

Wirtschafts- und Finanzmarktperspektiven 2020

Die rasche Ausbreitung des Coronavirus hat als exogener Schock, infolge der harten Eindämmungsmassnahmen gegen die Pandemie, einen massiven und plötzlichen Nachfragerückgang von Verbrauchern und Investoren verursacht und damit den globalen Konjunkturzyklus abrupt beendet, was insbesondere im zweiten Quartal 2020 zu einem beispiellosen Einbruch der globalen Wirtschaftstätigkeit führen dürfte.

Erwartung einer tiefen Rezession, Erholung ab 4. Quartal 2020

Eine tiefe Rezession ist unausweichlich geworden, und das Potenzial für eine weitere Verschlechterung der wirtschaftlichen Aktivität bleibt hoch. Die zunächst am stärksten betroffenen Sektoren sind Reisen, Hotels, Gastgewerbe und Unterhaltung/Kultur, die in den meisten entwickelten Märkten über 25 % des Privatkonsums bzw. 10 % des gesamten Bruttoinlandsprodukts (BIP) ausmachen. Ein kompletter Stillstand in diesen Sektoren in einem Quartal bedeutet, dass das BIP in diesem Zeitraum alleine um rund 10 % schrumpfen würde. Für Europa und die USA erwarten wir eine solche Kontraktion im zweiten Quartal 2020.

Auch wenn die Pandemie bis in die zweite Hälfte des Jahres 2020 andauern könnte, dürfte der Konsum in den betroffenen Sektoren ab dem 3. Quartal 2020 teilweise wieder zunehmen und wegen der Normalisierung zu einem starken Quartalswachstum führen. Wir erwarten jedoch nicht, dass die aufgestaute Nachfrage das Wachstum signifikant ankurbelt, da die gestiegene Arbeitslosigkeit zu Konsumzurückhaltung führen wird und viele Nachfrageausfälle des ersten Halbjahres nicht kompensiert werden können, beispielsweise Hotelübernachtungen. Heute ist noch höchst ungewiss, wie

lange und wie weit der abrupte Stopp der Wirtschaftstätigkeit gehen und wie hoch der Schaden sein wird. In unserem Basisszenario erwarten wir, dass die Rezession zwar tief, aber kurz sein dürfte. Die meisten entwickelten Volkswirtschaften werden im Jahr 2020 durchschnittlich mindestens zwischen –4 % und –7 % schrumpfen, dagegen scheinen für 2021, aufgrund der tiefen Basis des Vorjahres, die jährlichen Wachstumsraten vergleichsweise hoch. So gehen wir davon aus, dass das globale BIP im Jahr 2020 um –2.3 % schrumpfen, jedoch 2021 wieder um 7.2 % wachsen wird.

Wir erwarten eine Erholung des realen BIP auf das Niveau von Ende 2019 in China erst ab dem 4. Quartal 2020, in den USA ab dem 3. Quartal 2021, in der Schweiz gegen Ende 2021 und in der Eurozone im ersten Halbjahr 2022.

Konzertierte Aktion der Zentralbanken und zunehmende Fiskalimpulse

Zuversicht ist angebracht, dass die umfangreichen und entschlossenen Zentralbankmassnahmen sowie die noch nie dagewesenen, immer breiter angelegten und weiter zunehmenden fiskalischen Stimuli ausreichen werden, in überwiegender Masse Liquiditätsengpässe zu verhindern. Die Gefahr, dass Zweitrundeneffekte am Finanzmarkt die Rezession noch tiefer treiben, kann somit unter Kontrolle bleiben und ein vollständiger Finanz- und Wirtschaftskollaps verhindert werden.

Solche Perspektiven dürften die Aktienmärkte, nach einer Phase vorerst noch hoher Volatilität, letztendlich im Verlauf des Jahres mit einer nachhaltigen Erholung honorieren.

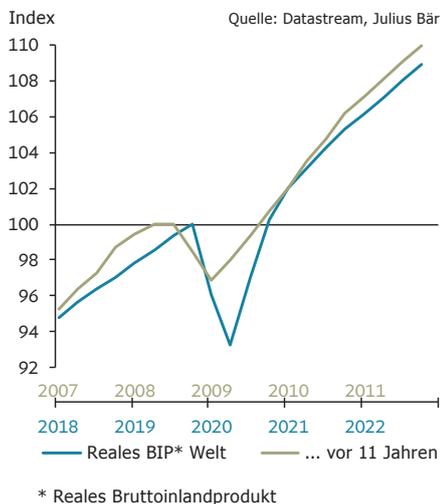
Wirtschaftswachstum

Bruttoinlandsprodukt, real, % gegenüber Vorjahr

Durchschnitt p.a.	2019	2020 E	2021 E
Welt	3.1	–2.3	7.3
USA	2.3	–4.0	5.0
Eurozone	1.2	–7.0	5.7
Schweiz	0.9	–5.7	5.8
Brasilien	1.1	–1.0	4.5
Russland	1.5	–2.0	4.0
China	6.1	0.0	9.7



Im Vergleich zur Finanzkrise 2008/2009 ist der Konjunkturabsturz 2020 tiefer



USD und CHF als gewohnt sichere Häfen, Nagelprobe für den EUR

Der zyklische Vorteil des USD verblasst infolge der aggressiven Zinssenkungen und anhaltenden Liquiditätsspritzen der amerikanischen Zentralbank, aber auch durch die US-Rezession. Die Überlegenheit der USA nimmt zwar ab, da die Pandemie auf das Land übergreift, jedoch unterstreicht die anhaltende Führung der US-Aktien vorerst die strukturelle Überlegenheit des USD gegenüber einer breiten Palette von Währungen. Hochverzinsliche Währungen der Schwellenländer versprechen wenig Attraktivität, da deren Zentralbanken ihren Zinssenkungsspielraum in der Krise nutzen. Die expansivere chinesische Geldpolitik und die Auswirkungen der Coronavirus-Pandemie in Asien sind die Hauptgründe für die Stärke des USD gegenüber den asiatischen Schwellenländer-Währungen tiefer Volatilität.

