

Anlagebericht II.Q 2021

Dr. Giuseppe Benelli
April 2021

www.benelli-consulting.ch

Wirtschaft

- **Die Tücken der expansiven Geld- und Fiskalpolitik**
- **Schulden sind nicht kostenlos**
- **Monetarisierung von Schulden ist gefährlich**
- **Die Inflation ist zurück**
- **Unterschiedliche Szenarien für die USA und Europa**
 - Reflation kann in den USA zur Normalisierung beitragen
 - Stagflationsrisiko in Europa
- **Wie werden die Zentralbanken auf die Inflation reagieren?**
 - Risiko eines Kurswechsels erst später
 - Zinskontrolle als kurzfristige Reaktion
 - Schuldenrestrukturierung / Umschuldung als Alternative

Finanzmärkte

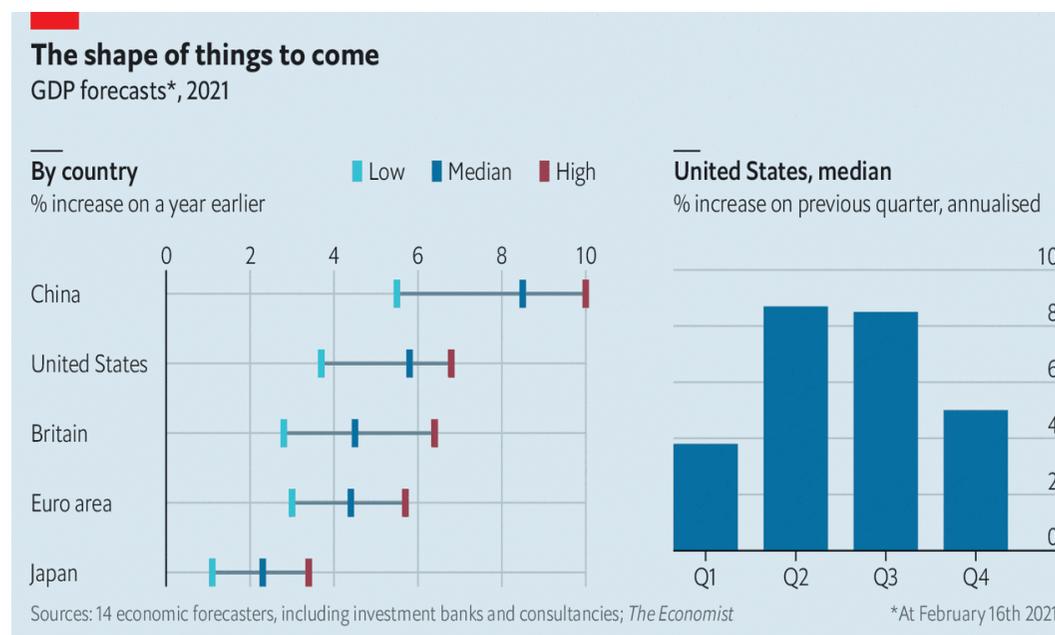
- **Mit der Inflation steigt die Nervosität an den Finanzmärkten**
- **Inflation ist nicht unbedingt schlecht für Aktien**
- **Die Rotation geht weiter**
- **Anleihen bleiben unter Druck**
- **Währungen: Ist der USD wieder attraktiv?**
- **Alternative Anlagen**
 - Steigende Ölpreise sind auf Dauer nicht zu erwarten
 - Solange die Notenbanken ihren expansiven Kurs beibehalten, bleibt Gold attraktiv

Konkurrenzvergleich: Das Anlagepanorama der NZZ I. Quartal 2021

- **Schweizer Banken haben stark in Aktien investiert**

Die Tücken der expansiven Geld- und Fiskalpolitik

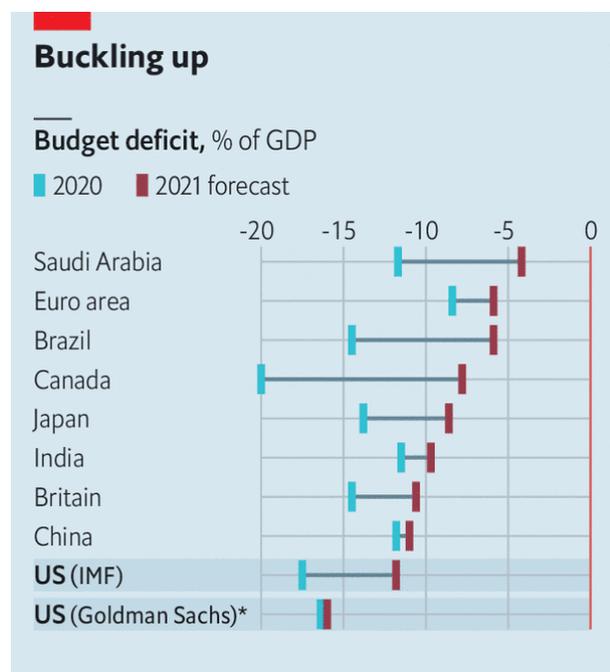
Die USA wollen zusätzlich zu den bisher bewilligten Pandemie-Hilfen 1'900 Milliarden Dollar in die Wirtschaft pumpen. Auch in Europa plädieren die Politiker für Schulden und höhere Defizite. Gleichzeitig überschwemmen die Notenbanken die Märkte mit Liquidität. Diese Politik wird neuerdings auch vom Internationalen Währungsfonds unterstützt, der in der Vergangenheit von den Krisenländern harte Einschnitte verlangt hatte. All diese Maßnahmen helfen der Weltwirtschaft, schnell wieder auf die Beine zu kommen, doch die große Gefahr ist, dass wir kurzfristige Stabilität gegen langfristige Instabilität eintauschen.



The Economist

Schulden sind nicht kostenlos

Aufgrund der niedrigen Zinssätze ist es für Regierungen derzeit günstig, sich zu verschulden. Doch höhere Staatsverschuldung ist nicht unproblematisch. Insbesondere wegen der langfristigen Finanzierung sollte der Verschuldungsgrad stabil bleiben. Selbst wenn die fiskalischen Kosten der Staatsverschuldung verschwinden, ist die Fiskalpolitik nur so lange nachhaltig, wie die Schuldenquote nicht explodiert, d. h. die Schulden nicht schneller wachsen als das Volkseinkommen.



The Economist

Monetarisierung von Schulden ist gefährlich

Die Politik glaubt, durch steigende Staatsverschuldung, niedrige Zinsen und explodierende Zentralbankbilanzen dauerhaft für Wachstum und Vollbeschäftigung sorgen zu können. Diese Ansicht wird sogar von den Vertretern der Modernen Monetären Theorie (MMT) unterstützt.

