

---

Anlagen **Aktuell**



**21 für 21**

*21 Anlagebemerkungen für 2021*



Prof. Dr. Dr. Markus Ruffner  
CEO/Head of Asset Management

*"Spätestens im zweiten Quartal 2021 wird eine markante Erholung einsetzen. Aufgrund der stark gestiegenen Sparquoten ist damit zu rechnen, dass der aufgestaute Konsum zu einer markanten Erholung führen wird."*

## ANLAGEUMFELD – MAKRO

1. Corona-Impfung als Game Changer
2. W-förmige Erholung
3. Inflation vorerst kein Thema
4. Geldpolitik auf Reparatur ausgerichtet – Zinsen bleiben länger tief
5. Nachhaltiger Digitalisierungsschub
6. ESG und Dekarbonisierung der Wirtschaft

## ANLAGESTRATEGIE

7. "Tote Hose" bei Obligationen
8. Favoritenwechsel bei Aktien – Aufholpotential der Corona-Verlierer
9. Tech-Titel: "Bei Flut sieht man nicht, wer keine Badehose trägt"
10. Disruption und "Grüne Megatrends"
11. Asien als Konjunkturlokomotive
12. Klein- und mittelkapitalisierte Titel mit Nachholbedarf
13. Bitcoin als Gold der Millenials
14. Strukturell schwacher Dollar
15. Edelmetalle

## RISIKEN

16. "Wir können Corona nicht"
17. "Anemische" Wirtschaftserholung
18. Anstieg der Teuerung
19. Das FED tritt früher auf die Bremse
20. Eskalation im Wirtschaftskrieg USA / China
21. Bewertung der Tech-Titel ohne Sicherheitsnetz

## ANLAGEUMFELD – MAKRO

*“Trotz der sehr expansiven Geld- und Fiskalpolitik ist aufgrund unausgelasteter Kapazitäten mit anhaltend tiefer Inflation zu rechnen.”*

*“Entsprechend ist damit zu rechnen, dass die Digitalisierung der Wirtschaft durch COVID-19 einen anhaltenden Schub erhalten hat.”*

### 1. Corona-Impfung als Game Changer

Auch wenn noch einige schwierige Monate mit wechselnden Lockdowns bevorstehen, sollten bis Mitte Jahr in den meisten Industrie-Ländern ausreichend Personen durch COVID-19-Impfungen verschiedener Hersteller geschützt sein. Die Priorisierung von Impfungen auf die den Risikogruppen zugehörigen Personen dürfte zu einer sinkenden Auslastung in den Spitälern führen. Eine schrittweise Lockerung der Lockdown-Massnahmen sollte dadurch schon bald möglich werden.

### 2. W-förmige Erholung

Die zweite Corona-Welle hat in den westlichen Industriestaaten zu einem nochmaligen Einbruch der wirtschaftlichen Entwicklung geführt, wobei vor allem die Industrieproduktion in der zweiten Welle weit geringer eingebrochen ist als im März/April. Spätestens im zweiten Quartal 2021 wird eine markante Erholung einsetzen. Aufgrund der stark gestiegenen Sparquoten ist damit zu rechnen, dass der aufgestaute Konsum zu einer markanten Erholung führen wird.

### 3. Inflation vorerst kein Thema

Trotz der sehr expansiven Geld- und Fiskalpolitik ist aufgrund unausgelasteter Kapazitäten mit anhaltend tiefer Inflation zu rechnen. Vorübergehend höhere Inflationszahlen ändern an diesem Trend wenig, da sie weitgehend auf spezifische technische Faktoren zurückgehen. So ist beispielsweise in Deutschland mit vorübergehend höheren Teuerungszahlen zu rechnen, wenn die temporär reduzierten Mehrwertsteuersätze wieder auf die ursprüngliche Höhe angepasst werden.

### 4. Geldpolitik auf Reparatur ausgerichtet – Zinsen bleiben länger tief

Die grossen Notenbanken in den westlichen Industriestaaten werden noch einige Zeit damit beschäftigt sein, die massive wirtschaftlichen Einbrüche in zahlreichen Branchen und Sektoren zu reparieren. Entsprechend ist damit zu rechnen, dass sowohl das FED wie auch die EZB die tiefen Zinsen noch auf Jahre hinaus beibehalten werden. In den meisten Ländern wird es noch mindestens 2 bis 3 Jahre dauern, bis der massive Wachstumseinbruch der Corona-Jahre aufgeholt und der langfristige Wachstumspfad wieder erreicht sein wird. Ähnlich expansiv dürfte auch die Fiskalpolitik ausgerichtet sein.