Die fiskalische Reaktion auf die Pandemie erfordert in der Eurozone eine Lastenverteilung. Politische Uneinigkeit hat hier das Potenzial, den

EUR weiter zu belasten. Der Aufwertungsdruck auf den «sicheren Hafen» CHF wird latent hoch bleiben und die Schweizerische Nationalbank zwingen, an ihrer extrem expansiven Geldpolitik mit negativen Zinsen unverändert festzuhalten.

Ölpreis sehr volatil, Gold mit vorübergehender Schwäche

Der doppelte Schock der Pandemie und der jüngste Öl-Produzentenstreit haben die Weichen gestellt für eine Periode niedriger Rohöl-Preise, aber mit starken Schwankungen, die in Richtung einer Erholung über 40 USD je Fass im nächsten Jahr führen dürfte. Für alle abhängigen Rohölimporteure sind das gute Nachrichten. Gold untermauerte erneut seinen Status als «sicherer Hafen», trotz vorübergehender Schwächephasen. Wir sehen für Gold eine nachhaltige fundamentale Unterstützung durch den gegenwärtigen Wirtschaftseinbruch.

Janwillem Acket, Chefökonom,
Bank Julius Bär

Obligationenanlagen: Auswirkung von COVID-19 auf die Anlageklasse

Das Coronavirus hat innerhalb kürzester Zeit nicht nur an den Aktienbörsen zu heftigen Kursrückschlägen geführt. Auch an den unbestritten teuren Obligationenmärkten kam es zu grossen Spannungen. Wegen der fehlenden Liquidität zogen die Risikoprämien kräftig an, insbesondere für stark verschuldete Länder aber auch für Unternehmensschuldner. Dazu kamen breite Geld-/Briefspannen, die Transaktionen nur unter Inkaufnahme hoher Kosten ermöglichten. Portfolioumschichtungen erweisen sich in einem solchen Umfeld

als besonders schwierig. Wie unsere Portfolio Manager (siehe Seite 4/5) die aktuelle Situation beurteilen und welche Folgerungen sie für die Zukunft daraus ableiten, legen sie im folgenden Interview dar.

Ausgehend von der aktuellen Krise, wie beurteilen Sie die Gefahr für Staaten, insbesondere in der EU, durch die Kombination von massiven Hilfsprogrammen und rapide sinkenden Steuereinnahmen in eine Verschuldungsspirale zu geraten?

Andreas Berndt: Wir halten die Gefahr für die europäischen Staaten

in eine Verschuldungsspirale zu geraten für verhältnismässig gering. Auch wenn die Bilanzverschuldung der europäischen Länder unweigerlich steigen wird, gibt es mehrere Faktoren die unseres Erachtens einer Eskalation entgegenwirken: Die Krise wurde durch einen exogenen Schock hervorgerufen. Die fundamentalen Wirtschaftsdaten zeigten vor dem Beginn der Krise keine Ungleichgewichte. Die Verbraucher waren gering verschuldet, die Unternehmen hatten nicht übermässig investiert und die Inflation war allgemein niedrig und stabil. All dies dürfte einer Erholung förderlich sein,

die weniger durch wirtschaftliche Altlasten behindert wird, sobald das Virus unter Kontrolle ist.

Ein Großteil der Staatsschulden wird von der EZB gehalten. Diese hat vermehrt angedeutet alles zu tun, um eine Staatsschuldenkrise abzuwenden. Dies würde bedeuten, dass zur Not auch mehr als die bisher angekündigten Hilfsmittel zur Verfügung gestellt werden, um die Finanzierungskosten der Staaten niedrig zu halten.

Länder wie Deutschland und Frankreich werden immer noch dafür bezahlt Kredite aufzunehmen, und Länder wie Spanien oder Portugal haben negative Renditen in 2-jährigen Staatsanleihen. Solange diese Renditen nicht deutlich steigen, sehen wir wenig Gefahr für eine Schuldenspirale. Ein Faktor, der zu einer Verschärfung der Schuldenkrise führen würde, wäre ein weiterer Einbruch in der Konsumgüternachfrage, sodass wir über die Gefahr von Deflation sprechen müssen. Dieses Szenario halten wir jedoch aufgrund der expansiven monetären und fiskalen Politik für unwahrscheinlich.

