

anlage- strategie

Juni 2020

Überblick

Die Anzahl der Neuinfektionen durch das Coronavirus hat sich in vielen Volkswirtschaften deutlich zurückgebildet und die schrittweisen Lockerungsmassnahmen weisen auf eine zunehmende Belebung der wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Aktivitäten hin.

Die neusten vorlaufenden Indikatoren, wie die Einkaufsmanager-Indizes für das verarbeitende Gewerbe oder den Dienstleistungssektor, der wichtigsten globalen Volkswirtschaften haben aufgezeigt, dass wohl das Schlimmste überstanden ist, obschon die Werte immer noch stark im Kontraktionsbereich notieren. Es ist zudem zu erwarten, dass sich die Erholung in zwei Geschwindigkeiten entwickeln wird, indem das verarbeitende Gewerbe schneller an Fahrt aufnehmen könnte als der Dienstleistungs- und Einzelhandelssektor.

Die gestiegene Zuversicht bestätigt unsere Überlegungen im Basisszenario, dass sich die Wirtschaft und damit auch die heimische Konjunktur mittelfristig erholen wird, wenn auch nicht in einem allzu forschenden Tempo. Es ist zu erwarten,

dass im laufenden zweiten Quartal der konjunkturelle Tiefpunkt durchschritten wird und die Folgequartale wieder mehr Dynamik aufweisen werden. Dabei sehen wir in einem Umfeld von Überkapazitäten nur wenig Potenzial für grössere Inflationsschübe.

Die Gewinnschätzungen der Aktien werden für das laufende zweite Quartal vermutlich ihren Tiefstand erreichen. Ab dem dritten Quartal sollte eine spürbare Verbesserung der Gewinnentwicklungen einsetzen. Diese positive Erwartungshaltung hat dazu geführt, dass sich die Aktienmärkte mittlerweile deutlich erholt haben. Ein erneutes Aufflammen des Handelskonflikts oder eine neue Infektionswelle kann jedoch jederzeit für erneute Marktkorrekturen sorgen.

In dieser nach wie vor von Unsicherheit geprägten Phase halten wir die defensiven und qualitativ soliden Schweizer Aktien Übergewichtet. Dagegen positionieren wir den zyklischen europäischen Aktienmarkt in einem taktischen Untergewicht. Neben Unternehmensanleihen mit einer guten Bonität bleiben das Gold und Immobilienfonds aus der Schweiz wichtige Bausteine in einem gemischten Anlageportfolio.

Anlagestrategie

	--	-	Neutral	+	++
Liquidität					
Obligationen Schweiz					
Staatsanleihen	■				
Unternehmensanleihen				■	
Obligationen Global					
Staatsanleihen	■				
Unternehmensanleihen				■	
Hochzinsanleihen			■		
Schwellenländer				■	
Insurance-Linked Anleihen				■	
Inflation-Linked Anleihen				■	
Mikrofinanzanleihen				■	
Wandelanleihen					■
Immobilien Schweiz				■	
Aktien					
Schweiz				■	
Europa		■			
Nordamerika				■	
Japan				■	
Schwellenländer				■	
Rohstoffe				■	
Edelmetalle				■	
Währungen					
EUR			■		
USD			■		
YEN			■		
CAD			■		
AUD			■		
Schwellenländer			■		

Anlagekomitee

Renato Flückiger, CFA
Leiter Investment

Marco Pisi
Leiter Portfolio Management

Gilles Bey
Fondsmanager Aktien

Michael Müller, CIIA
Fondsmanager Obligationen

Martin Glässer
Leiter Quantitative Anlagestrategien

Martin Hofer
Leiter Institutionelle Kunden

Sergio Zanelli
Leiter Vermögensberatungskunden

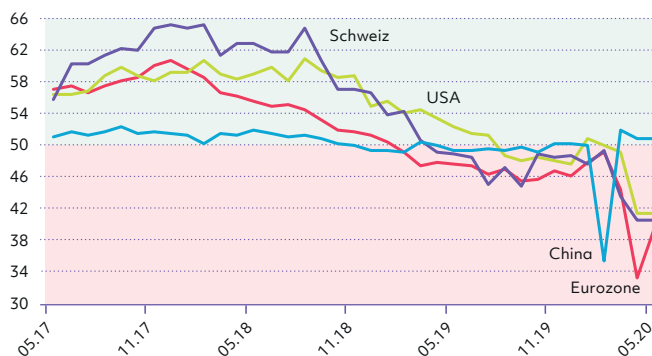
Wirtschaft

Die neusten Wirtschaftszahlen und vorlaufenden Indikatoren zeigen das Ausmass der ökonomischen Krise in aller Deutlichkeit. Mit dem langsamen Wiederhochfahren der Wirtschaft sollte sich nun die Produktion wieder graduell erholen. Wie China gezeigt hat, dürfte dies in der Industrie rascher gelingen, als im Dienstleistungssektor. Zusätzlich gehemmt wird die Erholung von Störungen in den Lieferketten und einer bestenfalls verhaltenen Endnachfrage. In unserem Basisszenario gehen wir grundsätzlich nach wie vor davon aus, dass sich die Wirtschaft mittelfristig erholen wird, wenn auch nicht in einem allzu forschenden Tempo. Dabei sehen wir in einem Umfeld von Überkapazitäten nur wenig Potenzial für grössere Inflationsschübe. Es ist zu erwarten, dass sich die Wirtschaft in zwei Geschwindigkeiten entwickeln wird: Dabei würde sich das verarbeitende Gewerbe eher rascher erholen können und der Dienstleistungs- und Einzelhandelssektor eine spürbar flachere Erholungskurve zeichnen.

