

# Anlagebericht I.Q 2021

Dr. Giuseppe Benelli  
Januar 2021

[www.benelli-consulting.ch](http://www.benelli-consulting.ch)

## Wirtschaft

- **Die Herausforderungen für 2021**
  - Wer bekommt wann die Impfstoffe?
  - Die neue US-Regierung und die Weltordnung
  - Unterschiedliche wirtschaftliche Erholung
  - Massive internationale Verschuldung und das Inflationsrisiko
  - Wachsende Ungleichgewichte in der Europäischen Union
- **Revidierte Prognose für Industrieländer**
- **Die nächste Schuldenkrise vor dem Spektrum höherer Zinssätze**
- **Der Weg aus der Schuldenkrise: Inflation und/oder Restrukturierung**
- **Gefährliche Ungleichgewichte in der Europäischen Union**
- **EU: TARGET-Salden und deren Entwicklung**
  - Entwicklung der TARGET-Salden
  - Das Risiko der TARGET-Salden
- **In der Zwischenzeit hat das Vereinigte Königreich seinen Brexit-Deal**

## Finanzmärkte

- **Einleitung: Grosse Anpassungen an den Finanzmärkten**
- **Aktien**
  - Beginnende Rotation an den Börsen
  - Umschichtung in Substanzwerte
  - Dividendenpapiere weiterhin attraktiv
- **Obligationen: Es ist Zeit, die Anleihenstrategie anzupassen**
  - Liquiditätsprobleme an den Kapitalmärkten
- **Währungen**
- **Alternative Anlagen: Zunehmende Bedeutung alternativer Anlagen für die Portfoliodiversifikation**
  - Erdöl
  - Gold

## Konkurrenzvergleich: Das Anlagepanorama der NZZ IV. Quartal 2020

- **Unveränderte Anlagepositionierung**

## Die Herausforderungen für 2021

Die neu entwickelten Impfstoffe sollten dazu beitragen, die Corona-Pandemie bald unter Kontrolle bringen, und die neue US-Regierung lässt mehr Stabilität erwarten. Zunächst bleiben jedoch die Risiken für die Gesundheit, die wirtschaftliche Dynamik und die soziale Stabilität gross. Das Jahr 2021 birgt zahlreiche Herausforderungen:

- **Wer bekommt wann die Impfstoffe?**

Sobald die ersten Impfstoffe in ausreichender Menge zur Verfügung stehen, wird sich der Schwerpunkt von der Anstrengung, sie zu entwickeln, auf die Aufgabe verlagern, sie unter Volk zu bringen. Es wird zu Verteilungskämpfen sowohl innerhalb der Länder als auch zwischen den Ländern kommen.

- **Die neue US-Regierung und die Weltordnung**

Wird Präsident Biden in der Lage sein, die zerbröckelnde, auf Regeln basierende internationale Ordnung zu flicken? Das Pariser Klimaabkommen, der Atomdeal mit dem Iran sowie die Spannungen zwischen den USA und China stehen ganz oben auf der Agenda. Auch wenn Biden den Handelskrieg mit China nicht beendet, wird er die Beziehungen zu seinen Verbündeten verbessern wollen, um ihn effektiver führen zu können.

## Die Herausforderungen für 2021

- **Unterschiedliche wirtschaftliche Erholung**

Die Erholung der Volkswirtschaften wird uneinheitlich verlaufen, da Länder und Regionen unterschiedlich stark von Corona-Ausbrüchen und Lockdown-Massnahmen betroffen waren. Die Regierungen sollten nicht mehr nur Unternehmen am Leben erhalten, sondern auch Arbeitnehmer unterstützen, die ihren Arbeitsplatz verloren haben.

- **Massive internationale Verschuldung und das Inflationsrisiko**

Die weltweiten fiskalischen Stützungsmaßnahmen sowie die Zinssenkungen, Wertpapierkäufe und Liquiditätsinjektionen der Zentralbanken haben zwar der Wirtschaft geholfen, könnten jedoch auch die Inflation anheizen. Gleichzeitig hat die globale Verschuldung eine rekordverdächtige Grössenordnung erreicht.

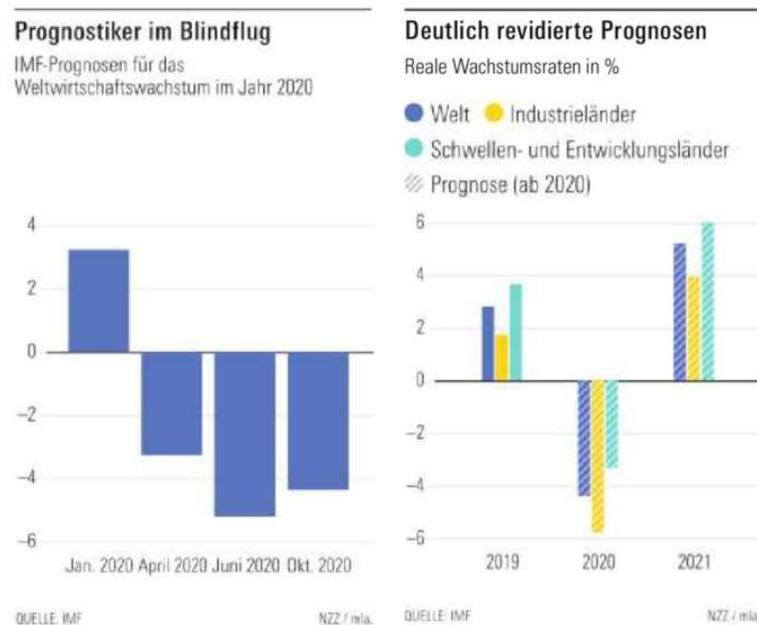
- **Wachsende Ungleichgewichte in der Europäischen Union**

Mit der Corona-Krise sind die Schulden der Mitgliedsstaaten unterschiedlich stark angestiegen. Die Entwicklung der TARGET-Salden zeigt, wie die Ungleichgewichte und damit die Risiken zwischen den Mitgliedsstaaten wachsen.