Martin Oetiker: Die Ausgabenseite mit den gesprochenen Massnahmen erscheint uns noch einigermaßen kalkulierbar zu sein. Bei der Einkommenseite, den erwarteten Steuereinnahmen hingegen, wird es komplizierter. Dafür müssten die genauen Einbußen der Realwirtschaft beziffert werden können, was aus heutiger Perspektive noch nicht möglich ist. Tatsache ist jedoch, dass bereits strapazierte Finanzhaushalte, wie z. B. die diesbezüglich schon fast in Vergessenheit geratenen GIPS-Staaten, besonders von der Krise betroffen sind und mit massiven BIP-Rückgängen zu kämpfen haben. Ohne EU-Solidarität könnte es durchaus zu einer neu angefachten Schuldendynamik kommen. Glücklicherweise hat die Schweiz ihre Hausaufgaben früher schon gemacht. Nicht zuletzt dank der Schuldenbremse können wir uns heute kurzfristig höhere Ausgaben leisten.

Marco Högger: Die Hilfsprogramme lassen die bereits höheren Verschuldungsquoten nochmals deutlich an-

steigen. Dank der Hilfsprogramme dürfte aber zumindest das Wirtschaftswachstum bald wieder auf gewohnte Niveaus zurückfinden. Die negative Verschuldungsspirale wird u. a. durch die Zentralbanken abgemildert oder gar verhindert. Diese machen durch ihre Politik des billigen Geldes auch hohe Verschuldungsquoten finanzierbar. Letzten Endes wird eine starke Verschuldung nur in Kombination mit hohen Zinsen zur gefährlichen Abwärtsspirale. Letztere sehen wir aktuell nicht gegeben.

Gregor Kapferer: Für die Bewältigung der Krise werden neue Schulden nötig sein, um die Wirtschaft vor einem Kollaps zu schützen. Gleichzeitig dürften die Steuereinnahmen zumindest temporär geringer ausfallen. Eine Beschleunigung der Schuldenkrise ist somit vorprogrammiert, der Verlust des Investment-Grade-Ratings von Ländern wie Italien mithin ein realistisches Szenario. Gleichzeitig hat die Bereitschaft der Notenbanken zugenommen, die Staatsschulden zu monetarisieren. Ihr Ziel ist es dabei, über finanzielle Repression die Zinslast der Staaten zu senken und die Wirtschaft über günstige Refinanzierungsbedingungen zu stimulieren. Derzeit gehen wir von einer U-förmigen Erholung der Weltwirtschaft aus. Bei Rückkehr zu normaler Kapazitätsauslastung sollten sich auch die Steuereinnahmen mindestens teilweise erholen.

Erwarten Sie einen Anstieg der Fristenstruktur im SSA-Bereich aufgrund der sich abzeichnenden zusätzlichen Verschuldung?

Berndt: Tendenziell halten wir eine leichte Versteilerung der SSA-Zinskurven für wahrscheinlicher als eine Verflachung. Während die Zentralbanken den Leitzins niedrig halten, können expansive monetäre und fiskalpolitische Impulse zu steigenden Inflations- und Wirtschaftswachstumserwartungen für die Zukunft führen.

Oetiker: Es ist noch etwas verfrüht, einen signifikanten Anstieg der Fristenstruktur mit der Begründung

einer höheren zukünftigen Verschuldungsquote zu prognostizieren. Andererseits erwarte ich, dass uns die bereits stattgefundenene Ausweitung der Credit Spreads durchaus länger begleiten wird. Mit einer raschen Rückkehr zu Konditionen vor Corona rechnet zur Zeit jedenfalls niemand.

Högerer: In den vergangenen Jahren hat sich die durchschnittliche Laufzeit der ausstehenden Schulden bereits immer weiter verlängert. Die Emittenten nutzen das «tiefe Zinsniveau» und das im Überfluss vorhandene Kapital, um sich immer längerfristiger zu verschulden. Die Investoren sind auf ihrer Suche nach Rendite bereit, immer mehr Zinsrisiko einzugehen. Solange dies gegeben ist, wird sich die Fristenstruktur noch weiter verlängern können. Dies mindert andererseits die Gefahr für die Emittenten, in ein Finanzierungsproblem zu laufen.

Kapferer: Vor allem europäische SSA-Emittenten werden stark in die Finanzierung der Massnahmen der Regierungen eingebunden werden. Das gilt sowohl für den Euro-Rettungsfonds ESM, die Europäische Investmentbank EIB oder auch nationale Emittenten wie die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW). Auf das CHF-Auslandssegment wird sich der Refinanzierungsbedarf kaum auswirken. SSA-Schuldner emittieren nur in Nebenwährungen wie dem CHF, wenn die Refinanzierung günstiger ist als in der Hauptwährung. In EUR und USD erwarten wir eine verstärkte Emissionstätigkeit der Agenturen und Staaten und eine Verlängerung der Fristenstruktur.

Können sich Zentralbanken Ihrer Meinung nach je wieder höhere Leitzinsen erlauben, und wenn ja, welche und in welchem zeitlichen Rahmen und unter welchem Szenario?

Berndt: Während wir, wie oben ausgeführt, von niedrigen Zinsen in der Zukunft ausgehen, heißt dies nicht, dass sich Zentralbanken über einen längeren Zeitraum nicht auch wieder höhere Leitzinsen erlauben können.