Die neusten vorlaufenden Indikatoren, wie die Einkaufsmanger-Indizes für das verarbeitende Gewerbe oder den Dienstleistungssektor, der wichtigsten globalen Volkswirtschaften haben aufgezeigt, dass das Schlimmste wohl überstanden ist; trotzdem notieren die Werte weiterhin deutlich im Kontraktionsbereich. Dies bringt uns zur Überzeugung, dass wir den konjunkturellen Tiefststand im laufenden Quartal durchschreiten und in eine Phase der graduellen Erholung eintreten werden, welche jedoch holprig verlaufen wird. Gerade die neuerlichen Spannungen zwischen China und den USA könnten die fragile Erholung zusätzlich gefährden. Die Vereinigten Staaten kritisieren Chinas Umgang mit der Corona-Pandemie heftig und drohen mit zusätzlichen protektionistischen Massnahmen, um den chinesischen Wirtschaftseinfluss einzudämmen. Der US-Senat goss weiteres Öl ins Feuer, indem dieser ein Gesetz verabschiedet hat, dass die Börsennotierung chinesischer Firmen in den USA erschweren oder gar beenden könnte.

Aufgrund der neusten Datengrundlagen haben wir unsere BIP-Erwartungen für die Schweiz für dieses Jahr auf -5,8%

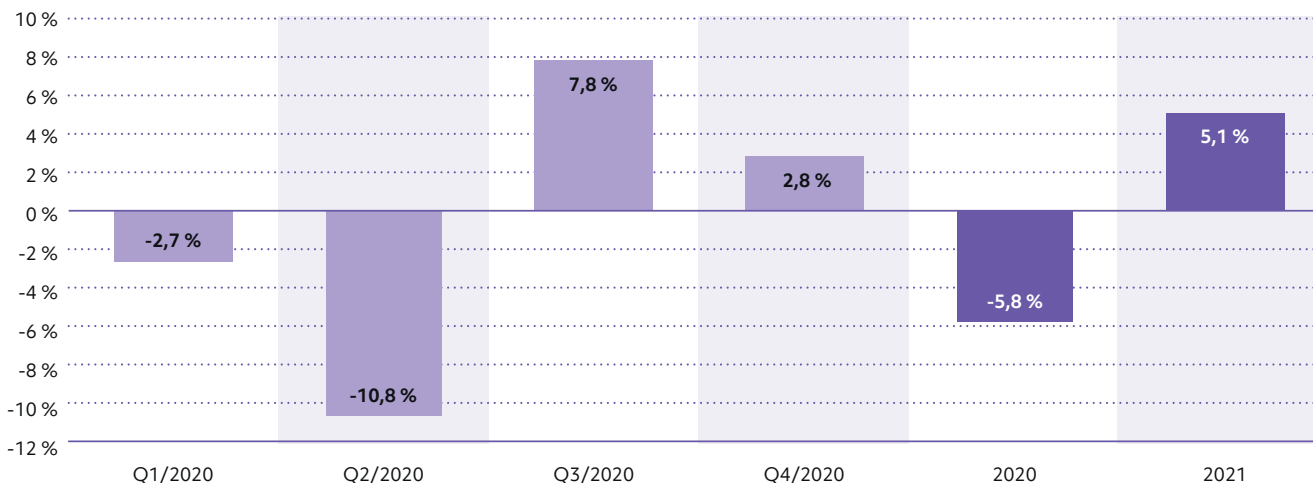
Einkaufsmanagerindizes des verarbeitenden Gewerbes



reduziert. Die Hauptgründe dafür liegen in unseren negativeren Annahmen bezüglich des Konsums in der zweiten Jahreshälfte. Zum einen gibt es auch nach dem Lockdown einschneidende Restriktionen für Restaurants, Hotels und Läden aller Art und zum anderen die schwindelerregende Anzahl Kurzarbeitsanmeldungen von über 1,92 Millionen Arbeitnehmenden per Ende April. Wir gehen davon aus, dass dies die Konsumausgaben, welche rund die Hälfte des gesamten Schweizer BIPs ausmachen, auch die kommenden Monate deutlich hemmen wird. Konkret sprechen wir mittlerweile von einem Einbruch von rund 7,4% für das laufende Jahr. Weitere Abwärtsrevisionen haben wir bei den Ausrüstungsinvestitionen und den Nettoexporten vorgenommen, die das negative Sentiment in der Industrie und dem Ausland widerspiegeln. Positiver sieht es weiterhin für das Jahr 2021 aus, für welches wir weiterhin einen soliden Rebound vorhersehen. Auch wenn wir nicht ganz an die Werte von 2019 herankommen dürften, erwarten wir ein BIP-Wachstum von 5,1%, angetrieben von der langsam zurückkehrenden Normalität bei den Konsumausgaben und Investitionen.

