

Anlagen **aktuell**

Der wirtschaftliche Aufschwung verliert (vorerst) an Schwung

Ein Impfstoff als "Game-Changer"?

Insbesondere die USA und Europa müssen sich in Anbetracht rekordhoher Corona-Neuinfektionen auf anhaltend hohe wirtschaftliche Folgeschäden und Einschränkungen der persönlichen Mobilität einstellen. Auch wenn wirkungsvolle Impfstoffe bald zur Verfügung stehen, wird es im besten Falle bis Mitte 2021 dauern, bis ein ausreichender Schutz der Bevölkerung erreicht werden kann. Die Aktienmärkte werden dies bald einmal mit einem Favoritenwechsel vorwegnehmen.

Ein in jeder Hinsicht verrücktes Jahr

Seit mehr als einem halben Jahr dominiert fast nur noch ein Thema in den Medien und im öffentlichen Leben, nämlich COVID-19. Die harten bis sehr harten Lockdown's zum Ende des 1. Quartals 2020 haben in fast allen Ländern zu massiven Wachstumseinbrüchen geführt, die weit stärker ausgefallen sind, als im Gefolge der Finanzmarktkrise. Entscheidend für die Entwicklung an den Märkten war aber weniger der starke Konjunkturrückgang, als vielmehr die extrem expansive Geld- und Fiskalpolitik, welche die Volkswirtschaften mit Finanz- und Geldspritzen in einem Ausmass fluteten, wie das historisch nur in Nachkriegsphasen der Fall war.

Wenige Aktien top – viele flop

Ein Blick auf die Kurstabellen zeigt, dass bei den breit aufgestellten Aktienindizes auf Jahresbasis die Kursverlierer gegenüber den –gewinnern meist deutlich überwiegen und die Performance der einzelnen Titel weit auseinanderklafft. Zu den Verlierern zählen einerseits alle Unternehmen in reisenahen Branchen und mit physischen Kundenkontakten. Der konjunkturelle Einbruch hat aber auch zu einer deutlich rückläufigen Nachfrage im Energiesektor und beispielsweise auch der Automobilbranche geführt. Aktien im Bankensektor kamen unter Druck, weil Anleger steigende Rückstellungen für Kredite befürchteten und Versicherungstitel leiden aufgrund gestiegener Haftungsrisiken.

Umgekehrt schossen Aktienpreise von Firmen im Online-Handel und damit verbundene Dienstleister (Zahlungsverkehrsabwickler etc.) in ungeahnte Höhen. Ähnlich erfolgreich schnitten Titel von Software-Unternehmen ab, die den Trend zum Home-Office oder den fast exponentiell wachsenden Cloud-Bereich unterstützen. Kursverdoppler finden sich insbesondere auch im Sektor Alternative

Energien (Wind, Solar, Wasserstoff, Elektromobilität etc.), die vom Trend in Richtung einer Dekarbonisierung der Wirtschaft profitieren, welche die kostspieligen Folgen des Klimawandels mindern soll.

Die zweite Corona-Welle ist anders

Angesichts der explodierenden Corona-Infektionen und den drohenden Engpässen in den Intensivabteilungen der Spitäler sehen sich die meisten europäischen Länder gezwungen, neuerliche partielle Lockdown's einzuführen. Es ist zu hoffen, dass ein extrem kostspieliger Total-Lockdown weitgehend vermieden werden kann, zumal die COVID-Sterblichkeit aus verschiedenen Gründen (häufigere Tests, vermehrte Ansteckung jüngerer Personen, Mutationen des Virus, bessere Behandlungen etc.) abgenommen hat.