## Revidierte Prognose für Industrieländer

Es wird noch einige Zeit dauern, bis die Impfstoffe für grosse Teile der Bevölkerung verfügbar sind. Aber schon jetzt ist eine Normalisierung im Jahr 2021 absehbar. Viele Ökonomen erwarten, dass die US-Wirtschaft bis zum Ende des Jahres wieder auf das Niveau vor der Corona-Pandemie zurückkehren wird. Nur kurze Zeit später wird dies auch in der Euro-Zone gelingen.

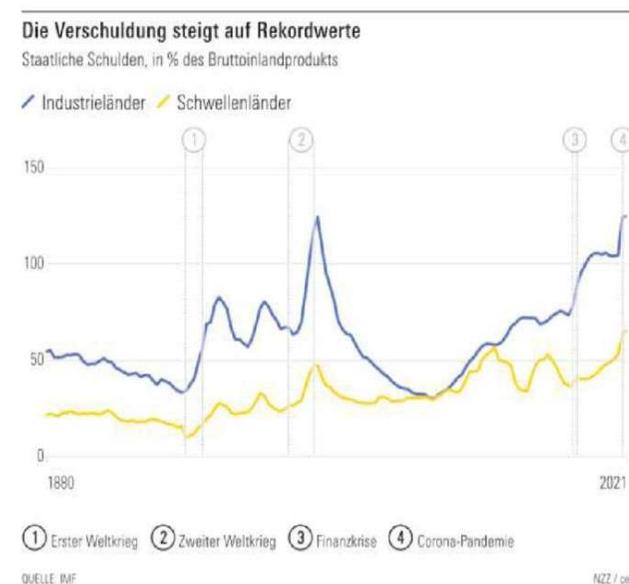
Für die Industrieländer Europas prognostizieren die IWF-Ökonomen für 2020 einen Einbruch von über 8%, der 2021 nur teilweise kompensiert wird. Für die Schwellen- und Entwicklungsländer sind sie hingegen in letzter Zeit etwas pessimistischer geworden. Auch die EU-Kommission erwartet einen schwächeren Aufschwung. Für die EU als Ganzes wird ein Wachstum von 4,1% im Jahr 2021 und 3% im Jahr 2022 erwartet.



## Die nächste Schuldenkrise vor dem Spektrum höherer Zinssätze

Nach Angaben des Institute of International Finance (IIF) belaufen sich die Gesamtverbindlichkeiten von Regierungen, Unternehmen, Banken und Privatpersonen weltweit derzeit auf mehr als 270 Billionen US-Dollar, mehr als das Dreieinhalbfache der Jahresproduktion der Weltwirtschaft. Auch die Zentralbanken greifen massiv in die Märkte ein und halten die Zinssätze niedrig. Doch die Zinssätze werden nicht für immer so niedrig bleiben, wie sie derzeit sind.

Das Schuldenproblem wird zunehmen, wenn Inflation und Zinsen wieder steigen. Zunächst werden die Schwellen- und Entwicklungsländer betroffen sein, da sie einen Grossteil ihrer Schulden in Dollar und in einigen Fällen in Euro aufgenommen haben. Die Rating-Agentur Fitch sieht inzwischen 38 Länder als finanziell so geschwächt an, dass sie Gefahr laufen, ihren nationalen Schuldendienst nicht mehr leisten zu können. Im Westen und in China liegen die Dinge anders. Tatsächlich sind die Schulden von Staaten und Unternehmen hier deutlich höher als in ärmeren Volkswirtschaften, doch sie lauten meist auf die Landeswährung. Zwar nützt dies Unternehmen nichts, die kurz vor dem Zusammenbruch stehen und sich der Überschuldung nähern, aber zumindest sind sie nicht durch wilde Wechselkursschwankungen bedroht.



## Der Weg aus der Schuldenkrise: Inflation und/oder Restrukturierung

Eine erste Möglichkeit, Schulden zu reduzieren, haben die Vereinigten Staaten und Grossbritannien in den Jahrzehnten nach dem Zweiten Weltkrieg aufgezeigt. Damals gelang es durch eine Mischung aus Wirtschaftswachstum und moderater Inflation, die Schuldenlast allmählich zu verringern. Manchmal waren die Zinssätze niedriger als die Inflation, so dass die Gläubiger einen Wertverlust erlitten. Die Bürger akzeptierten diese Art der schleichenden Enteignung jedoch, da in den Nachkriegsjahren die Einkommen gleichzeitig deutlich anstiegen. In gewisser Weise experimentieren wir heute mit einer ähnlichen Strategie. Bei Nullzinsen und leichter Inflation sind die Realzinsen wieder negativ. Was fehlt, ist die realwirtschaftliche Dynamik.

Eine andere Möglichkeit, die Zahlung von Schulden zu vermeiden, ist die Umstrukturierung. Selbst wenn es nicht zu einem Haircut oder Schuldenschnitt kommt, kann der Gläubiger im Krisenfall die Laufzeit verlängern und den Zinssatz senken. Diese Lösung scheint innerhalb der EU auf die schwächeren Mitgliedstaaten bereits angewendet worden zu sein.

### Der Weg aus der Schuldenkrise: Inflation und/oder Restrukturierung

Eine andere Möglichkeit, die Zahlung von Schulden zu vermeiden, ist die Umstrukturierung. Selbst wenn es nicht zu einem Haircut oder Schuldenschnitt kommt, kann der Gläubiger im Krisenfall die Laufzeit verlängern und den Zinssatz senken. Diese Lösung scheint innerhalb der EU auf die schwächeren Mitgliedstaaten bereits angewendet worden zu sein.



### Gefährliche Ungleichgewichte in der Europäischen Union

Da die Länder mehr für Sozialausgaben aufwenden müssen und weniger Steuern einnehmen, wachsen die Defizite. Die durchschnittliche Defizitprognose für die Euro-Zone liegt in den kommenden Jahren bei 8,8% (2020), 6,4% (2021) und 4,7% (2022). Die Maastricht-Kriterien, die für die Dauer der Krise ausgesetzt wurden, würden nur einen Ausgabenüberschuss von 3% des BIP zulassen.