Insgesamt lässt sich bilanzieren, dass global die konjunkturelle Unsicherheit nach den erfolgten schrittweisen Lockerungsmassnahmen zwar etwas abgenommen hat, die weiteren ökonomischen und politischen Entwicklungen jedoch nach wie vor fragil sind.

BIP-Wachstumserwartungen für die Schweiz auf Quartals- und Jahresbasis



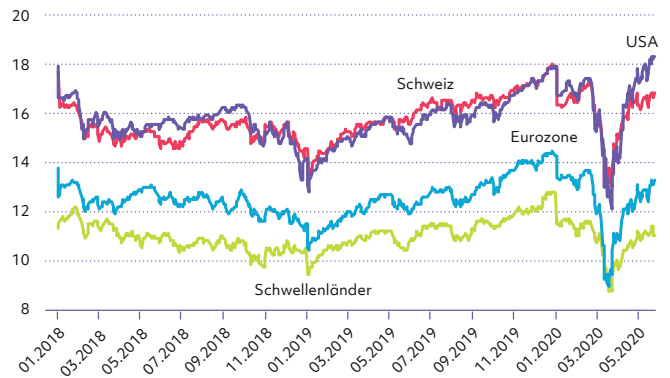
Quelle: Eigene Schätzungen; Quartalszahlen im Vergleich zum Vorquartal, Jahreszahlen im Vergleich zum Vorjahr.

Bewertung

Seit Ende März zeigen die Aktienmärkte eine kräftige Erholung. Dies und die akzentuiert negativen Gewinnrevisionen haben dazu geführt, dass die Kursgewinnverhältnisse vielerorts deutlich höher liegen als im historischen Durchschnitt. Die Aktienstrategen erwarten mittlerweile einen Rückgang der Gewinne im 2020 um 35 % bis 40 % für den Weltaktienindex MSCI World. Haupttreiber sind hierbei die enormen Umsatzeinbußen, gepaart mit deutlich weniger stark sinkenden Kosten, was zu einer Verengung der Gewinnmarge führen wird. Wie an dieser Stelle bereits erwähnt, blicken die Investoren über den wirtschaftlichen Abgrund hinweg und setzen auf eine kräftige wirtschaftliche Erholung im zweiten Halbjahr 2020 und insbesondere im 2021, bei der dann auch die Gewinne steigen werden. Die Finanzanalysten sind vor kurzem ebenfalls etwas optimistischer geworden. Der zugrunde liegende Gewinnrevisionsindex konnte sich leicht erholen.

Die expansive Geldpolitik der Notenbanken sorgt für dauerhaft tiefe Zinsrenditen. Im aktuellen, eher deflationär ge-

Kurs-Gewinn-Verhältnis (geschätzte Gewinne für 2020)



prägten, Umfeld sehen die Dividendenrenditen und die Aktienrisikoprämien vieler Märkte im Vergleich zu den tiefen Obligationenrenditen im Nullzinsumfeld weiterhin attraktiv aus.

Obligationen

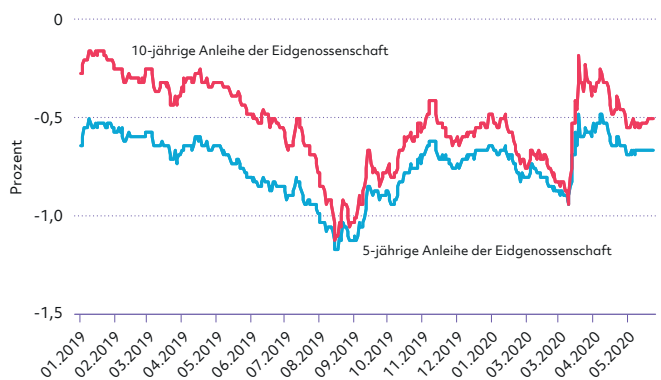
Die Situation an den Kapitalmärkten hat sich im vergangenen Monat weiter beruhigt. Zinsseitig verharren die Renditen im Schweizerfranken-Obligationenmarkt auf moderaten Niveaus. An den Kreditmärkten haben sich die Risikoaufschläge, insbesondere im Hochzinssegment, weiter eingengt.

Die sich abzeichnende, temporäre Rezession dürfte tendenziell tiefere Preise mit sich bringen und das Zinsniveau auf tiefen Niveaus verharren lassen. Wir rechnen bis Ende Jahr mit unveränderten Zinsen. Dreht die Konjunktur wieder in den positiven Wachstumsbereich, ist von einem leichten Zinsanstieg auszugehen. Im Monat Juni stehen diverse Notenbanktreffen an, dabei gehen wir davon aus, dass die Europäische Zentralbank (EZB) ihr Anleiheaufkaufprogramm ausweiten wird. Davon profitieren dürften Staatsanleihen aus der europäischen Peripherie und Unternehmensanleihen aus dem Investmentgrade-Segment. Bei der Schweizerischen Nationalbank (SNB) dürfte der Fokus weiter auf Deviseninterventionen liegen, eine nochmalige Zinssenkung erachten wir als unwahrscheinlich.