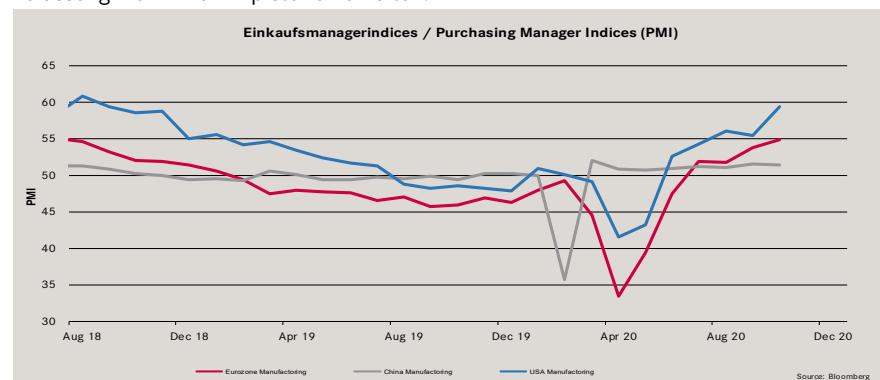
Auch wenn sich die Anzeichen mehren, dass demnächst verschiedene Impfstoffe in sog. Fast-Track-Verfahren zugelassen werden könnten, müssen wir uns auf einen längeren Winter mit weiterhin hohen Infektionsraten und massiven Einschränkungen des wirtschaftlichen Lebens und der persönlichen Mobilität einstellen. In einem optimistischen Szenario können wir davon ausgehen, dass Firmen wie Biontech/Pfizer, Moderna und evt. auch Astra Zeneca noch in diesem Jahr eine Zulassung für ihre Impfstoffe erhalten.

Dabei muss allerdings davon ausgegangen werden, dass die Abgabe unter strenger Ueberwachung insbesondere bezüglich unerwünschter Nebenwirkungen vorerst differenziert an spezifische Risikogruppen (ältere Personen, Personal im Gesundheitswesen und in Altersheimen etc.) erfolgen wird. Ein breiter Schutz der Bevölkerung dürfte damit frühestens bis Mitte nächsten Jahres erreicht werden.

Favoritenwechsel am Aktienmarkt

In den USA haben die Wahlen mit einem neuen Präsidenten Biden und einer wahrscheinlichen Mehrheit der Republikaner im Senat ein Resultat hervorgebracht, mit dem die Aktienmärkte gut leben können. Der Spielraum der Demokraten bezüglich umfangreichen Corona-Konjunktur- und Hilfsprogrammen und Steuererhöhungen dürfte angesichts dieses Patts im Kongress nicht allzu hoch ausfallen. Mehr noch als durch den Präsidentenwechsel könnte das Geschehen an den Börsen durch die Verfügbarkeit von Impfstoffen geprägt werden. So haben die kürzlich veröffentlichten positiven Studienresultate eines von Biontech/Pfizer entwickelten Impfstoffes zu einem wahren Kursfeuerwerk bei den arg gebeutelten Corona-Verlierern geführt, während typische Corona-Gewinner wie der Videokonferenzanbieter Zoom massive Kursverluste erlitten. Da einerseits der Trend Richtung Digitalisierung und teilweisem Home-Office weitergehen dürfte und sich andererseits die Aussichten verschiedener Corona-Verlierer auf mittlere Frist aufhellen dürften, empfehlen wir für Aktienanlagen eine zweigeteilte Strategie (wie auf Seite 3 beschrieben).

Prof. Markus Ruffner



Bremswirkungen einer zweiten Welle

Noch vor wenigen Wochen sah es in vielen Ländern danach aus, dass die konjunkturellen Bremswirkungen der ersten Corona-Welle dank ultra-expansiver Fiskal- und Geldpolitik eher gering ausfallen würden als ursprünglich befürchtet. Mittlerweile hat der Aufschwung angesichts der neuerlichen selektiven Lockdown's wieder deutlich an Schwung verloren. Anstatt einer deutlichen wirtschaftlichen Erholung im letzten Quartal 2020 und im ersten Quartal 2021 muss in den meisten EU-Ländern mit einem nochmaligen konjunkturellen Einbruch oder zumindest einer weiteren Wachstumsabschwächung (USA) gerechnet werden. Die wirtschaftliche Erholung scheint damit zumindest auf das zweite Halbjahr 2021 verschoben, wenn wie erhofft, die Zahl der Neuinfektionen dank wirkungsvollen Impfstoffen reduziert und die Mobilitätseinschränkungen gelockert werden können.

