

Ausblick 2021: Im Takt der Notenbanken

Szenario: Rückkehr zu einer gewissen Normalität

Thomas von Rohr, Peter Bänziger und Stephan Vollert

Ein weiteres nervenstrapazierendes Anlagejahr geht zu Ende. Nach dem verheissungsvollen Start setzte die Co-ViD-19-Pandemie im Frühling dem Wirtschafts- und Börsenaufschwung ein jähes Ende – zunächst. Die Pandemie forderte eine zuvor nicht vorstellbare Verzichtsbereitschaft grosser Teile der Bevölkerung in den unterschiedlich betroffenen Ländern und Regionen. Das rasche, noch grosszügigere Handeln der wichtigsten Notenbanken und die substanziellen fiskalpolitischen Massnahmen quasi aller Industrienationen halfen, die negativen wirtschaftlichen Effekte der ersten Welle abzufedern. Der Machtwechsel in den USA, welcher oft als Risiko für die Börsen bezeichnet wurde, hatte keinen negativen Einfluss. Für die Börsenentwicklung ist erfahrungsgemäss irrelevant, welche Partei den US-Präsidenten stellt.

Doch wie geht es mit und nach der Pandemie weiter? Das Wissen über das Virus war bei Ausbruch inexistent. Unterdessen wissen wir mehr, aber längst nicht alles. «Besiegt» ist es noch nicht – die Welt wird wohl längere Zeit damit leben müssen. In unserem Basisszenario gehen wir von der schrittweisen Rückkehr zu einer gewissen Normalität innerhalb von sechs bis zwölf Monaten aus. Unerlässlich für eine rasche und spürbare Erholung der Wirtschaft sind die Verfügbarkeit eines Impfstoffs, der weitere Ausbau von Testkapazitäten und die Aufrechterhaltung mancher Schutzmassnahmen. Doch es gibt weder eine Garantie noch einen kompletten Schutz. Risiken bestehen. Das Enttäuschungspotenzial ist mittlerweile gross.

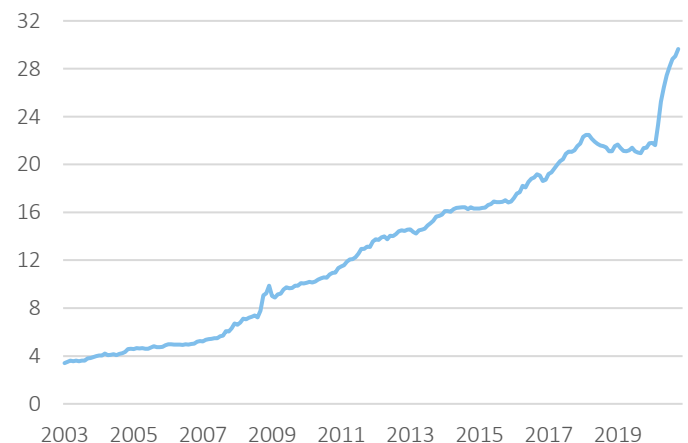
Impfstoffe scheinen in den Startlöchern zu sein. Mit nie dagewesenem Hochdruck wird an der Entwicklung zahlreicher Impfstoffe gearbeitet. Die Zwischenresultate sind ermutigend. Die Probandenzahl in den klinischen Studien ist jedoch beschränkt, wodurch sowohl die Effektivität im Alltagsleben als auch die Sicherheit mit Fragezeichen zu versehen sind. Zudem ist die mRNA-Technologie, worauf gewisse Impfstoffe basieren, neu und vor CoViD-19 wurde kein Impfstoff auf dieser Basis zugelassen. Mögliche Nebenwirkungen und die Dauer der Wirksamkeit einer Impfung sind noch nicht vollständig erforscht. Die Bewilligungen werden sich trotz der «Notfallverfahren» genauso wie die anschliessende Umsetzung – Herstellung,

Verteilung, Verabreichung, etc. – noch viele Monate bis weit ins 2021 hinziehen. Mögliche Rückschläge sind darin nicht einkalkuliert.

