



Anlagepolitischer Ausblick 1. Quartal 2021

Globaler makroökonomischer Ausblick

- Die Weltwirtschaft dürfte 2020 pandemiebedingt um rund -4.4% geschrumpft sein. Für 2021 wird eine Erholung von +5.2% erwartet, womit das Vorkrisenniveau bereits vor Ende Jahr erreicht würde.
- Dank erster COVID-19-Impfungen weichen die Unsicherheiten von 2020 zunehmend einer optimistischeren Haltung. Die logistischen Herausforderungen weltweiter Impfstoffauslieferungen sind jedoch immens.
- Zunächst steht die Erlangung der Kontrolle über die Virenausbreitung im Vordergrund. Abermals verhängte, meist regional begrenzte Lockdowns führten zeitweise zu eingetrübtem Konsumentenvertrauen. Der Impfstart hat die Erwartungshaltung allerdings stark verbessert, wobei die Stimmung in Europa deutlich zuversichtlicher zu sein scheint als in den USA.
- Die anhaltend kräftigen Liquiditätshilfen der Zentralbanken und präzedenzlosen fiskalischen Stimulierungen konnten die wirtschaftlichen Auswirkungen der Pandemiebekämpfungsmassnahmen zu einem ansehnlichen Ausmass abfedern und führten zu teilweise rekordhohen Kursen risikobehafteter Anlagen.
- Mit der neugewählten US-Regierung dürfte der Tonfall im Konflikt zwischen den USA und China zwar konzilianter werden, in der Sache wird sich hingegen nur wenig ändern.

Traditionelle Anlagen

0-3Mt. - 12Mt.

Währungen	Handelsspanne USD/CHF: 0.88 - 0.95 bzw. EUR/CHF 1.07 - 1.12.		
Obligationen	Das Zinsgefüge bleibt von der Politik der Zentralbanken diktiert. Eine Normalisierung der Konjunktorentwicklung wird zwar längerfristig Aufwärtsdruck auf die langfristigen Sätze ausüben. Die Preisfindungsmechanismen an den Anleihemärkten sind jedoch durch die andauernde aktive Kontrolle der Notenbanken gestört, womit etwaige Renditeauschläge kurzlebig bleiben dürften.	➔	➔
Aktien	Die Aktienmärkte unterliegen einem Wechselbad der Gefühle. Nachdem sich anfangs des vierten Quartals 2020 Ängste um weitere Ansteckungswellen breit machten, führte die konkrete Ankündigung eines Impfstoffs im November zu einem vorgezogenen Weihnachtssrally. Angesichts der Alternativlosigkeit zu Aktien dürfte sich dies, wenn auch in moderateren Schritten, in den nächsten Monaten fortsetzen. Vieles von der antizipierten Wirtschaftserholung ist bereits eingepreist, womit die Märkte nicht vor Rückschlägen gefeit sind.	➔	➔

Alternative Anlagen

Rohstoffe	Eingehaltene Förderkürzungen durch OPEC+ und Corona-Hoffnungen befeuern die Ölkurse. Gold andererseits leidet unter verminderter Flucht in sichere Häfen.
Hedge Fonds	HF-Strategien im 3Q20 mit positiver Performance in der Breite, vermehrte Kapitalzuflüsse.
Alt. Forderungspapiere	Mikrofinanzanlagen mit tiefer Korrelation zu traditionellen Anlageklassen. Einflüsse der Pandemie bis anhin begrenzt, abschliessende Beurteilung erst im 2021 möglich.
Immobilien	Ausschüttungsrenditen von rund 2.5% (CH) gegenüber Anleihen attraktiv. Begrenztes Performancepotenzial nach Kursanstiegen, bei steigenden Zinsen erhöhtes Marktrisiko.

Privatmarkt-Anlagen

Private Equity	Steigendes Buyout- und M&A-Transaktionsvolumen im 3Q20 nach langjährigen Tiefstwerten im Vorquartal. Weiterhin Zuflüsse von Geldmitteln, hohe «Dry Powder»-Bestände.
Private Debt	Alternative zu nahe null rentierenden Obligationen. Vermehrtes Auftreten potenziell attraktiver Konditionen bei Neuemissionen wie auch auf den Sekundärmärkten.
Ubrige	Breit diversifizierte Privatmarkt-Anlagen als langfristige strategische Portfoliobausteine.

