

# Globale Anlagestrategie

Erstes Quartal 2021

# Übersicht

---

- ❑ Wirksamkeit von Impfstoffen: November 2020 markiert Wendepunkt.
- ❑ Kernthemen für die Weltwirtschaft 2021: Verteilung der Impfstoffe und Normalisierung der Wirtschaft.
- ❑ Trotz starker Kapitalmärkte in den letzten Monaten: Moderat positives Ertragspotenzial 2021.
- ❑ Im anhaltenden Nullzinsumfeld liegt der Anlagefokus auf Aktien. Weiteres Aufholpotenzial bei konjunktursensitiven Werten, auch bei kleineren und mittelgrossen Unternehmen, während die Pandemiegewinner (u.a. Technologie) nicht weiter outperformen.

# Inhalt

---

Teil 1: Performance-Übersicht	Seite 4
Teil 2: Weltwirtschaft – Impfstoffe erlauben Normalisierung	Seite 5
Teil 3: Geldpolitik – Nullzinsen und Anleihekäufe	Seite 30
Teil 4: Anleihen – Wieder normale Kreditaufschläge	Seite 32
Teil 5: Weltwährungen – Schwächerer US-Dollar	Seite 42
Teil 6: Hedge Funds und Immobilien	Seite 46
Teil 7: Aktienmärkte – Schlüsselfaktor Nachrichtenfluss	Seite 48
Teil 8: Rohstoffe – Gold verliert an Schwung	Seite 66
Teil 9: Anlagestrategie – Fokus auf Aktien	Seite 70

## Teil 2: Weltwirtschaft – Impfstoffe erlauben Normalisierung

An den Kapitalmärkten haben bereits im Frühjahr 2020, noch während der Lockdowns, erste Fortschritte bei der Entwicklung von Impfstoffen gegen Sars-CoV-2 zu einer Kurserholung beigetragen. Ohne Kenntnis der Wirksamkeitsprofile der Impfstoffe stand vorerst ein Szenario im Vordergrund, welches durch anhaltende Einschränkungen (etwa bei Reisen und Unterhaltung) und strukturelle Veränderungen (Bsp. Home-Office) gekennzeichnet ist. Als im November bekannt wurde, dass mehrere Impfstoffkandidaten eine unerwartet hohe Wirksamkeit von über 90% erreichten, wurde das Szenario einer im Wesentlichen Covid-19-freien Welt im Verlauf von 2021 realistisch.

Auch wenn eine Reihe von Fragen in Bezug auf Impfstoffe offen bleibt, ist eine Normalisierung der wirtschaftlichen Aktivität ab Mitte 2021 das wahrscheinlichste Szenario. Der Pfad in Richtung Normalisierung wird nicht geradlinig verlaufen. So ist die Impfung von wesentlichen Teilen der Weltbevölkerung Neuland, wobei wir davon ausgehen, dass die logistischen Herausforderungen im Kern gemeistert werden können.

Derzeit weiter verschärfte Distanzierungsregeln in Europa und den USA führen zwar zu einer Konjunkturdelle, dies tangiert aber die Erwartungen einer Normalisierung in der zweiten Jahreshälfte 2021 nicht länger. Unter den grossen Wirtschaftsräumen erwarten wir, dass das Wachstum Chinas über das Gesamtjahr hinweg am stabilsten verlaufen wird.

Mittelfristig gehen wir von einem ähnlichen globalwirtschaftlichen Szenario aus wie in den letzten Jahren, d.h. einem eher verhaltenen Wirtschaftswachstum und wenig Inflation. Zentral für das reale Wirtschaftswachstum bleiben demographische Faktoren und die Arbeitsproduktivität. Anhaltspunkte für einen nachhaltig beschleunigten Anstieg der Arbeitsproduktivität sind derzeit kaum vorhanden, obschon viele Unternehmen in einer Krise (wie der Pandemie 2020) einen Effizienzschub erfahren. Als Folge der Pandemie dürften gewisse strukturelle Veränderungen allerdings beschleunigt ablaufen, etwa die Digitalisierung, Home-Office und E-Commerce. Demographische Faktoren werden das Wachstum in diesem Jahrzehnt etwas stärker (im Umfang von 0,1 bis 0,2 Prozentpunkten) belasten als im letzten. Das gesamtwirtschaftliche Umfeld stützt auch weiterhin die These einer moderaten Inflation. Zwar ist die Versorgung mit Notenbankgeld überaus grosszügig. Dem stehen aber, wie schon in den letzten Jahren, ausreichend globale Produktionskapazitäten und globaler Wettbewerbsdruck gegenüber.