Nach den jüngsten Corona-induzierten Stimulierungsmassnahmen der EZB und der Schaffung des neuen Wiederaufbaufonds ist eine trügerische Ruhe unter den Mitgliedsstaaten eingeleitet. Die Analyse der Entwicklung der TARGET-Salden von Professor Hans-Werner Sinn ("Fast 1'000 Milliarden Target-Forderungen der Bundesbank: Was steckt dahinter?", ifo Schnelldienst 14/2018) zeigt, dass die Probleme in Wirklichkeit bestehen bleiben und immer grösser werden. Mit den Nettotransfers der EZB in die Euro-Zone scheint eine Umschuldung stattgefunden zu haben. Einige Mitgliedstaaten kaufen ihre Schulden aus dem Ausland zurück und ersetzen sie bei der EZB durch Buchgeld. Im Falle eines Ausstiegs von Risikoländern wie Italien wären die Schulden ausgelöscht und es blieben nur noch Buchschulden gegenüber der EU ausstehend, die unter Umständen nie zurückgezahlt würden.

## EU: TARGET-Salden und deren Entwicklung

### Was sind TARGET-Salden?

Das Verrechnungssystem TARGET (**T**rans-European **A**utomated **R**eal-time **G**ross Settlement **E**xpress **T**ransfer System) dient der Abwicklung grenzüberschreitender Zahlungen zwischen der EZB und den einzelnen Notenbanken der Länder der Euro-Zone.

Wenn Zentralbankgeld von einer nationalen Zentralbank des Euro-Systems zu einer anderen Zentralbank transferiert wird, entstehen Verbindlichkeiten und Forderungen gegenüber der Europäischen Zentralbank, die als Clearingstelle fungiert. Der TARGET-Saldo wird bei der belasteten Zentralbank reduziert (ein Guthaben schrumpft, eine Schuld wächst) und bei der empfangenden Zentralbank erhöht. Die Salden werden zum Hauptrefinanzierungssatz des Euro-Systems verzinst. Im Sommer 2012 waren die daraus resultierenden Aktiva und Passiva die grössten Posten in den Bilanzen der meisten Zentralbanken des Euro-Systems.

Die TARGET-Salden heben sich innerhalb des Euro-Systems gegenseitig auf, weshalb sie nicht in der Bilanz der EZB, sondern nur in den Jahresabschlüssen der angeschlossenen nationalen Zentralbanken erscheinen. Seit September 2015 stellt die EZB auch umfangreiche Statistiken zu diesem Thema zur Verfügung.

## EU: TARGET-Salden und deren Entwicklung

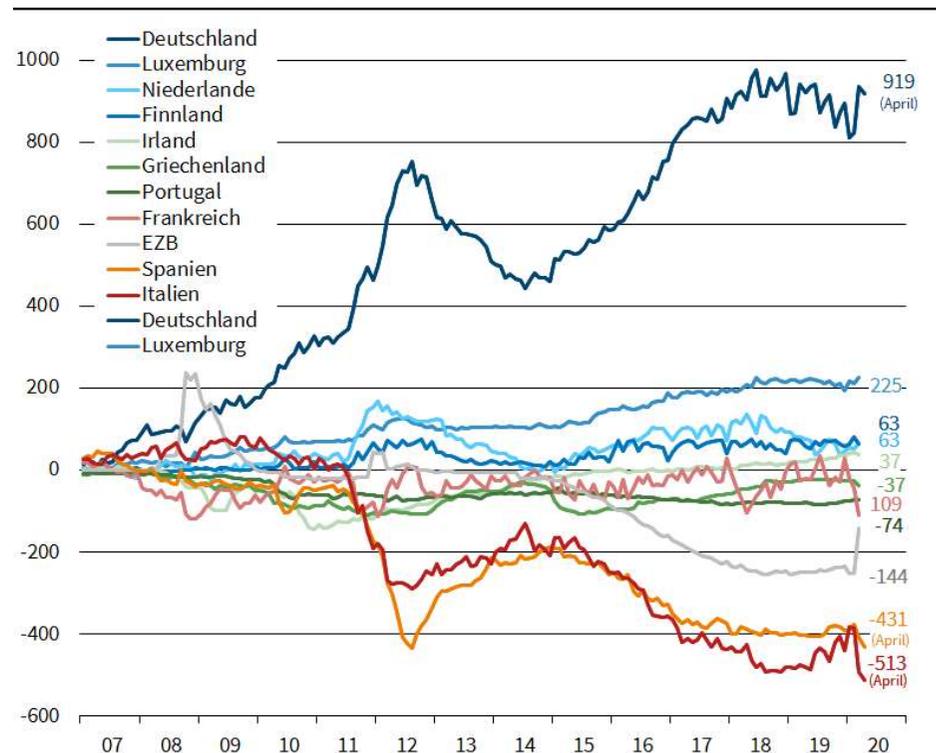
### Entwicklung der TARGET-Salden

Mit dem Ausbruch der europäischen Finanzkrise im Jahr 2008 und dem darauffolgenden OMT-Programm (Outright Monetary Transactions, unbegrenzter Anleihekauf) der Europäischen Zentralbank, mit dem diese Staatsanleihen von Ländern mit Zahlungsbilanzschwierigkeiten aufkaufte, bauten sich enorme Zahlungsbilanzsalden (TARGET-Salden) zwischen den Euro-Ländern auf.

Insgesamt beliefen sich die so gewährten Ersatzkredite aus den nationalen Druckerpressen des Euro-Systems im Sommer 2012 für die sechs Krisenländer Griechenland, Zypern, Italien, Portugal, Spanien und Irland auf über 1'000 Milliarden Euro. Es handelte sich dabei um das bei weitem grösste Rettungspaket während der Krise und nach und nach wurden immer mehr fiskalische Kredite zur Entlastung der EZB aufgestockt.