Angenommen es gibt eine schnelle Erholung aus der Krise, mit niedriger Arbeitslosigkeit, langfristig steigendem Wirtschaftswachstum und einer gesunden Inflation, so würde dies den Zentralbanken erlauben, QE wieder einzustellen und langfristig Zinsen anzuheben. Der zeitliche Rahmen hierfür liegt unseres Erachtens jedoch bei zwei bis vier Jahren. Ein Faktor, der diesen Prozess deutlich beschleunigen könnte, wäre die Beibehaltung einer expansiven Politik durch die Regierungen auch nach der Krise. Dies kann zu deutlich höheren Inflationsraten führen, als die Märkte derzeit einpreisen, was schlussendlich die Zentralbanken zu einer Anhebung der Zinsen zwingen würde. Dies wäre jedoch kein erstrebenswertes Szenario.

Oetiker: Zentralbanken sind tatsächlich nicht zu beneiden. Sie begegnen der aktuellen Krise mit fast leeren Magazinen, zumindest die EZB und unsere SNB können mit noch negativeren Sätzen keine zusätzlichen Anreize mehr erzeugen. Die EZB hat sich bekanntlich ein Inflationsziel von 2% gesetzt. Solange dieses Ziel nicht annähernd erreicht ist, wird es nichts mit höheren Leitzinsen, und somit wird auch die SNB in Schach gehalten. Fast scheint es, unsere SNB sei im Mühlespiel gefangen. Mit jedem Zug den sie macht, verliert sie einen Stein. Höhere Zinsen wären gleichbedeutend mit einem stärkeren Franken, noch tiefere Negativzinsen wären desaströs für Investoren und Sparer.

Högger: Höhere Zinsen sind kein Selbstzweck. In Europa haben die Zentralbanken primär ein Inflationsziel. Dementsprechend erwarten wir erst dann höhere Zinsen, wenn die Inflation anzusteigen beginnt. Nur in einem Stagflationsszenario sind höhere Zinsen aufgrund der hohen Verschuldung problematisch. Dies ist nicht unser Hauptszenario.

Des Weiteren denken wir, dass sich Zentralbanken in Zukunft wieder höhere Zinsen, aber nicht hohe Zinsen, erlauben können. Fluktuationen von +/- 1–2 Prozentpunkten stellen für die Schuldenbegleichung noch keine grossen Probleme dar. Zinsniveaus von 5–10% wie wir sie aus der Vergangenheit kennen, werden jedoch nicht nachhaltig finanzierbar sein. Dauerhaft höhere Zinsen wird man nur sehen, wenn die Verschuldungsquoten wieder abnehmen. Die Verzahnung der Welt und der Finanzmärkte macht ein Abkoppeln einer Zentralbank eher unwahrscheinlich. Der Währungsmarkt würde über eine Aufwertung zu einer verringerten Wettbewerbsfähigkeit des Landes führen. Insofern sollten die Länder und Zentralbanken einen gemeinsamen Weg finden, wie sie das aktuelle Finanzsystem wieder auf den richtigen Weg führen können.

Kapferer: Wir sind bereits vor der Corona-Krise davon ausgegangen, dass das angebrochene Jahrzehnt eine Vermengung von Geld- und Fiskalpolitik bringen wird. Wir verharren in einer

Ära der finanziellen Repression, in der es darum geht, durch regulatorischen Druck und Intervention der Notenbanken die Nominalzinsen zu deckeln, bis Inflation in das System zurückkehrt. Ob die Zentralbanken und Regierungen mit ihren stabilisierenden Maßnahmen über das Ziel hinausschiessen, wird sich zeigen. Die massive Ausweitung der Geldmenge könnte bei einer zügigen Erholung der Weltwirtschaft inflationär wirken und Zinserhöhungen bereits im nächsten Jahr notwendig machen. Am ehesten sehen wir dieses Risiko in den USA, jedoch ist dies nicht unser Basisszenario.

Unternehmensanleihen tieferer Qualitäten im Investment-Grade-Bereich erlitten durch die COVID-19-Krise teils schwere Bewertungsverluste. Welcher Anteil dieser Verluste ist Ihrer Meinung nach dem Faktor fehlende Marktliquidität/-tiefe und welcher dem Faktor fundamental begründeter Neueinschätzung der Ausfallwahrscheinlichkeit geschuldet?

Berndt: Fehlende Marktliquidität war im Investment-Grade-Bereich ein wichtiger Treiber für initiale Bewertungsverluste. In den tieferen Qualitätsstufen wurden diese im Laufe der Zeit zusätzlich durch eine fundamental begründete Neueinschätzung der Kreditrisiken verstärkt. Während geringe Marktliquidität die Bewertungen nach wie vor belastet, ist das gestiegene Kreditrisiko zum heutigen Zeitpunkt der ausschlaggebende



ANDREAS BERNDT
Portfolio Manager, PIMCO

Andreas Berndt ist für das Management von europäischen Unternehmensanleihen aus dem Investment-Grade-Segment verantwortlich. Vor seinem Wechsel zu PIMCO im Jahr 2000 war er bei BfG Invest in Frankfurt in leitender Funktion im Obligationenbereich tätig. Er verfügt über einen Master in Betriebswirtschaft der Frankfurter Business School of Banking and Finance und ist Mitglied der German Association of Investment Professionals (GAIP).



