



Anlagepolitischer Ausblick 2. Quartal 2021

Globaler makroökonomischer Ausblick

- Nachdem die globale Wirtschaft 2020 um geschätzte 3.5% schrumpfte, dürfte das Wachstum im laufenden Jahr dank umfassender fiskalischer und monetärer Massnahmen rund 5.5% betragen.
- Verzögerte COVID-19-Impfprogramme und wieder steigende Neuinfektionen, begleitet von abermaligen Verschärfungen der Corona-Massnahmen, stellen die Geduld der Bevölkerung und der Wirtschaft auf eine harte Probe.
- In Regionen wie den USA oder dem UK, wo von Anlaufschwierigkeiten geprägte Impfprogramme mittlerweile erfolgreich verlaufen, hellt sich die Konsumentenstimmung schneller auf als etwa in Teilen Europas.
- Die massiven Liquiditätsprogramme der Zentralbanken werden auf absehbare Zeit aufrechterhalten. Zusätzliche Stimulierungspakete wie in den USA wecken Überhitzungs- und damit Inflationsbefürchtungen. Wir erachten einen nachhaltig überproportionalen Inflationsanstieg derzeit jedoch als unwahrscheinlich.
- Geopolitische Spannungen zwischen China und den USA – sowie neuerdings auch mit Europa – stehen im Moment eher im Hintergrund des Anlegerinteresses.

Traditionelle Anlagen

0-3Mt. - 12Mt.

Währungen	Handelsspanne USD/CHF: 0.88 - 0.96 bzw. EUR/CHF 1.08 - 1.15.		
Obligationen	Die kurzfristigen Zinsen bleiben unmittelbar von der Tiefzinspolitik der Zentralbanken diktiert. Am längeren Ende der Zinskurven führten aufflackernde Inflationsbefürchtungen jüngst zu einem Anstieg der Renditen. Aufgrund von Basiseffekten - vor Jahresfrist herrschte aufgrund von Lockdowns ein ausgeprägt deflationäres Umfeld - halten wir einen Inflationsanstieg jedoch für temporär.	➔	➔
Aktien	Die Aktienmärkte unterliegen weiterhin einem Pandemie-diktierten Wechselbad der Gefühle. Die Impfstoff-Ankündigung im November 2020 führte zu einem brusken Erholungsrally, das sich im ersten Quartal dieses Jahres etwas gemächlicher fortsetzte. Die regionalen Unterschiede divergierten indes deutlich. Insgesamt erfreuliche Gewinnwachstumszahlen stehen überdurchschnittlichen Bewertungen gegenüber. Effektive Impfstoff- und Fiskalimpulse werden durch kurzfristige Inflationsängste gedämpft.	➔	➔

Alternative Anlagen

Rohstoffe	Die kommende Aufhebung von Mobilitätseinschränkungen stützen die Olkurse. Steigende USD-Realzinsen und ein stärkerer USD unterminieren dagegen den Goldkurs.
Hedge Fonds	HF-Strategien im 4Q20 mit positiver Performance (10y in USD, vermehrte Kapitalzuflüsse).
Alt. Forderungspapiere	Mikrofinanzanlagen mit tiefer Korrelation zu traditionellen Anlageklassen. COVID-19 führte nicht zu Verwerfungen im Mikrofinanz-Universum. Zusätzliche Impact-Rendite.
Immobilien	Differenz der Ausschüttungsrenditen von rund 2.5% (CH) gegenüber 10-jährigen Staatsanleihen (-0.3%) attraktiv. Agios auf Allzeithöchst – begrenztes Performancepotenzial.

Privatmarkt-Anlagen

Private Equity	Umkämpftes Segment im aktuellen Zinsumfeld mit hohen Liquiditätsbeständen. Erholung von mark-to-market Bewertungskorrekturen nach Einbrüchen an den Aktienmärkten 2020.
Private Debt	Alternative zu nahe null rentierenden Obligationen. Trotz kurzfristiger Kreditduration und Finanzspritzen der Zentralbanken mark-to-market Bewertungskorrekturen.
Übrige	Breit diversifizierte Privatmarkt-Anlagen als langfristige strategische Portfoliobausteine.

