

## HALBJAHRESBERICHT

Juli 2020

### Der exogene Schock

Das Coronavirus war zunächst eine Randnotiz. Die Finanzmärkte befanden sich im Januar noch im Fahrwasser des ausserordentlich guten Börsenjahres 2019. Die Nachrichten von einem allmählichen Stillstand des öffentlichen Lebens in China wurden zwar zur Kenntnis genommen und führten dort auch früh zu Kursverlusten. Von den westlichen Investoren wurde die Epidemie aber erst dann als akute Bedrohung wahrgenommen, als sie Ende Februar den reichen italienischen Norden erreichte. Die zahlreichen Todesfälle, die Bilder von überlasteten Spitälern sowie der staatlich befohlene «Lockdown» der Wirtschaft machten klar, dass auch der Westen nicht vor dem Virus gefeit sein würde. Innerhalb kürzester Zeit wurden die italienischen Massnahmen auch im Resten Europas und dann in den USA kopiert.

Indices	Performance 2020 (in CHF)
Obligationen Schweiz	-0.48%
Obligationen Welt (CHF hedged)	2.87%
Aktien Schweiz (SPI)	-3.13%
Aktien Welt (MSCI World)	-7.36%
Aktien Schwellenländer (MSCI EM)	-11.51%
Aktien Europa (Eurostoxx 50)	-13.62%
Aktien USA (S&P 500)	-5.02%
CH Immobilien (Fonds)	-1.64%
CH Immobilien (AST; per 31.05.)	1.99%
Gold	15.04%
Öl (WTI)	-36.97%
EUR	-1.81%
USD	-2.00%
JPY	-1.38%

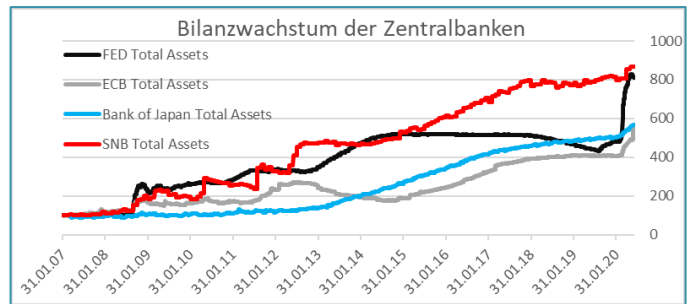
### Die unmittelbaren Auswirkungen

Der globale Aktienindex für die entwickelten Märkte «MSCI World» büsste zwischen Ende Februar und Ende März rund ein Drittel seines Wertes ein! Vor allem der Tourismus- und der Reisebranche, aber auch der Industrie ganz generell, brach ein erheblicher Teil der Nachfrage weg. Dies führte zu einem massiven Anstieg der Arbeitslosigkeit, welcher in Europa durch das Modell der Kurzarbeit vorerst etwas abgefedert wurde. Mit 14.7% stieg sie in den USA auf ein Niveau wie man es seit dem zweiten Weltkrieg nicht mehr gesehen hatte, und dies notabene nachdem man noch im Februar praktisch von Vollbeschäftigung sprechen konnte. Der Quasi-Stillstand der globalen Wirtschaft führte auch zu einem Zusammenbruch der Nachfrage nach Energie, insbesondere nach Erdöl. Die Situation auf dem Ölmarkt wurde zudem noch dadurch verschlimmert, dass sich die OPEC Staaten und Russland zunächst nicht auf Förderkürzungen einigen konnten und die Produktion im Gegenteil noch zusätzlich ankurbelten. So fiel der Preis für ein Fass der US-Sorte WTI zwischenzeitlich sogar unter null US-Dollar, da das Überangebot zu Engpässen bei der Lagerung führte. Am Obligationenmarkt kam es zu einer starken Ausweitung der Zinsaufschläge («Zins-Spreads») für Papiere, welche aus Sicht der Anleger mit erhöhten Risiken behaftet waren. Unternehmensanleihen mussten bei Neuemission deshalb deutlich attraktiver ausgestaltet werden als noch zu Jahresbeginn, um das Interesse der Investoren auf sich zu ziehen. Aber sogar «sichere» Staatsanleihen wurden von der Verkaufswelle erfasst, führte die Korrektur und die Illiquidität bei riskanten Anlagen doch vielerorts zu einem hohen Finanzierungsstress. Um nicht allzu hohe Verluste realisieren zu müssen, verkauften die Anleger deshalb zur Not diejenigen Vermögenswerte, die sich lange noch gut gehalten hatten. Neben den Staatsanleihen zählte hierzu auch Gold, welches sich nach einem zwischenzeitlich deutlichen Einbruch aber schnell wieder fing und der Krise unter dem Strich sehr gut standhielt.