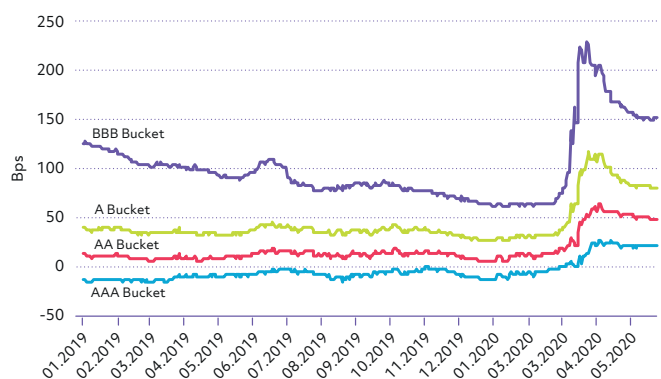
Die Kreditqualität von Unternehmensanleihen wird sich aufgrund der heftigen Krise insgesamt deutlich verschlechtern. Schwächere Bonitäten sind typisch für Phasen wirtschaftlicher Schwäche, doch die gegenwärtige Situation trifft insbesondere Staaten und Unternehmen, die bereits hoch verschuldet sind. Es ist davon auszugehen, dass Ratingagenturen in den kommenden Monaten die Einstufungen für Emittenten aus den besonders stark betroffenen Sektoren weiter senken werden.

In unserer Anlagestrategie favorisieren wir weiterhin Unternehmensanleihen von guter Qualität, Wandelobligationen, Anleihen aus Asien und Mikrofinanzanlagen.

Renditeentwicklung CHF-Anleihen



Spread-Entwicklung am Schweizer Obligationenmarkt

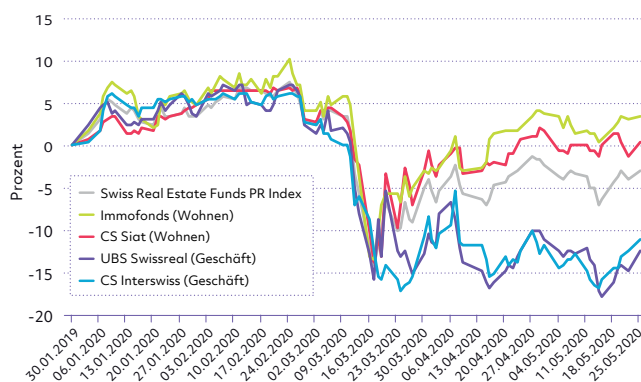


Immobilien

Anders als beim Wohneigentum dürften die sinkende Arbeitssicherheit und die abnehmende Zuwanderung am Mietwohnungsmarkt zu einem spürbaren Rückgang der Nachfrage führen. Die abnehmende Neubautätigkeit wird zwar stabilisierend wirken, das Angebot bleibt jedoch aufgrund der starken Investitionen über die letzten Jahre weiterhin hoch. Dank staatlicher Massnahmen, wie etwa den Kurzarbeitsentschädigungen, ist trotzdem keine Welle von dramatischen Mietzinsausfällen zu erwarten. Die Leerstände dürften jedoch auch in diesem Jahr weiter ansteigen, was wiederum die Angebotsmieten unter Druck bringen könnte.

Deutlich stärker von der Krise betroffen sind Geschäftsliegenschaften. Dabei dürften Büros und Dienstleistungsbetriebe weniger akut von der Krise betroffen sein als Gewerbetriebe. Trotzdem muss in vielen Fällen aufgrund einer geringeren Auftragslage mit einem Umsatzeinbruch gerechnet werden. Es ist davon auszugehen, dass Mietzinsausfälle zunehmen werden. Immobilienfonds mit Fokus auf Geschäftsliegenschaften sind daher im laufenden Jahr deutlich weniger gut gelaufen. Wir halten in unserer Anlagepolitik weiterhin am Engagement in Wohnimmobilienfonds fest.

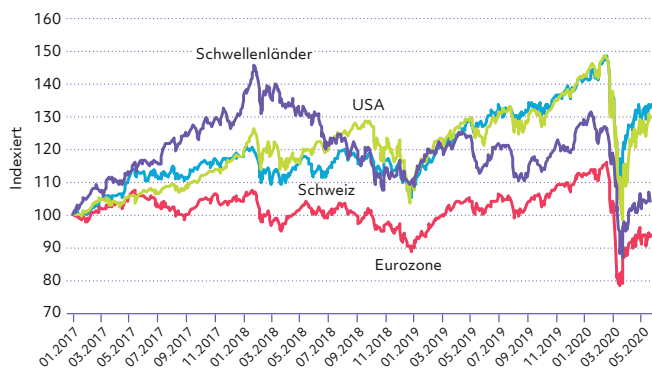
Preisentwicklung Immobilienfondsindex und ausgewählte Fonds aus den Segmenten Wohnen und Geschäft