# Impfstoffe: Hohe Wirksamkeit bedeutet Wendepunkt

---

November 2020 war ein entscheidender Monat für Sars-CoV-2-Impfstoffe. Führende Unternehmen (Pfizer/BioNTech, Moderna und AstraZeneca/Oxford University) publizierten Phase 3-Testresultate, die eine überraschend hohe Wirksamkeit von mindestens 90% zeigten, ohne dass schwere Nebenwirkungen aufgetreten wären. Pfizer berichtete auch, dass die Wirksamkeit in der Risikogruppe der über 65-Jährigen bei 94% lag. Moderna sagte, dass ihr Impfstoff (basierend auf einer kleinen Stichprobe) schwere Covid-19-Infektionen verhindern könnte. Im Dezember erfolgten erste Zulassungen in ausgewählten Ländern, und die Impfkampagnen haben begonnen.

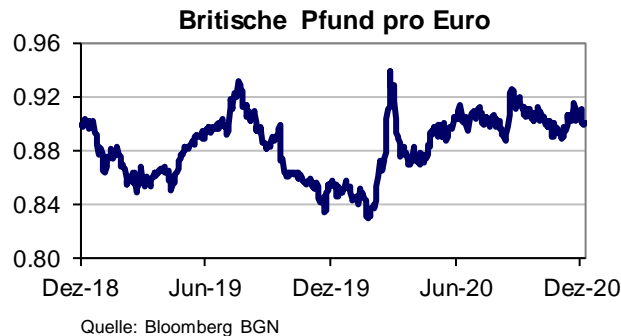
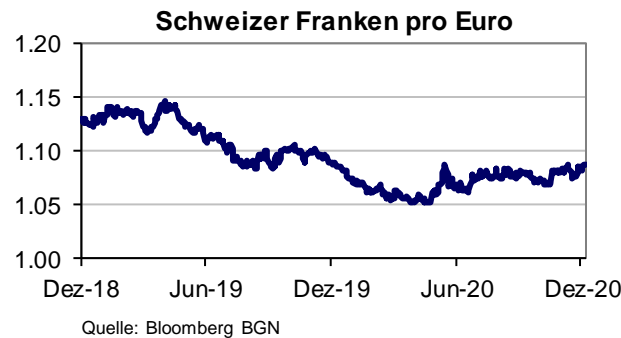
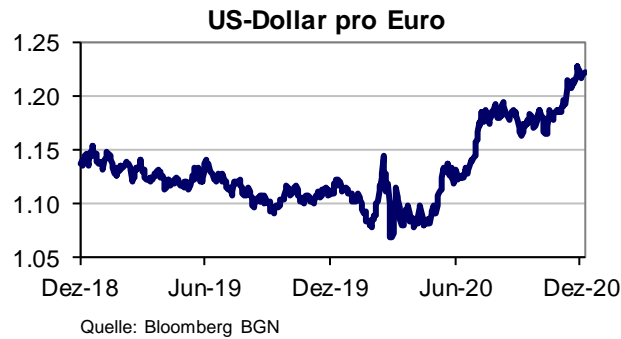
Die Produktions- und Logistikkapazitäten werden rasch aufgebaut. Der Impfstoff von Pfizer/BioNTech stellt aus mehreren Gründen (einer davon ist die erforderliche Lagerung bei -70 Grad Celsius) die grössten Anforderungen an die Logistik. Umgekehrt reichen für die Impfstoffe von AstraZeneca/Oxford und Moderna normale Kühlschränke bzw. Gefrieremperaturen zur Aufbewahrung. Gemäss Experten-Schätzungen und Regierungsplänen dürfte ein wesentlicher Teil der Impfwilligen in Europa und den USA in der ersten Hälfte 2021 bedient werden können. In diesem Prozess, d.h. wenn immer mehr Menschen geimpft werden, könnten sich die Nebenwirkungs- und Wirksamkeitsprofile ändern. Im Dezember hat eine Sars-CoV-2-Mutation in Grossbritannien für Aufsehen gesorgt. Während noch untersucht wird, ob die Impfstoffe auch gegen diese Mutation wirken, ist dies wahrscheinlich. Andernfalls liessen sich Impfstoffe verhältnismässig rasch anpassen (analog zur jährlichen Influenza-Impfung).