### Ökonomisches Gegengift

Im Gegensatz zur Finanzkrise 2008 reagierten sowohl die Notenbanken als auch die Staaten diesmal sehr schnell und entschieden auf die neue Bedrohung. Ziel war es, die Wirtschaft über den «Lockdown» hinaus zu stützen und dafür zu sorgen, dass sie danach sofort wieder Fahrt aufnimmt. Der Teufelskreis von hohen Verlusten/Konkursen im Unternehmenssektor, welche zu steigender Arbeitslosigkeit und in der Folge zu weniger Konsum führen, was dann erneut den Absatz der Unternehmen schmälert (etc.), galt es so rasch wie

möglich zu durchbrechen. Zusätzlich bestand auch diesmal die Gefahr, dass nicht bediente Unternehmenskredite Banken in Schieflage bringen würden. Die US-Notenbank senkte die Leitzinsen innert Wochenfrist in zwei Schritten um insgesamt 1.5% auf nahezu null Prozent. Zudem ging sie wieder dazu über, *unlimitiert* Staats- und neu auch Unternehmensanleihen am Markt aufzukaufen. Damit stellte sie sicher, dass die Zinsen tief blieben und dass sich sowohl der Staat als auch die Unternehmen weiterhin zu günstigen Konditionen refinanzieren konnten und weniger Entlassungen aussprechen mussten. Die anderen wichtigen Zentralbanken unternahmen ähnliche Massnahmen. Die nebenstehende Grafik zeigt, wie die Interventionen der SNB und der US-Fed seit der Finanzkrise zu mehr als einer Verachtfachung ihrer Bilanzen geführt hat. Die Bilanzen der EZB und die Bank of Japan haben sich praktisch versechsfacht.



Auch die einzelnen Staaten warfen noch nie dagewesene Summen auf, um einerseits die KMUs zu unterstützen und andererseits den Einzelunternehmern und Privatpersonen beiseite zu stehen, deren Einkünfte plötzlich weggebrochen waren. Was die Unterstützung der KMUs betrifft, so hat sich das Schweizer Modell als äusserst effizient erwiesen. Die Unternehmen kamen über ihre bestehenden Kreditkanäle (Banken) an Notkredite, welche ab 500'000.- CHF zu 85% von der Eidgenossenschaft besichert waren/sind. Für Beträge unter dieser Limite bürgte die Eidgenossenschaft gar vollumfänglich. Die Banken kannten ihre Kunden natürlich bestens und wussten um deren Kreditfähigkeit. Für grössere Summen hätten sie die nicht garantierten 15% bei einem Ausfall selbst tragen müssen, wodurch auch ein Anreiz gegeben war, die Kredite mit der nötigen Vorsicht zu sprechen. Durch dieses bestehende Netzwerk kam das Geld innerhalb weniger Tagen oder gar Stunden beim Kreditnehmer an, was diesen vor einer Liquiditätsklemme bewahrte.

### Der Wiederaufschwung an den Finanzmärkten

Die globalen Interventionen zeigten ab Ende März Wirkung und die Aktien legten kräftig zu, sodass der «MSCI World» am 30.06. «nur» noch 7.4% unter dem Niveau von Ende 2019 lag. Auch die Zinsaufschläge verengten sich im Verlaufe des 2. Quartals wieder. Staatsanleihen wurden zwar weiterhin nachgefragt, die Anleger legten jedoch den Fokus auf die vergleichsweise attraktiv verzinsten Unternehmensanleihen. Der Ölpreis stabilisierte sich wieder, als die Wirtschaft in immer mehr Ländern langsam geöffnet wurde.