Aktien

Die Aktienmärkte verhalten sich angesichts der Schwere der ökonomischen Krise erstaunlich robust. Bessere Nachrichten in Bezug auf die Pandemie liessen die Marktteilnehmer optimistischer werden. Die Ansteckungsraten nehmen allgemein ab und viele Länder führen, in unterschiedlichem Tempo, Lockerungsmassnahmen ein. Als Folge davon bildete sich im Monat Mai die Aktienmarktvolatilität weiterhin zurück, bleibt aber im langfristigen Vergleich immer noch überdurchschnittlich. Die Unsicherheit oder die mangelnde Visibilität zeigt sich ebenfalls darin, dass eine Mehrheit der Firmen den Ausblick 2020 ganz ausgesetzt haben. Die volle Wucht der Corona-Pandemie wird sich in den Unternehmenszahlen des zweiten Quartals durchschlagen. Die Mehrheit der Aktieninvestoren blickt aber zurzeit über den wirtschaftlichen Abgrund hinweg und fokussiert sich schon auf die erwartete Erholung im zweiten Halbjahr 2020 und insbesondere auf die Jahre 2021 und 2022. Als Joker für die Märkte wird zudem die Pharmaforschung in Sachen Covid-19 gesehen. Zum Beispiel werden aktuell zahlreiche antivirale Medikamente getestet, mit dem Ziel, einen Spital-Aufenthalt für infizierte Personen zu reduzieren und/oder zu vermeiden. Als zusätzliches Risiko wird die erneut angespanntere Beziehung zwischen den USA und China gesehen. Der US-Präsident verschärfte seine Rhetorik gegenüber China und der US-Senat verabschiedete einen Gesetzentwurf, der einige chinesische Firmen von einer Notierung an US-Börsen ausschliessen würde. Wir erwarten, dass das sino-amerikanische Säbelrasseln weitergehen und die Aktien-

Aktienmärkte Schweiz, Eurozone, USA und Schwellenländer



märkte immer wieder in temporäre Unsicherheitsphasen führen wird.

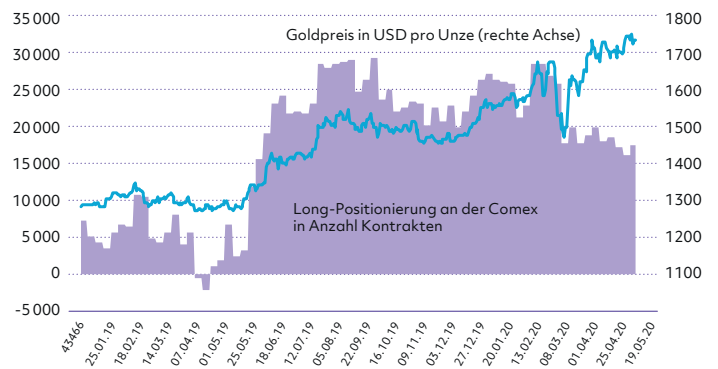
Aufgrund der zahlreichen Unsicherheitsfaktoren positionieren wir die Aktienquote in einer neutralen Gewichtung und halten den Qualitätsaspekt und Unternehmen mit einem positiven Gewinnmomentum im Fokus. Als Konsequenz haben wir in der Regionen-Allokation die Schweiz zu Lasten der Eurozone leicht übergewichtet. Ein Blick auf die Sektoren aufteilung verrät, dass die Schweiz den grössten Anteil an defensive Branchen aufweist. Zudem berücksichtigen wir eher defensiv ausgerichtete Anlagegefässe wie «Low-Vola» und «Dividendenfokus» mit einer stärkeren Gewichtung.

Rohstoffe

Der Ölpreis hat sich im vergangenen Monat weiter erholt. Nachdem im April kurzzeitig sogar negative Preisnotierungen für US-Rohöl zu beobachten waren, lag der Preis Ende Mai bei ca. USD 32.60 pro Barrel. Die starke Angebotsreduktion der Ölförderer in den USA sowie bei der OPEC und ihren Verbündeten hat die Hoffnungen auf eine Angebotseinengung bereits im Herbst geschürt. Doch noch ist der Ölmarkt nicht über den Berg. Denn ausgerechnet die wichtigste Komponente der Angebots-Nachfrage-Relation, nämlich die Nachfrage, bleibt (ausserhalb Chinas) schwach. Es ist mit weiterhin moderaten Erdölpreisen zu rechnen.

Der Goldpreis hat im vergangenen Monat weiter zugelegt. Die Unsicherheiten rund um die Dauer der Corona-Pandemie und die wieder aufflammenden Spannungen zwischen den USA und China haben zu vermehrten Käufen der Anleger in börsengehandelten ETF's geführt. Seit dem 20. März gab es nur gerade einen Tag, an welchem mehr Gold-ETF's verkauft als gekauft wurden. Im Vergleich zu früheren Haussephasen war der Goldpreisanstieg in diesem Jahr nicht von spekulativen Anlegern getrieben, was sich besonders gut an der Positionierung der Anleger an der Warenterminbörse ablesen lässt. Wir gehen davon aus, dass der Aufwärtstrend in Gold anhalten wird und bleiben daher weiter in diesem Edelmetall investiert.