Marktdaten

BIP Wachstum %	Länder	2019	2020E	2021E
Industrienationen	USA	2.2	-2.4	4.2
	Japan	0.3	-5.5	3.6
	Eurozone	1.3	-7.3	3.9
	UK	1.5	-11.0	7.3
	Schweiz	1.2	-3.5	3.2
Schwellenländer	China	6.1	2.0	8.2
	Indien	6.1	4.2	8.8
	Brasilien	1.4	-5.8	2.8
Wechselkurse	31.12.20	% -3M	% -6M	% -12M
USD/CHF	0.885	-3.93	-6.54	-8.40
EUR/CHF	1.082	0.19	1.62	-0.31
GBP/CHF	1.208	1.57	3.06	-5.74
3 Monats Libor	31.12.20	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp
CHF	-0.76	1.7	-8.8	-7.5
USD	0.24	0.5	-6.4	-167.0
EUR	-0.55	-4.7	-12.3	-16.2

Staatsanleihen (10y)	31.12.20	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp
CHF Eidgenossen	-0.58	-5.8	-11.2	-7.8
USD Treasury	0.92	22.9	25.7	-100.4
EUR Bund	-0.57	-4.7	-11.5	-38.4
Aktienmärkte	31.12.20	% -3M	% -6M	% -12M
SMI	10'703.51	5.07	6.55	0.82
S&P 500	3'756.07	11.69	21.15	16.26
Nikkei	27'444.17	18.37	23.13	16.01
FTSE-100	6'460.52	10.13	4.71	-14.34
DJ EURO-STOXX 50	3'552.64	11.24	9.85	-5.14
Rohstoffe	31.12.20	% -3M	% -6M	% -12M
Gold oz/USD	1'898.36	0.66	6.59	25.12
Öl (WTI)	48.52	20.64	23.55	-20.54
Kupfer (Spot)	7'749.00	16.21	29.05	26.02

Quelle: Bloomberg, Marktkonsens des BIP-Wachstums, Januar 2021



Gesamtwirtschaftliches Umfeld

Goldene zwanziger Jahre 2.0?

Nachdem die Weltwirtschaft 2020 in die wohl tiefste Rezession seit Ende des 2. Weltkriegs geschlittert ist (wenn auch nicht so tief wie noch vor Quartalsfrist befürchtet), dürfte die Erholung 2021 ebenso aussergewöhnlich rasch ausfallen. In unmittelbarer Zukunft gehört das Hauptaugenmerk allerdings der Bekämpfung der neuen Ansteckungswellen vor allem in Europa und Amerika. Zur Erholung werden einerseits die breitflächige Verteilung diverser Impfstoffe, insbesondere während der ersten Jahreshälfte, aber auch die fortgeführte fiskalische und monetäre Unterstützung beitragen. Der aufgestaute Nachfrageüberhang der Konsumenten sollte ab dem zweiten Quartal zudem die Konsumausgaben wesentlich früher hochtreiben, als dies in einem «normalen» Konjunkturzyklus jeweils der Fall ist. Die dazu notwendigen Mittel der Haushalte sind in der Breite vorhanden. Ein konzentrierter Nachfrageschub, begleitet von Deglobalisierungs-Anstrengungen, könnte allerdings auch zu steigender Inflation führen (Abb. 1). Früher als gegenwärtig von den Märkten erwartete Rücknahmen von monetären oder fiskalischen Programmen würden die erwartete Expansion merklich dämpfen. Ein mancherorts kolportierten längerfristigen Aufschwung ähnlich den 1920er-Jahren stehen wir entsprechend skeptisch gegenüber. Die Beschleunigung der Digitalisierung ist andererseits ein Positivum.