Einerseits besagt diese Theorie, dass ein Land niemals bankrottgehen wird, solange es sich in seiner eigenen Währung verschuldet, da es das Staatsdefizit bzw. den Schuldendienst immer durch die Notenpresse finanzieren kann. Politiker müssten sich also keine Sorgen um die wachsende Staatsverschuldung machen. Andererseits geht die Theorie davon aus, dass die Regierung Wirtschaft und Inflation durch Fiskal- und Finanzpolitik steuern kann. Mit Defiziten kann sie dafür sorgen, dass die Wirtschaft wächst und Vollbeschäftigung generiert, während sie mit der Fiskalpolitik gegebenenfalls die Inflation unter Kontrolle bringen kann.

Monetarisierung von Schulden ist gefährlich

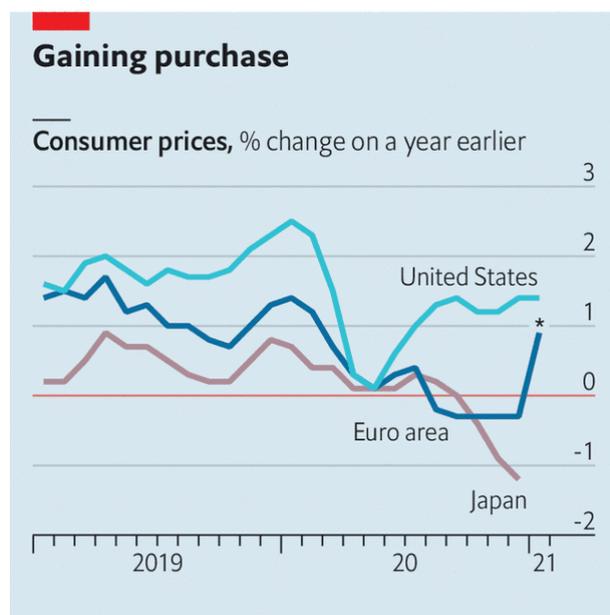
Die erste Behauptung der Modernen Monetären Theorie ist nicht ganz falsch. Länder, die sich in eigener Währung verschulden können, verfügen tatsächlich über grösseren wirtschaftspolitischen Spielraum als Länder, deren Schulden in ausländischer Währung denominated sind. Doch die Auffassung, dass eine Regierung in der Lage sei, Konjunktur und Inflation über ihre Finanzpolitik zu steuern, ist vollkommen unrealistisch und führt längerfristig zu höherer Inflation.



SCHULDEN MACHEN REICH? DIE WIRREN VERSPRECHEN EINER „NEUEN“
GELDTHEORIE

Die Inflation ist zurück

Preiserhöhungen sind bereits im Gange, da sich der Ölpreis stark erholt hat und die Preise anderer Rohstoffe ebenfalls kräftig anziehen. Auch Transporte haben sich deutlich verteuert: Die Verschiffung eines Containers von Asien nach Europa kostet heute dreimal so viel wie noch im November. Die Preise in der Eurozone sind im Januar gestiegen, was zum Teil auf das Auslaufen einer vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung in Deutschland zurückzuführen ist. Wir erwarten eine wachsende Inflation, insbesondere in den USA. Im Euro-Raum und in Japan dagegen dürfte die Inflation vorerst gedämpft bleiben. Nur wenn die Inflationsrate deutlich ansteigt, werden die Zentralbanken die Leitzinsen anheben, um sie unter Kontrolle zu halten.



The Economist

Unterschiedliche Szenarien für die USA und Europa

Während in den USA die Inflation mit der Geldschwemme steigt, bewegt sich Europa in Richtung Stagflation (vgl. dazu Szenarioanalyse Anlagebericht II Quartal 2021).

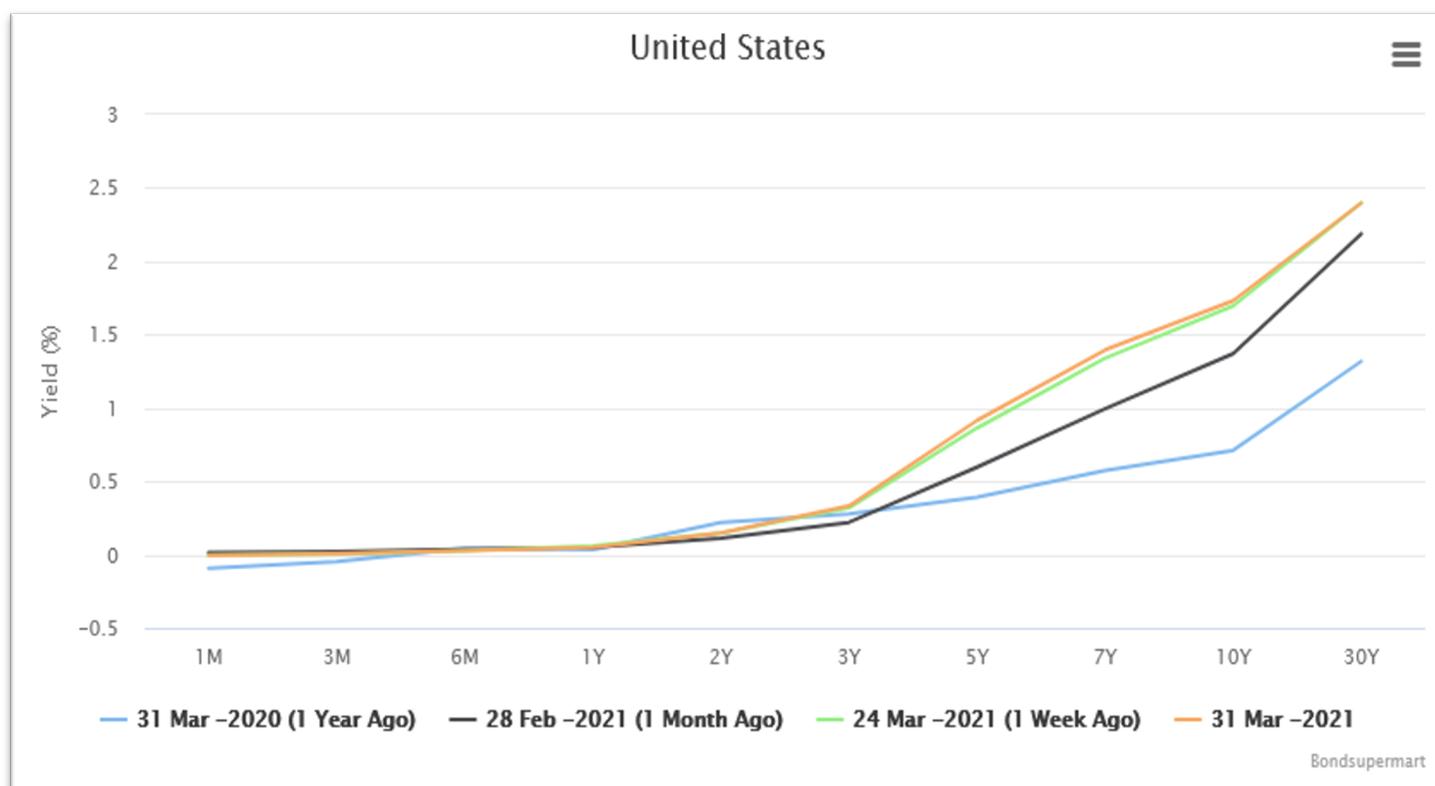
Reflation kann in den USA zur Normalisierung beitragen