Goldpreisentwicklung und Positionierung an der Warenterminbörse



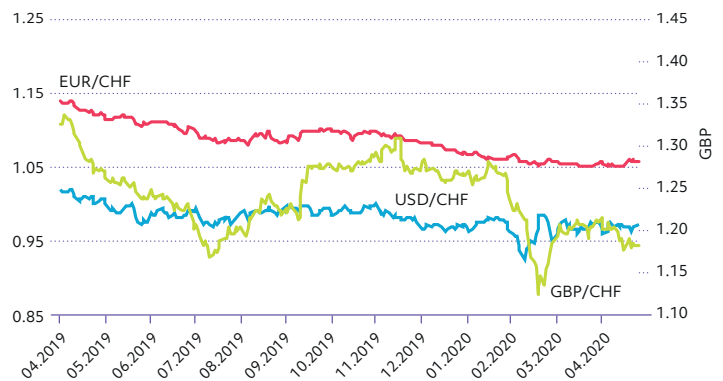
Währungen

Die Kursschwankungen an den Devisenmärkten haben in den letzten Wochen vermehrt abgenommen. Trotz der sinkenden Renditedifferenz, der konjunkturellen Abkühlung sowie der zunehmenden Staatsverschuldung zeigt sich die amerikanische Währung aktuell noch robust. Mittelfristig könnte, vor allem aufgrund der expansiven US-Geldpolitik und dem immensen Haushaltsdefizit, der Abwertungsdruck jedoch zunehmen.

Weiterhin hoch bleibt der wirtschaftliche und politische Druck auf den europäischen Hauptwährungen Euro und Britisches Pfund. Aufgrund der Tiefzinspolitik und der ausgedehnten Anleihenkäufe der EZB ist aus heutiger Sicht nicht mit einer mittelfristigen Schuldenkrise zu rechnen und der Euro dürfte von der realwirtschaftlichen Erholung in der zweiten Jahreshälfte profitieren. Dies bedingt jedoch, dass das innereuropäische Gezanke einem nachhaltigen, lösungsorientierten Dialog weichen muss.

Der Schweizer Franken weist, gemessen an der Kaufkraft, gegenüber allen wichtigen Währungen eine deutliche Überbewertung auf. Angesichts der anhaltenden Krisenstimmung sowie der gesunkenen Renditedifferenz ist kein rasches Ende der Frankennachfrage absehbar. Im Gegenteil: Ohne die massiven Interventionen der SNB wäre der Aufwertungsdruck noch deutlich höher. Wir erwarten, dass die

Hauptwährungen

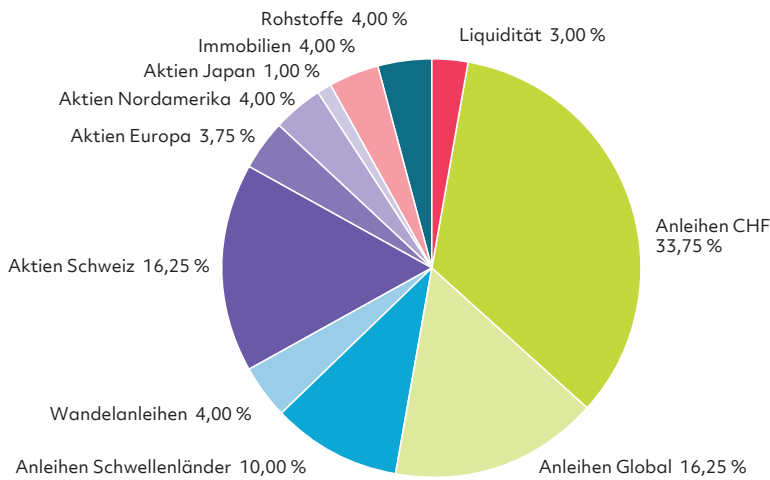


SNB den Schweizerfranken bei einem Kurs von 1.05 gegenüber dem Euro weiter stützen wird.

Trotz der deutlichen Aufwertung des Australien-Dollar während der letzten zwei Monate bleiben die Rohstoffwährungen generell unter Druck, da die Nachfrage nach Rohstoffen wohl noch über einen längeren Zeitraum tief bleiben wird. Wir erwarten dass sich die Kurserholung in den kommenden Wochen deutlich verlangsamen wird.

Musterportfolios Helvétique

Konservativ



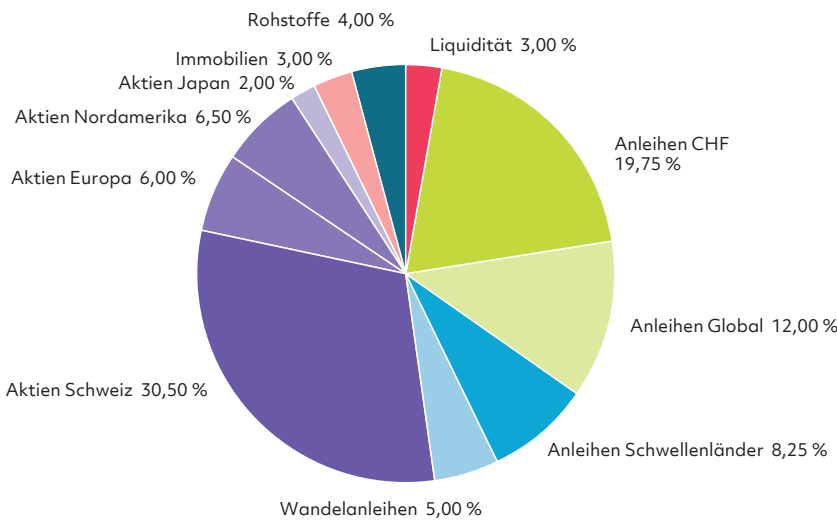
Anlageklassen

Liquidität	3,00 %
Obligationen	60,00 %
Immobilien	4,00 %
Aktien	25,00 %
Wandelanleihen	4,00 %
Rohstoffe	4,00 %