MARTIN OETIKER
Portfolio Manager, SYZ Asset Management

Martin Oetiker ist Senior Portfolio Manager für Obligationen CHF und Co-Head des Fixed-Income-Teams bei SYZ Asset Management Schweiz. Vor seinem Eintritt in das Unternehmen im Jahr 2010 war er von 2004–2010 bei State Street Global Advisors und von 1997–2004 bei Pictet Asset Management als Senior Portfolio Manager im Bereich Obligationen CHF tätig. Er ist Eidg. Dipl. Finanzanalytiker und Vermögensverwalter (CIIA).

Treiber im niedrigen Investment-Grade-Bereich. Während ein Großteil der Anleihen im Segment von BBB-bereits zu BB-Bewertungen handelt und somit ein erhöhtes Risiko von Herabstufungen zu High Yield einpreist, sollte weitere Volatilität im niedrigen Investment-Grade-Bereich über die nächsten Monate nicht ausgeschlossen werden. Zum jetzigen Zeitpunkt finden wir die attraktivsten Rendite-/Risiko-Opportunitäten im höheren Investment-Grade-Bereich von A und AA und hier vor allem in langlaufenden Titeln, bei denen wir besonderes Potential für positive Wertentwicklungen durch Einengung der Risikoprämien sehen. Die aktuellen Bewertungen im höheren Investment-Grade-Bereich implizieren Ausfallwahrscheinlichkeiten, die die historischen Hochstände der letzten 100 Jahre um mehr als das Zehnfache überschreiten und somit eine attraktive Opportunität für langfristig orientierte Investoren bietet.

Oetiker: Als erste Massnahme liessen wir unsere Kreditanalysten alle in unseren Portfolios und Fonds gehaltenen Positionen auf einen möglichen Einfluss durch die Corona-Krise untersuchen (geringfügig, durchschnittlich, stark). Im Anschluss verglichen wir die entsprechenden Resultate bzw. den Preis für eine angemessene Bewertung mit den tatsächlich an den Börsen gehandelten Preisen. Dabei zeigte sich ein einheitliches Bild. Bis auf wenige Ausnahmen lagen alle

Kurse teils massiv unter ihrem inneren Wert. Dies lässt klar auf einen ausgeprägten Verkaufsüberhang und eine weggebrochene Marktliquidität mit geringer Markttiefe schließen.

Högger: Unserer Meinung nach gehen beide Faktoren Hand in Hand. In Zeiten der Krise und Panik ist Liquidität von grösstem Wert. Aufgrund von Fondsrücknahmen sind Fondsmanager gezwungen, Geld zur Verfügung zu stellen bzw. Verkäufe zu tätigen. Da in solchen Marktphasen die Käufer wegfallen, ist der Markt sehr einseitig gestellt. Die fehlende Handelbarkeit führte bei gewissen Anleihen zu völlig unrealistischen Bewertungskursen. Darüber hinaus werden in solchen Momenten schlechte Neuigkeiten hoch gewichtet, also gewinnen Worst-Case-Szenarien an Gewicht. Die fundamental begründete Neueinschätzung der Ausfallwahrscheinlichkeit war besonders in der ersten Phase der COVID-19-Krise zu sehen, wurde dann aber aufgrund der Hilfsprogramme eher schnell relativiert. Inzwischen wird von Staat und Zentralbank alles unternommen, dass es zu keinen Ausfällen kommt. Die fundamentale, marktwirtschaftliche Einschätzung von Ausfallwahrscheinlichkeiten rückt dabei eher in den Hintergrund.

Kapferer: Unsere Analyse des CHF-Auslandsegments hat ergeben, dass die durchschnittliche Geld-/Brief-Spanne ca. 3.5 % beträgt. Emittenten tieferer Qualität handeln im CHF-

Markt häufig mit einer höheren Risikoprämie als in ihren Hauptrefinanzierungswährungen. Bewertungsunterschiede in den Währungen sowie erhöhte Geld-/Brief-Spannen erklären somit ca. 30–40 % des Wertverlusts im März.

Banken und Finanzhäuser sind zweifelsohne in einer besseren Verfassung als noch während der Finanzkrise 2008. Denken Sie, dass es einen kausalen Zusammenhang zwischen strengeren Regulierungsanforderungen für Banken und den aktuellen Liquiditätsproblemen an den Sekundärmärkten gibt?

Berndt: Strengere Regulierungen haben zweifelsohne die Fähigkeit von Banken eingeschränkt, Risiko auf ihren Büchern zu halten. Auch wenn diese Maßnahmen zu den Liquiditätsproblemen beigetragen haben, sind sie unserer Ansicht nach nicht ausschlaggebende Treiber. Zwangsverkäufe, Margin-Calls, Händler die von zuhause arbeiten sowie engere Risikolimits der Marktteilnehmer waren die Hauptgründe für die starken und teilweise immer noch präsenten Liquiditätsprobleme.

Oetiker: Nach der Finanzkrise wurden die Banken zurecht durch staatlich verordnete Regulierungen in die Verantwortung gezogen und tatsächlich steht die Mehrzahl der Finanzhäuser heute besser da als noch vor etwas mehr als 10 Jahren. Aber wie so oft muss bei der Verabreichung



MARCO HÖGGER

Head of Rates, Zürcher Kantonalbank

Marco Högger ist seit 2010 als Portfolio Manager bei der ZKB tätig. Er leitet das Fixed-Income-Team Rates und verantwortet die Zins-, Währungs- und CHF-Strategie und deren Implementierung. Zuvor arbeitete er zwei Jahre bei UBS Global Asset Management. Er verfügt über einen Master in Banking and Finance der Universität St. Gallen (HSG) sowie einen Abschluss als Chartered Financial Analyst (CFA®) und Financial Risk Manager (FRM).