Generell wird das BIP-Wachstum im laufenden Jahr stark vom Ausmass und der Art der länderspezifischen Lockdown-Massnahmen bestimmt. Trotz hoher Infektionszahlen fielen die Einschränkungen in den USA im Ländervergleich relativ glimpflich aus. Das US-BIP dürfte sich 2020 um etwa 3.5% abgeschwächt haben, wobei für 2021 - in einem Szenario mit bald verfügbaren Impfstoffen - mit einem Plus von etwa 5% gerechnet werden kann. Das allseits erwartete Stimulus-Paket nach dem Wahlsieg von Biden mit dem gespaltenen Kongress dürfte mit rund USD 1 Billion deutlich tiefer liegen als noch vor den Wahlen erwartet.

In Europa mit vergleichsweise harten Lockdowns wird für 2020 mit einem Wachstumseinbruch von rund 7% (- 12% für Spanien)

und einer Erholung um rund 5% für 2021 gerechnet. Dennoch sieht man beispielsweise in **Deutschland**, dass die wirtschaftlichen Schäden der zweiten Corona-Welle geringer ausfallen als bei der ersten. Dies hängt auch damit zusammen, dass die von harten Lockdowns betroffenen Wirtschaftszweige (Restaurants, Kultur-Events etc.) weniger als 5% des Bruttoinlandproduktes ausmachen.

China: als wäre Corona nie gewesen

Wie schon in der Finanzmarktkrise im Jahre 2009 erweist sich **China** einmal mehr als weltwirtschaftlicher Wachstumsmotor. Nach einem kurzen Einbruch im 1. Quartal 2020 hat sich insbesondere der Konsum erstaunlich rasch und stark erholt. Unterstützt von umfangreichen fiskalpolitischen Massnahmen und einer expansiven Kreditpolitik dürfte China im laufenden Jahre ein Wachstum von rund 2% und im nächsten Jahr gar einen Zuwachs von rund 7.5% aufweisen. China hat denn auch damit begonnen, die expansive Kreditpolitik wieder leicht zurückzufahren. Gut möglich ist auch, dass China von einer rationaleren Aussenwirtschaftspolitik der neuen US-Regierung profitiert. Ähnlich gut wie China haben andere asiatische Staaten wie Taiwan, Thailand und Vietnam das Virus im Griff. Das neu abgeschlossene asiatische Handelsabkommen RCEP wird der Region zusätzlich Auftrieb geben.

Ganz im Gegensatz zu China, sind die Ansteckungen in **Indien** nach wie vor sehr hoch. Entsprechend dürfte das Land 2020 einen Konjunkturrückgang von fast 10% aufweisen, wobei für 2021 mit einem ebenso deutlichen Anstieg gerechnet wird.

Strategie

Asset Allocation	Untergewichtet	Neutral	Übergewichtet
Liquidität		■	■
Obligationen	■		
Aktien		■	■
Immobilien		■	■
Rohstoffe		■	■
Edelmetalle		■	■

Obligationen sollten in einem Umfeld rekordtiefer Zinsen untergewichtet werden. Unternehmens-Anleihen sowie Hochzins- und Schwellenländeranleihen sind gegenüber Staatsanleihen zu favorisieren

Bei **Aktien** muss mit einem Favoritenwechsel gerechnet werden: COVID-Verlierer dürften stark profitieren, während umgekehrt die Kurse hoch bewerteter COVID-Gewinner unter die Räder kommen könnten. Die auf absehbare Zeit tiefen Zinsen werden weiterhin eine Stütze für die Aktienmärkte bilden.