Seit einiger Zeit gehen wir davon aus, dass die Geldflut vor allem in den USA das Wachstum ankurbelt und dadurch die Inflationsraten steigen. Die Federal Reserve (Fed) und die Regierung haben alle Tabus gebrochen, was die Geld- und Fiskalpolitik angeht. Die immensen Konjunkturprogramme der Biden-Administration werden ihre Wirkung kaum verfehlen. Die Fed monetarisiert die Schulden und wird sich in Zukunft nicht mehr an das strenge Inflationsziel von 2% halten.

Mit den Inflationserwartungen steigen auch die Zinssätze. Während die kurzfristigen Zinsen zunächst niedrig bleiben, werden die langfristigen Zinsen weiter steigen, was zu einer weiteren Normalisierung der Zinsstrukturkurve führt (d. h. die Zinsstrukturkurve wird steiler). Mit der Zeit wird die Inflation das Schuldenproblem lindern. Dazu muss die US-Regierung jedoch sicherstellen, dass das reale Wirtschaftswachstum und die Inflation deutlich über dem gezahlten Zinssatz liegen. Dadurch kann die Schuldenquote im Laufe der Zeit sinken. Gleichzeitig würde eine Normalisierung der Kapitalmärkte die heute bestehenden Verzerrungen beseitigen.

Unterschiedliche Szenarien für die USA und Europa

Reflation kann in den USA zur Normalisierung beitragen



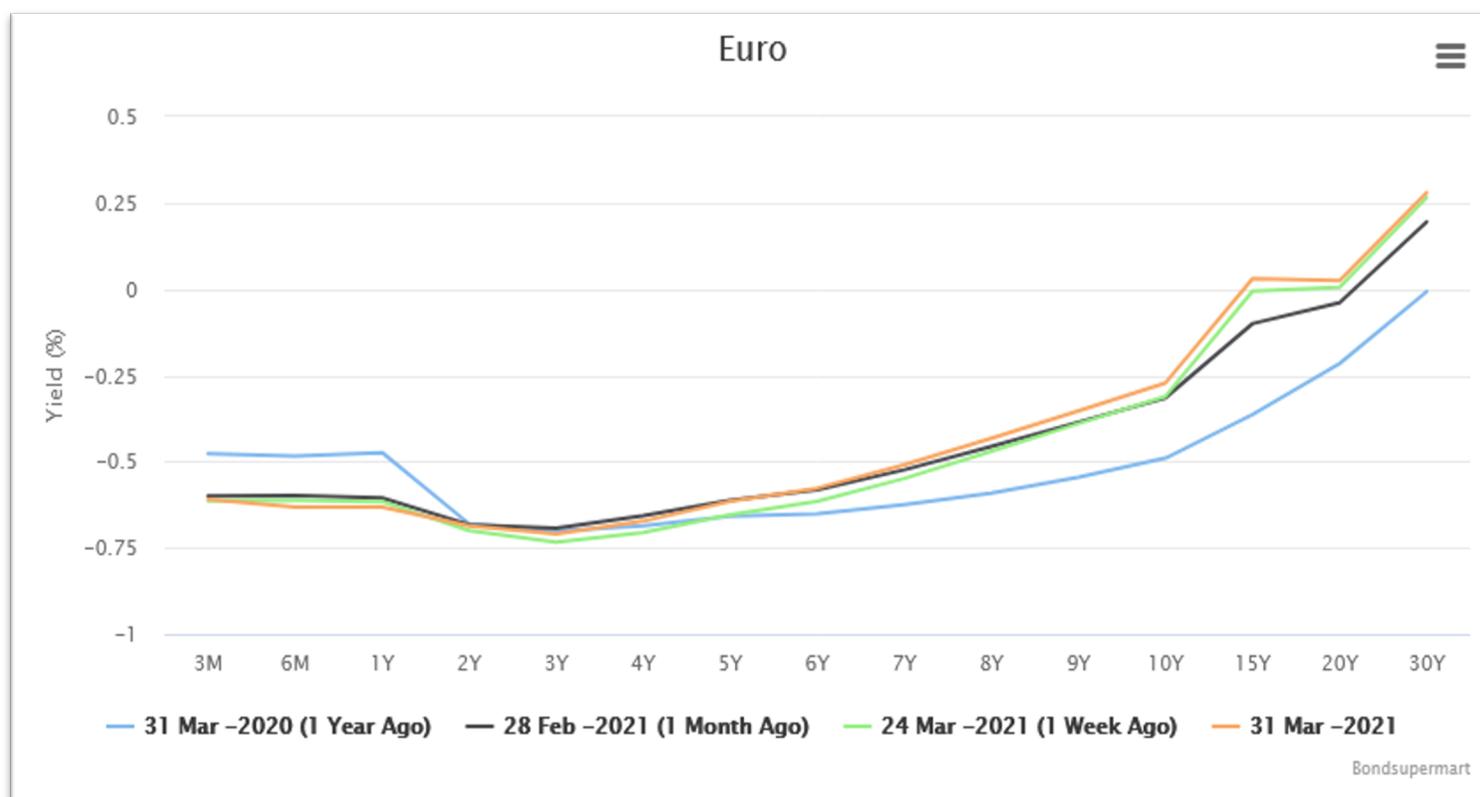
Unterschiedliche Szenarien für die USA und Europa

Stagflationsrisiko in Europa

Die europäischen Länder tun sich immer noch schwer, die notwendigen Strukturreformen einzuleiten, was die stimulierende Wirkung der Geld- und Fiskalpolitik verringert. Dies könnte zu einer sogenannten Stagflation führen, einer Kombination aus Stagnation und Inflation. Dabei handelt es sich um eine Situation mit geringem Wirtschaftswachstum und hoher Arbeitslosigkeit bei gleichzeitiger Inflation. Ein Herauswachsen aus dem Schuldenproblem in Europa ist äußerst schwierig. Im Gegensatz zu den USA sind die Wachstumsraten in Europa dafür zu schwach und auch nach der Krise ist ein eher bescheidenes Wachstum zu erwarten.

Unterschiedliche Szenarien für die USA und Europa

Stagflationsrisiko in Europa



Wie werden die Zentralbanken auf Inflation reagieren?

