

AUTOREN

- Carla Palm**
«Finanz und Wirtschaft»
- Julia Angeles**
Baillie Gifford
- Oliver R. Baumann**
Xlife Sciences
- Jacques-Etienne Doerr**
PGIM
- Sven Eppert**
btov Partners
- Dominik Escher**
Pureos Bioventures
- Joachim Fels**
Pimco
- Natacha Guerdat**
Asteria
- Lydia Haueter**
Pictet Asset Management
- Thomas Heimann**
HBM Partners
- Thomas Heller**
Schwyzer Kantonalbank
- Roger Hennig**
Schroders
- Paul Kennedy**
JPMorgan Asset Management
- Leonard Kwan**
T. Rowe Price
- Peter Labhart**
Aretas Capital Management
- Martina Müller-Kamp**
Graubündner Kantonalbank
- Ruedi Noser**
FDP
- Lucian Peppelenbos und Masja Zandbergen-Alder**
Robeco
- Robert-Alexandre Poujade**
BNP Paribas
- Nima Pouyan**
Invesco
- Frank Schwarz**
MainFirst
- Fabian Shey**
Credit Suisse
- Rishabh Tiwari und Josipa Markovic**
Swiss Life
- Andreas Zingg**
Vanguard
- Alan Zlatar und Andreas Toscan**
UBS

IMPRESSUM

Sonderbund «Strukturierte Produkte» zur Ausgabe Nr. 16 der «Finanz und Wirtschaft» vom 27. Februar 2021

HERAUSGEBERIN
Tamedia Finanz und Wirtschaft AG
Werdstrasse 21, 8004 Zürich
Verleger Pietro Supino

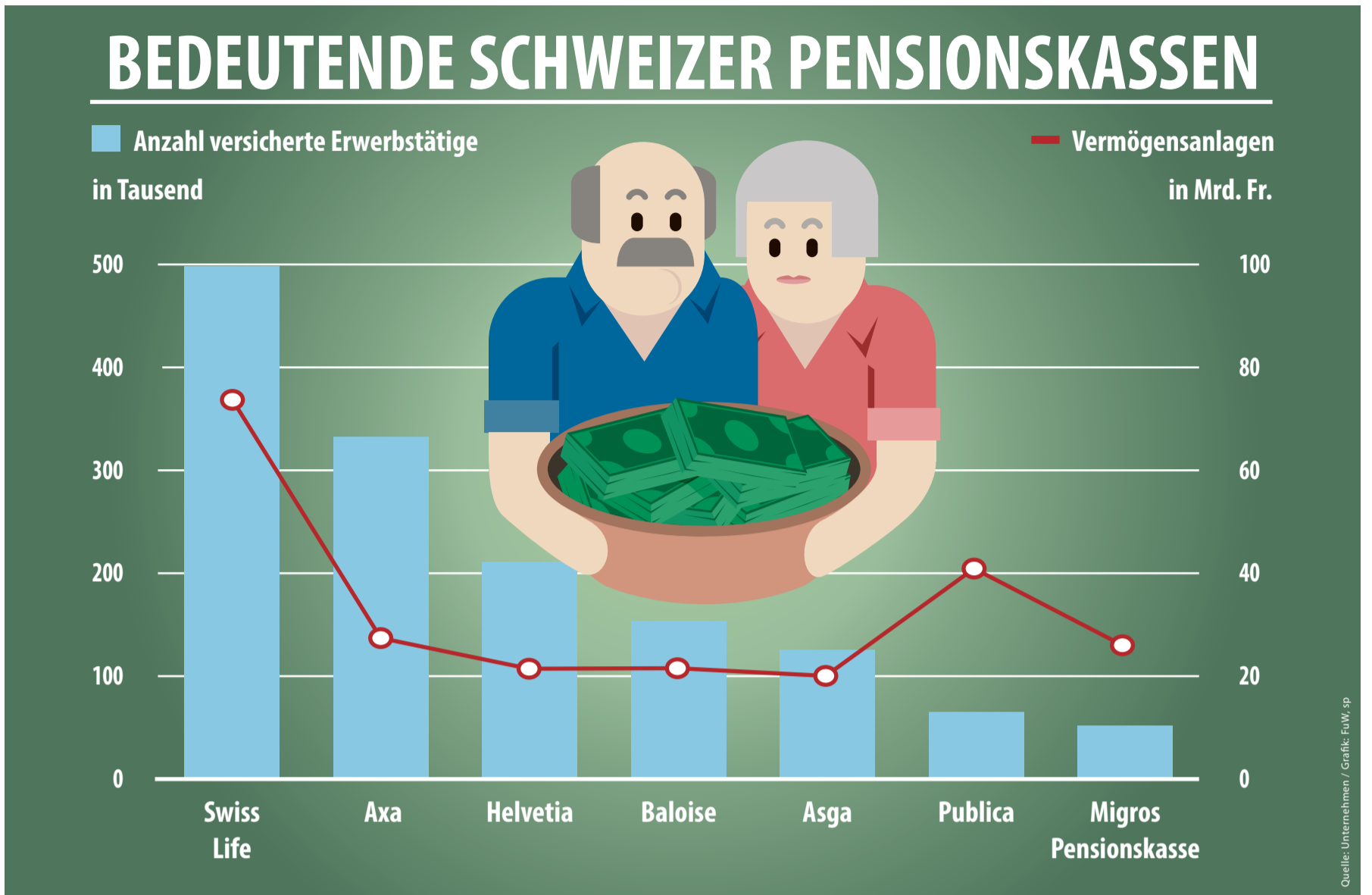
REDAKTION
Tamedia Finanz und Wirtschaft AG
Werdstrasse 21, Postfach, 8021 Zürich
Telefon 044 248 58 00
Fax 044 248 58 55, redaktion@fuw.ch
www.fuw.ch