Dass die Kapitalmärkte derart euphorisch auf die Wirksamkeitsdaten im November 2020 reagiert haben, hängt damit zusammen, dass es bei einer Wirksamkeit von über 90% gelingen dürfte, Herdenimmunität zu erreichen, wenn die Impfdurchdringung etwa 70% erreicht (dies entspricht dem globalen Mittel der Impfwilligen gemäss einer Ipsos-Umfrage im Oktober). Bei einer Wirksamkeit von lediglich 50% (der von der Zulassungsbehörde in den USA gesetzte Minimalwert) und einer dann anzunehmenden geringeren Impfwilligkeit wäre es nicht möglich, Covid-19 weitestgehend aus dem Alltagsleben zu verbannen, und eine Rückkehr zu wirtschaftlicher Normalität würde in einem solchen Szenario Jahre dauern.

# Teil 5: Weltwährungen – Schwächerer US-Dollar

Der US-Dollar ist in einer Krise oft die bevorzugte Wahl der Investoren, während Fortschritte in Richtung wirtschaftlicher Normalisierung europäischen Währungen im Verlauf des Jahres 2021 einen gewissen Auftrieb verleihen dürften. Der Schweizer Franken wird sich dabei, wenn überhaupt, nur wenig gegenüber dem Euro abschwächen.

Auch die Währungen vieler Schwellenländer dürften von verbesserten Wirtschaftsperspektiven 2021 profitieren.



## Währungen

	Perform. in Euro		LB (%BIP)
	4Q20*	2020*	
Schweiz	-0.8%	-0.2%	12.2
Grossbritannien	0.7%	-6.1%	-3.8
Schweden	4.1%	4.2%	3.9
Norwegen	3.9%	-6.4%	4.0
Tschechien	3.4%	-2.9%	0.0
Polen	0.7%	-5.5%	0.5
Ungarn	0.3%	-8.8%	-0.8
Russland	0.9%	-22.9%	3.8
Türkei	-1.6%	-27.5%	1.1
USA	-4.1%	-8.3%	-2.3
Kanada	-0.5%	-7.1%	-2.0
Mexiko	6.8%	-12.6%	-0.2
Brasilien	3.1%	-29.3%	-2.7
Australien	2.0%	-0.4%	0.5
Japan	-2.3%	-3.7%	3.6
China	-0.3%	-2.2%	1.0
Südkorea	2.0%	-3.2%	3.7
Indien	-3.8%	-11.2%	-1.1
Indonesien	0.6%	-10.5%	-2.7

\*Daten per 28. Dez. 2020. LB=Leistungsbilanz. Quelle: Nationale Statistiken, Bloomberg BGN

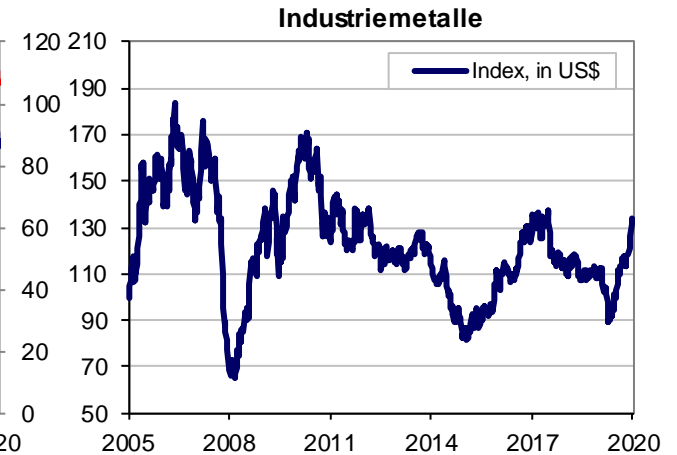
## Teil 8: Rohstoffe – Gold verliert an Schwung