GREGOR KAPFERER

Portfolio Manager, Swiss Life AM

Gregor Kapferer ist Senior Portfolio Manager im Bereich Fixed Income (Corporate Bonds & SSA) bei Swiss Life Asset Management. Vor Beginn seiner Tätigkeit im Unternehmen im Jahr 2017 verwaltete er ab 2014 diverse Obligationenmandate und das FX Overlay bei der CPV/CAP Pensionskasse Coop in Basel. Er verfügt über einen Abschluss als Dipl.-Kfm. Investment Banking & Capital Markets der Universität Erlangen-Nürnberg und ist CFA® Charterholder.

einer Medikation mit Nebenwirkungen gerechnet werden. Dies wäre in diesem Fall klar die limitierte Risikofähigkeit auf dem Eigenkapital in Zusammenhang mit einem Liquiditätsschock an den Märkten. Wir sollten uns aber fragen, ob dies zukünftig überhaupt die Rolle einer Bank sein soll oder ob es eventuell nicht sinnvoller wäre, für Krisenzeiten beispielsweise einen von Zentralbanken aufgesetzten Liquiditätspool zu halten, welcher als «buyer of last resort» am Markt auftreten kann. Somit könnten gefährliche Abwärtsspiralen gebrochen werden.

Högger: Auch 2008 waren Liquiditätsprobleme am Sekundärmarkt vorhanden. An Tagen mit sehr grossen negativen Schocks und breiten Kursverlusten von mehr als -5% an den Aktienmärkten friert die Liquidität am Sekundärmarkt ein. Im März war die Situation sehr speziell, da sich die Abwärtsspirale extrem schnell drehte. Wir erlebten mehrere Tage in kurzer Abfolge mit Unterbrechungen des Handels. Grund für diese schnelle Abwärtsbewegung sehen wir in der Vermögenspreisinflation der letzten Jahre, ausgelöst durch die expansiven Notenbanken: Investoren wurden belohnt, unabhängig von Marktsituation und fundamentaler Analyse Wertschriften zu kaufen. Dies erfolgte zum Teil mit Hebelwirkung, was nach ersten Marktrückgängen zu noch stärkeren Verkäufen in allen handelbaren Titeln führte.

Die strengeren Regulierungsanforderungen der Banken haben zusätzlich dazu geführt, dass die Handelsbücher kleiner geworden sind. Wir sehen dies als einen weiteren, wenn auch nicht den wichtigsten Faktor der Liquiditätsprobleme an den Sekundärmärkten.

Kapferer: Banken haben weniger Kapazität, um Risiko auf ihre Bücher zu nehmen. Risiken müssen zudem mit mehr Eigenkapital hinterlegt werden. Aufgrund des zunehmend regulierten und anspruchsvollen Umfelds sind weniger Gegenparteien im CHF-Markt aktiv. Marktliquidität versiegt in der Regel, wenn die Vola-

tilität auf Niveaus wie in der Finanzkrise steigt. Das Risiko ist in einem extrem volatilen Umfeld zu hoch, um noch genügend Liquidität stellen zu können – es gibt einen klaren Zusammenhang zwischen Liquidität und Marktvolatilität.

Noch sind die realwirtschaftlichen Folgen der COVID-19-Krise schwierig abzuschätzen. Trotzdem dürfte es aktuell Opportunitäten insbesondere für längerfristig denkende Investoren geben. In welchem Bereich, denken Sie, liegen diese?

Berndt: Wir versuchen uns im momentanen Umfeld so zu positionieren, dass wir von der Normalisierung der Marktbedingungen im Laufe der Zeit profitieren können. Vorerst halten wir aber einen «Safety-First»-Ansatz für gerechtfertigt, um uns vor dauerhafter Kapitalabschreibung zu schützen. In diesem Zusammenhang identifizieren wir die folgenden Opportunitäten als attraktiv:

- Investment-Grade-Credit hoher Qualität: Wir bevorzugen vor allem längerfristige, nicht zyklische Sektoren.
- Mortgage-backed Securities (MBS) (Agency und non-Agency): Diese qualitativ hochwertigen Vermögenswerte wurden in den Marktverwerfungen negativ beeinflusst. Wir halten sie jedoch für sehr widerstandsfähig mit einem diversifizierten Pool von Kreditnehmern und mit allgemein niedrigen Schulden und Loan-to-value-Ratios.
- Inflation-Protected Securities (TIPS): Diese hochqualitativen Anleihen sollten sich mit weiteren Käufen der FED erholen, wenn die längerfristigen Inflationserwartungen wieder steigen.

Oetiker: Man kann es folgendermassen sehen – zwischen Unternehmen und mit dem Virus infizierten Personen dürfte es Parallelen geben. Nach heutigem Wissenstand werden über 99% die Krise bzw. die Infektion überleben. So gesehen und unter Berücksichtigung der aktuellen Marktbewertungen böte fast der gesamte

Markt eine Opportunität. Einmal mehr läuft es auf die Frage des Anlagehorizonts hinaus. Wer genug Geduld und Zeit hat, findet heute attraktive Konditionen, und zwar über das ganze Rating-Segment.