## EU: TARGET-Salden und deren Entwicklung

Target-Salden ausgewählter nationaler Zentralbanken und der EZB, März 2020  
In Milliarden Euro; Monatsendwerte



Quelle: Sinn/Wollmershäuser "aktualisiert" (2012) »Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility«, International Tax and Public Finance; Europäische Zentralbank; Deutsche Bundesbank; Banca d'Italia; Banco de España; Bank of Greece.

© Hans-Werner Sinn

Die TARGET-Forderungen der Deutschen Bundesbank gegenüber der EZB steigen seit zehn Jahren und liegen heute bei über einer Billion Euro. Demgegenüber verbucht die spanische Notenbank etwa 480 Milliarden Euro und die italienische knapp 500 Milliarden Euro an TARGET-Verbindlichkeiten (Stand: Oktober 2020).

## EU: TARGET-Salden und deren Entwicklung

### Das Risiko der TARGET-Salden

Die wissenschaftliche Debatte bezieht sich auf die Frage, inwieweit TARGET-Salden Forderungen oder Verbindlichkeiten im rechtlichen Sinne sind. Einer der Kritikpunkte Sinns ist, dass das TARGET-System im Falle von Zahlungsbilanzungleichgewichten automatisch Kredite generiert. Er behauptet, dass aus wirtschaftlicher Sicht TARGET-Kredite und öffentliche Rettungseinrichtungen die gleiche Funktion haben und ähnliche Haftungsrisiken mit sich bringen. Im Falle des EU-Austritts eines Landes mit negativen TARGET-Salden könnten für die Bundesbank-Bilanz aus der Bereitstellung von Liquidität Verluste entstehen.

In diesem Zusammenhang erklärte der damalige EZB-Präsident Mario Draghi, dass im Falle des Austritts eines Landes aus dem Euro-System alle Forderungen oder Verbindlichkeiten der nationalen Zentralbank des austretenden Landes gegenüber der EZB vollständig beglichen werden müssten. Ob Länder wie Spanien und Italien allerdings tatsächlich in der Lage wären, ihre Verbindlichkeiten zu begleichen, ist eher fraglich. Sicherlich haben diese Länder jetzt in der politischen Diskussion ein starkes Druckmittel gegenüber Gläubigerländern wie Deutschland.



### In der Zwischenzeit hat das Vereinigte Königreich seinen Brexit-Deal

London und Brüssel haben sich auf ein Handelsabkommen vor Ende 2020 geeinigt. Angesichts der latenten Probleme innerhalb der Europäischen Union ist der neue Deal sicherlich zu begrüßen. Kurzfristig ist der Brexit eine große Herausforderung für London, längerfristig könnte er aber die bessere Lösung sein.

London hat die regulatorische Souveränität zurückgewonnen und gleichzeitig den reibungslosen Handel von Waren und Dienstleistungen mit der EU beendet. Das Abkommen enthält kein EU-Recht. So wurde die Einbeziehung eines unabhängigen Schiedsgerichts vereinbart, während die Briten einen schlechteren Zugang zum EU-Markt erhalten.

Die EU ihrerseits verliert 13 Prozent ihrer Bevölkerung und hat Haushaltslöcher zu stopfen. Im Jahr 2019 - dem letzten Jahr, in dem die Briten voll zahlten - trugen sie rund 11,3 Milliarden netto zum Gesamthaushalt der EU bei.



## Grosse Anpassungen an den Finanzmärkten

Die Finanzmärkte erwarten für das Jahr 2021 eine wirtschaftliche Erholung. Wir gehen weiterhin davon aus, dass diese Erholung der Weltwirtschaft auch die Inflation bzw. die Inflationserwartungen anheizen wird.

Die Nachricht von den ersten Impfstoffen hat den Ausblick und damit die Erwartungen der Investoren verändert. Mit der Zeit sollte sich auch das Verbraucherverhalten stabilisieren und die gesamte Wirtschaft wieder mehr oder weniger normal funktionieren. Darüber hinaus deutet die neue US-Regierung unter Joe Biden auf ein berechenbares politisches Umfeld hin. Beide Faktoren, zusammen mit der Erwartung weiterer fiskalischer Stimulierungsmassnahmen und einer Fortsetzung der expansiven Geldpolitik, stützen die Finanzmärkte, auch wenn sie zu einem inflationären Aufschwung führen werden.

Infolgedessen hat sich der Fokus der Anleger auf die Aktienmärkte verändert, während die Investitionen in Anleihen erhebliche Anpassungen erfordern. Dieser strategische Wandel lässt sich nicht immer allein auf der Grundlage indexierter Anlagelösungen umsetzen und erfordert manchmal eine aktive Entscheidungsfindung.

Sobald die Erholung der Weltwirtschaft Fuss fasst, werden Anleger sich mehr Sorgen um die Inflation machen. Dies wird zu einer steileren Renditekurve führen und Anlagen in Anleihen noch unattraktiver als Aktien machen. Anleiherenditen in den USA werden steigen und inflationsgebundene Anleihen dürften relativ gut abschneiden. Aktien werden recht volatil bleiben, sollten aber im Laufe des Jahres steigen. Obwohl die Bewertungen hoch sind, dürfte sich das Gewinnwachstum im Jahr 2021 beschleunigen. Wachstumstitel könnten sich bei einer inflationären Erholung schlechter entwickeln als wertorientierte Aktien.

## Grosse Anpassungen an den Finanzmärkten

Sobald die Erholung der Weltwirtschaft Fuss fasst, werden Anleger sich mehr Sorgen um die Inflation machen. Dies wird zu einer steileren Renditekurve führen und Anlagen in Anleihen noch unattraktiver als Aktien machen. Anleiherenditen in den USA werden steigen und inflationsgebundene Anleihen dürften relativ gut abschneiden. Aktien werden recht volatil bleiben, sollten aber im Laufe des Jahres steigen. Obwohl die Bewertungen hoch sind, dürfte sich das Gewinnwachstum im Jahr 2021 beschleunigen. Wachstumstitel könnten sich bei einer inflationären Erholung schlechter entwickeln als wertorientierte Aktien.