Gold neigt dazu, in unsicheren Zeiten gut abzuschneiden, auch wenn positive Renditen in einer Krise nicht gesichert sind. Die marginalen Käufer von Gold sind Finanzinvestoren, wobei ETFs (Exchange Trade Funds) seit Beginn der Coronakrise sehr starke Zuflüsse verzeichnet haben. Da die Unsicherheiten in den kommenden 6 bis 12 Monaten weiter abnehmen, wird der Goldbullenmarkt weiter an Schwung verlieren, während die rekordtiefen Zinsen die Nachfrage mittelfristig stützen.

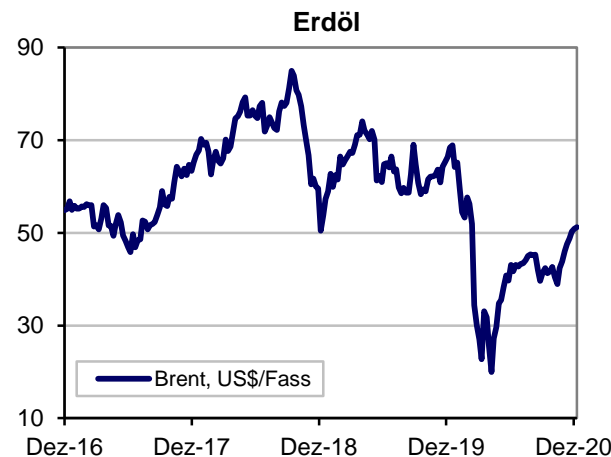
Mit Ausnahme von Gold bleiben wir in Bezug auf Rohstoffinvestitionen vorsichtig, auch wenn sich das Umfeld für Rohstoffe im Einklang mit den Aussichten auf eine globale Wirtschaftserholung verbessert hat. Wir sehen den fairen Wert für den Ölpreis mittelfristig weiterhin bei 50 bis 60 US-Dollar pro Barrel.