Währungen

CHF	100,00 %
-----	----------

Ausgewogen



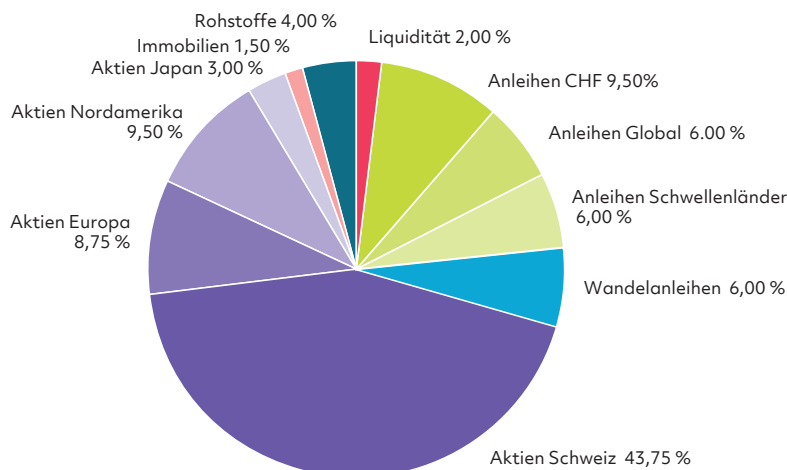
Anlageklassen

Liquidität	3,00 %
Obligationen	40,00 %
Immobilien	3,00 %
Aktien	45,00 %
Wandelanleihen	5,00 %
Rohstoffe	4,00 %

Währungen

CHF	100,00 %
-----	----------

Dynamisch



Anlageklassen

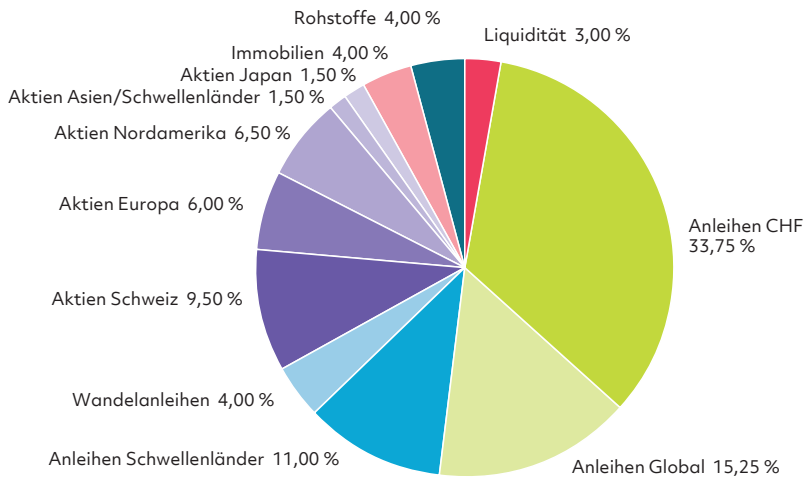
Liquidität	2,00 %
Obligationen	21,50 %
Immobilien	1,50 %
Aktien	65,00 %
Wandelanleihen	6,00 %
Rohstoffe	4,00 %

Währungen

CHF	100,00 %
-----	----------

Musterportfolios Classique

Konservativ



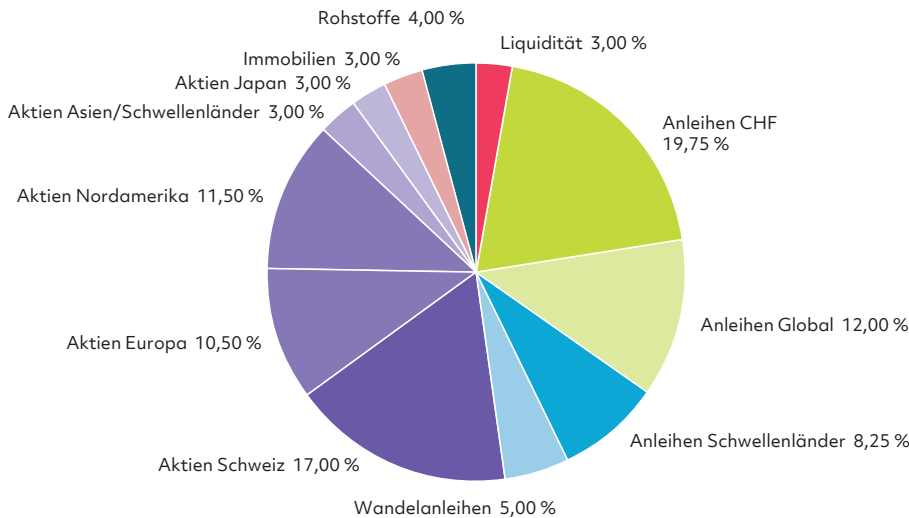
Anlageklassen

Liquidität	3,00 %
Obligationen	60,00 %
Immobilien	4,00 %
Aktien	25,00 %
Wandelanleihen	4,00 %
Rohstoffe	4,00 %