Marktdaten

BIP Wachstum %	Länder	2019	2020E	2021E
Industrienationen	USA	2.2	-3.5	6.5
	Japan	0.3	-4.9	3.9
	Eurozone	1.3	-6.6	4.0
	UK	1.5	-10.0	5.0
	Schweiz	1.2	-3.0	3.0
Schwellenländer	China	6.0	2.3	8.5
	Indien	6.5	4.0	-8.0
	Brasilien	1.4	-4.1	3.6
Wechselkurse	31.03.21	% -3M	% -6M	% -12M
USD/CHF	0.942	6.43	2.25	-2.46
EUR/CHF	1.107	2.29	2.49	4.45
GBP/CHF	1.300	7.60	9.29	8.57
3 Monats Libor	31.03.21	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp
CHF	-0.75	1.0	2.7	-9.9
USD	0.19	-4.4	-4.0	-125.6
EUR	-0.54	0.7	-4.0	-17.5

Staatsanleihen (10y)	31.03.21	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp
CHF Eidgenossen	-0.30	27.5	21.8	5.4
USD Treasury	1.74	82.7	105.6	107.1
EUR Bund	-0.29	27.6	23.0	17.8
Aktienmärkte	31.03.21	% -3M	% -6M	% -12M
SMI	11'047.37	3.21	8.45	18.64
S&P 500	3'972.89	5.77	18.14	53.71
Nikkei	29'178.80	6.32	25.85	54.25
FTSE-100	6'713.63	3.92	14.45	18.37
DJ EURO-STOXX 50	3'919.21	10.32	22.72	40.63
Rohstoffe	31.03.21	% -3M	% -6M	% -12M
Gold oz/USD	1'707.71	-10.04	-9.44	8.28
Öl (WTI)	59.16	21.93	47.09	188.87
Kupfer (Spot)	8'787.75	13.40	31.79	77.93

Quelle: Bloomberg, Marktkonsens des BIP-Wachstums, April 2021



Gesamtwirtschaftliches Umfeld

Corona-Verzögerungen und Inflations Sorgen

Neue Coronavirus-Mutationen sorgen auf globaler Ebene wieder für steigende Neuinfektionen und Todesfälle (Abb. 1). Abgesehen von wenigen Ländern wie den USA, Grossbritannien oder Israel verläuft der Impfprozess auch aufgrund von Lieferengpässen stockend. Dies dämpft die Wachstumserwartungen der Investoren. Die konjunkturelle Erholung insbesondere in Kontinentaleuropa dürfte sich denn auch zeitlich nach hinten verschieben. An den Finanzmärkten vermehrt auftauchende Inflationsängste halten wir hingegen für überzeichnet. Zwar wird zur Jahresmitte hin voraussichtlich ein Inflationsanstieg auf zeitweise über 2% auftreten. Aufgrund von Basiseffekten – vor Jahresfrist bewirkten die harten Lockdowns verbreitet Preisrückgänge – dürfte dieser aber temporär sein. Die Zentralbanken der Industrieländer werden dementsprechend auch an ihrer expansiven Geldpolitik inklusive Tiefstzinsen festhalten. Der Optimismus bei Unternehmen wie auch Konsumenten ist trotz verzögertem Aufschwung weitverbreitet positiv.

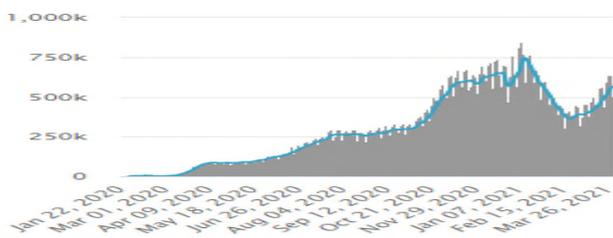


Abb. 1: Tägliche Neuinfektionen Welt inkl. 7-Tagesdurchschnitt (Worldometer.info, 31. März 2021)