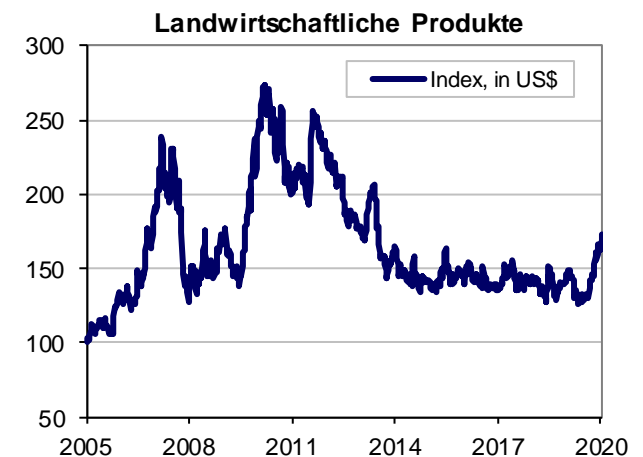
Quelle: Bloomberg



Quelle: Indexanbieter



Quelle: Indexanbieter



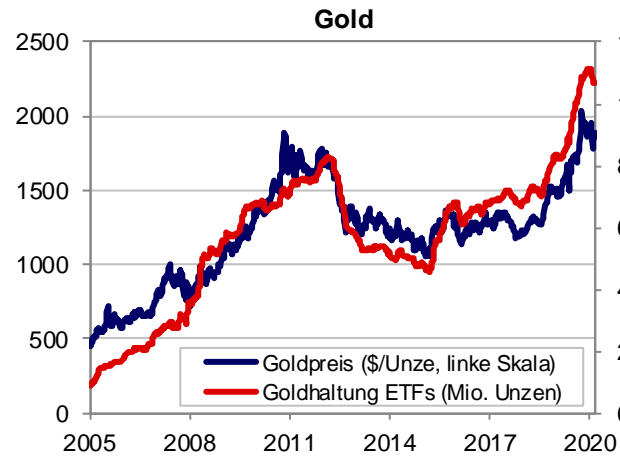
Quelle: Indexanbieter

# Gold verliert Momentum

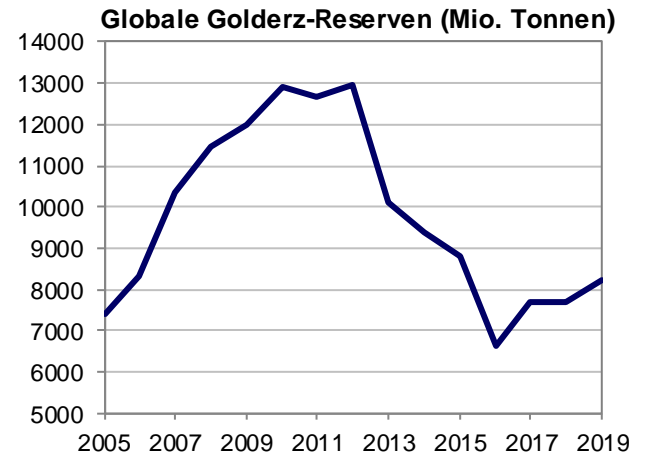
Die marginalen Käufer von Gold sind Finanzinvestoren, wobei ETFs (Exchange Trade Funds) seit Beginn der Coronakrise sehr starke Zuflüsse verzeichnet haben.

Unser Modell der ETF-Goldbestände bestätigt tatsächlich, dass die Goldnachfrage steigt, wenn die Zinsen fallen und die Unsicherheiten steigen. Da die Unsicherheiten in den kommenden 6-12 Monaten weiter abnehmen, wird der Goldbullenmarkt weiter an Schwung verlieren, während die rekordtiefen Zinsen die Nachfrage mittelfristig stützen.

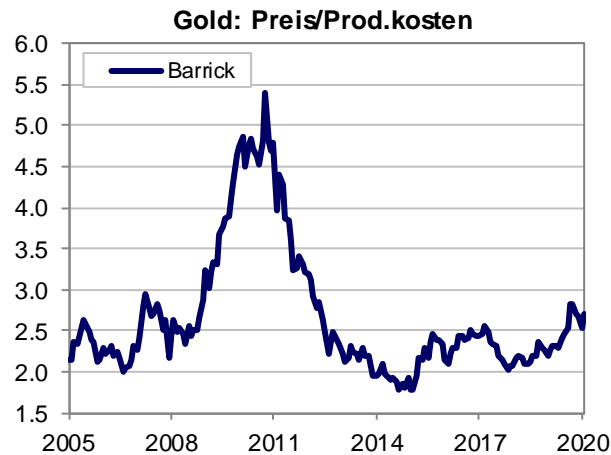
Die Goldminengesellschaften haben in den letzten Jahren im Durchschnitt ihre Reserven abgebaut. Angesichts der soliden Cashflows, die aus den derzeit hohen Goldpreisen resultieren, erwarten wir eine Belebung der Investitionsausgaben.