Der weltweite Trend zu mehr Home-Office dürfte insbesondere die Preise gewerblicher **Immobilien** deutlich belasten. Demgegenüber erscheint der Wohnungsmarkt in den meisten Märkten weitgehend stabil gegen die Corona-Auswirkungen zu sein. Weiterhin interessant sind Immobilien-Unternehmen, die sich auf Liegenschaften mit Cloud-Infrastruktur spezialisiert haben.

Rohstoffe: Die für 2021 erwartete Erholung der Weltwirtschaft gibt dem Erdölpreis eine Stütze.

Edelmetalle: Eine Herdenimmunsierung dank Impfstoffen im 2021 reduziert die wirtschaftlichen Risiken und wird sich dämpfend auf den Goldpreis auswirken.

	Reales BIP-Wachstum			Inflation			Output Gap	Defizit	Verschuldung	CDS Spanne	Realizins
	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	in %	in% BIP	in% BIP	in bp	in %
USA	2.3	-3.5	5.0	1.8	1.1	1.3	-4.09	-15.3	131.2	18.22	-0.27
Euro-Zone	1.2	-7.5	5.0	1.2	0.3	0.4	-2.31	-9.0	n.e.	n.e.	n.e.
Deutschland	0.6	-6	5.5	1.3	0.5	0.6	-1.87	-7.2	73.3	11.98	-1.09
Frankreich	1.3	-10	6	1.3	0.7	0.5	-0.96	-10.4	118.7	19.84	-1.06
Italien	0.2	-9	6	0.7	-0.1	0.3	-4.10	-11.0	161.8	109.33	0.73
UK	1.3	-10	6	1.8	0.6	0.4	-3.43	-18.9	108.0	21.09	-0.30
Schweiz	0.8	-4.5	3	0.4	-0.9	0.4	-2.47	-4.6	35.0	8.74	0.39
Japan	0.8	-5.5	3.5	0.4	0.2	0.3	-1.19	-11.3	266.2	18.5	-0.19
China	6.1	2	7.5	2.9	2.5	2.6	n.e.	-5.6	61.7	33.09	0.78
Indien	4.9	-9	9	3.4	6	5.5	n.e.	-7.8	89.3	76.96	-0.12
Russland	1.1	-4	5	4.5	3.2	3	n.e.	-4.1	18.9	81.98	2.61
Brasilien	0.9	-5	4	3.6	3	3	n.e.	-15.9	101.4	180.1	0.28

Quellen: Bloomberg, Goldman Sachs, IMF, Economist, NPB Neue Privat Bank

Aktienmärkte – fundamentale Bewertungen (Performance in Lokalwährungen)

	Performance Aktien (in %) 2020	Preis/Buchwert	KGV aktuell	KGV 2021E	Dividendenrendite 2021E	Index
USA	10.11	3.89	27.75	20.87	1.73	S&P 500
Deutschland	-0.28	1.70	65.78	14.98	2.99	DAX
Frankreich	-8.07	1.71	56.73	17.85	2.94	CAC 40
Italien	-7.65	1.09	53.50	14.17	3.89	FTSE MIB
UK	-15.58	1.60	229.66	14.40	4.03	FTSE 100
Schweiz	-0.84	2.81	24.82	17.11	3.12	SMI
Japan	7.91	1.94	35.64	19.85	1.78	NIKKEI
China	-6.06	1.09	14.55	11.41	3.34	Hang Seng
Indien	6.25	2.88	32.18	19.35	1.51	Nifty
Russland	-17.13	1.21	13.96	8.26	n/a	RTS
Brasilien	-8.30	2.13	97.26	12.22	3.53	BOVESPA