Selbst in diesem zuversichtlichen Szenario ist nicht davon auszugehen, dass die Weltwirtschaft schon 2021 das Vorkrisen-Niveau wieder erreicht. Vielleicht 2022. Auch dank staatlicher Konjunktur- und Unterstützungspakete, welche wiederum indirekt durch die tiefen Zinsen der Notenbanken finanziert werden, darf eine Erholung der Unternehmensgewinne angenommen werden. In den Aktienkursen ist einiges eskomptiert. Ob die Börsen wie üblich ein halbes Jahr vorausblicken oder – teils durch die Geldschwemme verfälscht – eher zwei bis drei Jahre, werden wir im Verlauf des kommenden Jahres erfahren.

Geldpolitik treibt Preise von Vermögenswerten in die Höhe

Grafik 1: Kumulierte Bilanzsummen von sechs Notenbanken (USD Bio.) als Indikation für Geldmengenausweitung



Quelle: Bloomberg, Belvalor; Notenbanken: Schweizerische Nationalbank (SNB), Europäische Zentralbank (EZB), Bank of England (BOE), Federal Reserve System (FED, US-Notenbank), Bank of Japan (BOJ), Bank of China (BOC)

An der zentralen Rolle der Notenbanken, welche diese seit der Finanzkrise sowie während der Pandemie innehaben, hat sich nichts geändert – im Gegenteil. Die Notenbanken sind sozusagen in die Rolle der Politik geschlüpft, da sie schneller agieren und reagieren können. In ihren

Händen liegen mittlerweile die Stabilisierung des Finanzsystems (und dadurch de facto der Aktienkurse), die Unterstützung der Wirtschaft und die Tragbarkeit der Verschuldung von Staaten. Sie sind gezwungen, die Zinsen auf absehbare Zeit tief zu halten, um weder das Wiederanlaufen der Wirtschaft zu gefährden noch die Staaten in den Ruin zu treiben. Kurzum: Es spricht weiterhin vieles für Realwerte als Kernanlagen – sprich Aktien, Immobilien und Gold.

Andere globale Risiken und Herausforderungen, durch CoViD-19 lediglich auf die lange Bank geschoben, werden uns nach der Krise einholen und womöglich verstärkt beschäftigen. Es sind sowohl geopolitische als auch soziale Spannungsfelder – «Ungleiche Einkommens- und Vermögensverteilung» ist nur ein Beispiel. Die Gräben, welche es zu kitten und zu überbrücken gilt, sind durch die Krise und eine gewisse Entkoppelung zwischen den Vermögenszuwächsen (Börse sei Dank) und der effektiven wirtschaftlichen Realität nämlich nicht kleiner geworden.

Nichtsdestotrotz führt kein Weg an Aktien vorbei. Dabei ist das Portfolio auf langfristige Anlagetrends auszurichten. Eine Kombination erstklassiger Aktien von Qualitätsunternehmen sowie von führenden Unternehmen in Schlüsseltechnologien ist ratsam. Das Thema Nachhaltigkeit (ESG) ist neu integraler Bestandteil unserer Qualitätskriterien bei der Beurteilung von Unternehmen.

Volkswirtschaftliches Umfeld

Die Wirtschaft (Bruttoinlandsprodukt, BIP) und damit die Unternehmensgewinne werden sich schrittweise auf das Vor-Pandemie-Niveau erholen – bei einem sehr positiven Verlauf sogar darüber. Der zeitliche Verlauf ist indessen schwierig zu prognostizieren. Dass wir jetzt schon über bald erreichbare Vorkrisenniveaus sprechen können, ist den sehr generösen fiskal- und geldpolitischen Stimuli zu verdanken, welche einen Kollaps der Volkswirtschaften und des ganzen Systems verhindert haben.