### Die Zukunft hat längst begonnen

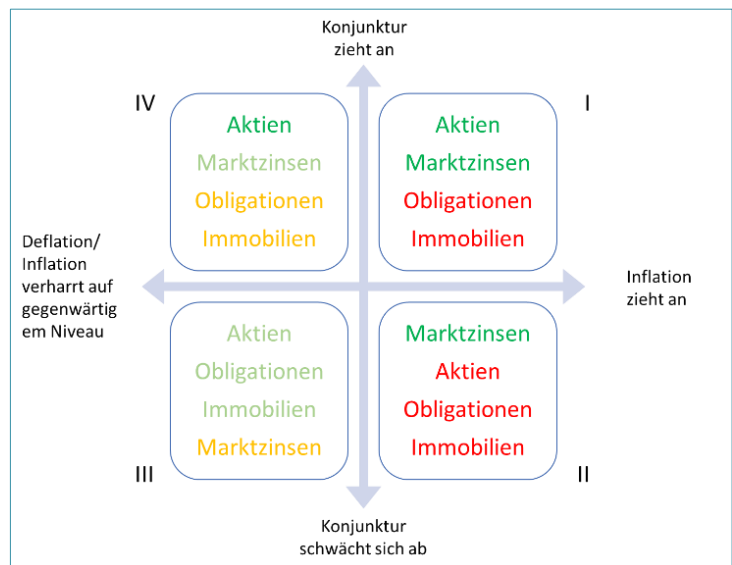
Erwartungsgemäss haben in der Krise die Sektoren «Basiskonsumgüter» (bspw. Grundnahrungsmittel) und «Gesundheit» ihre historisch defensiven Qualitäten erneut ausgespielt und mussten deutlich weniger hohe Kurseinbussen hinnehmen, als der Gesamtmarkt. Dies war auch der Grund dafür, dass der Schweizer Aktienmarkt, welcher von den Schwergewichten Nestlé, Novartis und Roche dominiert wird, im internationalen Vergleich gut abgeschnitten hat. Auffallend war jedoch die Performance des IT-Sektors. Während dem Aktiencrash war er nicht nur unter denjenigen Sektoren, welche am wenigsten verloren haben, sondern er erholte sich danach auch wieder überproportional. Es handelt sich um den einzigen Sektor, welcher im bisherigen Jahresverlauf eine positive Performance zeigte und dies gleich mit über +12%. Dies zeigt, dass IT nicht mehr einfach revolutionär, sondern mittlerweile unverzichtbarer Bestandteil unseres Alltags geworden ist. Viele Firmen haben ihre Daten mittlerweile auf Clouds gespeichert, was ihren Mitarbeitern den Zugriff von zuhause aus ermöglicht. Die Nutzung von verschiedenen Plattformen für Telekonferenzen und der durch die Ausgangssperre forcierte Einkauf übers Internet haben den Wandel in dieser Phase weiter beschleunigt. Klar ist ein physisches Treffen manchmal unumgänglich, aber bei intensiven Geschäftsbeziehungen kann man sich durchaus auch regelmässig über eine Telefonkonferenz austauschen. Diese Überlegungen machen sich zurzeit viele Unternehmen und sie werden sich in Zukunft einiges an Geld (und Zeit) einsparen können, wenn die

Geschäftsreisen abnehmen und sie zudem nicht mehr für jeden Mitarbeiter einen Arbeitsplatz bereitstellen müssen. Die Tage an denen alle Angestellten gleichzeitig im Büro sitzen, dürften abnehmen. Die schnelle Erholung des IT-Sektors zeigt aber auch ganz klar, dass es sich dabei nach wie vor um einen Wachstumssektor handelt, von dem man sich weiterhin viele Innovationen verspricht.