### 5. Nachhaltiger Digitalisierungsschub

Die Corona-Pandemie hat das Tempo der Digitalisierung in zahlreichen Branchen stark beschleunigt. Auch wenn im laufenden Jahr in der zweiten Hälfte Arbeitnehmer wieder vermehrt in ihre Büros zurückkehren werden, hat die Corona-Krise die Möglichkeiten neuer Arbeitsformen aufgezeigt. Ebenso haben sich viele Konsumenten mit neuen Formen des Online-Einkaufs vertraut gemacht. Entsprechend ist damit zu rechnen, dass die Digitalisierung der Wirtschaft durch COVID-19 einen anhaltenden Schub erhalten hat.

## 6. ESG und Dekarbonisierung der Wirtschaft

Mittlerweile gibt es kaum noch Anbieter im Anlagegeschäft, die ihren Kunden nicht auch auf die sog. ESG-Kriterien (E=Environment, S=Social, G=Governance) ausgerichtete Anlagestrategien und -produkte anbieten. Auch wenn sich die Angebote nicht zuletzt wegen wenig transparenten und diffusen ESG-Konzepten deutlich unterscheiden, ist damit ein nicht mehr wegzudenkender Trend eingeleitet worden. Dabei ist zu hoffen, dass auf billiges Marketing ausgerichtete oberflächliche ESG-Konzepte (sog. Greenwashing) mehr und mehr durch fundierte Ansätze ersetzt werden. Im Vordergrund steht dabei die Frage, wie die Volkswirtschaften mit ihren bestehenden Strukturen über die nächsten 20 bis 40 Jahre schrittweise in Richtung einer Netto-Null- CO<sub>2</sub>-Gesellschaft transformiert werden können. Energieintensive Branchen wie beispielsweise Beton- oder Stahl-Produzenten grundsätzlich zu meiden, scheint auf diesem Hintergrund weder gesellschaftlich noch anlagepolitisch eine sinnvolle Strategie zu sein. Vielmehr bedarf es massiver Investitionen, um diese Schwerindustrien beispielsweise durch Wasserstofftechnologien oder das Einfangen und Umwandeln von CO<sub>2</sub> auf eine nachhaltige Basis zu stellen.

*"Eine der wenigen Alternativen im Fixed Income Bereich bleiben Anleihen aus Schwellenländern, wobei Hartwährungsanleihen der Vorzug zu geben ist."*

## ANLAGESTRATEGIE

### 7. "Tote Hose" bei Obligationen

Die These scheint nicht allzu gewagt, dass die Renditen von Obligationen ohne die Corona-Krise deutlich höher wären. Angesichts der hohen Ansteckungszahlen und den dadurch ausgelösten Lockdown's sahen sich die Notenbanken zu einer ultraexpansiven Geldpolitik genötigt, wie sie sonst nur in Nachkriegszeiten zu beobachten war. Dies hat zu weiteren Kursgewinnen bei Staatsanleihen geführt. Damit ist allerdings ein Niveau erreicht, das auf geraume Zeit keine Aussicht auf sinnvolle Erträge von erstklassigen Staatsanleihen mehr bietet. Eine der wenigen Alternativen im Fixed Income Bereich bleiben Anleihen aus Schwellenländern, wobei Hartwährungsanleihen der Vorzug zu geben ist. Bei einer Depot-Beimischung von sog. Green-Bonds oder mit Katastrophenrisiken verbunden Anleihen bedarf es einer profunden Selektion, um die Spreu vom Weizen zu trennen.

*"Trotz den recht hohen Bewertungen halten wir an erstklassigen Technologieaktien fest, da die anhaltend tiefen Zinsen - über tiefere Diskontierungsraten - zukünftiges Gewinnwachstum höher bewerten lassen."*

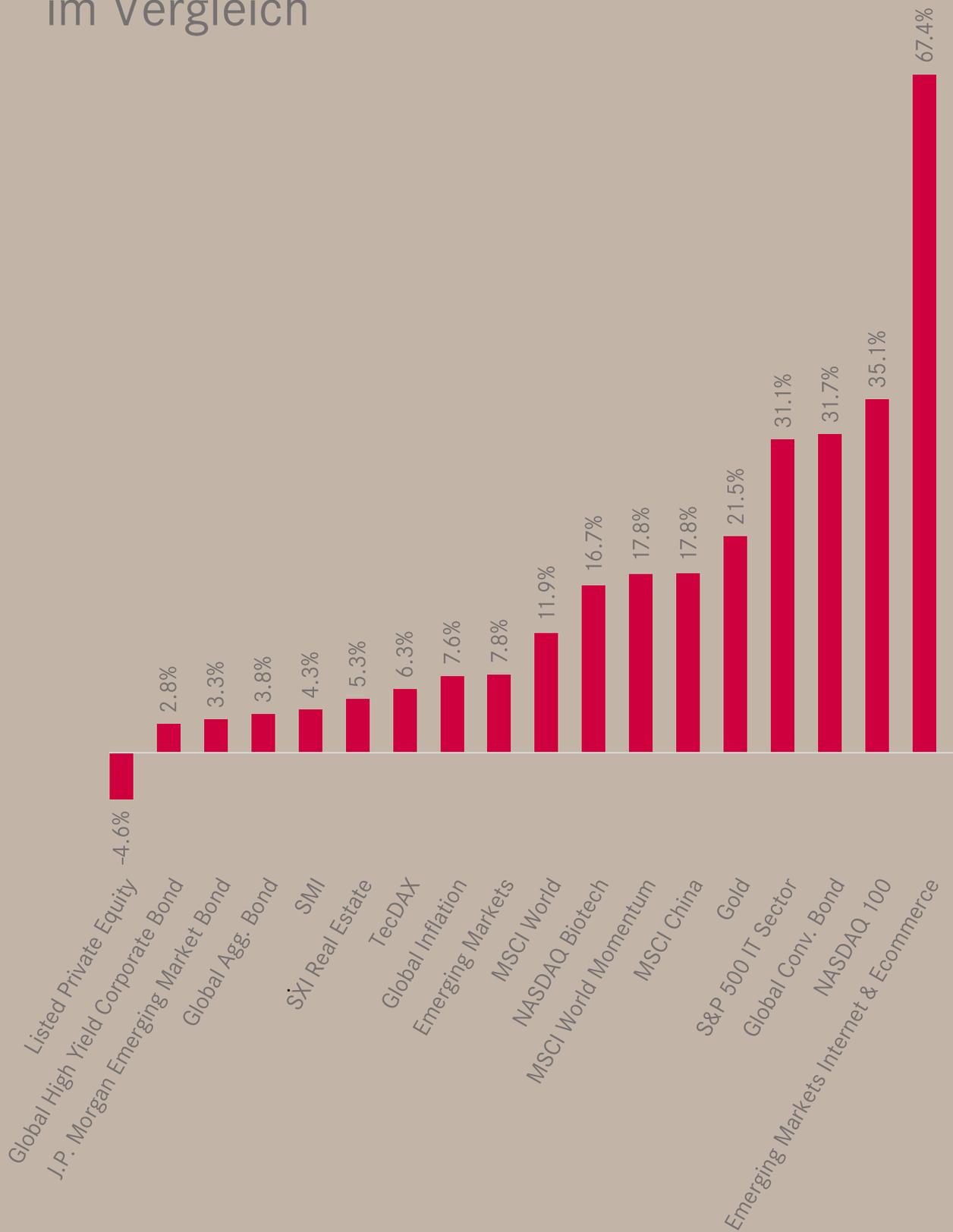
### 8. Favoritenwechsel bei Aktien – Aufholpotential der Corona-Verlierer

Nachdem im vergangenen Jahr die sog. "Stay at home" Aktien die "go out" Titel punkto Performance um Welten übertroffen haben, zeichnet sich noch mitten in den Lockdown's ein Favoritenwechsel ab. Banken, Versicherungen und generell zyklische Aktien weisen ein deutliches Nachholpotential auf. Generell dürften auch Dividentitel von klein- und mittelkapitalisierte Unternehmen besser als die grosskapitalisierten Werte abschneiden. Bei Corona-Verlierern ist allerdings darauf zu achten, dass ihre Bilanzen nach all den Lockdown's nicht zu schwer beschädigt sind und diese Unternehmen auch in einer stärker digitalisierten Wirtschaft langfristig überleben

### 9. Tech-Titel: "Bei Flut sieht man nicht, wer keine Badehose trägt"

Die Kurse zahlreicher Tech-Aktien haben sich im abgelaufenen Jahr vervielfacht. Dabei sind auch die Bewertungen von Titeln in ungeahnte Höhen gestiegen bzw. "geflutet" worden, deren Geschäftsmodelle in einer Nach-Corona-Welt die hohen Kurse kaum rechtfertigen. Ein Beispiel dafür ist etwa der Anbieter von Video-Konferenzen "Zoom", dessen Kurse seit dem Höchst sich schon fast halbiert haben. Ähnliche Bewertungs-Hypes bestehen bei

# 2020 ETF Performance im Vergleich



anderen Tech-Unternehmen, die nicht über Geschäftsmodelle mit nachhaltigen Wettbewerbsvorteilen (sog. "Burggräben") verfügen. Trotz den recht hohen Bewertungen halten wir an erstklassigen Technologieaktien fest, da die anhaltend tiefen Zinsen - über tiefere Diskontierungsraten - zukünftiges Gewinnwachstum höher bewerten lassen.

*"Da insbesondere China als zweitmächtigste Wirtschaftsmacht der Welt in fast allen Anlagedepots stark untergewichtet ist, gehören Aktienanlagen im Land der Mitte aufgrund er enormen Wirtschaftsdynamik für 2021 zu unseren Favoriten."*

*"Bitcoin scheint trotz seiner hohen Kursvolatilität zu einer Art "Gold der Millenials" geworden zu sein."*

## **10. Disruption und "Grüne Megatrends"**

Die gesellschaftliche Notwendigkeit, die Abhängigkeit von fossilen Energieträgern zu reduzieren, hat zahlreichen Clean-Tech-Unternehmen im abgelaufenen Jahr zu massivem Wachstum und eklatanten Höherbewertungen verholfen. Dies gilt etwa für Hersteller von Elektroautos (wie Tesla, BYD und Nio) wie auch für zahlreiche Firmen im Bereich der Wasserstofftechnologie (ITM Power, Plug Power, Nel etc.). Angesichts der doch recht hohen Bewertungen dürften die Kurse dieser Unternehmen nicht mehr im selben Tempo ansteigen, wobei auch immer wieder mit Rückschlägen gerechnet werden muss. Angesichts der langfristigen hohen Wachstumserwartungen bei Elektroautos und des damit verbundenen notwendigen Ausbaus einer intelligenten Elektroinfrastruktur sind auch andere in die Wertschöpfungsketten der Clean-Tech Industrie eingebundene Firmen interessant. Dazu gehören neben den führenden Batterieherstellern (Samsung SDI, LG Chem, CATL) angesichts des enorm wachsenden Rohstoffbedarfs auch führende Lithium- und Nickelproduzenten wie die amerikanische Livent und die mexikanische SQM. Auch in diesem Segment sei allerdings vor massiven Rückschlägen bei einzelnen Kurs-Highflyern gewarnt, wie beispielsweise kürzlich bei der Aktie von Quantumscap, einem Entwickler von neuartigen Feststoffbatterien, dessen Titel nach einem Feuerwerk im Gefolge des IPO von knapp USD 140 auf USD 50 eingebrochen sind.

## **11. Asien als Konjunkturlokomotive**

Die meisten Länder Asiens einschliesslich China haben die Corona-Krise weit besser und schneller als die westlichen Industriestaaten gemeistert. So wie China nach einem Wachstumsdämpfer auf rund 2% im 2020 dieses Jahr mit 8% bis 10% wachsen. Zahlreiche andere asiatische Staaten wie Vietnam, Taiwan und Südkorea werden von der Konjunkturlokomotive China wie auch vom schwächeren Dollar profitieren. Da insbesondere China als zweitmächtigste Wirtschaftsmacht der Welt in fast allen Anlagedepots stark untergewichtet ist, gehören Aktienanlagen im Land der Mitte aufgrund er enormen Wirtschaftsdynamik für 2021 zu unseren Favoriten.

## **12. Klein- und mittelkapitalisierte Titel mit Nachholbedarf**

Klein- und mittelkapitalisierte Unternehmen weisen auf lange Frist im Durchschnitt eine deutlich bessere Aktienkursperformance auf als Titel von grosskapitalisierten Unternehmen. Die Corona-Krise hat insbesondere global wenig diversifizierte kleinere börsenkotierte Unternehmen stärker getroffen als grosse Weltmarktunternehmen. Entsprechend gehören auch klein und mittelkapitalisierte Unternehmen in zyklischen Branchen zu unseren Favoriten für 2021.

## **13. Bitcoin als Gold der Millenials**

Nach einem fulminanten Kursfeuerwerk der Kryptowährungen in der zweiten Jahreshälfte 2018 fristeten Bitcoin, Ethereum, Ripple und Tausende anderer Kryptowährungen während über 18 Monaten ein Mauerblümchendasein. Seit anfangs Oktober 2020 hat sich dies schlagartig geändert und der Kurs des Bitcoin's, der wertmässig rund 70% aller Krypto-

Coins ausmacht, stieg rasant von rund USD 12'000 auf rund USD 34'000 über die Festtage. Befeuert wird der Kurs einerseits durch institutionelle Zahlungsanbieter wie PayPal, welche bald auch Zahlungen in Bitcoin anbieten werden. Andererseits sind auch grössere institutionelle Anleger und Family Offices als grössere Käufer der neuen Währungen aufgetreten. Mittlerweile kann auch über ETFs (oder ETP's) in Bitcoin investiert werden. Bitcoin scheint trotz seiner hohen Kursvolatilität zu einer Art "Gold der Millenials" geworden zu sein. Zahlungen mit Bitcoin waren lange mit dem Makel behaftet, dass sie zu lange dauern und mit einem enormen Energieverbrauch verbunden sind. Mit dem zusätzlichen Lightning Network dürften diese Nachteile weitgehend behoben werden. Als Spekulations- oder Aufbewahrungswährung profitieren Kryptowährungen von den Erwartungen einer neuen Generation von Anlegern, die davon ausgehen, dass das Angebot rein technisch auf einen Maximalbetrag begrenzt ist (21 Mio. bei Bitcoin). Bei Bitcoin scheint der "Point of no return" überschritten zu sein und "la hausse amène la hausse".

#### **14. Strukturell schwacher Dollar**

Der US-Dollar hat 2020 sowohl gegenüber dem Euro als auch dem Schweizerfranken gut 10% verloren. Einer der Hauptgründe für die Schwäche des Dollars ist die kleiner gewordene Zinsdifferenz zu den anderen Währungen. Aufgrund der Corona-Krise sah sich das US-FED genötigt, die Zinsen deutlich zu senken, während der Spielraum der EZB und der SNB für weitere Zinssenkungen angesichts der bereits bestehenden Negativzinsen eng beschränkt war. Angesichts der Bereitschaft des FED, die geldpolitischen Schleusen weit offen zu lassen, kann von einem strukturell schwachen Dollar gesprochen werden. [Blue Wave würde die Schwäche verstärken]

*"[Wir rechnen] mit einer Seitwärtsbewegung oder bestenfalls leicht höheren Preisen des gelben Metalls im Jahre 2021"*

#### **15. Edelmetalle**

Die Kursentwicklung von Gold und Silber scheint völlig im Schatten von Bitcoin und Co. zu stehen. Eine erfolgreiche Durchimpfung grösserer Teile der Bevölkerung wird die wirtschaftlichen Risiken massiv reduzieren und damit Gold als Krisengewinner weniger attraktiv machen. Die anhaltend tiefen Zinsen machen umgekehrt das Halten von Gold wegen entsprechend tiefen Opportunitätskosten attraktiv. Auf diesem Hintergrund rechnen wir mit einer Seitwärtsbewegung oder bestenfalls leicht höheren Preisen des gelben Metalls im Jahre 2021.

### **RISIKEN**

#### **16. "Wir können Corona nicht"**

Noch vor wenigen Monaten verkündete der schweizerische Gesundheitsminister etwas vorschnell: "Wir können Corona". Mittlerweile hat sich abgezeichnet, dass wir Corona nur mit wirksamen Impfstoffen können. Angesichts des mutierenden Virus benötigen wir ähnlich wie die meisten anderen Industrieländer eine rasche und ausreichende Versorgung mit Impfdosen begleitet von einer effizienten Infrastruktur, um einen ausreichenden Teil der Bevölkerung möglichst schnell zu impfen. Angesichts der zahlreichen Impfstoffe, die bereits bewilligt wurden oder vor einer baldigen Zulassung stehen, erscheint uns das Risiko gering, dass "wir Corona nicht können".

### 17. "Anemische" Wirtschaftserholung

Die chinesischen Konsumenten haben vorgemacht, was nach passiert, wenn das Virus besiegt ist: Die Konsumausgaben sind stark über das vor der Krise erreichte Niveau gestiegen. Dass die westlichen Konsumenten viel verhaltener reagieren, erscheint angesichts der brach liegenden hohen Sparbeträge unwahrscheinlich.

### 18. Anstieg der Teuerung

Zahlreiche namhafte Ökonomen haben die Inflationsgefahr in den letzten Jahrzehnten immer wieder überschätzt. In monetaristischer Manier wurde eine Ausweitung der Geldmenge als unausweichlicher Auslöser eines Teuerungsanstiegs interpretiert. Wir sehen vorerst keine Anzeichen eines starken Preisanstiegs bei Gütern des täglichen Bedarfs. Hingegen scheint es naheliegend, dass die aktuelle Geldpolitik die Asset Inflation (Obligationen, Aktien, Immobilien, Kryptowährungen etc.) weiter befeuern wird.

### 19. Das FED tritt früher auf die Bremse

Gemeinhin gehen die meisten Anlagestrategen davon aus, dass die amerikanische Notenbank gewissermassen als geldpolitischer Leithammel ihre ultra-expansive Geldpolitik über die nächsten 3 bis 5 Jahre aufrechterhalten wird. Gelingt es das Virus bald einmal zu besiegen, ist nicht auszuschliessen, dass das FED und andere Notenbanken die Zinsen zwar weiterhin tief halten, die Käufe von festverzinslichen Papieren aber früher als erhofft zurückfahren. Ein solches Szenario ist vor allem dann plausibel, wenn sich die Wirtschaft überraschend stark erholt und möglicherweise auch eine galoppierende Asset Inflation zu Besorgnis Anlass gibt. Ein solches Szenario würde insbesondere die Kurse langlaufender Obligationen belasten.

### 20. Eskalation im Wirtschaftskrieg USA / China

Die Überzeugung, dass die aufstrebende Grossmacht China politisch und wirtschaftlich zurückgebunden werden muss, ist eine der wenigen Themen, wo Republikaner und Demokraten sich einig sind. Eine Rückkehr zur WTO-Globalisierungs-Strategie der "friedlichen" Einbindung Chinas in die globale Wirtschaft erscheint damit vom Tisch. China wird damit alles daransetzen, bei strategisch wichtigen Bereichen, wie beispielsweise der Chip-Industrie, mit massiven Investitionen eine eigenständige Spitzenposition zu erreichen. Letztlich resultieren durch diesen Strategiewechsel in kurzer Frist Wachstumseinbussen für die USA wie auch China und letztlich auch für den China-Exporteur Europa.

### 21. Bewertung der Tech-Titel ohne Sicherheitsnetz

Die Bewertungen zahlreicher Technologietitel sind 2020 stark gestiegen. Dieser Kursanstieg geht mehrheitlich nicht auf Gewinnsteigerungen, sondern primär auf einen Anstieg der Kurs-Gewinn-Verhältnisse (sog. Multiple Expansion) zurück. So sind beispielsweise die Aktien von Apple in den letzten zwei Jahren um 230% gestiegen, während der Gewinn in dieser Periode nur um 18% zugenommen hat. Die Kurse sind damit bei allfälligen Enttäuschungen im Geschäftsverlauf der jeweiligen Unternehmen anfälliger auf Kurs-Korrekturen geworden. Entsprechend muss mit einer hohen Volatilität und allfälligen Enttäuschungen gerechnet werden, die es nahelegen nicht nur auf Technologie-Highflyers zu setzen.

*"Die chinesischen Konsumenten haben vorgemacht, was nach passiert, wenn das Virus besiegt ist: Die Konsumausgaben sind stark über das vor der Krise erreichte Niveau gestiegen."*

*"Die Überzeugung, dass die aufstrebende Grossmacht China politisch und wirtschaftlich zurückgebunden werden muss, ist eine der wenigen Themen, wo Republikaner und Demokraten sich einig sind."*

---

NPB Neue Privat Bank  
Limmatquai 1 | am Bellevue  
Postfach  
8024 Zürich  
Schweiz

T: +41 44 265 11 88  
F: +41 44 265 11 89

[info@npb-bank.ch](mailto:info@npb-bank.ch)  
[www.npb-bank.ch](http://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.