Quelle: Bloomberg 23.11.2020

Indizes von wenigen Highflyern geprägt

Betrachtet man die bisherige Performance der wichtigsten Aktienindizes fällt auf, dass wenige grosse Gewinner zahlreichen Verlierern gegenüberstehen. Zu ersteren zählen der NASDAQ-Index (plus 30%) und der CSI 300 (plus 25%), welcher die chinesischen A-Aktien abbildet. Hohe Kursrückgänge verzeichneten insbesondere brasilianische, britische und spanische Aktien. Aber auch zwischen den Corona-Verlierern (Reisebranche, Flugzeughersteller etc.) und den COVID-19-Profiteuren klaffen riesige Performanceunterschiede. Bemerkenswert ist, dass die 10% Kursgewinne des S&P500 Index fast gänzlich auf die haussierenden

Rally der Staatsanleihen läuft aus

Die durch die Corona-Pandemie ausgelösten Zinssenkungen der wichtigsten Zentralbanken und die Flucht in sichere Werte haben in den ersten beiden Quartalen 2020 nochmals zu schönen Kursgewinnen bei Staatsanleihen geführt. Aufgrund der drastischen Zinssenkungen des FED zählten die US-Staatsanleihen zu den grössten Gewinnern. Da die Geldmarktsätze in Euro und CHF negativ sind und auch für den USD nahe Null notieren, gibt es kaum mehr Spielraum nach unten und das jahrzehnte lange Rally der Staatsanleihen neigt sich unweigerlich dem Ende zu. Die Ankündigung eines wirksamen Impfstoffes und die dadurch ausgelösten Hoffnungen auf eine Normalisierung des gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Lebens haben bereits zu einem leichten Anziehen der Renditen der Treasuries geführt.

Damit stellt sich natürlich die Frage, was mit den Renditen von Staatsanleihen passiert, falls es im nächsten Jahr gelingt, mit Hilfe von Vakzinen eine ausreichende

Kurse der fünf grossen US-Technologieaktien (Facebook, Apple, Amazon, Netflix und Google) zurückgehen.

Impfstoff löst Rotation aus

Am 9. November 2020 haben die Pharmafirmen Biontech/Pfizer von überraschend positiven Resultaten Ihres COVID-19-Impfstosses berichtet. Die Meldung führte zu hohen Verlusten bei Aktien, die stark vom Trend zu Homeoffice profitiert hatten wie etwa Zoom und Logitech, aber auch zu grossen Kursgewinnen für Aktien wie Carnival, TUI und Airbus. Investoren haben damit einen Vorgeschmack auf einen möglichen Kursumschwung bekommen, der durch die Verfügbarkeit eines verlässlichen Impfstoff-

Immunisierung der Bevölkerung zu erreichen. Wir rechnen mit einem weiteren Anstieg, der aus folgenden Gründen nicht allzu hoch ausfallen sollte: Zum einen dürfte es – mit Ausnahme von China – noch Jahre dauern, bis das Potentialwachstum nach den massiven konjunkturellen Rückschlägen wieder erreicht wird. Entsprechend werden sich die Zentralbanken mit Zinserhöhungen bis mindestens 2023 zurückhalten. Zum andern besteht auch aufgrund der Inflationsentwicklung kein Handlungszwang. Aktuell ist die

Teuerung ohnehin rückläufig und die deflatorischen Risiken überwiegen. Das US-FED hat sich mit dem neu am langfristigen Mittel ausgerichteten Inflationsziel (Average Inflation Targeting) ohnehin mehr geldpolitischen Spielraum verschafft. Zieht die Inflation bei einer Normalisierung der Wirtschaft in einer Nach-COVID-Phase wieder leicht an, besteht aufgrund des langjährigen Unterschiessens der Teuerung kein Zwang, die geldpolitischen Zügel vorschnell wieder anzuziehen.