Risiko eines Kurswechsels erst später

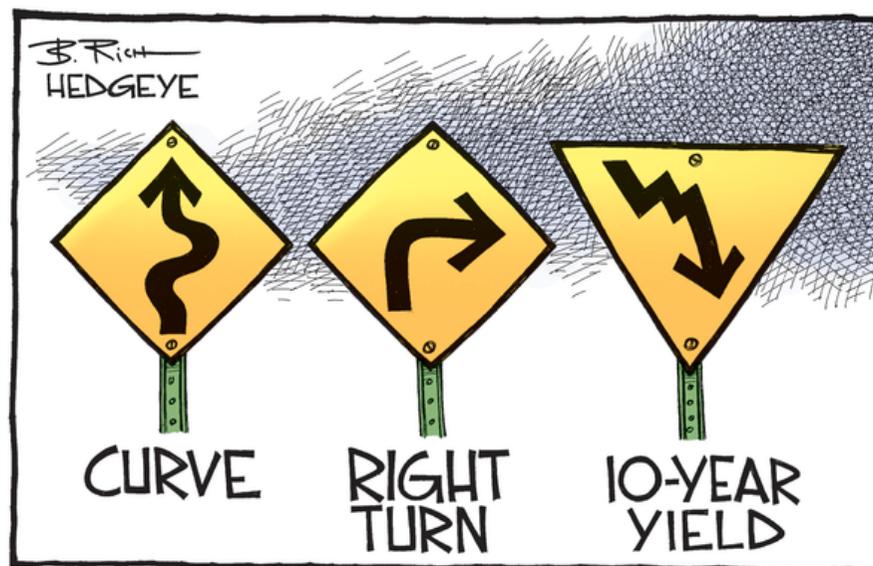
Derzeit signalisieren die Zentralbanken, dass die kurzfristigen Zinsen auf absehbare Zeit nicht angehoben werden. Damit nehmen sie einen Anstieg der langfristigen Zinsen und eine Normalisierung der Zinsstrukturkurve in Kauf.

Zu einem späteren Zeitpunkt wäre jedoch eine Gegenreaktion auf steigende Inflation und höhere Zinsen denkbar. Sollte die Inflation deutlich ansteigen, müssten die Zentralbanken die Leitzinsen tatsächlich anheben, um sie unter Kontrolle zu halten. Damit würden auch die kurzfristigen Zinsen steigen und die gesamte Zinskurve würde sich wieder verflachen. Der damit verbundene Anstieg der Realzinsen würde dann zum größten Risiko für die Finanzmärkte werden.

Wie werden die Zentralbanken auf Inflation reagieren?

Zinskontrolle als kurzfristige Reaktion

Je höher die 10-jährigen Zinsen steigen, desto teurer werden die von den Regierungen aufgenommenen Schulden. Bei einem schwachen oder enttäuschenden Wachstum, wie wir es in Europa erwarten, könnte die Europäische Zentralbank (EZB) versuchen, stärker in die Entwicklung der langfristigen Zinssätze einzugreifen. Sie würde dann den Märkten signalisieren, dass sie, falls nötig, unbegrenzt Anleihen kaufen würde, um das Zinsniveau bei bestimmten Laufzeiten zu fixieren. Daher wäre es eine realistische Option, dass das Instrument der Zinskurvensteuerung in Regionen mit enttäuschendem Wachstum wie Japan und neuerdings auch Europa eingesetzt wird, um einen drohenden Kollaps des Systems zu vermeiden.



Wie werden die Zentralbanken auf Inflation reagieren?

Schuldenrestrukturierung / Umschuldung als Alternative

Eine andere Möglichkeit, das Schuldenproblem einzudämmen, ist die Umstrukturierung. Auch wenn es nicht zu einem Haircut oder Schuldenschnitt kommt, kann der Gläubiger im Krisenfall die Laufzeit verlängern und den Zinssatz senken. Diese Lösung wurde innerhalb der EU bereits auf schwächere Mitgliedsstaaten angewandt.

In jüngster Zeit haben mehrere Ökonomen, darunter der französische Bestsellerautor Thomas Piketty, die Europäische Zentralbank sogar aufgefordert, ihre Staatsschuldenbestände großzügig abzuwerten. Dabei handelt es sich um Verbindlichkeiten in Höhe von 2,5 Billionen Euro, die aus verschiedenen Anleihekaufprogrammen resultieren. Das bedeutet, dass fast ein Viertel der europäischen Schulden nun von der Europäischen Zentralbank gehalten wird. Befürworter der Idee sagen, dass die EZB es sich leisten kann, dieses Geld abzuschreiben, weil eine Zentralbank auch mit negativem Kapital operieren kann.

Wie werden die Zentralbanken auf Inflation reagieren?

Schuldenrestrukturierung / Umschuldung als Alternative

Für viele hoch verschuldete europäische Länder mag die Idee eines Schuldenerlasses sehr attraktiv erscheinen. Kaum jemand bestreitet das Ziel des Schuldenabbaus. Doch ob dies am besten durch einen Schuldenschnitt der EZB erreicht wird, ist weitaus umstrittener. Fraglich ist auch, ob ein Schuldenerlass für Länder wie Griechenland oder Italien von Vorteil wäre, denn auf dem Finanzmarkt könnte ein solcher Tabubruch dazu führen, dass auch private Anleger für den nächsten Schuldenschnitt zur Kasse gebeten werden. Das würde die Finanzierung dieser Länder noch schwieriger machen, da Investoren eine höhere Risikoprämie für Schuldtitel verlangen oder solche Anlagen vermeiden würden. Das Risiko einer Schuldenkrise würde also steigen und nicht sinken.