Aus volkswirtschaftlicher Sicht wird 2020 als Rezessionsjahr in die Annalen eingehen. Durch die CoViD-19-bedingten Einschränkungen des wirtschaftlichen, öffentlichen und gesellschaftlichen Lebens erlitten mit Ausnahme von China alle führenden Industrienationen einen bis dato undenkbareren Einbruch ihrer Volkswirtschaften. Gestützt auf Erfahrungen aus vergleichbaren vergangenen Ereignissen (z.B. SARS) kamen China und beinahe ganz Asien mittels rigoroser Massnahmen wesentlich besser über die Runden. In Europa hatte die Pandemie einen substanziellen Rückgang der Wirtschaft zur Folge. Die USA verzeichneten ebenso einen BIP-Rückgang, allerdings einen geringeren als die meisten Staaten Europas.

Mit Wissensstand von heute gehen wir davon aus, dass sich die Weltwirtschaft vernünftig rasch erholen wird. Die asiatischen Länder und v.a. China werden die Erholung dank strukturellen Wachstums anführen. In Europa rechnen wir auch mit einer Normalisierung der Wirtschaftsaktivitäten. Das Vorkrisenniveau wird in den meisten Ländern aber kaum vor 2022 erreicht werden. Die staatlichen Eingriffe im Rahmen der CoViD-19-Krise waren in zahlreichen europäischen Ländern beispiellos. Die Rückkehr zu weniger staatlichem Einfluss wird eine Herkulesaufgabe werden. Bei Rückschlägen dürfte der Ruf nach staatlicher Unterstützung umgehend wieder laut werden.

Die Schweiz hat das Krisenjahr 2020 aus wirtschaftlicher Sicht gut gemeistert. Der Knick beim BIP ist geringer als befürchtet. Mit der Erholung sollte 2021 das Vorkrisenniveau wieder erreicht werden – nicht zuletzt dank der resilienten Pharmabranche. In exportorientierten Branchen wie der Maschinenindustrie und dem Tourismus sind die Einschnitte bedeutend tiefer; dort wird eine Erholung noch sehr viel Zeit brauchen.

In der westlichen Welt bleiben die Wachstumsperspektiven bescheiden. Strukturelle Probleme wie die steigende Verschuldung und die wachsende Last des Sozialstaates, auch infolge demographischer Verschiebungen, bleiben bestehen – und zwar mehr denn je. Die tiefen Zinsen können die Problematik kaschieren, aber der Preis dafür sind sinkende Wachstumsperspektiven. Die Situation ist vergleichbar mit Japan in den letzten 30 Jahren: tiefe Zinsen, kein Wachstum, keine Inflation. Wie üblich dürften die USA nach der Krise schneller zu Wachstum zurückfinden als Europa, wo divergierende Interessen der einzelnen Länder mehr als nur eine hohe Hürde darstellen.

Niemand rechnet mit Inflation. Die Konsenseinschätzung, dass es keine grossen Überraschungen bei der Inflation gibt, teilen wir im Bereich der Arbeitsmärkte; mit globaler Brille sieht dort das Angebot ausreichend aus. Ein Risiko für Ansätze von steigenden Inflationsraten bilden dagegen höhere Rohstoffpreise, was bei zyklischen Erholungen nicht unüblich ist. Eine zusätzliche Gefahr für Inflation stellen die protektionistischen Tendenzen dar. Es ist zudem durchaus denkbar, dass sich die expansive Geld- und Fiskalpolitik irgendwann – 2021? 2022? 2023? ...? – plötzlich in höheren Inflationsraten niederschlagen wird.

Währungen

Bei den Währungen erwarten wir keine wesentlichen Bewegungen. Ausschlaggebend ist, dass in sämtlichen westlichen Währungsräumen das Nullzinsniveau erreicht ist.

Die Erwartung eines schwächeren USD ist Konsens, was in den Positionierungen reflektiert wird. Beim EUR sehen wir gegenüber dem CHF beschränktes Aufwertungspotenzial. Fremdwährungsrisiken zu minimieren und teilweise abzusichern, ist sowohl empfohlen als auch günstig dank geringer Zinsdifferenzen.