Insgesamt bleiben wir bei Aktien neutral und bei normalen Anleihen negativ. Diversifikation ist heute extrem wichtig, auch mit alternativen Anlagen

## Aktien

Nach einem so starken Lauf wie seit Ende März ist eine vorübergehende Konsolidierungsphase bei US-Aktien möglich, doch es gibt Raum für eine Aufwärtsbewegung im weiteren Verlauf dieses Jahres, wenn die Unternehmensgewinne wieder zu wachsen beginnen.

Auch die Aktienmärkte ausserhalb der USA dürften Fortschritte machen und angesichts der günstigeren Bewertungen haben sie ein gewisses Potenzial, den S&P 500 zu übertreffen. Die Schwellenmärkte, die von der Dollarschwäche profitieren, werden besonders attraktiv sein. Auf lange Sicht dürften die europäischen Märkte weiterhin unterdurchschnittlich abschneiden, da die Schwächen der Euro-Zone fortbestehen.



## Aktien

### **Beginnende Rotation an den Börsen**

Die Pandemie führte zu einem rasanten Absturz der Aktienmärkte, die sich jedoch auch bald wieder erholten. Am schnellsten war die Erholung auf dem US-Markt, während sie in Deutschland und der Schweiz etwas länger dauerte.

Mit den Nachrichten über die Impfstoffe und dem Ausgang der US-Wahlen hat eine Branchenrotation an den Aktienmärkten begonnen, von der man mit indexierten Anlagestrategien kaum profitieren kann. Im vergangenen Jahr stiegen vor allem die Werte von E-Commerce-, IT- und Softwareunternehmen. Eine Normalisierung der wirtschaftlichen Aktivität wird sich nun positiv auf Aktien in den von der Pandemie besonders hart getroffenen Sektoren wie Luftfahrt, Hotel- und Gaststättengewerbe und auf zyklische Werte wie die des Banken- und Industriesektors auswirken.

Die Rotation wird gleichzeitig auch zu einer möglichen Preiskorrektur bei Aktien von E-Commerce-, IT- und Softwareunternehmen führen, die besonders stark von der Pandemie profitiert haben.

## Aktien

### Umschichtung in Substanzwerte

Nachdem Pfizer den gewünschten Erfolg mit einem Impfstoff gegen Covid-19 verkündet hatte, haben viele Marktteilnehmer in Value-Aktien gewechselt. Dies bestätigt eigentlich, dass der Value-Ansatz nach der langen Durststrecke wieder an Attraktivität gewonnen hat. Selbst bei steigenden Zinsen können Value-Aktien immer noch die guten mittel- und langfristigen Ergebnisse der Vergangenheit zeigen. Vor allem langfristig orientierte Anleger können die Qualität ihres Portfolios verbessern, indem sie diese inneren Werte hinzufügen.

## Aktien

### Dividendenpapiere weiterhin attraktiv

Die Corona-Krise hat die Ausschüttungspolitik verändert, da viele Unternehmen mitten in der Dividendensaison ihre Liquiditätsposition kurzfristig gesichert haben. Obwohl die Schweizer Dividenden im Vergleich zu denen im Euro-Raum überraschend stabil waren, gab es auch hierzulande erhebliche Kürzungen. Im SPI verzichteten rund 20% der Unternehmen auf eine Dividende. Die Diskussion, ob Unternehmen, die Kurzarbeit eingeführt oder Entlassungen vorgenommen haben, Ausschüttungen vornehmen sollten, wird 2021 wieder aufkommen.

Zwar sollten Anleger nicht nur auf die Dividenden achten, doch weist eine stabile oder steigende Ausschüttung meist auf ein geringes Kürzungsrisiko hin. Das Geschäftsmodell ist stabil und zukunftsorientiert und generiert einen hohen Cashflow, der Investitionen in Innovation und Ausschüttungen ermöglicht.

Attraktive Dividentitel sind eher in der Pharma- und Lebensmittelindustrie und teilweise auch in der Technologiebranche zu finden als in Versorgungs- und Energieunternehmen. Selbst Versicherungsgesellschaften werden Schwierigkeiten haben, ihre Dividendenpolitik nach der Pandemie aufrechtzuerhalten.

**Die zehn höchsten Dividendenrenditen im SMI**

Name	Rendite in %
UBS	5,78
Swiss Re	5,25
Zurich Insurance	4,63
Swisscom	4,29
Swiss Life Holding	4,12
Lafarge-Holcim	3,72
ABB	3,31
Novartis	3,11
SGS	3,02
Swatch Group	2,96

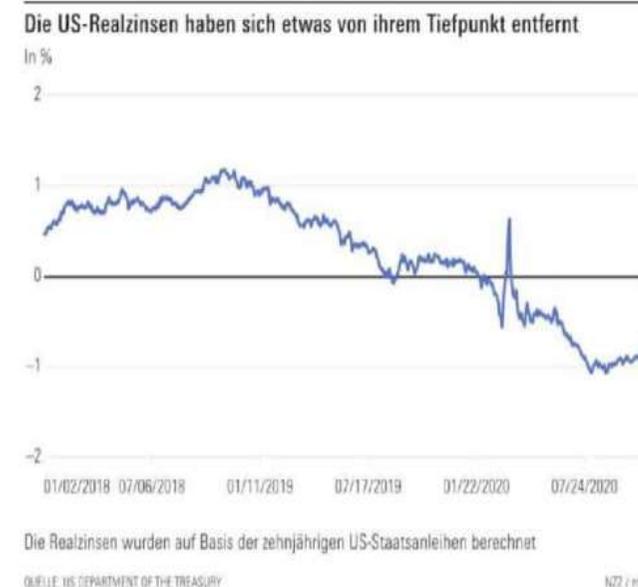
QUELLE: BLOOMBERG NZZ / gru.

## Obligationen: Es ist Zeit, die Anleihenstrategie anzupassen

Die Aussichten für die Rentenmärkte sind schlecht, da Staatsanleihen weder positive Renditen erwirtschaften noch die Verluste an den Aktienmärkten ausgleichen. Wenn das Wirtschaftswachstum anzieht und die Inflation zunimmt, werden die Renditen für konventionelle Anleihen steigen.