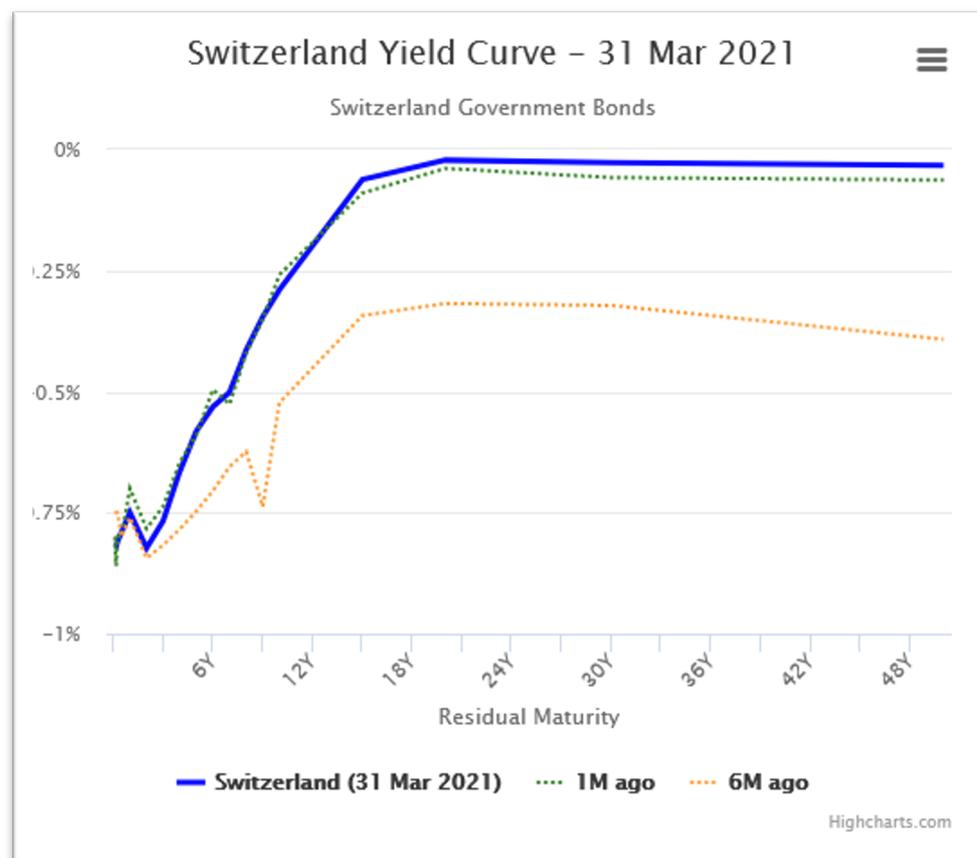


Mit der Inflation steigt die Nervosität an den Finanzmärkten

Seit einiger Zeit haben wir an dieser Stelle darauf hingewiesen, dass das Inflationspotenzial in den Industrieländern unterschätzt wird und Anleger sich daher auf das Reflationsrisiko einstellen sollten. Einer der wichtigsten Gründe hierfür ist, dass die Geld- und Fiskalpolitik auf eine längere Phase der Überstimulierung hindeutet und inflationär wirkt. Derzeit drücken die Märkte diese Erwartungen tatsächlich mit dem Anstieg der Zinssätze aus. Steigende Inflationserwartungen lassen zunächst die langen Zinsen steigen, während die kurzen Zinsen vorerst relativ niedrig bleiben, weil die Zentralbanken an ihrer großzügigen Liquiditätspolitik festhalten.

Die Zinskurven in den USA, Europa und sogar in der Schweiz sind steiler geworden. Dies entspricht unseren Voraussagen und benachteiligt vor allem Rentenanlagen. Für die Aktienmärkte wird es erst dann kritisch, wenn die Inflationsrate deutlich ansteigt und die Notenbanken ihre Liquiditätspolitik einschränken, um sie unter Kontrolle zu halten. Dies würde auch dazu führen, dass die kurzfristigen Zinsen steigen und die Zinskurve wieder flacher wird.

Mit der Inflation steigt die Nervosität an den Finanzmärkten



Mit der Inflation steigt die Nervosität an den Finanzmärkten

Gegenwärtig bleibt für die Anleger die Frage nach der Zinsentwicklung mit Abstand die wichtigste. Die Botschaften und Massnahmen der Währungshüter sind genau zu verfolgen.

Für das laufende Jahr erwarten wir, dass sowohl die Geld- als auch die Fiskalpolitik in den großen Industrieländern zunächst expansiv bleiben werden. Angesichts dieser Kombination sollte die erfolgreiche Umsetzung der Covid-19-Impfprogramme zu einem starken Wirtschaftswachstum und einer Erholung der Unternehmensgewinne beitragen. Dies wiederum sollte die Renditen von Risikoanlagen wie Aktien und alternativen Anlagen in die Höhe treiben. Allerdings wird gleichzeitig ein schwierigeres Umfeld für festverzinsliche Anlagen geschaffen. Insgesamt bleiben wir neutral gegenüber Aktien und negativ gegenüber normalen Anleihen. Diversifizierung, auch mit alternativen Anlagen, ist heute extrem wichtig.

Inflation ist nicht unbedingt schlecht für Aktien

Wir gehen davon aus, dass die Inflation im Jahr 2021 weiter ansteigen und sich in den nächsten Jahren beschleunigen wird. Die Risiken eines stärkeren Inflationsanstiegs sind in den USA größer als in den anderen großen Volkswirtschaften.

Eigentlich ist Inflation nicht unbedingt schlecht für Aktien. Reflation ist eine notwendige, aber keine hinreichende Bedingung für eine Aktienmarktkorrektur. Inflation ist nur dann gefährlich für Aktien, wenn sie eine Straffung der Geldpolitik auslöst. Die Messlatte für die Fed, die Zinsen zu erhöhen, liegt immer noch sehr hoch, was darauf hindeutet, dass Aktien einen anfänglichen Inflationsschub gut verkraften werden.

Die Inflation hat einerseits einen negativen Effekt wegen der höheren Zinsen und des damit höheren Diskontierungssatzes zukünftiger Gewinne, andererseits jedoch einen positiven Effekt auf diese Gewinne, die von der Inflation profitieren können und damit ebenfalls steigen. Eine echte Kurskorrektur können die Notenbanken jedoch auslösen, wenn sie durch eine Straffung der Geldpolitik (Normalisierung) die kurzfristigen Zinsen relativ zur Inflation so stark anheben, dass auch die Realzinsen (definiert als Nominalzinsen minus Inflation) anziehen. In diesem Fall würden höhere Realzinsen dann die Gewinnentwicklung dämpfen und mit dem negativen Effekt auf den Diskontsatz eine Korrektur der Aktienbewertungen auslösen.

Inflation ist nicht unbedingt schlecht für Aktien

Aktien trotz höher Bewertung besser als Obligationen

Die Aktienmärkte bleiben volatil und sind teuer gemessen an dem zyklisch angepassten Kurs-Gewinn-Verhältnis (CAPE) von Robert Shiller. Demnach besagt die Gewinnrendite - der Kehrwert des CAPE -, dass bei hohen Aktienkursen nun niedrigere Renditen zu erwarten sind. Wenn also die Aktienkurse deutlich schneller gestiegen sind als die Gewinne, fallen sie tendenziell wieder. Trotz der heute erwarteten niedrigen Renditen besitzen Aktien aber immer noch eine gewisse Attraktivität, da die Renditen in anderen Anlagemärkten zu gering sind. Wenn niedrige Realzinsen die Hauptstütze für Aktienkurse sind, dann ist jeder Versuch, den Aktienmarkt zu timen, im Wesentlichen eine Wette auf den Anleihemarkt - und setzt damit darauf, wie sich die Inflation entwickeln wird und die Zentralbanken reagieren werden.