## Perspektiven 2020

### Wo stehen wir?

Zu Jahresbeginn haben wir versucht anhand der beiden Parameter «konjunkturelle Entwicklung» und «Inflation» aufzuzeigen, in welche Richtung die Weltwirtschaft sich kurz- bis mittelfristig entwickeln könnte. Der exogene Schock, den die Weltwirtschaft durch das Coronavirus erlitten hat, führte zu einer heftigen Korrektur an den Aktienmärkten sowie zu einem nachhaltigen konjunkturellen Einbruch. Insbesondere der nachgelagerte Preissturz im Erdöl hatte zudem tiefere Inflationsraten zur Folge. Seit Ende März, als die Märkte sich auf die neue Situation eingestellt hatten, befinden wir uns deshalb in dem Szenario, welchem wir Anfang 2020 die zweithöchste Wahrscheinlichkeit beigemessen hatten (Quadrant III in der nebenstehenden Grafik): Die Aktien-, Obligationen- und Immobilienpreise stiegen auf den internationalen Märkten, während die Zinsen tendenziell sanken.



Das Szenario, welchem wir Anfang 2020 die zweithöchste Wahrscheinlichkeit beigemessen hatten (Quadrant III in der nebenstehenden Grafik): Die Aktien-, Obligationen- und Immobilienpreise stiegen auf den internationalen Märkten, während die Zinsen tendenziell sanken.

### Wie geht es nun weiter?

Gesetzt den Fall, dass es nicht zu einer überregionalen zweiten Ausgangssperre kommt, dürften sich die Konjunkturdaten, ausgehend von den heutigen tiefen Niveaus, langsam erholen. Vonseiten der Inflation erwarten wir zwar ebenfalls eine Gegenbewegung, gehen aber nicht von einem wesentlichen Anstieg aus. Unser Basisszenario ist also, wie zu Beginn des Jahres, dass wir uns in der Grafik vom Quadranten III langsam in den Quadranten IV bewegen. Wie schnell dieser Prozess vonstattengehen wird, ist im Moment sehr schwer abzuschätzen. Durch die massiven Interventionen der Zentralbanken und der Staaten werden die gängigen ökonomischen Frühindikatoren, welche zurzeit ein eher düsteres Bild malen, ausgehebelt. Man darf auch in den kommenden Monaten damit rechnen, dass schlechte Wirtschaftsnachrichten unmittelbar mit expansiven geldpolitischen Massnahmen gekontert werden, was die Aktienmärkte weiter stützen würde.

Deswegen Aktien pauschal überzugewichten scheint uns aber nicht angezeigt: Mit dem weiterhin weltweit grassierenden Virus, dem Handelskrieg zwischen den USA und China sowie den anstehenden US-Präsidentschaftswahlen sind genügend potentielle Stolpersteine für die Aktienmärkte vorhanden. Dies, in Verbindung mit den durch die ultra-expansive Geldpolitik hervorgerufenen Marktverzerrungen, hat uns denn auch dazu bewogen unser taktisches Anlagemodell bis auf weiteres auszusetzen. Natürlich wird die Notenbankpolitik in unserem Anlageprozess prominent mitberücksichtigt, aber er basiert eben auch erheblich auf einer Vielzahl von Frühindikatoren, deren Aussagekraft für die Finanzmärkte zurzeit nur noch bedingt gegeben ist. So bleiben wir in den Aktien vorläufig neutral gewichtet und streben stattdessen eine Outperformance über spezifische Aktienthemen an. Dabei setzen wir auf Themen die einerseits defensive Charakteristika aufweisen, gleichzeitig aber auch zu den Gewinnern des heutigen Strukturwandels zählen. Wir

denken dabei beispielsweise an Unternehmen in den Bereichen «Energieinfrastruktur» oder «IT Security & Cloud Computing». Aber auch etwas verstaubt anmutende defensive Sektoren, wie zum Beispiel «Gesundheit» oder «Basiskonsumgüter» bieten durchaus auch zukunftssträchtige Opportunitäten. Dazu gehören einerseits die Bereiche Biotechnologie, Medtech und Gesundheitsinfrastruktur oder andererseits auch Fleischersatz, nachhaltiger Anbau und moderne, ökologische Verpackungsarten.