Festverzinsliche Wertpapiere könnten auch in einem Niedrigzinsumfeld ein integraler Bestandteil eines gut diversifizierten Portfolios sein. Doch die Anleger müssen ihre Anlagestrategie überdenken. Mit Buy-and-hold-Strategien, bei denen Obligationen bis zum Verfall gehalten und regelmässig Zinszahlungen eingestrichen werden, können Anleger nur verlieren. Deshalb müssen sie Alternativen in Betracht ziehen, um mit den derzeit niedrigen Zinsen und höheren Inflationserwartungen zurechtzukommen.

Wir empfehlen einige Anpassungen der langfristigen Strategie für Anleihen, namentlich eine Reduktion der konventionellen Anleihen und eine Erhöhung von Cash, Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS), Floating-Rate Notes (FRN) und in begrenztem Umfang von alternativen Anlagen in Insurance-Linked Securities (ILS, vgl. Bericht 4.Q 2020). In dem neuen Umfeld dürften sich US-TIPS im Vergleich zu konventionellen Anleihen als erste gut entwickeln.



## Liquiditätsprobleme an den Kapitalmärkten

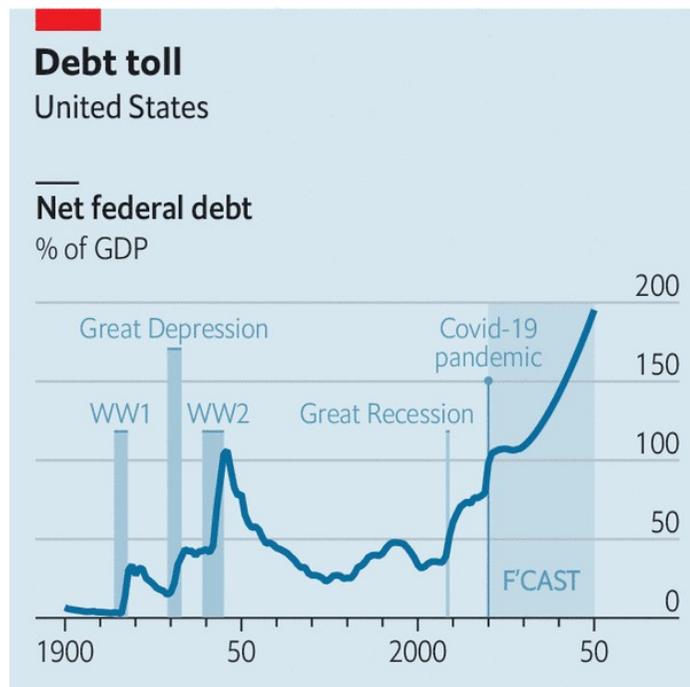
Ein gut funktionierender Treasury-Markt ist für die Finanzmärkte von entscheidender Bedeutung. Die Rendite von Staatsanleihen wird als "risikofreier" Zinssatz bezeichnet und untermauert den Wert aller anderen Vermögenswerte, von Aktien bis zu Hypotheken. Darüber hinaus verkaufen Investoren in Stresssituationen ihre risikoreichen Vermögenswerte und flüchten in Staatsanleihen. Der Treasury-Markt ist in der Regel der liquideste Anleihemarkt, doch im März 2020 ist er zusammengebrochen, als die Panik über die Pandemie grosse Verkäufe auslöste und Transaktionen scheitern liess. Die US-Notenbank löste das Problem, indem sie innerhalb von zwei Monaten fast so viele Staatsanleihen aufkaufte wie während der fünfjährigen Phase der quantitativen Lockerung nach der globalen Finanzkrise.

Der Treasury-Markt ist kollabiert, weil die Belastung für das System immer grösser geworden ist. Nach der Expansion der letzten zehn Jahre war die Infrastruktur des privaten Marktes nicht mehr in der Lage, die verschiedenen Belastungen zu absorbieren. Die Fähigkeit der Primärhändler, die Märkte zu bedienen, wurde nach der Finanzkrise durch strengere Vorschriften eingeschränkt, z. B. durch die Einführung der Leverage Ratio (risikoungewichtete Eigenmittelquote) als zusätzliche Kennziffer, die die Gesamtgrösse der Bankaktiva im Verhältnis zur Höhe des gehaltenen Kapitals misst. Dadurch wurden die Positionen der Händler zu teuer und deshalb reduziert. Die Regel wirkt sich ungünstig auf Aktivitäten mit geringem Risiko, einschliesslich des Kaufs von Treasuries.

Solche Engpässe auf den Kapitalmärkten werden in Zukunft noch ausgeprägter sein, da der Anleihemarkt infolge der geplanten Konjunkturmassnahmen weiter wachsen wird. Das Congressional Budget Office schätzt, dass sich die Staatsverschuldung in den USA im Jahr 2050 auf über 120 Billionen USD oder 195% des BIP belaufen wird.

## Liquiditätsprobleme an den Kapitalmärkten

Solche Engpässe auf den Kapitalmärkten werden in Zukunft noch ausgeprägter sein, da der Anleihenmarkt infolge der geplanten Konjunkturmassnahmen weiter wachsen wird. Das Congressional Budget Office schätzt, dass sich die Staatsverschuldung in den USA im Jahr 2050 auf über 120 Billionen USD oder 195% des BIP belaufen wird.



## Währungen

Der US-Dollar hat begonnen, den geldpolitischen Kurs der USA widerzuspiegeln und könnte in den nächsten 6 - 12 Monaten weiter fallen. Gemessen an der Kaufkraftparität, dürfte der Euro bei etwa 1,40 USD gehandelt werden und hat längerfristig noch Potenzial für eine weitere Erholung gegenüber dem Dollar. Gegenüber dem Schweizer Franken bleibt das Potenzial aufgrund der Interventionen der Nationalbank begrenzt.



### **Zunehmende Bedeutung alternativer Anlagen für die Portfoliodiversifikation**

Alternative Anlagen wie Private Equity, Hedgefonds, Rohstoffe oder Immobilien stellen eine sehr heterogene Gruppe dar, deren Merkmale angesichts der hohen Bewertung der traditionellen Aktienmärkte und der schlechten Aussichten für Anleihen immer wichtiger werden. Ein vorsichtiger Einsatz dieser alternativen Anlagen kann das Risiko-Ertrags-Verhältnis traditioneller Portfolios erheblich verbessern.

#### **Erdöl**

Im vorangegangenen Quartal profitierte der Ölpreis von den Nachrichten über Impfstoffe und dem Ausgang der US-Wahlen.

Ob das schwarze Gold sein derzeitiges Niveau halten wird, hängt von der Disziplin der Erdölstaaten ab. Gegenwärtig scheint niemand die vereinbarten Produktionskürzungen in grossem Umfang zu unterlaufen, was zum Anstieg der Ölpreise beigetragen hat.

Höhere Preise erhöhen jedoch auch den Anreiz zum Betrügen, was wiederum zu Rückschlägen führen würde, doch mittelfristig spricht vieles dafür, dass der Ölpreis nicht wieder stark sinken wird.

## Zunehmende Bedeutung alternativer Anlagen für die Portfoliodiversifikation

### Gold

Mit den offnungsvollen Nachrichten im Vorquartal war die Absicherungsfunktion des gelben Edelmetalls weniger gefragt. Kurzfristig sind die Aussichten hier getrübt, auch wenn das geld- und fiskalpolitische Umfeld den Preis weiter stützen sollte. Ungeachtet geopolitischer und anderer Risiken bleibt Gold allein schon wegen der negativen Realzinsen attraktiv.

Ein Treiber für die langfristige Attraktivität des Edelmetalls sind die steigenden Inflationserwartungen, denn anders als in der Vergangenheit führen die heutigen Programme der Notenbanken nicht nur zu einer Erhöhung der Überschussreserven, sondern auch zu steigenden Geldmengenaggregaten. Dieses Geld wird letztlich zu einem Anstieg der Preise führen.

Krisenwährung Gold verliert - Erdöl macht Boden gut

Indexiert, 31. 12. 2019 = 100

✓ Rohöl Sorte Brent ✓ Feinunze Gold



## Das Anlagepanorama der NZZ, IV. Q 2020

### Unveränderte Anlagepositionierung

Die letzte relevante Anpassung der Portfoliostrukturen fand bereits zu Beginn des dritten Quartals statt, als die Schweizer Banken auf Portfolios mit einer ausgewogenen Strategie und einer leichten Aktienübergewichtung von 1,2 Prozentpunkten umstellten.

Trotz der Unsicherheiten, die durch die Corona-Pandemie und die US-Wahlen ausgelöst wurden, haben im vierten Quartal nur wenige Institute die Risiken in ihren Portfolios reduziert. Bei den meisten Banken blieb das Aktienengagement praktisch unverändert. Einzig J. Safra Sarasin erhöhte ihre Aktienpositionen um eindrucksvolle 6,5 Prozentpunkte. Im Durchschnitt führte dies zu einem minimalen Anstieg um 0,1 Prozentpunkte.

Die Banken rechneten fast durchgehend mit einer erhöhten Volatilität der Märkte und empfahlen eine Diversifizierung in Staatsanleihen und Gold, um die Investitionen trotz der niedrigen Zinssätze zu stabilisieren.

# Konkurrenzvergleich

## Das Anlagepanorama der NZZ, IV. Q 2020

### Portfoliostrukturen für private Franken-Anleger (Beginn 4. Quartal 2020)<sup>1</sup>

(Zahlenwerte in % des Depotbestands; mit Farben unterlegte Werte: Veränderung in Prozentpunkten gegenüber Empfehlung zu Beginn des 3. Quartals 2020)

● Aufstockung ● Reduktion

	Credit Suisse	J. Safra Sarasin	Julius Bär	Lombard Odier	Pictet	Raiffeisen	Rothschild & Co Bank	UBS	Vontobel	ZKB	Veränderung in Punkten (%)
<b>Anlagekategorie</b>											
Aktien	45,0	45,0 6,5	46,0 -2,0	41,5 -1,5	42,3 0,3	39,0	50,9 0,2	52,0	48,0	46,0 -2,0	0,1
Obligationen	28,0 -1,0	40,0 1,0	39,0	30,0 3,0	27,8 -0,6	32,5	39,8 2,2	29,0 -4,0	35,0	40,0 2,0	0,3
Geldmarkt	9,0 1,0	3,5 -5,0	7,0 1,0	4,5 3,5	8,8 1,4	8,0 -1,0	6,5 -2,0	-2,0	3,0	2,0	-0,3
Immobilien	3,0		4,0 1,0	11,0	4,1	8,0		5,0	3,0	5,0	0,1
Hedge-Funds	6,0		4,0	8,0 -2,0	14,9 0,1	4,0		4,0	2,0		-0,2
Edelmetalle		-2,5		3,0 -3,0	2,0	5,5 1,0		3,0 3,0	7,0	7,0	-0,2
Sonstige Rohstoffe	4,0	-2,5				3,0		3,0 3,0	2,0		0,1
Übrige	5,0	11,5 2,5		2,0		-1,4	2,7 -0,3	4,0			0,1
<b>Aktienstruktur</b>											
Schweiz	17,0	27,0 1,5	15,0 -3,0	20,6 -0,9	20,7 0,1	21,0	17,9	20,0	15,0	20,0 -5,0	-0,7
Übriges Europa	6,0	4,0	6,0	6,7 1,6	4,3 -0,2	5,0	3,9 -0,9	7,8	3,0 -2,0	8,0 6,0	0,4
USA/Kanada	14,0	8,0 2,0	17,0	10,7 0,4	11,4 0,2	8,0	19,8 1,2	17,0	19,0	10,0 -1,0	0,3
Japan/Pazifik	1,0		2,0	0,4 -1,0	3,4 -0,4		2,9 -0,2	4,2	4,0	-4,0	-0,6
Schwellenländer	7,0	6,0 3,0	6,0 1,0	3,1 -1,6	2,4 0,5	5,0	6,5 0,2	3,0	7,0 2,0	8,0 2,0	0,7
<b>Obligationsstruktur</b>											
Staatsobligationen	6,0	8,5 0,5	3,0 -2,0	2,0	10,2 -0,2	6,5	9,3 2,5	6,0 -1,0	8,0	17,0 3,0	0,3
Unternehmensobligationen	13,0	22,5 1,0	19,0	18,0	14,0 -0,1	21,0	24,5 -0,4	18,0 -3,0	17,0 2,0	17,0 -1,0	-0,2
Hochzinsobligationen	3,0 -1,0	4,0	7,0	5,0		2,0	2,2 0,1	5,0	5,0 -2,0	2,0	-0,3
Schwellenländerobligationen	6,0	5,0 -0,5	10,0 2,0	5,0 3,0	3,6 -0,2	3,0	3,9		5,0	4,0	0,4
<b>Exposition nach Währung</b>											
Franken	75,0	77,5 5,0	68,0 -2,0	76,4 -1,4	71,2 -0,3	79,5	71,6 -1,5	71,0 -2,0	51,0 -2,0	57,0 -5,0	-0,9
Euro	5,0	9,0 2,0	4,0	6,4 2,1	3,7 0,4	5,0	2,3 -0,2	3,0	3,0 -2,0	8,0 4,0	0,6
Dollar	6,0	13,0 0,5	14,0 -2,0	3,4 -0,9	12,5 -0,7	15,5	14,9 1,5	23,0 5,0	24,0 2,0	14,0 -5,0	0,0
Übrige Währungen	14,0	0,5 -7,5	14,0 4,0	13,8 0,2	12,7 0,7		11,3 0,1	3,0 -3,0	22,0 2,0	21,0 6,0	0,3
<b>Neutraler Aktienbestand</b>	<b>45,0</b>	<b>45,0</b>	<b>45,0</b>	<b>45,0</b>	<b>44,0</b>	<b>40,0</b>	<b>50,0</b>	<b>49,0</b>	<b>45,0</b>	<b>46,0</b>	