Abb. 1: M2 Geldmengenwachstum (dunkelblaue Linie) und Inflation USA (Federal Reserve/FuW, Dezember 2020)

Schweiz

Im dritten Quartal expandierte das Schweizer BIP im Vorquartalsvergleich überraschend stark um 7.2% (ggü. Vorjahr -1.7%). Die Lockerung der behördlichen Massnahmen verhalfen dem Privatkonsum dank Nachholeffekten, aber auch gestiegenen Importen zu einer starken Ausweitung nach einem allerdings extremen Einbruch im Vorquartal. Der Dienstleistungsbereich konnte sich hingegen kaum erholen. Die zweite Welle dürfte den Aufschwung verlangsamen. Aufgrund der gegenüber dem Frühjahr weniger strengen Massnahmen der Behörden kann ein schwerer Einbruch womöglich vermieden werden. Für das Gesamtjahr 2020 wird mit einem Rückgang des BIP von noch 3.5% gerechnet, gefolgt von einer Erholung 2021 um rund 3.2%. Dies ist vergleichsweise robust (Abb. 2).

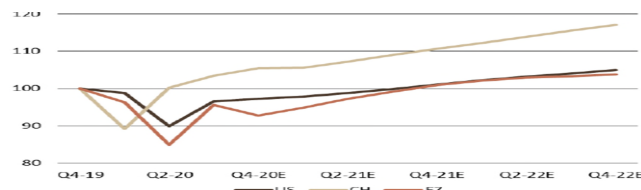


Abb. 2: BIP-Entwicklung Schweiz, USA und Eurozone indexiert (Markt/Haver/UBS, Dezember 2020)

Europa

Die zweite Ansteckungswelle führte in Europa zu ungleich schärferen Massnahmen als in der Schweiz. In mehreren Ländern wurden im Schlussquartal 2020 wieder flächendeckende Lockdowns eingeführt, was

zu einem deutlichen Einbruch der Wirtschaftstätigkeit führte - wenn auch nicht ganz so ausgeprägt wie im Frühling. Der begonnene Einsatz der Impfstoffe wird die Lage 2021 markant entspannen. Zusätzlich unterstützen sowohl die EU mit einem Fiskalpaket über EUR 750 Mia. als auch die EZB mit einem kürzlich auf EUR 1'850 Mia. aufgestockten Anleihekaufprogramm (PEPP) die Konjunkturerholung. Das vorerst bis März 2022 laufende PEPP-Programm würde ausreichen, um das Doppelte der prognostizierten Neuemissionen von Staatsanleihen der Eurozone im Jahr 2021 aufzukaufen (Abb. 3). Die EU und das Vereinigte Königreich konnten sich in quasi letzter Minute auf einen «Brexit»-Handelsvertrag einigen.

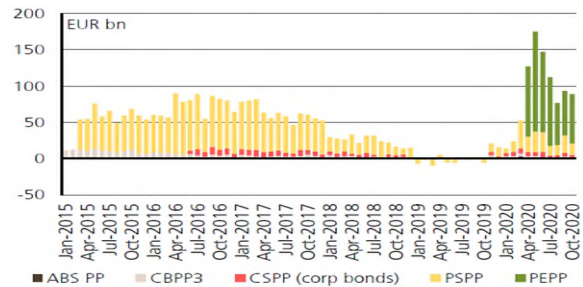


Abb. 3: Kaufprogramme der EZB (Haver/EZB/UBS, Dezember 2020)

USA

Die USA befinden sich mittlerweile bereits in einer dritten Corona-Ansteckungswelle, welche durch die Auslieferung mehrerer Impfstoffe im Verlauf von 2021 gemildert werden sollte (Abb.4). Ein zweites Rettungsprogramm konnte zum Jahresende verabschiedet werden, nachdem das erste bereits im Juli ausgelaufen war. Das BIP dürfte 2021, nach einem Rückgang von relativ moderaten -2.4%, um 4.2% wachsen. Wie weit die Regierungskompetenzen des neuen Präsidenten Joe Biden de facto reichen werden, hängt noch von der Senats-Stichwahl im Bundesstaat Georgia am 5. Januar 2021 ab. Eine knappe Mehrheit der republikanischen Partei im Senat und damit geteilte Machtverhältnisse sind zum Zeitpunkt dieses Schreibens möglich. Dies würde ein «Durchregieren» des Demokraten Biden behindern.