Chefredaktor Jan Schwalbe
Leitung Beilagen Carla Palm
Art Director Andrea Brändli
Bildredaktion Iris C. Ritter
Produktion Regina Gloor

VERLAG
Tamedia Finanz und Wirtschaft AG
Werdstrasse 21, Postfach, 8021 Zürich
Telefon 044 248 58 00
Fax 044 248 58 15, verlag@fuw.ch
Leitung Marcel Tappeiner
Goldbach Publishing Philipp Mankowski (Chief Sales Officer), Adriano Valeri, Urs Wolperth
Anzeigen Goldbach Publishing AG
Werdstrasse 21, 8021 Zürich
Tel. 044 248 40 11, anzeigen@fuw.ch
Abonnemente Telefon 044 404 65 55
abo@fuw.ch, www.fuw.ch/abo

TECHNISCHE HERSTELLUNG
DZZ Druckzentrum Zürich AG
Werdstrasse 21, 8021 Zürich

Ein Angebot von Tamedia



Märkte fokussieren sich bereits auf die Zeit nach Corona

MAKRO Die Coronaimpfstoffe sind ein Game Changer und ein Grund, für das laufende Börsenjahr zumindest verhalten optimistisch zu sein. Für institutionelle Anleger hat sich die Ausgangslage kaum verändert.

Thomas Heller

Um die Markterwartungen zu beschreiben, werden oft Begriffe wie «verhalten optimistisch» verwendet. Eigentlich sind sie ein Unding, zu unverbindlich. Kommt es gut, hatte man mit seinem Optimismus recht. Kommt es nicht gut, war man ja nur verhalten optimistisch gewesen, also nicht so richtig. Als hätte man das Unheil kommen sehen. Im aktuellen Umfeld ist der Begriff aber durchaus angebracht.

Man darf optimistisch sein, weil die Coronaimpfstoffe ein echter Game Changer sind. Trotz der logistischen Probleme zum Auftakt werden es die Impfkampagnen in absehbarer Zeit erlauben, die Eindämmungsmassnahmen nach und nach aufzuheben. Konjunkturell wird es zwar zunächst schlechter, bevor es besser wird, da die Coronamassnahmen noch auf den wirtschaftlichen Aktivitäten lasten.

VIELE NACHHOLEFFEKTE

Klar ist aber, dass sich die Konjunkturperspektiven danach deutlich aufhellen. Das vergangene Jahr hat gezeigt, dass eine rasche Reaktion einsetzt, sobald die Restriktionen aufgehoben werden. Und die Erholung wird breit abgestützt sein. Durch den stärkeren Konsum, der vom Abbau der gestiegenen Sparquote und von Nachholeffekten profitiert. Durch vermehrte Investitionen, die dank besserer Planungssicherheit anziehen. Durch erhöhte Mobilität von Waren (Handel, Exporte) und Personen (Tourismus, Geschäftsreisen).

Während der Belastungsfaktor Corona im Verlauf des Jahres also zurückgebunden wird, bleiben einige stützende Faktoren bestehen oder werden sogar verstärkt. In der Fiskalpolitik wird die nächste Stufe gezündet. In Europa stehen mit dem Aufbauplan Next Generation EU zwischen 2021 und 2024 Mittel im Umfang von 750 Mrd. € zur Verfügung, um die durch die Covid-19-Pandemie verursachten Schäden zu beheben. Und in den USA wird zu dem bereits Ende Dezember verabschiedeten Hilfspaket von 900 Mrd. \$ ein

weiteres hinzukommen. Vorgesehen sind unter anderem Zuschüsse und zinsgünstige Darlehen an Unternehmen sowie Direktzahlungen an Privatpersonen von bis zu 2000 \$ pro Kopf. Selbst wenn das Paket letztlich nicht ganz die von der neuen Regierung angekündigten 1900 Mrd. \$ erreichen wird, wird es der US-Konjunktur einen Schub verleihen.

«Die Aktienkurse sind schon weit gelaufen und eskomprieren viel Positives.»