Schweiz

Für das Gesamtjahr 2020 betrug der Rückgang des Schweizer BIP 3%. Dies entspricht zwar der schwersten Rezession seit 1975, im Vergleich zu den Nachbarländern kam die Schweiz aber verhältnismässig glimpflich davon. Der Schrumpfungsprozess dürfte sich aufgrund der anhaltenden Mobilitätsbeschränkungen auch im ersten Quartal 2021 fortgesetzt haben. In der zweiten Jahreshälfte sollte sich die hiesige Wirtschaft aber dank schrittweiser Lockerungen der behördlichen Massnahmen markant entspannen, womit das Vorkrisenniveau gegen Ende Jahr wieder erreicht werden sollte. Während sich im verarbeitenden Gewerbe schon seit längerem Optimismus breitmacht, besteht im Dienstleistungsbereich noch Nachholbedarf (Abb. 2). Die Schweizer Nationalbank sieht sich nicht dazu veranlasst, ihre Politik zu ändern. Der Kurs der weniger nachgefragten Fluchtwährung Franken nimmt ihr dabei den Druck, an den Devisenmärkten intervenieren zu müssen.

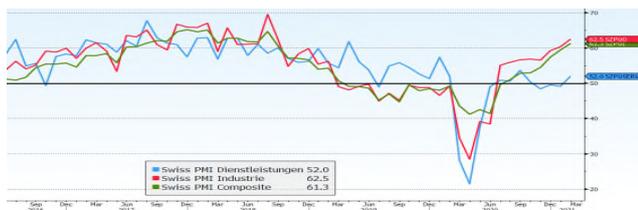


Abb. 2: Einkaufsmanagerindizes Schweiz nach Komponenten (Bloomberg, März 2021)

Europa

Während sich das Vereinigte Königreich nach harzigen Anfängen als Impf-Musterknabe entpuppte, führt in einigen Ländern der EU ein deutlicher Wiederanstieg der Neuinfektionen zu weiteren Lockdowns und

steigendem Unmut in der Bevölkerung. Die wirtschaftliche Erholung wird sich um mehrere Monate verschieben. In starkem Kontrast hierzu steht der verbreitete konjunkturelle Optimismus der Konsumenten, was angesichts der frustrierend schleppenden Impffortschritte bemerkenswert ist (Abb. 3). Die Fiskalpakete und die ab 2. Quartal 2021 noch ausgeweiteten Wertschriftenkäufe der EZB unterstützen die Wirtschaft weiter. Letztere begann mit ihren umfangreichen Pandemie-induzierten Käufen im März 2020, was aufgrund der entsprechenden Basiseffekte das Wachstum in näherer Zukunft dämpfen wird.



Abb. 3: Konsumentenvertrauen Eurozone (ZKB/Refinitiv, März 2021)

USA

Die US-Wirtschaft erholt sich rasant und dürfte – nach einem Rückgang um 3.5% letztes Jahr – 2021 um 6.5% zulegen (Abb. 4). Das gigantische Hilfspaket der US-Regierung im Umfang von USD 1.9 Bio. wird, zusammen mit den über Plan voranschreitenden Impfungen, die US-Wirtschaft in den nächsten Monaten geradezu explosiv wachsen lassen. Ein weiteres, vorerst vorgeschlagenes und durch Steuererhöhungen zu finanzierendes Infrastrukturprogramm von bis zu USD 3 Bio. wird längerfristig für weiteres kräftiges Wachstum sorgen. Allerdings würde dies die US-Staatsausgaben in einem Umfang erhöhen, der über den gesamten Ausgaben für den Zweiten Weltkrieg zu liegen käme (in heutigen Dollars gerechnet). Die US-Notenbank sieht vor allem aufgrund von hohen Arbeitsmarktreserven weiter keinen Grund, ihre expansive Politik zu ändern und lässt das Überschiessen der Inflation temporär zu.

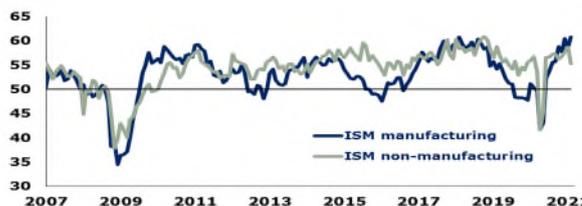


Abb. 4: Einkaufsmanager-Indizes USA (Bloomberg, März 2021)

Schwelkenländer

Die Notenbanken einiger Schwelkenländer (Brasilien, Russland, Türkei) haben den Expansionsgrad nach gestiegenen Inflationsraten und Sorgen um die Finanzstabilität punktuell zurückgefahren, was das Wirtschaftswachstum für die jeweilige Region insgesamt aber nur beschränkt beeinflusst.