Högger: Für die Märkte der «entwickelten Welt» hat sich gezeigt, dass das Investieren in Krisensituationen die besten Renditen verspricht.

Gegeben, dass unsere Welt die COVID-19-Krise unversehrt übersteht (was sich aktuell abzeichnet), so ist die Wahrscheinlichkeit gross, dass auch dieses Mal eine Risikoprämie verdient werden kann. Die aktuelle Situation ist zudem vergleichbar mit der QE-Marktphase der vergangenen Jahre. Die Nachfrage nach risikolosen Anleihen und risikobehafteten Anlagen wird aufgrund der expansiven Zentralbanken weiter sehr hoch sein. In einem solchen Umfeld können sowohl Zinsen wie auch mit Risiko behaftete Anlagen positive Renditen abwerfen. Fraglich bleibt, ob die Hilfspakete und das billige Geld mittel- bis langfristig nicht doch einen inflationären Effekt haben werden und ob sie eine längere & tiefere Rezession abwenden können.

Kapferer: Im CHF-Auslandsegment bevorzugen wir Emissionen von Unternehmen mit solider Bilanz, welche die drohende Rezession gut überstehen können. Als attraktiv erachten wir Pfandbriefe, sowie staatsnahe Institute und Agenturen, z. B. aus Korea, die günstig im Verhältnis zur Bonität handeln. Zyklische Titel im niedrigen BBB-Segment meiden wir. Aufgrund der zu erwarteten konjunkturellen Abschwächung erwarten wir Ratingherabstufungen. Die «Klippe» in das High-Yield-Segment ist im CHF dabei besonders hoch. Das mit AAA eingestufte SSA-Auslandsegment ist im CHF teuer und wenig attraktiv.

Private Equity in einer neuen Ära – Global und in der Schweiz

Die COVID-19-Pandemie verursacht einen wirtschaftlichen und finanziellen Schock von historischem Ausmass, aufgrund der aggressiven Massnahmen, die viele Länder auf der ganzen Welt ergreifen, um die Ausbreitung des Virus zu verlangsamen oder zu stoppen. Die primären und sekundären Auswirkungen dieser Gegenmassnahmen sowie der zeitliche Rahmen dieser Umstände sind zum jetzigen Zeitpunkt äusserst ungewiss.

Auch Private-Equity-Anlagen sind nicht immun und bestehende Investitionen dürften zumindest vorübergehend in ihrer Gesamtheit beeinträchtigt werden.

Wir haben für COVID-19 einen Bewertungsrahmen entwickelt, der unseren Investitionsteams als Richtschnur zur Beurteilung bestehender Beteiligungen dient.

Wir unterscheiden vier verschiedene Kategorien von Portfoliounternehmen:

1. Unternehmen, die von der aktuellen Situation profitieren.
2. Unternehmen mit robuster Umsatzentwicklung und Rentabilität, die aufgrund vergleichbarer Niveaus am Markt einen Bewertungsrückgang verzeichnen könnten.
3. Unternehmen mit gewissen Umsatz- und Rentabilitätseinbussen, die aber keine bzw. nur geringe Finanzierungsrisiken aufweisen.
4. Unternehmen, die situationsbedingt zusätzliche Finanzmittel benötigen werden.

Im Dialog mit den Fondsmanagern, stellen wir sicher, dass sie die notwendigen Schritte für die Portfoliounternehmen einleiten und erforderliche Anpassungen auf sozial verantwortliche Weise umsetzen.

In den letzten Jahren spezialisierten wir uns auf Investitionen, die robust sind und einem wirtschaftlichen Abschwung standhalten können.

Unsere Portfolios sollten daher diesen Turbulenzen gegenüber gut gewappnet sein. Insbesondere dürften die bestehenden Beteiligungen von unserer Spezialisierung auf den Gesundheits- und Technologiesektor profitieren. Hinzu kommt unser konservativer Ansatz in Bezug auf die Einstiegspreise und die begrenzte Nutzung von Fremdkapital.

Attraktives Umfeld für Private Equity

Optimistisch stehen wir neuen Anlagen gegenüber, da die jetzige Situation für disziplinierte Investoren mit guter Kapitalausstattung attraktive Anlagechancen eröffnen kann. Der Ausblick für neue Investitionen hängt insbesondere von ihrer jeweiligen Kategorie ab:

- Bei Primäranlagen können die wirtschaftlichen Folgen der COVID-19-Pandemie zu günstigeren Einstiegsbewertungen führen. Zudem profitieren diese Anlagen vom zeitlich diversifizierten Investitionszeitraum von drei bis vier Jahren. Wir beabsichtigen, unsere Allokationen mit und den Zugang zu exklusiven Fondsmanagern auszubauen, auch dank unserer exzellenten, langjährigen Beziehungen.
- Bei Sekundäranlagen können Wirtschaft- und Finanzmarkturbulenzen neue Kaufgelegenheiten schaffen. Die Bewertungsniveaus liessen uns in den letzten Jahren vorsichtig agieren. Im Laufe dieses Jahres erwarten wir jedoch deutlich aktiver zu werden.

- Neue Direkt-/ Co-Investments können von einem geringeren Wettbewerb um Transaktionen, günstigeren Einstiegsbewertungen und der Möglichkeit zur Auswahl von Zielunternehmen profitieren, die kaum von der aktuellen Krise betroffen sind oder Aussicht auf eine rasche Erholung haben. Eine hohe Selektivität wird jedoch von entscheidender Bedeutung sein.