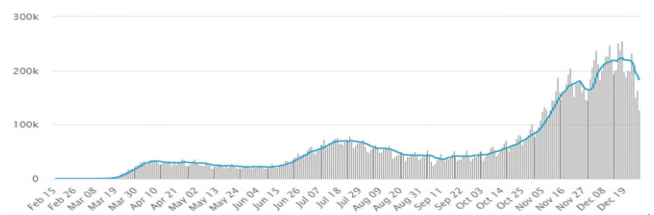


Abb. 4: Tägliche Neuinfektionen COVID-19 USA inkl. 7-Tagesdurchschnitt (Worldometers.info, 28.12.2020)

Schwellenländer

Der Abstand zwischen dem Wirtschaftswachstum in China und anderen Ländern in Asien einerseits und den westlichen Industrienationen andererseits hat sich infolge der früh bewältigten Pandemie akzentuiert.

Risiken

Die folgenden Risikofaktoren sind auf unserem Radar:

- Entwicklung der Corona-Pandemie und wirtschaftliche Auswirkungen der Eindämmungspolitik
- Zentralbankenpolitik, Verschuldungsproblematik
- Inflationsentwicklung
- Differenzen zwischen USA und China



Traditionelle Anlagen

Obligationen: Kein Licht am Ende des Tunnels

Die Leitzinsen der Zentralbanken bleiben vorläufig stabil nahe bzw. unter null. Auf globaler Ebene werden mittlerweile nominal rund USD 18 Bio. an Anleihen zu negativen Renditen gehandelt (Abb. 5).



Abb. 5: Wert zu negativen Renditen gehandelten Anleihen (Sprott/Bloomberg, Dezember 2020)

Die unvermindert fortgeführten Anleihekaufprogramme etwa der EZB oder der US-Notenbank Fed begrenzen das Potenzial für steigende Renditen. De facto sind die Preisfindungsmechanismen ausgeschaltet. Damit werden auch Schuldner minderer Qualität nicht durch höhere Zinsen «bestraft». Mit den Anleiherenditen verharren auch die Inflationsindikatoren auf tiefen Niveaus. Am leicht steigenden Niveau der zehnjährigen US-Staatsanleihen lässt sich hingegen die Bildung steigender Inflationserwartungen ablesen (Abb. 6). Eine Überwindung der Pandemie dürfte ab der zweiten Jahreshälfte 2021 allmählich einen aufgestauten Nachfrageüberhang auslösen. Gepaart mit der enormen Ausweitung der Geldmengen (s. Abb. 1) könnte dies zu steigender Inflation führen. Damit rechnet derzeit kaum jemand. Die Leitzinssätze dürften hingegen noch länger tief bleiben. Die amerikanische Notenbank hat bereits angeführt, ein Überschreiten der Inflation über das Zweiprozentziel auch über einen längeren Zeitraum zu tolerieren.

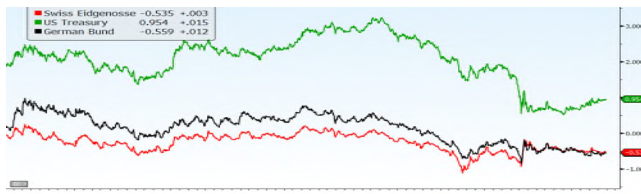


Abb. 6: Renditen 10-jähriger Staatsanleihen (grün USA, schwarz Deutschland, rot Schweiz, Bloomberg, Dezember 2020)

Aktien: Rückenwind oder Blase?

Zu Beginn des vierten Quartals litten die Aktienmärkte unter der sich ausbreitenden zweiten Coronawelle, nachdem schon im September aufgrund entsprechender Befürchtungen Korrekturen von bis zu 10% auftraten. Mit der Ankündigung eines effektiven Impfstoffes durch Pfizer und BioNTech kehrte die Stimmung ins Gegenteil und mündete in ein fulminantes Jahresend rally. Der letztendlich klare Ausgang der US-Wahlen, der Brexitvertrag gegen Jahresende, das Rettungspaket in den USA und fiskalische Stimulierungen in Europa trugen alle dazu bei. Die ungebremste Unterstützung eines bereits begonnenen Aufschwungs durch die Zentralbanken war – und ist – ein hauptsächlich unterstützender Faktor.