Währungen

CHF	70,50 %
EUR	6,00 %
USD	17,00 %
JPY	1,50 %
Übrige	5,00 %

Ausgewogen



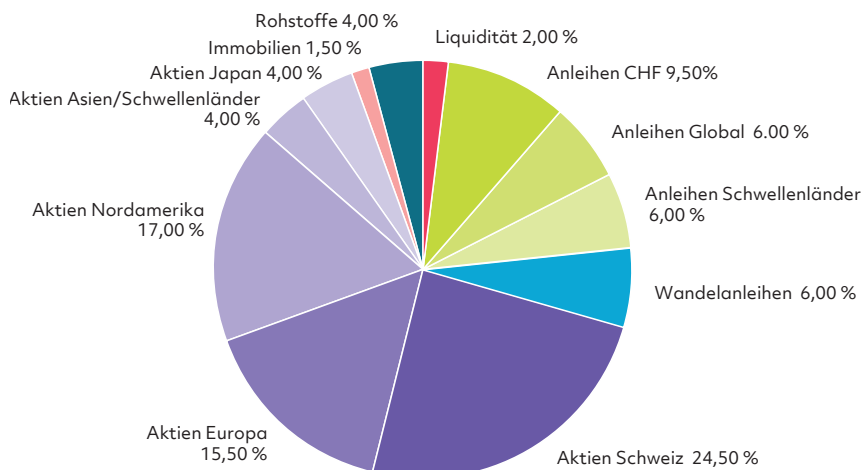
Anlageklassen

Liquidität	3,00 %
Obligationen	40,00 %
Immobilien	3,00 %
Aktien	45,00 %
Wandelanleihen	5,00 %
Rohstoffe	4,00 %

Währungen

CHF	59,75 %
EUR	10,50 %
USD	21,25 %
JPY	3,00 %
Übrige	5,50 %

Dynamisch



Anlageklassen

Liquidität	2,00 %
Obligationen	21,50 %
Immobilien	1,50 %
Aktien	65,00 %
Wandelanleihen	6,00 %
Rohstoffe	4,00 %

Währungen

CHF	49,50 %
EUR	15,50 %
USD	25,50 %
JPY	4,00 %
Übrige	5,50 %

Mit dem Newsletter «Anlagestrategie» bleiben Sie auf dem Laufenden

Mit unserer Dokumentation «Anlagestrategie» informieren wir Sie monatlich online über unsere Einschätzung der globalen Wirtschaftsentwicklung. Daraus abgeleitet legen wir Ihnen unsere Positionierung in den verschiedenen Anlagekategorien dar.

Die Anlagestrategie wird durch die erfahrenen Spezialisten unseres Anlagekomitees erarbeitet. Diese analysieren das globale wirtschaftliche Umfeld sowie die Situation der internationalen Finanzmärkte und definieren für die jeweils folgenden Monate eine Anlagepolitik, die für eine erfolgreiche Vermögensverwaltung notwendig ist.

Abonnieren Sie den Newsletter jetzt gratis und unverbindlich unter:
valiant.ch/anlagestrategie

Haftungsausschlussklausel (Disclaimer)

Dieses Dokument wurde zu Werbezwecken erstellt und dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt kein Angebot, keine Aufforderung oder Empfehlung für den Kauf oder Verkauf von bestimmten Produkten, zur Tätigung von Transaktionen oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes dar. Diese Produktinformation wurde von der Abteilung Investment unseres Instituts erstellt und ist nicht das Ergebnis einer Finanzanalyse. Bevor Sie basierend auf diesen Informationen eine Entscheidung treffen, empfehlen wir Ihnen dringend mit Ihrer Anlageberaterin oder Ihrem Anlageberater Kontakt aufzunehmen. Nur wer sich über die Risiken des abzuschliessenden Geschäftes zweifelsfrei im Klaren ist und wirtschaftlich in der Lage ist, die damit gegebenenfalls eintretenden Verluste zu tragen, sollte derartige Geschäfte tätigen. Im Weiteren verweisen wir auf die Broschüre «Risiken im Handel mit Finanzinstrumenten», die Sie bei uns bestellen können. Die zukünftige Performance von Anlagevermögen lässt sich nicht aus der aufgezeigten Kursentwicklung ableiten, d.h. der Anlagewert kann sich vergrössern oder vermindern. Die Werterhaltung (oder gar die Wertsteigerung) des investierten Kapitals kann zufolge Kurschwankungen nicht garantiert werden.

Obwohl alle zumutbare Sorgfalt verwendet und für alle Angaben zuverlässige Quellen benutzt wurden, kann keine Zusicherung oder Gewährleistung für die Genauigkeit, Zuverlässigkeit, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der präsentierten Informationen gewährt werden. Unter keinen Umständen haftet die Valiant Bank AG für irgendwelche Verluste, sei es gestützt auf diese Information oder infolge der den Finanzmärkten inhärenten Risiken. Weder das vorliegende Dokument noch Kopien davon dürfen in die Vereinigten Staaten versandt, dorthin mitgenommen oder verteilt werden oder an US Personen abgegeben werden.

Bern, März 2020

Valiant Bank AG

Bundesplatz 4
Postfach · 3001 Bern
Telefon 031 320 91 11
info@valiant.ch
valiant.ch

The logo for Valiant Bank AG, featuring the word "valiant" in a bold, lowercase, sans-serif font. The letters are dark blue.