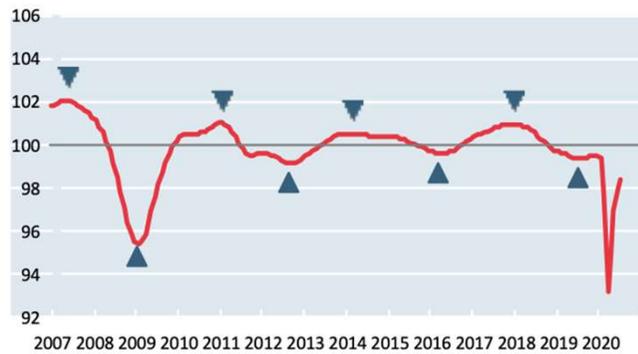
<sup>1</sup> Ausgewogene Risikoprofile

QUELLEN: JEWELIGE BANK

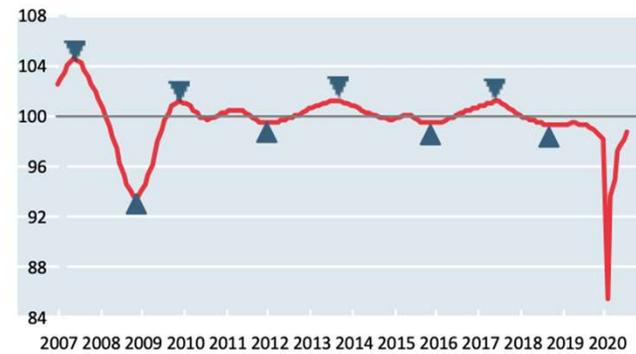
# Anhang 1

## OECD Composite Leading Indicators 8 September 2020

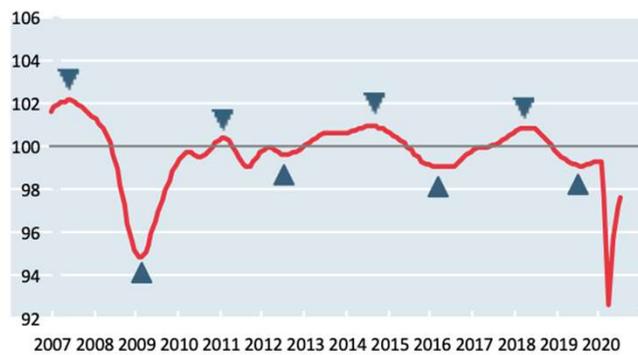
OECD area: Moderating pace of growth



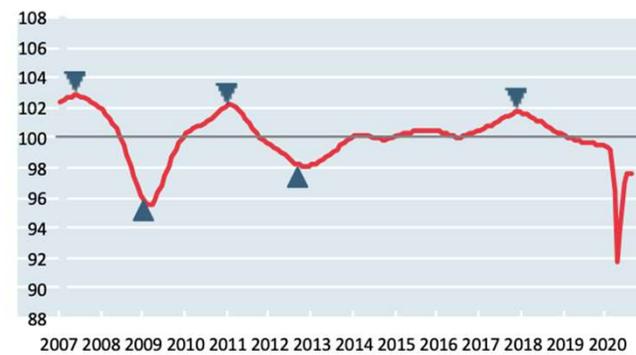
China: Stabilisation in the pace of growth



United States: Moderating pace of growth



euro area: Moderating pace of growth



## Anhang 1

	Interest rates, %	
	3-month latest Libor	10-years gov't bonds, latest
<b>United States</b>	<b>0.238 (0.222)</b>	<b>0.90 (0.70)</b>
<b>Japan</b>	<b>-0.097 (-0.099)</b>	<b>nil (nil)</b>
<b>Euro area</b>	<b>-0.569 (-0.519)</b>	<b>-0.60 (-0.50)</b>
<b>Switzerland</b>	<b>-0.792 (-0.759)</b>	<b>-0.60 (-0.50)</b>

( ) 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](http://www.benelli-consulting.ch)