählich Kaufgelegenheiten herauskristallisieren. Obwohl sich das beste Timing für Zukäufe natürlich auch im derzeitigen Umfeld nur retrospektiv bestimmen lässt, erachten wir den jetzigen Zeitpunkt für einen Einstieg als verfrüht. Tendenziell gehen wir aber nicht davon aus, dass eine Baisse wie etwa in den 1930er-Jahren begonnen hat, sondern mit einer Erholung in mittelfristiger Zukunft gerechnet werden kann. Wir halten es aktuell für opportun, „Gewehr bei Fuss“ zu stehen und die Portfolios breit diversifiziert und mit genügend hohen Liquiditätsbeständen zwecks Handlungsfreiheit zu halten. Von einer Panikstimmung an den Finanzmärkten sind wir wieder entfernt. Wir analysieren die Märkte mit Hinblick auf vermehrte Zeichen einer Bodenbildung (Abb. 7).



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

Die Bewertungen der Aktienmärkte sind zwar auf unterdurchschnittliche Niveaus gefallen, was aber noch nicht eine Übertreibung bzw. Einstiegsgellegenheit bedeutet. Zu den Gründen für unsere Skepsis gehört, dass die Analysten ihre Gewinnsschätzungen den neuen Umständen erst noch anpassen müssen. Damit würden sich die Kurs/Gewinnverhältnisse – ceteris paribus – wieder erhöhen (Abb. 8).

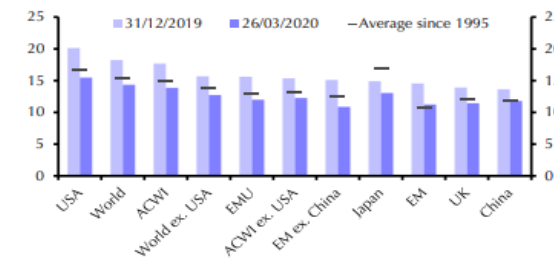


Abb. 8: Kurs/Gewinnverhältnisse MSCI Indizes (Capital Economics, März 2020)

Nach Reduktionen einiger Positionen seit Jahresbeginn 2020 bleibt unsere Aktienallokation in dieser Situation untergewichtet.

Alternative Anlagen

Gold konnte gegen Ende März, nachdem die Anlegergemeinde vorgängig sämtliche Anlageklassen inklusive Edelmetalle zugunsten von Liquidität reduzierte, seiner Rolle als „sicherer Hafen“ gerecht werden (Abb. 9) und handelt auf einem Mehrjahres-Hoch.

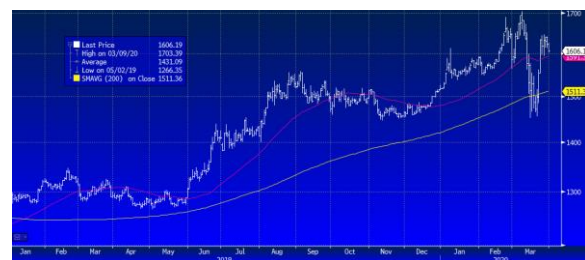


Abb. 9: Goldkurs in USD/Feinunze, seit 2019 (Bloomberg, März 2020)

Die Ölkurse leiden unvermindert einerseits unter dem Preiskrieg zwischen Russland und Saudi-Arabien und andererseits unter der eingebrochenen Nachfrage.

Privatmarkt-Anlagen

Private-Equity-Portfolios sollten etwas weniger von den Erschütterungen an den kotierten Märkten betroffen sein. Aufgrund von „mark-to-market“-Adjustierungen auf Bewertungsebene wird die Krise aber auch in den Private-Equity-Portfolios mit zeitlicher Verzögerung sichtbar werden. Private-Debt-Anlagen werden sich trotz kurzfristiger Kreditduration und Finanzspritzen der Zentralbanken dem Bewertungsdruck ebenfalls nicht entziehen können.



Coronavirus

Das Coronavirus hat die Welt offensichtlich im Griff. Noch steigt die Kurve neuer Infektionen auf globaler Ebene exponentiell an (Abb. 10). In China werden kaum mehr neue Fälle gemeldet und es zeichnet sich bereits ein Anfang in Richtung Normalität ab. So wird das Reiseverbot für die Millionenstadt Wuhan, wo das Virus zuerst festgestellt wurde, ab 8. April aufgehoben.

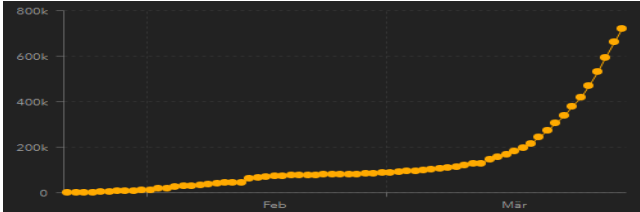


Abb. 10: Kumulative bestätigte neue COVID-19 Fallzahlen (John Hopkins University, 30. März 2020)

Die effektivsten Gegenmassnahmen, wie beispielsweise das „Social Distancing“ und ein „Shutdown“ (Teil-Stilllegung) der Wirtschaft, wurden in Ländern und Regionen mit unterschiedlicher Vehemenz umgesetzt. Das Ziel ist es, die Kapazitäten der Gesundheitssysteme nicht zu überschreiten. Im Durchschnitt wird mit einer Zeit vom ersten Auftreten in einer Region bis zur Spitze mit zwischen 40 und 60 Tagen gerechnet (Abb. 11, blaue Kurve), verbunden mit der Hoffnung, dass die ergriffenen Massnahmen nicht zu einer Überlastung des Gesundheitssystems führen.