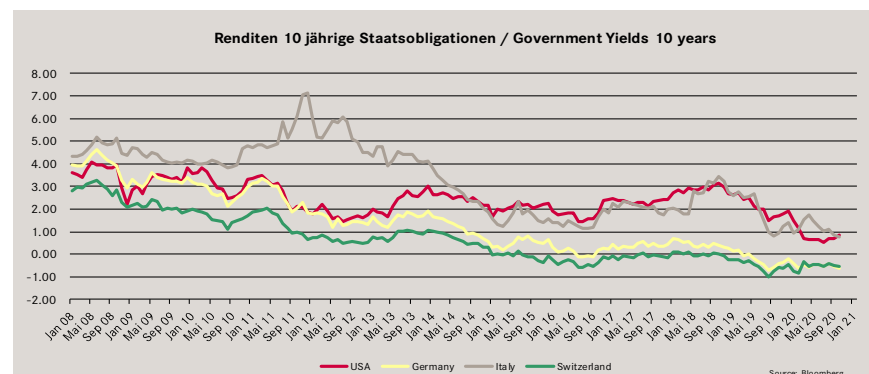
Alte und neue Favoriten nach Corona

Auch wenn es angesichts des Rekordtempos bei der Entwicklung von Impfstoffen immer wieder zu Rückschlägen kommen kann, gehen namhafte Experten davon aus, dass nächstes Jahr Impfstoffe in ausreichendem Masse zur Verfügung stehen werden, um in den meisten Staaten einen Schutz gegen Corona zu erreichen. Umgekehrt hat die aktuelle Gesundheitskrise den Trend in Richtung neuer Technologien einschliesslich des vermehrten Remote-Working's unumkehrbar verstärkt. Hinzu kommt, dass verschiedene Mega-Trends wie beispielsweise die Elektro-Mobilität und Alternative Energien neue Gewinner und Verlierer bei Unternehmen und Branchen hervorbringen werden.

Auf diesem Hintergrund empfehlen wir bei Aktienanlagen eine dreigleisige Strategie:

- 1) Höhere Gewichtung von bisherigen Corona-Verlierern, die stark von einer Normalisierung profitieren; dazu zählen auch Versicherungen, Banken und zyklische Titel; auch Small- und Mid-Caps dürften generell profitieren;
- 2) Fokussierung auf Technologie-Wachstumstitel mit vertretbaren Bewertungen und stabilen Wettbewerbsvorteilen;
- 3) Aktien von Unternehmen, welche das Potential haben, grosse Industrien neu zu gestalten (sog. Disruptors).

Teuerung ohnehin rückläufig und die deflatorischen Risiken überwiegen. Das US-FED hat sich mit dem neu am langfristigen Mittel ausgerichteten Inflationsziel (Average Inflation Targeting) ohnehin mehr geldpolitischen Spielraum verschafft. Zieht die Inflation bei einer Normalisierung der Wirtschaft in einer Nach-COVID-Phase wieder leicht an, besteht aufgrund des langjährigen Unterschiessens der Teuerung kein Zwang, die geldpolitischen Zügel vorschnell wieder anzuziehen.



Kurzfristige Zinsen (Geldmarkt Libor 3 Monate)

Wir rechnen für 2021 für die USA und auch Europa nicht mit weiteren Zinsschritten. Auch werden die Währungshüter die ultra-expansive Geldpolitik noch mehrere Jahre weiterführen müssen, um die wirtschaftlichen Schäden von Corona zu heilen.

	Ende 2019	Aktuell	12 Monate
CHF	-0.69	-0.7678	-0.70
EUR	-0.41	-0.5439	-0.50
USD	1.91	0.2049	0.25
JPY	-0.05	-0.1020	0.00

Langfristige Zinsen (10-jährige Staatsanleihen)

Die Aussicht auf eine Herdenimmunsierung in der zweiten Hälfte 2021 wird zu leicht höheren Bondrenditen und steileren Zinskurven in USD, CHF und EUR führen.