Auch die Geldpolitik bleibt eine Stütze. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat Ende 2020 die bereits expansive Politik mit einem bunten Strauss an Massnahmen noch mal ausgebaut. Die US-Notenbank (Fed) hat Nullzinsen bis mindestens Ende 2023 so gut wie versprochen. In seiner Januarsitzung hat das Fed zudem betont, dass es die Situation nach wie vor als kritisch einstufte und der Zeitpunkt der geldpolitischen Normalisierung in weiter Zukunft liege. Dies, nachdem zuvor Stimmen aufgekommen waren, wonach das Fed gezwungen sein könnte, die ult-

raexpansive Geldpolitik früher als erwartet zurückzufahren. Leitzinsanpassungen sind bei den wichtigsten Notenbanken in diesem Jahr somit ausgeschlossen. Der Aufwärtsdruck auf die langfristigen Zinsen bleibt ebenfalls bescheiden. Trotz der erwarteten Konjunkturerholung in der zweiten Jahreshälfte bleibt das Wachstum gedämpft, und die Inflation wird wegen der Lage am Arbeitsmarkt sowie unausgelasteter Kapazitäten nur leicht anziehen. Diese Faktoren, gepaart mit Notenbanken, die Anleihen aufkaufen, halten die Kapitalmarktrenditen tief. Sie werden nur geringfügig steigen. Die Zinsen befinden sich ebenfalls im Lockdown.

Was bedeutet dieses Konjunktur- und Zinsszenario für die Aktienmärkte? Ursache (Corona) und Lösung (Impfung) für die derzeit schwierige Lage sind bekannt und im zeitlichen Ablauf absehbar. Die Aktienmarktteilnehmer werden daher durch diese Phase hindurchschauen wie durch einen Tunnel und sich auf die Zeit danach fokussieren. Etwa auf die skizzierte Konjunkturerholung mit verbesserter Gewinnaussichten für die Unternehmen. Die niedrigen Zinsen bilden zudem den Nährboden für eine insgesamt positive Aktienentwicklung.

Warum also nur «verhalten optimistisch», wenn vieles für Aktien spricht? Nun, es kann natürlich immer noch etwas schiefliegen. Der Optimismus fusst unter anderem auf einer erfolgreichen Impfkampagne. Gibt es dort Probleme – geringere Wirksamkeit (zum Beispiel wegen Mutationen), Verteilprobleme, mangelnde Impfbereitschaft, und so weiter –, werden die Restriktionen aufrechterhalten, und der Aufschwung verzögert sich. Der Tunnel, durch den die Märkte schauen müssten, würde länger. Es stellt sich die Frage, wie lang er sein darf, damit das Licht am Ende noch sichtbar ist und die Aktienmärkte das vorerst noch schwierige Umfeld ausblenden.

Die Aktienkurse sind schon weit gelaufen und eskomprieren viel Positives. Die Bewertungen sind im Vergleich zu Anleihen zwar fair, absolut jedoch hoch bis sehr hoch. Die gute Stimmung an den Märkten

braucht laufend neue Nahrung, um gut zu bleiben. Sollten die Fälle zunehmen, bei denen es nicht mehr reicht, wenn Konjunkturdaten, Notenbankentscheide und Unternehmensergebnisse die hohen Erwartungen nur erfüllen (wie nach dem Fed-Entscheid im Januar), nähern wir uns einer kritischen Phase.

Auf diesem hohen Kurs- und Bewertungsniveau sind die Märkte anfällig für negative oder das Ausbleiben positiver Überraschungen, nicht nur wegen Corona. Danach sieht es derzeit nicht aus. Wir rechnen mit keinem überragenden, aber doch positiven Aktienjahr 2021. «Verhalten optimistisch» trifft es ziemlich gut.

ZUSÄTZLICHE RENDITEQUELLEN

Mit Corona ist zwar ein neuer (Unsicherheits-)Faktor hinzugekommen. Dennoch hat sich die Ausgangslage für institutionelle Anleger nicht komplett verändert. Im schon lange bestehenden und noch länger anhaltenden Zinsumfeld geht die Suche nach Rendite weiter. Institutionelle können und wollen nicht uneingeschränkt Geld aus den tief bis negativ rentierenden Obligationen abziehen. Sie sind wegen gesetzlicher Vorgaben und ihrer Anlageregulierung verpflichtet, eine bestimmte Mindestquote an Obligationen zu halten, und bewegen sich heute oft bereits nahe dieser Untergrenze. Um die Zielrendite zu erwirtschaften, werden institutionelle Anleger jedoch weiterhin bereit sein müssen, kalkuliert gewisse Risiken einzugehen.

Zudem müssen sie sich auch ausserhalb der traditionellen Anlagen Aktien und Obligationen nach Renditequellen umsehen. In Betracht kommen dabei alternative Investitionen wie beispielsweise Unternehmenskredite oder versicherungsbasierte Anlagen. Sie bieten Diversifikation, alternative Risikoprämien und weisen eine geringere Zinssensitivität auf. Das ist alles nicht neu und heisst für die Asset Allocation von institutionellen Investoren: More of the same.

Thomas Heller, CIO Schwyzer Kantonalbank