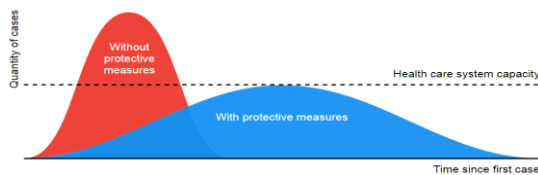


Abb. 11: #Flattenthecurve (JCDC / The Economist, März 2020)

In wieweit die Massnahmen wirken, wird sich in den nächsten Tagen und Wochen zeigen. Zahlenmässig einen ersten Lichtblick gibt es in Norditalien, wo strikte Massnahmen bereits seit dem 9. März in Kraft sind. In den USA, wo – neben Italien und Spanien – mehr Fälle als in China gemeldet werden, hat die Eskalationswelle erst richtig begonnen.

Die verschiedenen Länder befinden sich in unterschiedlichen Stadien der Virusverbreitung (Abb. 12).

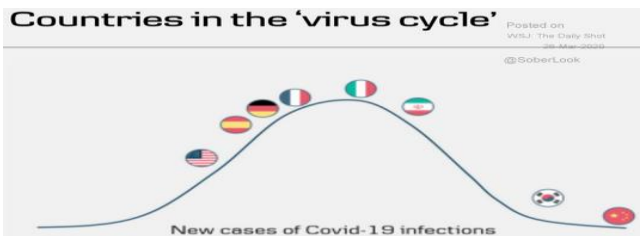


Abb. 12: Unterschiedliche Stadien verschiedener Länder im „Virus-Zyklus“ (Danske Bank/WSJ, . 26. März 2020)

Vor allem der weitere Verlauf in der wichtigsten Volkswirtschaft USA ist im Moment die grösste Unbekannte und für die weitere Entwicklung des gesamtwirtschaftlichen Umfeldes höchst relevant.

Verschiedene Wirtschaftsszenarien

Die Kernfrage aus ökonomischer Sicht ist die Dauer der Stilllegung der Wirtschaft. Die Zentralbanken und fiskalische Massnahmen können der Wirtschaft und den Bürgern während des Shutdowns zwar für eine gewisse Zeit Überbrückungshilfen bieten. Aber ein wesentlicher Teil des Schadens ist angerichtet und nicht wieder gut zu machen. Dies gilt insbesondere für einen Grossteil des Dienstleistungssektors.

Die Welt wird sich früher oder später vom Corona-Schock erholen. Der entscheidende Faktor für das Ausmass des volkswirtschaftlichen Schadens ist die Zeit. Es werden drei Szenarien diskutiert: Können wir auf globaler Ebene mit einem V-förmigen Verlauf – einer kurzen, scharfen Korrektur mit ebenso unmittelbarer Erholung – rechnen? Oder braucht die Erholung länger, also gleicht die Erholung eher einer U-förmigen Entwicklung – ein Abgleiten in eine Rezession mit mehr oder minder länger währendem Verharren in einer Talsohle, gefolgt von einer allmählichen Erholung? Oder muss sogar mit einem L-förmigen Verlauf gerechnet werden, also eine langanhaltende Rezession oder gar Depression im Stile der 1930er-Jahre? Angesichts der Fortschritte in der Medizin und der bereits weit reichenden Unterstützung monetärer und fiskalischer Natur halten wir Letzteres für wenig wahrscheinlich.

Die aktuelle Situation wird oft mit der Finanzkrise von 2008/09 oder gar mit der „Grossen Depression“ ab 1929 verglichen. Beide Vergleiche treffen jedoch höchstens am Rande zu. In beiden grossen Krisen lag jeweils eine Finanzkrise zugrunde, welche die Realwirtschaft in Mitleidenschaft zog (2008: Kollaps des Bankensystems, Subprime-Hypothekenproblematik). Die aktuelle Krise wird hingegen durch einen externen Faktor hervorgerufen, dessen Bekämpfung die ansonsten gesunde Wirtschaft quasi zum Stillstand bringt und das Finanzsystem nur indirekt beeinflusst. Das Bankensystem ist heute in einem wesentlich besseren Zustand als vor der Finanzkrise 08/09 und wird als Teil der Lösung des Problems angesehen.

Ob es sich bei der Erholung der globalen Wirtschaft schliesslich um eine V-, U- oder L-förmige Entwicklung handeln wird, ist wesentlich davon abhängig, wie schnell die Gegenmassnahmen wirken. Insbesondere der weiteren Entwicklung in den USA kommt dabei in den nächsten Wochen die Schlüsselrolle zu.

Fazit

Zur Bekämpfung des Coronavirus sind massive Gegenmassnahmen getroffen worden. Das Wirken dieser Massnahmen ist noch nicht abschliessend klar, entsprechend sind auch das Timing der Erholung und der wirtschaftliche Schaden schwer abschätzbar. Wir gehen in unserem Basisszenario davon aus, dass die globale Konjunktur kräftig aber nur temporär in Mitleidenschaft gezogen wird. Entsprechend halten wir uns bereit, die bestehende Liquidität im Aktienbereich zu investieren, sobald eine nachhaltige Verringerung der Infektionsraten in den wichtigsten Ländern absehbar wird. Im Moment ist die Unsicherheit jedoch noch deutlich zu hoch.

Baar, April 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.