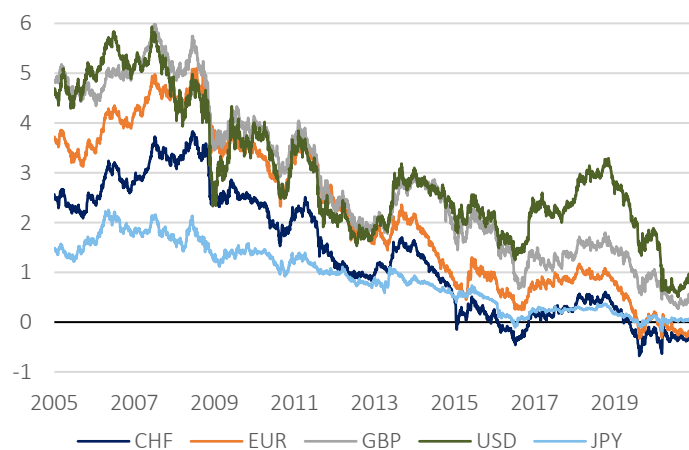
Fremdwährungsrisiken minimieren

Steigende Rohstoffpreise bieten Opportunitäten bei der Norwegischen Krone (NOK), beim britischen Pfund (GBP) oder beim kanadischen Dollar (CAD).

Zinsen / Obligationen

Die expansive Geldpolitik der Notenbanken hat sich 2020 akzentuiert. Erste Bestrebungen, die Anleihenkäufe zu drosseln und die Leitzinsen bald überhaupt wieder anheben zu können, wurden durch die Pandemie im Keim erstickt. Die Europäische Zentralbank (EZB) und damit die Schweizerische Nationalbank (SNB) sind dazu verdonnert, an ihrer Negativzinspolitik festzuhalten. Seit sich die US-Notenbank (FED) im März 2020 ebenfalls gezwungen sah, die Zinsen auf null zu setzen, wo sich beispielsweise die Bank of Japan (BOJ) und die Bank of England (BOE) längst befinden, gibt es selbst im USD kaum mehr Rendite.

Grafik 2: Renditen von 10-jährigen Staatsanleihen (%)



Quelle: Bloomberg, Belvalor

Das FED hat mit der Änderung des Inflationsziels eine Absage an bald steigende Zinsen erteilt: statt 2% als festes Inflationsziel gilt nun derselbe Wert als Durchschnitt. In den USA braucht es über einen längeren Zeitraum eine Inflationsrate von über 2%, damit das FED überhaupt eine Erhöhung der Zinsen in Betracht ziehen würde. Die weiter gestiegenen Staatsverschuldungen machen Zinserhöhungen ebenfalls unmöglich, da viele Staaten eine wachsende Zinslast kaum tragen könnten. Die Notenbanken werden sich hüten, diese Last durch voreilige Zinserhöhungen an-

zuheizen. Eine Rückkehr zur Normalisierung der Geldpolitik vor 2022 erachten wir für so gut wie ausgeschlossen.

«Risikoloser Zinssatz» war gestern, heute gilt «renditeloses Risiko»

Die Zinsen bleiben auf absehbare Zeit tief. Bei Obligationen gilt «zinsloses Risiko» statt «risikoloser Zinssatz». Für das eingegangene Risiko werden Investoren nicht mehr adäquat entschädigt. Eine steilere Zinskurve (steigende Renditen für längere Laufzeiten) ist hingegen als Folge steigender Inflationserwartungen und/oder erhöhter Ausfallrisiken nicht auszuschliessen. Sinkende Obligationenkurse wären die unmittelbare Folge.