Einige Aktienmarktindizes konnten trotz der massiven Einbrüche im März die Vorjahresstände wieder erreichen oder notieren gar bei langjährigen Höchstständen (Abb. 7). Die euphorisierte Grundstimmung erinnert zu einem gewissen Grad an das Geschehen Ende 1999/Anfang 2000 – also kurz vor dem Platzen der

«Dotcom»-Blase. Nun spricht der Pfad in Richtung einer Normalisierung durchaus für anziehende Aktiennotierungen. Kurzfristig liegen aber noch einige Steine im Weg. Bis zur «Durchimpfung» bedeutender Teile der Bevölkerung werden noch Monate vergehen. Die Marktteilnehmer sind jedoch augenscheinlich dazu bereit, über aktuelle Störfaktoren wie etwa weitere Lockdowns oder anhaltende Spannungen zwischen den USA und China hinwegzusehen. Der Fokus bleibt auf der antizipierten Wirtschaftserholung und damit steigenden Unternehmensgewinnen im Verlauf von 2021. Die Bewertungen auf Indexebene (als geschätztes KGV für 2021) liegen dabei durchwegs über dem Durchschnitt der vergangenen Jahrzehnte, wenn auch nicht auf optisch exorbitanten Niveaus. Im Vergleich zu Anleihen sind die Aktienrisikoprämien vertretbar, wenngleich die Renditeniveaus aufgrund der Zentralbankaktivitäten stark verzerrt sind. Seit der Impfstoffankündigung lässt sich in Ansätzen eine gewisse Sektor Rotation feststellen: Zyklische Bereiche wie Industrie- oder Rohstofftitel haben zugelegt, während defensive Konsum- oder Pharmawerte und «Corona-Profitere» hinter den Gesamtmärkten zurückliegen.



Abb. 7: Aktienmärkte USA (grün), Europa (blau), Schweiz (rot), Schwellenländer (gelb) indiziert seit Jahresbeginn 2019 in Lokalwährungen (Total Return Indizes; Bloomberg, Dezember 2020)

Unsere Aktienallokation liegt in diesem Umfeld nur marginal über der neutralen Quote. Wir haben in den letzten Monaten mittels selektiver Zukäufe wirtschaftsensitivere Bereiche wie Industrie, Baustoffe aus- und defensivere Aktien abgebaut. Ein erhöhter Fokus auf Einzeltitel steht weiter im Vordergrund, wobei wir Themen wie Medizinaltechnologie über diversifizierte Instrumente abdecken.

Alternative Anlagen

Die nahezu unbeschränkte Liquiditätsversorgung durch die Notenbanken trieb die Goldkurse seit Jahresbeginn (inklusive zwischenzeitlicher Gewinnmitnahmen Mitte Jahr) um knapp 25% in die Höhe. Niedrige USD-Realzinsen sprechen neben seiner Rolle als Portfolio-Diversifikator weiterhin für das Edelmetall (Feinunze in USD, Abb. 8). Die Rohölkurse konnten sich bemerkenswerterweise trotz erneuter Mobilitätsbeschränkungen erholen. Die kürzlich gestiegenen Preisnotierungen dürften angesichts der noch unstillen Nachfrage und steigender Lagerbestände nicht nachhaltig sein.

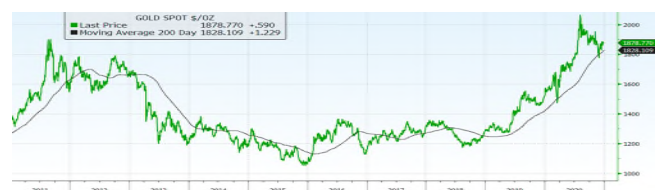


Abb. 8: Gold: Feinunze in USD (Bloomberg, Dezember 2020)

Privatmarkt-Anlagen

Die folgende Seite ist unserer Einschätzung von Privatmarkt-Anlagen gewidmet.