The Economist

Inflation ist nicht unbedingt schlecht für Aktien

Die Rotation geht weiter

Die Sektorrotation, wie wir sie im letzten Bericht besprochen haben, hat an Dynamik gewonnen. Die steiler werdende Renditekurve signalisiert steigendes Wachstum und dies begünstigt zyklisch sensible Aktien aus Sektoren wie Industrie, Werkstoffe, Energie und Finanzwerte. Auch Banken werden von steileren Zinskurven profitieren, während hoch bewertete Technologiewerte unter Druck geraten. Bei diesen dominiert der Aufwärtseffekt der langfristigen Zinsen, da ein großer Teil ihrer aktuellen Bewertung auf den erwarteten Gewinnen basiert. Steigen nun die langfristigen Zinsen, müssen die zukünftigen Erträge dieser Unternehmen mit einem höheren Satz diskontiert werden, was ihren Barwert reduziert. Anleger sollten weiterhin auf Qualität achten und Value-Aktien bevorzugen.

Inflation ist nicht unbedingt schlecht für Aktien

Die Rotation geht weiter

Europäische Grossbanken erholen sich

Euro Stoxx Banken-Index (Zeitraum: 10 Jahre)



Grafik: themarket.ch, @MarkDittli • Quelle: Bloomberg

Inflation ist nicht unbedingt schlecht für Aktien

Anleihen bleiben unter Druck

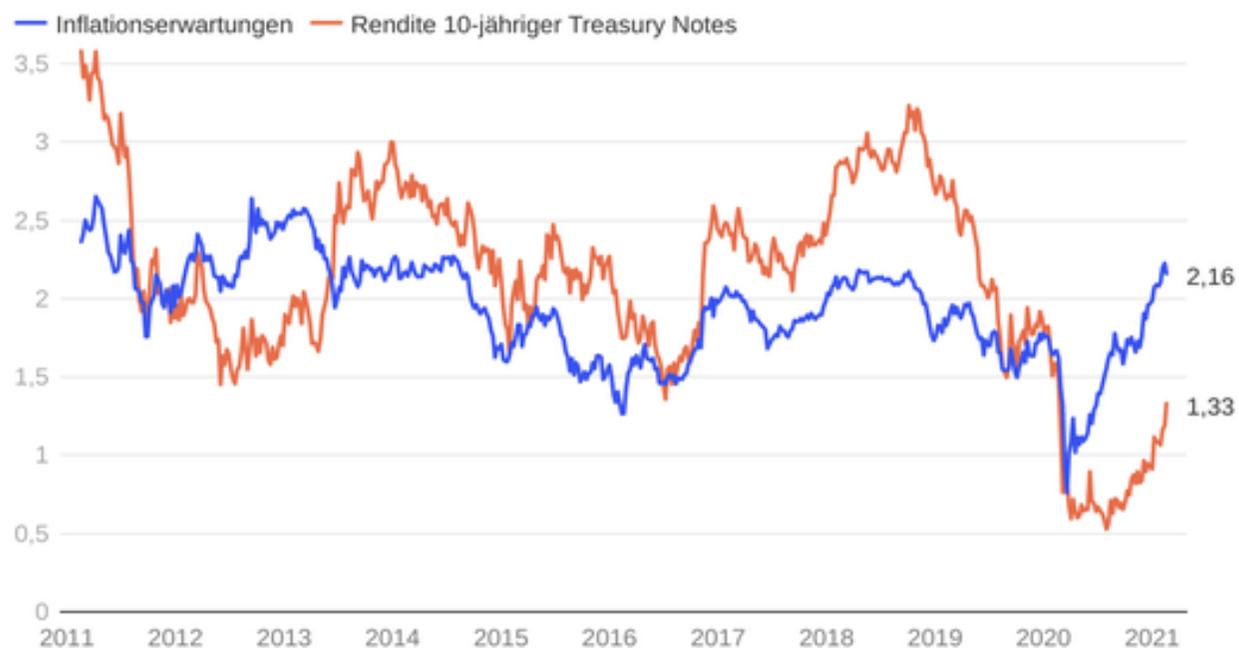
Wie der jüngste Anstieg der Zinssätze zeigt, bereiten sich die Finanzmärkte auf ein zunehmend inflationäres Umfeld vor. Höhere Inflationserwartungen haben die langfristigen Renditen nach oben getrieben. Infolgedessen sind die Renditekurven, wie von uns erwartet, steiler geworden.

Zwischen August 2020 und dem Anfang dieses Jahres sind die Renditen der zehnjährigen US-Staatsanleihen von 0,5% auf rund 1,0% gestiegen. Inzwischen werfen die zehnjährigen Treasuries bereits 1,73% ab.

Inflation ist nicht unbedingt schlecht für Aktien

Anleihen bleiben unter Druck

USA: Inflationserwartungen vs. Treasury-Renditen



Grafik: themarket.ch, @MarkDittli • Quelle: Bloomberg

Inflation ist nicht unbedingt schlecht für Aktien

Anleihen bleiben unter Druck

Die Anpassung an den Anleihemärkten wird sich fortsetzen und kann recht schmerzhaft werden. In Erwartung höherer Inflationsraten und einer Vertiefung der Zinskurven empfehlen wir nach wie vor, die Anleihenstrategie anzupassen und insbesondere die Duration von Anleihen zu reduzieren, traditionelle Anleihen zu verkaufen und das Geld in inflationsgeschützte Wertpapiere (Treasury Inflation-Protected Securities, TIPS) oder Anlagen mit variablen Zinsen (Floating-Rate Notes, FRN) umzuschichten.

Mit der weiteren Normalisierung der Zinsstrukturkurven sollten die Nominalzinsen wieder positiv werden und die heutigen Verzerrungen verschwinden. Allerdings kommen auch die in den letzten Jahren angehäuften Schulden ins Spiel. Im Falle eines deutlichen Zinsanstiegs wären viele Schuldner nicht mehr in der Lage, diese zurückzuzahlen. Wenn Inflation und Zinsen weiter deutlich steigen, gerät der gesamte Kapitalmarkt ins Wanken.

Inflation ist nicht unbedingt schlecht für Aktien

Anleihen bleiben unter Druck

Die entscheidende Frage für die Finanzmärkte bleibt also, wie hoch die Anleiherenditen steigen werden, bevor die US-Notenbank beginnt, weniger Wertpapiere zu kaufen oder gar über eine Zinserhöhung nachzudenken. Die Notenbanken könnten zunächst wohl auch versuchen, das Instrument der Zinskurvensteuerung einzusetzen. Eine solche Politik der Zinskurvensteuerung wird vor allem in Europa im Falle eines schwachen Wirtschaftswachstums relevant sein und könnte den negativen Ausblick für die Kapitalmärkte zumindest vorübergehend abmildern.

Dennoch sollten sich Anleger gegen das Risiko absichern, dass die Inflation nach oben hin überrascht. Dies erfordert eine Reduzierung der Duration in festverzinslichen Portfolios auf ein Niveau unterhalb der Benchmark, wobei inflationsgebundene Wertpapiere gegenüber nominalen Anleihen bevorzugt werden sollten.

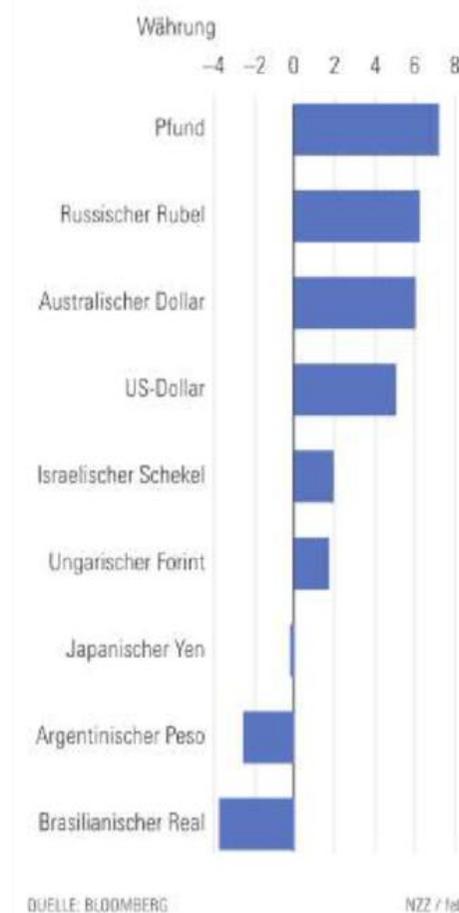
Inflation ist nicht unbedingt schlecht für Aktien

Währungen: Ist der USD wieder attraktiv?

Mit den verbesserten Konjunkturaussichten in den USA und Europa könnte der Franken etwas schwächer werden. Wenn die Wirtschaft in den USA tatsächlich schneller wächst als in anderen Ländern, wird der Dollar gegenüber dem Euro weiter steigen, auch weil die Fed früher oder später gezwungen sein wird, restriktiv zu werden. In geringem Maße wird auch der Euro vom Wachstum profitieren, aber weniger als die US-Währung. Längerfristig bleibt das Potenzial beider Währungen gegenüber dem Schweizer Franken jedoch begrenzt, da eine starke Erholung der SNB gleichzeitig die Möglichkeit geben würde, ihre Bilanz zu reduzieren und ihre Geldpolitik zu normalisieren.

Weicher Franken

Veränderung gegenüber dem Franken seit Jahresanfang (in %)



Alternative Anlagen

Steigende Erdölpreise sind langfristig nicht zu erwarten

Wegen der Pandemie war die Nachfrage nach Öl stark rückläufig. Der Preis fiel und die Kapazitäten wurden reduziert. Erst in den letzten Monaten, mit den verbesserten Konjunkturaussichten, ist der Preis für die Referenzsorte Brent-Rohöl wieder gestiegen.

Weil die großen Energiekonzerne die Investitionen in neue Felder zurückgefahren haben, wird das Angebot knapp, während die Nachfrage im Zuge der wirtschaftlichen Erholung wieder wächst. Kurzfristig bieten auch Aktien aus dem Öl- und Erdgassektor attraktive Möglichkeiten, an der Ölpreisentwicklung zu partizipieren.

Rohölpreise fast auf Zweijahreshoch



Alternative Anlagen

Steigende Erdölpreise sind langfristig nicht zu erwarten

Höhere Preise wird auch die Rückkehr der US-Schieferölproduzenten mit sich bringen, während die Petro-Staaten versuchen werden, so viel Rohöl wie möglich zu verkaufen, bevor ihr Schatz im Boden an Wert verliert. Längerfristig bleibt das Potenzial für Erdöl jedoch begrenzt, da die Elektrifizierung des Verkehrs zu einem geringeren Erdölverbrauch führen wird.

Solange die Zentralbanken ihren expansiven Kurs beibehalten, bleibt Gold attraktiv

Liquidität und Inflation stützen den Goldpreis vorerst. Das Risiko für die Edelmetalle besteht darin, dass die Notenbanken längerfristig bei steigenden Inflationsraten den Finanzmärkten weniger billiges Geld zur Verfügung stellen als in den letzten Jahren.

Das Anlagepanorama der NZZ, I. Q 2021

Schweizer Banken haben stark in Aktien investiert

Die Mehrheit der am NZZ-Anlagepanorama teilnehmenden Institute war im vergangenen Jahr fundamental richtig positioniert, weil sie Aktien über lange Zeiträume übergewichtet haben.

Für das laufende Jahr bleiben die von der NZZ befragten Schweizer Banken positiv gestimmt. Über alle zehn Banken betrachtet, hat sich der durchschnittliche Aktienanteil in den Portfolios gegenüber dem Vorquartal um beachtliche drei Prozentpunkte erhöht. Im Durchschnitt haben die befragten Institute zu Beginn dieses Jahres 48,5% in Aktien investiert, was im historischen Vergleich ein hoher Wert ist.

Innerhalb des Aktiensegments sind die Institutionen gegenüber Technologietiteln zurückhaltend, während sie die Sektoren bevorzugen, deren Gewinne in der Pandemie eingebrochen sind und nun das größte Erholungspotenzial aufweisen. Auch werden vermehrt Bankaktien in Betracht gezogen, die in Zukunft von einer steileren Zinskurve profitieren sollten.

Konkurrenzvergleich

Das Anlagepanorama der NZZ, I. Q 2021

Portfoliostrukturen für private Franken-Anleger (Beginn 1. Quartal 2021)¹

Zahlenwerte in % des Depotbestands, Veränderungen in Prozentpunkten gegenüber Empfehlung zu Beginn des 4. Quartals 2020

● Aufstockung ● Reduktion

	Credit Suisse	J. Safra Sarasin	Julius Bär	Lombard Odier	Pictet	Raiffeisen	Rothschild & Co Bank	UBS	Vontobel	ZKB	Veränderung in Punkten (%)
Anlagekategorie											
Aktien	47,0 2,0	50,0 5,0	49,0 3,0	45,0 3,5	46,6 4,4	45,0 6,0	50,7 -0,3	52,0	50,0 2,0	50,0 4,0	3,0
Obligationen	27,0 -1,0	33,0 -7,0	38,0 -1,0	32,0 2,0	28,8 2,0	32,5	38,7 -1,1	29,0	35,0	38,0 -2,0	-0,9
Geldmarkt	9,0	5,0 1,5	6,0 -1,0	1,0 -3,5	3,0 -5,3	8,5 0,5	7,1 0,6	3,0 3,0	3,0	2,0	-0,4
Immobilien	3,0		3,0 -1,0	9,0 -2,0	4,3 0,1	8,0		5,0	3,0	5,0	-0,3
Hedge-Funds	10,0 4,0		4,0	8,0	15,1 0,1	-4,0		4,0	2,0		0,0
Edelmetalle				3,0	2,1 -0,2	6,0 0,5	0,9 0,9	3,0	5,0 -2,0	5,0 -2,0	-0,3
Sonstige Rohstoffe	4,0					-3,0		-3,0	2,0		-0,6
Übrige	-5,0	12,0 0,5		2,0			2,6 -0,2	4,0			-0,5
Aktienstruktur											
Schweiz	17,0	26,0 -1,0	16,0 1,0	20,5 -0,1	20,3 -0,1	22,5 1,5	15,9 -2,0	20,0	15,0	18,0 -2,0	-0,3
Übriges Europa	6,0	5,5 1,5	7,0 1,0	9,0 2,3	7,8 3,4	7,5 2,5	3,0 -0,9	8,5 0,7	4,0 1,0	9,0 1,0	1,3
USA/Kanada	13,5 -0,5	9,0 1,0	18,0 1,0	12,0 1,3	12,4 0,7	9,0 1,0	22,0 2,2	15,8 -1,2	19,0	10,0	0,5
Japan/Pazifik	2,0 1,0	2,0 2,0	2,0	0,4	3,0 0,2		3,2 0,3	4,7 0,5	4,0	5,0 5,0	0,9
Schwellenländer	8,5 1,5	7,5 1,5	6,0	3,1	3,1 0,1	6,0 1,0	6,6 0,1	3,0	8,0 1,0	8,0	0,5
Obligationenstruktur											
Staatsobligationen	5,5 -0,5	6,0 -2,5	3,0	2,0	9,7 -0,5	6,5	9,5 0,2	6,0	7,0 -1,0	15,0 -2,0	-0,6
Unternehmensobligationen	13,0	17,0 -5,5	17,0 -2,0	16,5 -1,5	13,5 -0,4	21,0	23,4 -1,1	18,0	17,0	15,0 -2,0	-1,3
Hochzinsobligationen	2,5 -0,5	4,5 0,5	7,0	3,0 -2,0		2,0	2,0 -0,2	5,0	5,0	2,0	-0,2
Schwellenländerobligationen	6,0	5,5 0,5	11,0 1,0	10,5 5,5	5,6 2,0	3,0	3,9		6,0 1,0	6,0 2,0	1,2
Währungsstruktur											
Franken	74,0 -1,0	66,5 -11,0	66,0 -2,0	70,0 -6,4	66,9 -4,2	71,5 -8,0	72,1 0,5	71,0	51,0	50,0 -7,0	-3,9
Euro	5,0	10,5 1,5	4,0	6,6 0,2	4,1 0,2	7,5 2,5	1,4 -0,9	3,0	4,0 1,0	9,0 1,0	0,6
Dollar	5,0 -1,0	13,0	15,0 1,0	3,7 0,3	12,4 0,4	21,0 5,5	11,8 -3,1	23,0	24,0	15,0 1,0	0,4
Übrige Währungen	16,0 2,0	10,0 9,5	15,0 1,0	19,7 5,9	16,6 3,5		14,7 3,5	3,0	21,0 -1,0	26,0 5,0	2,9
Neutraler Aktienbestand	45,0	45,0	45,0	45,0	44,0	45,0	50,0	49,0	45,0	48,0	

¹ Ausgewogene Risikoprofile.

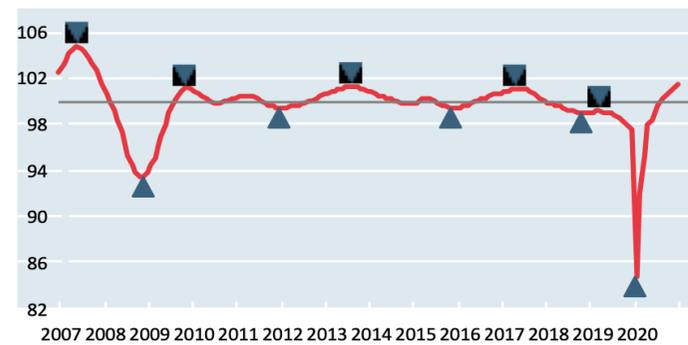
QUELLE: JEWELIGE BANK

OECD Composite Leading Indicators 9 February 2021

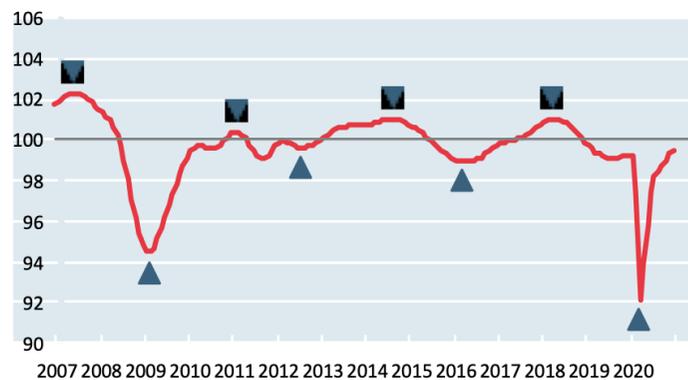
OECD area: Stable growth



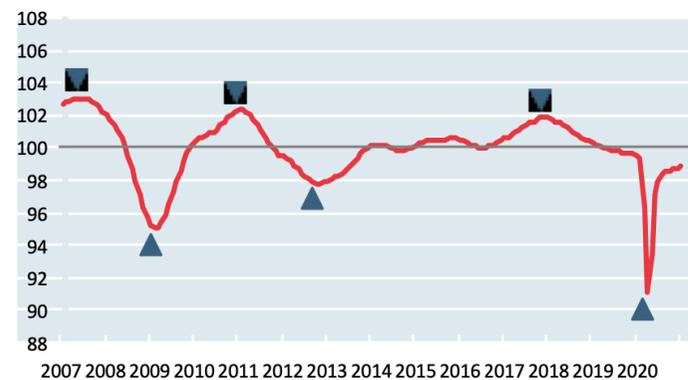
China: Steady increase



United States: Stable growth



euro area: Stable growth



Anhang 1

	Interest rates, %	
	3-month latest Libor	10-years gov't bonds, latest
United States	0.199 (0.238)	1.60 (0.90)
Japan	-0.074 (-0.097)	nil (nil)
Euro area	-0.549 (-0.569)	-0.40 (-0.60)
Switzerland	-0.709 (-0.792)	-0.30 (-0.60)

() previous quarter

Der Inhalt dieser Ausarbeitung ist vertraulich und nur zur Nutzung durch den Adressaten bestimmt. Die Informationen beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Gewähr für die Richtigkeit des Inhaltes und vollständige Darstellung aller wesentlichen Gesichtspunkte kann jedoch nicht übernommen werden. Bei Nachdruck – auch auszugsweise – bitten wir um Quellenangaben.

Einige Beiträge zu aktuellen Themen aus den verschiedenen Anlageberichten sind auf unserer Website unter der Rubrik "Current Topics" zu finden:

www.benelli-consulting.ch