Obligationen in CHF und EUR mit guter Qualität werfen auch bei längeren Laufzeiten negative Renditen ab, in USD und GBP wenig bis nichts. Investitionen in klassischen Obligationen werden immer weniger opportun – Ausnahmen und Einzelfälle vorbehalten. Eine positive Rendite lässt sich bloss noch in Spezialitäten finden, in denen wir über ausgewählte Kollektivinstrumente investieren. Hier sind Segmente und Strategien wie Wandelobligationen, Emerging Markets Investment Grade, High Yield, Senior Loans, Cat Bonds, «CoCos» (Contingent-Convertible-Bonds, Hybridkapital der Banken) oder amerikanische «Municipal Infrastructure» zu nennen. Das Mehr an Rendite geht aber auch mit mehr Risiko einher.

Aktien

Die Aktienmärkte haben unseres Erachtens frühzeitig begonnen, auf die Zeit nach CoViD-19 zu blicken. Ob wie üblich bloss sechs bis neun Monate vorausschauend oder zwei bis drei Jahre, ist schwierig zu beantworten. Dasselbe gilt für verlässliche Schätzungen, wie viel der Aktienhausauf das Konto der immensen Geldmenge, die von den Notenbanken hineingepumpt wird, geht.

Ins Zentrum des Interesses rücken nun die Gewinne und Cashflows der Unternehmen, welche die Kursentwicklungen längerfristig bestimmen. Die zu erwartenden positiven Gewinnrevisionen sprechen für eine Outperformance von Small & Mid Caps. Stock Picking ist demzufolge weiter angezeigt. Den Blick gilt es auf Qualitätsunternehmen zu richten, welche von Megatrends profitieren sowie in Wachstumsmärkten wie Asien gut positioniert sind.

Investoren sollten nicht ausser Acht lassen, dass ein grosser Teil der positiven Aktienperformance der letzten Jahre auf das Konto der Bewertungsexpansion gegangen ist. Aktien handeln im «teuersten» Bereich in den von uns konsultierten, langfristigen Modellen.

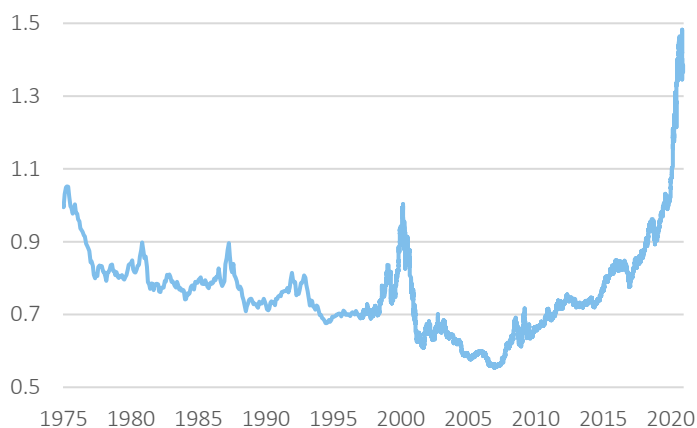
Dennoch ist eine weitere Bewertungsexpansion als Folge tiefer Zinsen und der expansiven Geldpolitik denkbar. Die Risikoprämie, welche den Aktionär langfristig für das eingegangene Risiko im Verhältnis zu Staatsanleihen entschädigt, deutet darauf hin, dass Aktien attraktiv bleiben.

Aktien – trotz hoher Bewertung attraktiv

Eigentlich stehen für Aktien trotz allem viele Ampeln auf grün. Grün ist das Stichwort. Nachhaltigkeit ist in aller Munde und hat zu Bewertungsdiskrepanzen und -exzessen geführt. «Environment, Social and Governance (ESG)» ist zu einem nachhaltigen Begleiter bei Investments geworden. Es gilt jedoch zu beachten, dass Aktien von Unternehmen mit diesem Gütesiegel bereits heute mit erhöhten Bewertungen gehandelt werden, was zur Vorsicht mahnt.