	Ende 2019	Aktuell	12 Monate
CHF	-0.50	-0.51	-0.10
EUR/GER	-0.19	-0.59	-0.20
USD	1.92	0.83	1.00
JPY	-0.02	0.01	0.05

Aktienmärkte

Wir gehen von einer Rotation der Aktienfavoriten von Corona-Gewinnern zu -Verlierern aus. USA und Europa werden gleichgewichtet, zumal die zyklischen Titel in Europa über Aufholpotential verfügen. Chinesische Aktien sind nach wie vor attraktiv bewertet; sie dürften auch davon profitieren, dass das Land gestärkt aus der COVID-19-Krise herauskommen wird. Viele Unternehmen in den ASEAN-Staaten werden vom neuen Handelsabkommen weiteren Schub bekommen.

	Ende 2019	Aktuell	YTD %	12 Monate
USA	3'221	3'557.54	10.44%	3'800
Deutschland	13'249	13'211.88	-0.28%	13'800
Frankreich	5'982	5'495.89	-8.13%	5'900
Italien	23'506	21'706.96	-7.65%	22'500
UK	7'587	6'367.58	-16.07%	7'200
Schweiz	10'617	10'527.82	-0.84%	11'000
Japan	23'657	25'527.37	7.91%	28'000
China/HK	28'319	26'480.18	-6.49%	29'000
Indien	12'256	12'928.85	5.49%	13'500
Russland	1'549	1'283.58	-17.13%	1'600
Brasilien	115'645	106'042.50	-8.30%	120'000

Erdöl und Gold

Die Erdölpreise sind durch den Nachfrageeinbruch im Gefolge der Lockdown's wie auch durch den strukturellen Wandel weg von fossilen Treibstoffen unter Druck geraten. Die prognostizierte wirtschaftliche Erholung wird den Erdölnotierungen eine gewisse Stütze geben. Gold bleibt trotz Normalisierungstendenzen eine Absicherung gegen globale (Politik-)Risiken.

	Ende 2019	Aktuell	YTD %	12 Monate
Erdöl (WTI)	61.68	43.06	-30.19%	45
Gold	1515.20	1874.21	23.69%	1850

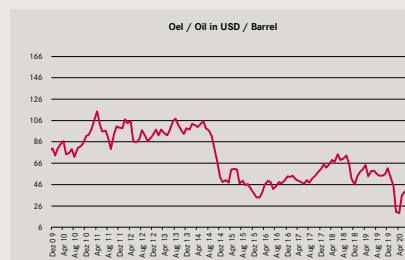
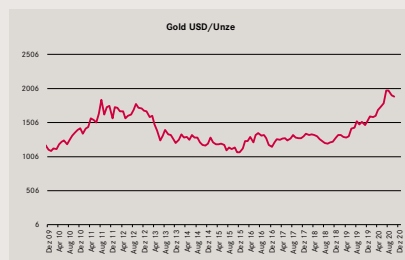
Wechselkurse

Wir rechnen mit einer leichten Abwertung des USD aufgrund der Inflationsdifferenzen zum EUR und CHF. Die Rolle des USD als "Safe Haven" wird an Bedeutung verlieren.

	Ende 2019	Aktuell	YTD %	12 Monate
EUR/CHF	1.0854	1.0804	-0.46%	1.08
USD/CHF	0.9681	0.9104	-5.96%	0.89
EUR/USD	1.1211	1.1868	5.86%	1.21
EUR/JPY	122.1100	123.1700	0.87%	123

Quelle: Bloomberg 23.11.2020

Interessante Charts



Quelle: Bloomberg

Impressum

NPB Neue Privat Bank AG
 Limmatquai 1 | am Bellevue
 Postfach
 CH-8024 Zürich
 Telefon +41 44 265 1188
 Fax +41 44 265 1189
 info@npb-bank.ch
 www.npb-bank.ch

Rechtliche Hinweise

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen aus zuverlässigen Quellen und wurden sorgfältig zusammengestellt. Dennoch besteht kein Anspruch oder eine Garantie bezüglich deren Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit.