

# Unsere Sicht im Januar

12. Januar 2021



# Auf die Erholung setzen

**Die Finanzmärkte sind mit Zuversicht ins neue Jahr gestartet. Ein harter Brexit konnte vermieden werden und die Zeichen für 2021 stehen trotz immer noch hoher Corona-Fallzahlen auf Erholung.**

Von Durchschnaufen und Entschleunigung keine Spur. Die Aktienmärkte haben im Dezember und in den ersten Januartagen nochmal kräftig zugelegt. Das bestimmende Thema ist dabei die erwartete wirtschaftliche Erholung. Zusätzliche Nahrung hat der Optimismus dadurch erhalten, dass wichtige politische Fragen geklärt werden konnten. Ob Brexit-Handelsabkommen oder Sieg der Demokraten in den Stichwahlen für die beiden Senatssitze im US-Bundesstaat Georgia: die Resultate wurden von den Märkten positiv aufgenommen.

So berechtigt der Optimismus für 2021 auch ist und so sehr wir die Gründe dafür in unserem [Investmentmagazin Teleskop «Der grüne Aufschwung»](#) von Dezember aufgezeigt haben, ist aus unserer Sicht ein gesundes Mass an Vorsicht trotzdem ratsam.

Das Corona-Virus hat unser Leben und die Politik im Hier und Jetzt immer noch fest im Griff. Und der Sturm aufs Kapitol in Washington hat drastisch vor Augen geführt, wie tief gespalten die amerikanische Gesellschaft ist. Die heftigen Kursschwankungen der Bitcoin-Notierung in den letzten Tagen sind auch eine Mahnung, dass Finanzmärkte keine Einbahnstrasse sind.

Wir haben zum Jahreswechsel die strategischen Anlagequoten in der Vermögensverwaltung angepasst und fühlen uns vor dem Hintergrund der jüngsten Entwicklungen darin bestätigt. Wir setzen mit einer strategischen Erhöhung der Aktienquote auf den wirtschaftlichen Aufschwung in den nächsten Jahren und erachten alternative Anlagen als essentiell, um gegen Rückschläge gewappnet zu sein. Besonders Insurance-linked Securities (ILS) erachten wir im laufenden Jahr als sehr interessante Beimischung.

Dr. Felix Brill, **Chief Investment Officer**

# Unsere Sicht aufs Portfolio



- **Kürzere Duration**, um Zinsänderungsrisiken zu reduzieren
- **Europäische Aktien** mit Aufholpotential
- Attraktive Versicherungsprämien bei **Insurance Linked Securities**



- **Staatsanleihen** sind über den Diversifikationseffekt hinaus weiterhin unattraktiv
- Taktische Zurückhaltung bei **USD-Anleihen**

- ● ● ● ● Stark übergewichten
- ● ● ○ ○ Neutral
- ○ ○ ○ ○ Stark untergewichten

Basis: Mandat CHF ausgewogen

## Geldmarkt

### Anleihen

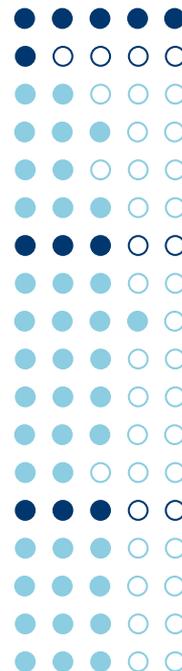
- Staatsanleihen
- Unternehmensanleihen
- USD-Anleihen
- Schwellenländer

### Aktien

- Schweiz
- Europa
- USA
- Japan
- Schwellenländer
- Sonderthemen

### Alternative Anlagen

- Hedge Funds
- ILS
- Wandelanleihen
- Gold



# Unsere Sicht auf die **Konjunktur**



- Die Verteilung eines **Impfstoffes** verspricht im Jahresverlauf 2021 die schrittweise Rückkehr zur Normalität
- Das niedrige Zinsumfeld bietet weiterhin Rückenwind für die **Bauwirtschaft**
- Die öffentliche Hand steht mit **grosszügigen Hilfen** bereit



- Aufgrund der besonderen Anatomie der Corona-Rezession fallen **Nachholeffekte schwächer** aus
- Der Aufschwung wird durch **steigende Insolvenzzahlen** erschwert
- Die starke **Ausweitung der Budgetdefizite** engt die Fiskalpolitik zukünftig ein

## **Wirtschaftliche Magerkost zum Jahresauftakt**

Die Corona-Pandemie drückt der wirtschaftlichen Entwicklung im ersten Quartal einen kräftigen Stempel auf. Rings um den Erdball werden immer neue, noch strikere Eindämmungsmassnahmen ergriffen. In vielen Ländern - insbesondere in Europa - wird daher das Bruttoinlandprodukt (BIP) in den ersten drei Monaten des Jahres schrumpfen. Positiv wirkt hingegen die Verabschiedung des zweiten grossen Hilfspakets in den USA. Die staatlichen Schecks zugunsten der Privathaushalte und kleinerer Unternehmen werden die US-Wirtschaft in den kommenden Monaten über Wasser halten. Auch die errungene Mehrheit der Demokraten im US-Kongress verspricht mehr staatlichen Stimulus im laufenden Jahr. Wäre schliesslich noch die Impfstoffverabreichung, die im zweiten Halbjahr eine schrittweise Rückkehr zur Normalität ermöglichen sollte. Das Jahr 2021 verspricht also Besserung, hat aber zunächst noch so manche Tücken zu bieten.

# Unsere Sicht auf die Geldpolitik



- Das Ende der expansiven Geldpolitik ist **noch nicht erreicht**
- Trotz zuletzt unveränderter Massnahmen ist die **Fed jederzeit bereit**, zu handeln



- Das Arsenal der Notenbanken scheint zukünftig **begrenzt**
- **Risiko von Bewertungsblasen** steigt

## Fed bewegt sich vorerst nicht

Die Fed hat zuletzt keinen Grund gesehen, ihre Geldpolitik zu ändern. Die US-Währungshüter betonten, dass sie das Wertpapierkaufprogramm solange fortsetzen werden, bis es substanzielle Fortschritte bei der Beschäftigungslage und der Inflationsentwicklung gebe. Damit wird zumindest der Zeithorizont der quantitativen Geldpolitik gestreckt, da bisher lediglich die Rede von «mehreren Monaten» war. In Anbetracht der erneuten Lockerung durch die Europäische Zentralbank (EZB) gab es Erwartungen, dass die US-Notenbank nachziehen würde. Da sich die US-Wirtschaft angesichts der widrigen Umstände verhältnismässig gut schlägt, sah der Fed-Vorsitzende Jerome Powell aber keine Notwendigkeit, zu handeln. Er setzte darauf, dass der Kongress ein weiteres staatliches Hilfspaket beschliessen würde, was auch geschah. Das Fed dürfte hoffen, dass kein zusätzlicher Stimulus seitens der Geldpolitik erforderlich sein wird, sofern staatliche Gelder fliessen.



- Das **Netto-Kaufvolumen** der EZB deckt das Netto-Angebot an Staatstiteln im Jahr 2021
- **Euro-Peripherieanleihen** können davon profitieren
- Staatsanleihen **diversifizieren** ein Portfolio



- **Angebot** von Staatsanleihen hat sich enorm ausgeweitet
- Steigende Staatsverschuldung macht eine **Verschlechterung der Bonität** von Staaten wahrscheinlich
- Staatsanleihen bergen ein **hohes Zinsänderungsrisiko**

## Mehrheit für Demokraten lässt US-Renditen steigen

Der Sieg der Demokraten in den Stichwahlen für die zwei Senatssitze im Bundesstaat Georgia hatte deutliche Auswirkungen auf die Rendite von 10-jährigen US-Staatsanleihen. Mittlerweile sind wieder Notierungen von über 1 % zu verzeichnen. Das Kalkül der Marktteilnehmer ist, dass der frisch gewählte US-Präsident Joe Biden mit der gleichzeitig errungenen Mehrheit im US-Kongress seine politische Agenda weitestgehend umsetzen kann. Das von Biden geplante grossvolumige Infrastrukturprogramm spräche für höhere Schulden und damit für ein grösseres Staatsanleiheangebot. Fraglich bleibt indes, ob Biden mit der Mehrheit von nur einer Stimme im Senat tatsächlich die geplanten Mehrausgaben ungeachtet der Kritik seitens der Republikaner tätigen wird. Vermutlich wird er den Konsens suchen (müssen). Nichtsdestotrotz dürfte zumindest ein Teil des Infrastrukturprogramms aufgelegt werden. Das Kalkül der Marktteilnehmer ist aus unserer Sicht also gerechtfertigt.



- Notenbanken haben **unlimitierte Mittel**, um Unternehmensanleihen zu kaufen
- Das **Niedrigzinsumfeld** dürfte noch lange anhalten
- Weitere **Staatshilfen** für die Wirtschaft werden bei Bedarf wohl fließen



- Fundamentaldaten haben sich aufgrund der Pandemie **deutlich verschlechtert**
- **Herabstufungen von Ratings** haben sich 2020 gegenüber dem Vorjahr verdoppelt
- Die Unterstützung der Notenbanken könnte bei aufkommenden **Inflationsrisiken** in Frage gestellt werden

## Vorsicht vor potentiellen Rating-Herabstufungen

Die Verschuldung der Unternehmen hat seit der Finanzkrise stark zugenommen. Trotz rekordtiefer Zinsen kann dennoch eine steigende Anzahl von Unternehmen ihre Zinsen nicht mehr aus dem Cash-Flow bezahlen. Eine Studie der Fed New York zeigt, dass Covid-19 diesen Prozess beschleunigt hat. Ratingagenturen reagieren vor Herabstufungen mit einer Überprüfung der Ratings, welche im sogenannten Ausblick mündet. Die Lücke zwischen potentiellen Herabstufungen und Heraufstufungen war noch nie so gross. Derzeit ist der Ausblick bei 1'224 Unternehmen negativ (600 waren es vor Jahresfrist). Demgegenüber ist der Ausblick nur bei 161 positiv (250 vor Jahresfrist). Eine Entschädigung von weniger als 1 % für Investment-Grade- und 3.5 % für High-Yield-Anleihen erachten wir als nicht ausreichend. Wir erwarten, dass die Zentralbanken früher oder später einen kontrollierten Anstieg des Risikoaufschlags zulassen werden.



- Lösung der globalen Gesundheitskrise **zeichnet sich dank Impfstoffen ab**
- Fiskalpolitische Massnahmen setzen **Wachstumsimpulse** frei



- Die temporäre Euphorie an den Aktienmärkten kann zu **erhöhten Kursschwankungen** führen
- Aktien in den Segmenten **Technologie und Internetkonsum** erscheinen überbewertet

## **Aufbruchstimmung**

Der globalen Gesundheitskrise zum Trotz spürt man unter den Anlegern das grosse Bedürfnis, nach vorne zu blicken. Der Fokus liegt auf greifbaren Lösungen und der hohen Bereitschaft der Staaten, der angeschlagenen Wirtschaft kräftig unter die Arme zu greifen. Gleichermassen reduzieren sich Ungewissheiten wie etwa rund um den Brexit und verspricht der Regierungswechsel in den USA eine Rückkehr zu diplomatischen Gepflogenheiten in der internationalen Politik. Die fundamentalen Bewertungen haben sich durch verbesserte Gewinnaussichten abgekühlt und das schnelle Tempo der Digitalisierung unterstützt global die Profitabilität sowie das Optimieren bestehender und die Entstehung neuer Geschäftsmodelle. Europa und die Schwellenländer Asiens haben in dieser Konstellation die attraktivsten Aufholpotenziale, die Schweiz überzeugt durch hohe Qualität und stabile Erträge.



- Der **EU-Aufbauplan** stellt zusammen mit dem neuen EU-Haushalt mehr als EUR 1.8 Bio. im fiskalpolitischen Finanzierungsrahmen in den kommenden sieben Jahren zur Verfügung
- Europäische Aktien sind **attraktiv bewertet**



- Die **Gesundheitskrise** ist kurzfristig noch nicht unter Kontrolle
- Gewisse Spannungen im **internationalen Handel** bleiben ungelöst

## Gemeinsam stärker

Die Pandemie scheint die Entscheidungsträger in der Europäischen Union (EU) zusammenschweißen zu lassen. Galt eine föderale Schuldenstruktur noch zu Beginn des letzten Jahres undenkbar, so tritt diese nun genauso in Kraft wie ein billionenschweres fiskalpolitisches Konjunkturpaket. Es scheint, als dass sich Europa nach vorne bewegt.

Die Aktienmärkte in Europa bringen gute Voraussetzungen mit, denn die fundamentalen Bewertungen sind ähnlich tief wie die Gewinnerwartungen der Marktteilnehmer. So reichen bereits kleine Fortschritte, um grosse Effekte zu erzielen. Eine zu erwartende Zunahme an Mobilität, eine rasch voranschreitende Digitalisierung sowie ein Fokus auf Infrastrukturerneuerungen erzeugen Opportunitäten über das gesamte Spektrum der Europäischen Wirtschaft hinweg. Ein Umstand, der auch für die europäischen Aktienmärkte von Vorteil sein sollte.



- Von Finanzmärkten und Konjunktur **unabhängige Performance**
- **Höhere Prämien** nach Schäden in der Vergangenheit
- Ausgezeichnete **Diversifikation**



- **Risiko grosser Verluste** bei ungewöhnlich schweren Naturkatastrophen
- Profitiert **nicht von der Erholung**, wenn das Corona-Virus überwunden ist
- Grösstes Risiko ist ein Hurrikan über den Metropolen Floridas, z.B. Miami

## Beste Aussichten für 2021

Die ersten Prognosen für die Atlantische Hurrikane-Saison 2021 sind bereits veröffentlicht. Man rechnet mit sieben Hurrikane (drei davon schwerwiegend) und 16 benannten Stürmen. Dies liegt im Schnitt der vergangenen zehn Jahre. Im abgelaufenen Jahr 2020 wurden 13 Hurrikane und 30 benannte Stürme verzeichnet, was auf das Wetterphänomen La Niña zurückzuführen ist. Es war erst das dritte Mal, dass sechs Hurrikane in den USA auf Land trafen. In den meisten Fällen geschah dies glücklicherweise in dünn besiedeltem Gebiet. Die Schäden waren mit USD 60-65 Mrd. zwar hoch, blieben aber weit hinter den USD 278 Mrd. im Jahr 2017 zurück. Teilweise sind diese Schäden nicht versichert oder von Versicherungen abgedeckt. Die verbleibenden Schäden, welche an Insurance-linked Securities (ILS) abgetreten worden sind, waren tiefer als erwartet. Gegenüber 2020 sind die Versicherungsprämien heute deutlich höher. Die Aussichten für 2021 sind damit hervorragend.

# Unsere Sicht auf Währungen



- **USD:** Die jüngste starke Abwertung des Greenbacks spricht für eine Gegenreaktion
- **GBP:** Der Brexit-Deal öffnet die Tür für weitere Pfund-Aufwertungen
- **AUD:** Profitiert von der Konjunktur in China



- **Schwellenländerwährungen** profitierten aufgrund einer schwierigen fundamentalen Situation nur bedingt von der USD-Schwäche
- Die **türkische Lira** bleibt angeschlagen
- **CHF:** Die Vorzeichen stehen auf Abwertung gegenüber dem Euro

## Dollar-Ausverkauf sieht überspannt aus

Der USD befindet sich nunmehr in einem seit über acht Monaten andauernden Sinkflug. Mittlerweile gibt es eine ganze Reihe von Indikatoren, die auf eine Konsolidierung beziehungsweise sogar Gegenbewegung hindeuten. Die Positionierung spekulativer Anleger auf eine fortgesetzte USD-Schwäche mahnt als Kontraindikator besonders zur Vorsicht. Aber auch die Abweichung des breiten Dollar-Index zum zweijährigen rollierenden Median zeigt, dass beim Ausverkauf des Greenbacks der Bogen kurzfristig überspannt sein könnte. Wir halten an unserer Sichtweise einer längerfristigen USD-Schwäche fest. Kurzfristig rechnen wir aber mit einer Konsolidierung, die auch eine kurzzeitige Stärke der US-amerikanischen Valuta mit sich bringen kann.

# Autoren und Disclaimer

## Autoren:

**Dr. Felix Brill, Dr. Thomas Gitzel, Bernhard Allgäuer, Harald Brandl**

## Wichtige rechtliche Hinweise

Diese Dokumentation wurde von der VP Bank AG (nachfolgend Bank) erstellt und durch die Gesellschaften der VP Bank Gruppe vertrieben. Diese Dokumentation stellt kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Die darin enthaltenen Empfehlungen, Schätzungen und Aussagen geben die persönliche Auffassung des betreffenden Analysten der VP Bank AG im Zeitpunkt des auf der Dokumentation genannten Datums wieder und können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Dokumentation basiert auf Informationen, welche als zuverlässig eingestuft werden. Diese Dokumentation und die darin abgegebenen Einschätzungen oder Bewertungen werden mit äußerster Sorgfalt erstellt, doch kann ihre Richtigkeit, Vollständigkeit und Genauigkeit nicht zugesichert oder gewährleistet werden. Insbesondere umfassen die Informationen in dieser Dokumentation möglicherweise nicht alle wesentlichen Angaben zu den darin behandelten Finanzinstrumenten oder deren Emittenten.

**Weitere wichtige Informationen zu den Risiken, welche mit den Finanzinstrumenten in dieser Dokumentation verbunden sind, zu den Eigengeschäften der VP Bank Gruppe bzw. zur Behandlung von Interessenkonflikten in Bezug auf diese Finanzinstrumente sowie zum Vertrieb dieser Dokumentation finden Sie unter [http://www.vpbank.com/rechtliche\\_hinweise](http://www.vpbank.com/rechtliche_hinweise)**