Privatmärkte: ein Update

Privatmarkt-Anlagen können auf verschiedene Arten kategorisiert werden: Auf der Ebene Anlageklasse kann im Wesentlichen zwischen *Private Equity* (ausserbörsliche Unternehmensbeteiligungen auf Stufe Eigenkapital), *Private Debt* (Fremdkapital), *Private Real Estate* (direkt gehaltene Immobilienanlagen) und *Private Infrastructure* (Direktanlagen in Infrastruktur) differenziert werden.

Bei den verwendeten Investitionsansätzen wird dabei zwischen *Direktinvestitionen*, *Sekundärinvestitionen* (d.h. diversifizierte Portfolios nicht börsenkotierter Aktiven) und *Primärinvestitionen* (d.h. Kapitalzusagen an ausgewählte Drittparteimanager) unterschieden. Das übergeordnete Ziel soll die Ausschöpfung des vollen Entwicklungspotenzials von Firmen bzw. Sachanlagen mittels einer eng begleitenden, unternehmerischen Vorgehensweise sein.

Private Equity

Ausgelöst durch den Ausbruch des COVID-19-Virus und damit der weitgehenden Stilllegung des Wirtschaftsgeschehens im 2. Quartal 2020 kamen auch die Private-Equity-Aktivitäten zum Erliegen. Im Vorjahresvergleich fielen die globalen Übernahmeaktivitäten um rund 40%. Die Preisvorstellungen zwischen Käufern und Verkäufern divergierten zudem zunehmend. Seither haben sich die Aktivitäten wieder akzentuiert. Allerdings bestehen hohe Bewertungsunterschiede. Profitable Unternehmen mit hoher Wachstumsvisibilität werden teilweise bereits zu Bewertungen über Niveaus vor der Corona-Krise gehandelt. Hierzu gehören Bereiche wie Digitalisierung und Automatisierung wie auch im Gesundheitswesen IT-Software oder grundlegende Gesundheitsversorgung. Auf der anderen Seite leiden Bereiche mit direktem Kundenkontakt wie Fluglinien oder das Gastgewerbe unter gedrückten Bewertungen. Aber auch innerhalb der Sektoren unterscheidet sich die Dynamik merklich, abhängig von Mustern wie digital vs. traditionell oder massgeschneidert vs. «von der Stange» (Abb. 9). Diese Dispersion dürfte sich fortsetzen.

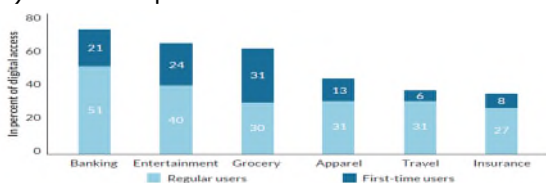


Abb. 9: Digitale Adoption nach Sektor (Partners Group/McKinsey, "The recovery will be digital", August 2020)

Private Debt

Kapitalerhalt ist das Herzstück bei Private-Debt-Investitionen. Viele Anleger in diesem Segment gehen davon aus, dass das Sorgfaltsniveau tiefer als bei Eigenkapitalanlagen gesetzt werden kann. Während jedoch bei Private Equity der Verlust in einer Anlage durch Kapitalgewinne in anderen Investitionen aufgewogen werden kann, existieren bei Private Debt kaum Ausgleichsmöglichkeiten. Jedes Engagement muss erfolgreich sein. Dementsprechend sollte gerade in der aktuellen Lage, nicht unähnlich dem Private-Equity-Universum, Wert auf belastbare Unternehmen mit stabilen Cashflows gelegt werden.