Private Equity ist in der Regel gut positioniert, um unerwartete Schocks zu verkraften. Aufgrund der Kapitalbindung können Anleger aktive Käufer sein, wenn andere Investoren nicht handlungsfähig sind. Auch die Unterstützung bestehender Portfoliounternehmen wird dadurch bei Bedarf ermöglicht. Zudem verleiht der Zeithorizont von Private-Equity-Anlagen mit ihren langen und flexiblen Fondslaufzeiten ein hohes Mass an Flexibilität in Bezug auf den Exit-Zeitpunkt. Private-Equity-Manager und ihre Investoren können somit auch in turbulenten Zeiten ruhig und überlegt agieren.

«Jetziges Umfeld eröffnet für disziplinierte Private-Equity-Investoren mit guter Kapitalausstattung attraktive Anlagechancen»

Übersicht zu IST3 PRIVATE EQUITY 2 EUR

Zugesagtes Kapital

EUR 76.67 Mio.
per 30. Juni 2019

Abgerufenes Kapital

EUR 12.27 Mio. (16%)
per 17. April 2020

Verpflichtet unterliegend

EUR 38.86 Mio. (51%)
per 31. März 2020

Netto-TVPI / Netto-IRR

1.02x / 18 %
per 30. September 2019

IST3 PRIVATE EQUITY 2 EUR: Investitionskonzept und Performancetreiber

IST3 PRIVATE EQUITY 2 EUR ist ein globales Private-Equity-Produkt mit einer 20%igen Allokation in Schweizer Buyout- und Venture-Capital-Investitionen und das Nachfolgeprodukt des erfolgreich investierten **IST3 PRIVATE EQUITY EUR**.

IST3 PRIVATE EQUITY 2 EUR wird mehr als 80 % des Kapitals in einem Umfeld attraktiver Investitionsmöglichkeiten einsetzen können. Seit Lancierung wurde in Unternehmen investiert, welche sich im aktuellen Marktumfeld gut entwickeln sollten. Die Strategie konzentriert sich auf Investitionen in Sektoren mit hoher Stabilität (z. B. Lebensmittel, Software), einer geringen Korrelation mit der Marktvolatilität (z. B. Life Science) oder auf Bereiche, die vom aktuellen Marktumfeld profitieren können (Special Situations/Turnaround).

Investitionsbeispiele

Citri & Co.

- Grösster vertikal integrierter europäischer Hersteller von Zitrusfrüchten mit Sitz in Spanien
- Investitionsthese basiert auf einer aggressiven Buy & Build-Strategie und Cross-Selling-Synergien
- Handel: Seit dem Ausbruch von COVID-19 sind die Volumina um 40 % und die Preise um 20 % gestiegen

ImmunOs Therapeutics

- Schweizer Biotech-Unternehmen mit Fokus auf die Entdeckung und Entwicklung neuartiger menschlicher immunmodulatorischer Proteine
- Vielversprechendste Behandlungen, die derzeit einer In-vivo-Validierung unterzogen werden, richten sich gegen Dickdarm-, Bauchspeicheldrüsen- und Brustkrebs sowie gegen Lymphome
- **IST3 PRIVATE EQUITY 2 EUR** investierte zu einer Pre-Money Bewertung von 10 Mio. €; BioMed und Pfizer Ventures investierten anschliessend

Fazit

Wir sind überzeugt, dass **IST3 PRIVATE EQUITY 2 EUR** über ein attraktives Portfolio von bestehenden Investitionen verfügt und bestens positioniert ist, die Opportunitäten zu nutzen, die sich aus dem neuen Marktumfeld ergeben. Davon können Anleger, die jetzt in **IST3 PRIVATE EQUITY 2 EUR** investieren, profitieren.

Dr. Rainer Ender, Head of Private Equity Investment Management, Schroder Adveq

Richard Dammig, Head of Investments Benelux, Frankreich & Italien, Schroder Adveq

Portfolioübersicht per 31. März 2020 (Top 5):

Investition	Verpflichtet (EURm)	Eingezahlt (EURm)	Details
Schroder Adveq Asia V	15.5	1.5	Diversifiziertes Portfolio; hauptsächlich Growth-Capital in China und Indien
Marion LLC	1.8	1.3	Direkt-/Co-Investment; US-Hersteller von Geräten für die Lebensmittel- und Pharmaindustrie
Citri&Co	1.7	1.6	Direkt-/Co-Investment; führender Produzent und Vertreiber von Zitrusfrüchten
Init Consulting	2.0	2.0	Direkt-/Co-Investment; führendes IT-/ Software-Beratungsunternehmen, das für die deutsche Regierung arbeitet
KPS Special Situations V / KPS Mid-Cap Fund	2.7 / 2.7	- / 0.5	Sehr zugangsbeschränkte Special-Situation-/ Mid-Cap-Fonds mit Fokus USA



IST Investmentstiftung
Manessestrasse 87 | 8045 Zürich
Tel 044 455 37 00 | Fax 044 455 37 01
info@istfunds.ch | istfunds.ch

IST Fondation d'investissement
Avenue Ruchonnet 2 | 1003 Lausanne
Tél 021 311 90 56 | Fax 044 455 37 01
info@istfunds.ch | istfunds.ch