Nach der Outperformance von «Growth»-Aktien könnte unter dem Gesichtspunkt, dass Wachstum, um Bewertungen zu rechtfertigen, schwieriger zu erzielen ist, vorübergehend die Zeit sog. «Value»-Aktien eingeläutet sein, welche vorwiegend in Europa zu finden sind. Ob effektiv eine Trendumkehr einsetzt, wird sich weisen. Deshalb versuchen wir, einen optimalen Spagat zwischen beiden Lagern zu finden. Längerfristig ist es ratsam, auf Qualitätsunternehmen zu setzen. Zu unseren wichtigsten Qualitätskriterien gehören strukturelles Marktwachstum, eine führende Marktstellung, ein Management mit Leistungsausweis, eine solide Bilanz, stabile gute Margen und attraktive Kapitalrenditen sowie eine vernünftige Balance bei der Verwendung von Cashflows für Investitionen in Wachstum und Ausschüttungen.

Grafik 3: Relative Entwicklung von «Growth» vs. «Value»



Quelle: Bloomberg, Belvalor; Growth = MSCI World Growth Index (Start: 100, 31.12.1974), Value = MSCI World Value Index (Start: 100, 31.12.1974)

Das alles mutet fast schon unheimlich an. Die Märkte sind fragiler und gegenüber Enttäuschungen anfälliger geworden. Doch «exogene Schocks» wie eine Pandemie lassen

sich leider nicht prognostizieren. Sich prophylaktisch den Kopf zu zerbrechen, was alles passieren könnte, verhindert oft nur das Erzielen von Performance, welche wiederum als gutes Polster für Rückschläge dient. Aktien bleiben – mit stets wachsamem Auge sowie der notwendigen Weit- und Vorsicht – unsere bevorzugte Anlageklasse.

Rohstoffe und Alternative Anlagen

Ein konjunktureller Aufschwung treibt die Nachfrage nach Rohstoffen, was unweigerlich zu steigenden Rohstoffpreisen führt. Speziell für das viel gescholtene Öl sind wir optimistisch. Der Ölpreis könnte ziemlich schnell auf über USD 60 pro Barrel steigen. Anlagen tätigen wir in günstigen Aktien von Unternehmen aus der Öl- und Rohstoff-Industrie, welche vorzugsweise ESG ernst nehmen. Gold hat seinen Glanz nicht verloren, sondern befindet sich in einer Konsolidierungsphase. Alternativ ziehen wir Platin, dessen Preis die geschrumpfte industrielle Relevanz verdaut hat, Silber vor. Gold als Beimischung in einem ausgewogenen Portfolio bleibt empfehlenswert – sowohl aus Absicherungs- als auch aus Diversifikationsüberlegungen.

Gold bleibt glänzende Beimischung

Diversifikation spielt auch bei sog. Kryptowährungen eine Rolle. Deren Akzeptanz nimmt zu, deren Attraktivität genauso. Die Entwicklung gilt es zu verfolgen.

Die Suche nach Rendite und die höheren Bewertungen in Zeiten tiefer resp. negativer Zinsen schüren die Nachfrage nach Alternativen Anlagen. Private Equity bleibt attraktiv. Wir investieren in Themen wie Private Equity, Private Debt, Real Estate sowie Infrastruktur und bevorzugen die Aktien führender Anbieter.

Auch Infrastruktur bleibt ein wichtiges Thema. Es eignen sich Direktanlagen in entsprechenden Aktien oder attraktive Nischenstrategien mit Obligationencharakter.

Immobilien Schweiz

Der unmittelbare Einfluss der Pandemie auf die Mieterträge bei Schweizer Immobilien war gering und brachte keine Probleme für Immobilienfonds und -aktien. Immobilienaktien und -fonds weisen im Vergleich zu Anleihen eine attraktive Ausschüttungsrendite auf. Bei Anlagen mit hohen Aufgeldern (Agiros) gegenüber dem inneren Wert ist Vorsicht geboten. Dies gilt auch für Gefässe mit kommerzieller Nutzung und hohen Leerständen. Insgesamt besteht nach wie vor ein Nachfrageüberhang am Immobilienmarkt, einerseits wegen des Anlagebedarfs institutioneller Anleger, andererseits auch wegen privater Investoren. Dies wird sich weiterhin preistreibend auswirken.