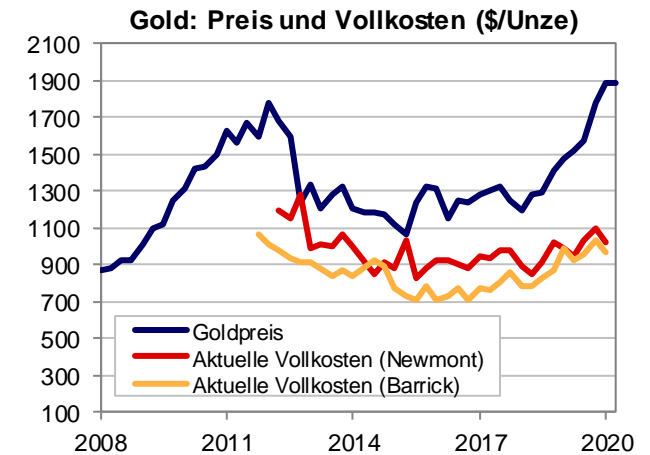
Quelle: Bloomberg



Quelle: Ausgewählte Unternehmen, eigene Berechnungen



Quelle: Unternehmen, Indexanbieter, eig. Berechnungen



Quelle: Unternehmen

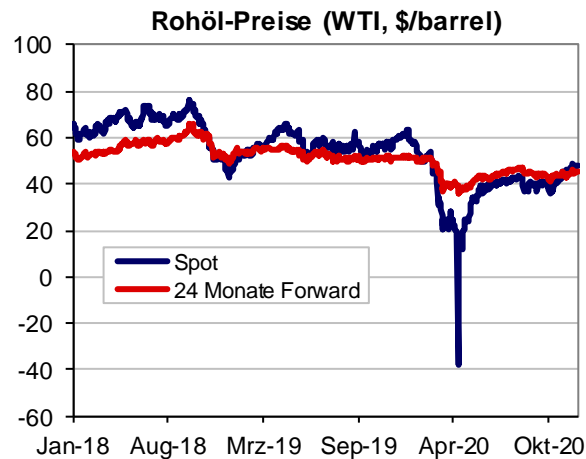


# Erdölmarkt: Wieder etwa im Gleichgewicht

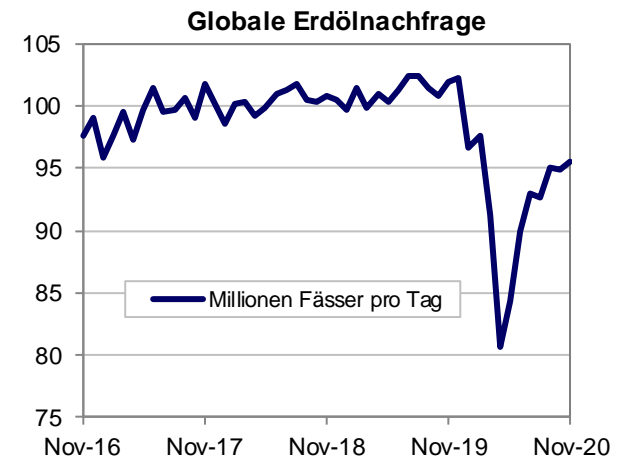
Die weltweite Ölnachfrage ist im Lockdown-Monat April um rund 25% gesunken, hat sich seither aber erholt.

Nach Produktionskürzungen ist die Nachfrage derzeit höher als das Angebot, was mithilft, die hohen Lagerbestände abzubauen.

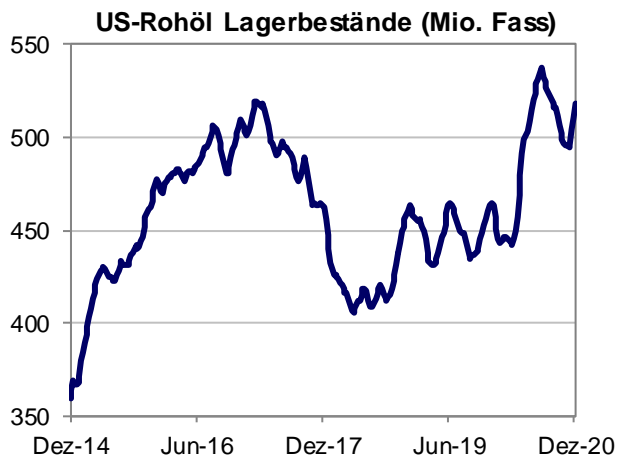
Mit einer sich normalisierenden Weltwirtschaft ist mittelfristig ein ähnliches Ölpreinsniveau wie in den letzten Jahren zu erwarten.