Das beigefügte Informationsmaterial ist ausschliesslich zur Veranschaulichung und für Diskussionszwecke bestimmt. Die Informationen in diesem Dokument sind zusätzlich für Präsentationszwecke zusammengefasst. Die Unterlagen können zudem Informationen enthalten, die teilweise oder vollständig auf hypothetischen Annahmen, Modellen und/oder anderen Analysen (die nur z.T. in diesem Dokument beschrieben werden) der Asset Management Partners AG oder mit ihr verbundenen Unternehmen, („AMP“) bestehen. Es wird von AMP keine Garantie oder Haftung dafür übernommen, dass die dargestellten Annahmen, Modelle oder Analysen sinnvoll oder richtig sind. Zwar stammen die in diesem Dokument abgebildeten Daten aus Quellen, die von AMP als zuverlässig erachtet werden, dies kann jedoch nicht garantiert werden. Die in diesem Dokument dargestellten Informationen sind vertraulich zu behandeln und dürfen weder zum Teil noch im Ganzen reproduziert werden.

Während des Lockdowns im Frühling 2020 trocknete der Markt für Privatkredite angesichts der Schwierigkeit, diese korrekt zu bewerten, praktisch aus. Hinzu kam eine Häufung an Herabstufungen durch die Ratingagenturen, die sich nicht wie bei der Finanzkrise 2008/2009 dem Vorwurf aussetzen wollten, zu langsam zu reagieren. Dies schafft andererseits attraktive Anlagemöglichkeiten wie etwa bei erstrangigen Darlehen zu vorteilhafteren Konditionen als vor der Corona-Krise. Auf globaler Ebene sind Private-Debt-Fonds noch relativ zurückhaltend und horten mit USD 300 Mia. hohe Liquiditätsbestände (Abb. 10).

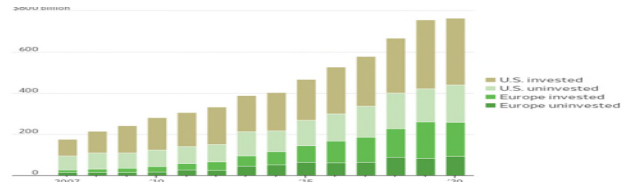


Abb. 10: Verwaltete Vermögen von Private Debt Fonds (Daten 2020 bis 31.03.2020; WSJ/Preqin, Dezember 2020)

Private Real Estate

Der unmittelbare Effekt von COVID-19 auf den globalen Gewerbeimmobiliensektor war ein Einbruch von 55% des Transaktionsvolumens im 2. Quartal 2020. 2021 sollte dank angepasster Preisvorstellungen von Verkäufern eine Aktivitätssteigerung feststellbar sein. In Phasen turbulenter Märkte empfiehlt sich im Immobilienbereich ein situatives Vorgehen. Aktiven sollten über existierende Cashflows verfügen. Es ist angezeigt, sich aufgrund verstärkter Homeoffice- und Online-Einkaufstätigkeiten etwa von Bürogebäulichkeiten oder Wohnbauten in dicht besiedelten Gebieten fernzuhalten. E-Commerce begünstigt dagegen die Nachfrage nach Logistik-Liegenschaften (Abb. 11).

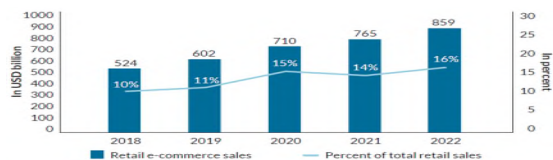


Abb. 11: E-Commerce Detailhandel USA (Partners Group/eMarketer, Mai 2020)

Private Infrastructure

Im Licht auch künftig notwendiger Infrastrukturausbauten blieb der Sektor gegenüber den ärgsten Verwerfungen der Corona-Krise weitgehend resistent. Infrastrukturausgaben spielen eine wichtige Rolle bei der kommenden Wirtschaftserholung, begleitet von vermehrten Nachhaltigkeitsthemen.

Fazit

Die Privatmärkte konnten sich den corona-bedingten Erschütterungen an den Finanzmärkten im Frühling 2020 nicht entziehen. Mit der richtigen Sektorenauswahl und einem rigiden Fokus auf Kapitalerhalt sind attraktive Renditen im Private-Equity-Bereich weiterhin möglich und Private Debt eine valable Alternative zu nahe null rentierenden Obligationen.

Baar, Januar 2021/DIG