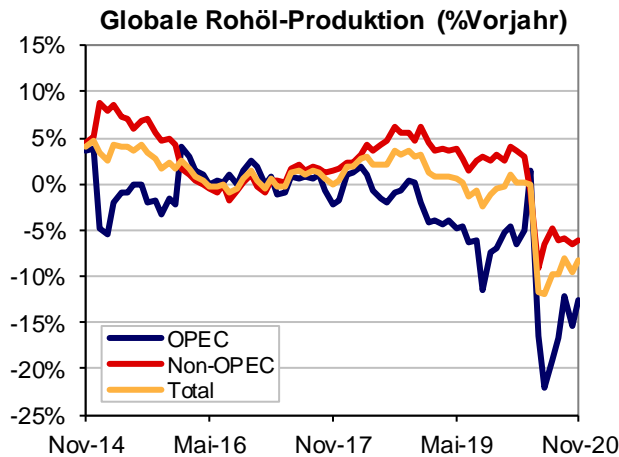
Quelle: Börsen



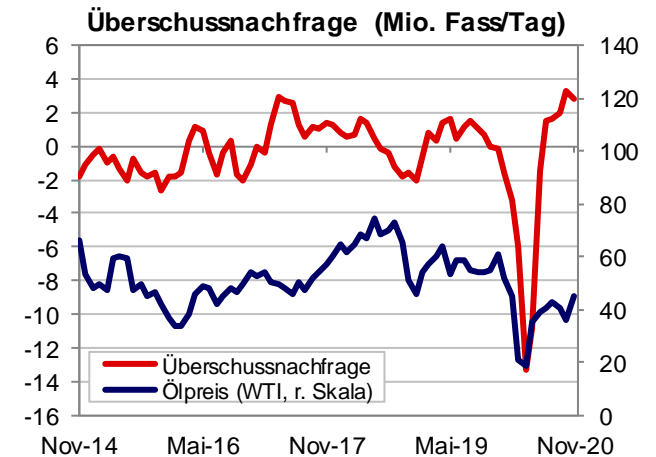
Quelle: US-DOE



Quelle: US Department of Energy



Quelle: US-Department of Energy



Quelle: US Department of Energy, eigene Berechnungen

---

Die R & A Group ist ein unabhängiges, auf Finanzmarkt-Analysen und Vermögensverwaltung spezialisiertes Unternehmen. Die R & A Group zeichnet sich aus durch ein umfangreiches Investment Research mit einem Schwerpunkt in den Bereichen Anlagestrategie und Aktienselektion.

Das 2001 gegründete Unternehmen ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Zürich und Mitglied des führenden Branchenverbandes VSV (Verband Schweizerischer Vermögensverwalter).

***Investment-  
Research at Work™***

Disclaimer: Wir übernehmen keine Gewährleistung für die Richtigkeit der Informationen in diesem Dokument, obgleich die Informationen auf Quellen beruhen, die wir für verlässlich halten. Wir sind unabhängig und haben keine Geschäftsverbindungen mit Unternehmen, die in diesem Dokument erwähnt sind. Ansichten, Schätzungen und Prognosen in diesem Dokument reflektieren unsere Beurteilung zum Zeitpunkt des Schreibens. Wir haben keine Verpflichtung, dieses Dokument zu aktualisieren, zu ändern oder zu ergänzen oder den Leser zu benachrichtigen, wenn sich Ansichten, Schätzungen oder Prognosen ändern oder nicht mehr akkurat sind. Dieses Dokument ist ausschliesslich zu Informationszwecken bestimmt und stellt keine Offerte zum Kauf oder Verkauf von Aktien oder anderen Wertschriften oder jede andere Anlageentscheidung dar. Dieses Dokument darf Personen in den USA, Grossbritannien und anderen Ländern, die dies allenfalls untersagen, nicht abgegeben werden.

Die Datenquellen sind jeweils vermerkt (ausgenommen sind Kursgraphiken; hier stammen die Daten von Börsen oder Indexanbietern).

© R & A Group Research & Asset Management AG · Bodmerstrasse 3 · CH-8002 Zürich · Telefon +41-44-201 07 20 · e-Mail [info@ragroup.ch](mailto:info@ragroup.ch) · [www.ragroup.ch](http://www.ragroup.ch)