Risiken

Wir behalten die folgenden Risikofaktoren im Auge:

- Entwicklung der Corona-Pandemie und wirtschaftliche Auswirkungen der Eindämmungspolitik
- Zentralbankenpolitik, Inflationsentwicklung
- Verschuldungsproblematik
- Differenzen zwischen China und den USA/Europa



Traditionelle Anlagen

Obligationen: erhöhte Volatilität

Die Leitzinsen der Zentralbanken werden in absehbarer Zukunft auf tiefsten Niveaus verharren. Befürchtungen einer Überhitzung der US-Wirtschaft wie auch die Aussicht auf eine Entspannung der Impfsituation führten zu steigenden Inflationserwartungen der Anleger. Dies bewirkte insbesondere im USD höhere Zinsen am langen Ende der Zinskurven (Abb. 5). Ein - wenn auch temporärer - Inflationsanstieg erhöht das Risiko von Kursverlusten, während das absolute Zinsniveau nach wie vor tief bleibt.

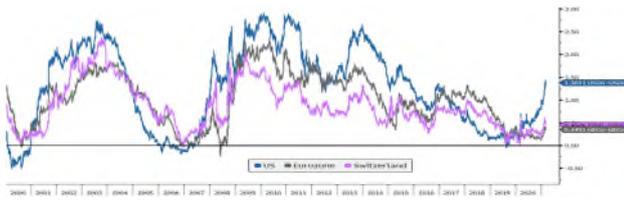


Abb. 5: 10-Jahresrenditen minus 2-Jahresrenditen Staatsanleihen (Bloomberg, März 2021)

Aktien: Konsolidierung voraus?

Die Aktienmärkte unterliegen einem Wechselbad der Gefühle. Auf der einen Seite wurden Hoffnungen auf rasche Lockerungen in letzter Zeit getrübt und die Impfkampagnen harzen vielerorts noch. Die Kursanstiege seit Jahresbeginn sind in der Summe eindrucklich, nicht zuletzt nach dem fulminanten Erholungsrally im letzten Jahr. Allerdings schälen sich regionale Unterschiede heraus. Während sich europäische und US-Aktien positiv entwickeln, hinken Schwellenländer hinterher (Abb. 6). Eine Sektor- bzw. Anlagestilrotation lässt sich ebenfalls beobachten: Die mehrjährige Führerschaft von Technologie- und anderen Wachstumsaktien wurde in den letzten Monaten durch Substanzwerte abgelöst, die allerdings auch schon wieder überschossen haben dürften.

Auf der anderen Seite spricht eine allmähliche Verbesserung bei der Verteilung der Impfstoffe, verbunden mit vermehrten Lockerungsschritten bei zugleich anhaltend expansiven Fiskal- und Geldpolitiken, für eine positive Aktienmarktentwicklung in den nächsten paar Monaten. Vieles ist in den aktuellen Kursen jedoch bereits vorweggenommen. Die Unternehmensgewinne sollten sukzessiv in die Kurse hineinwachsen. Von kurzfristigen Rückschlägen ist man angesichts überdurchschnittlicher Bewertungen und eines verbreiteten Anlegeroptimismus indessen nicht gezeit. In diesem Umfeld bleiben wir in Aktien leicht Übergewichtet.



Abb. 6: Aktienmärkte USA (grün), Europa (blau), Schweiz (rot), Schwellenländer (gelb) indiziert seit Jahresbeginn 2020 in Lokalwährungen (Total Return Indizes; Bloomberg, März 2021)

Alternative Anlagen

Unter der Prämisse potenziell anfälliger Aktienmärkte und kaum vorhandenem Renditepotenzial bei Anleihen bietet sich als Ergänzung in diversifizierten Portfolios eine vermehrte Berücksichtigung alternativer,

mit herkömmlichen Anlagen wenig korrelierender Instrumente an. Neben einer Erhöhung der Portfoliodiversifikation bringen diese zusätzliche Renditechancen. Als Alternative für festverzinsliche Investitionen können beispielsweise Mikrofinanzanlagen betrachtet werden. Hierbei investieren Mikrofinanzfonds in sogenannte Mikrofinanzinstitute, welche wiederum Kredite an Kleinunternehmer meist in Drittweltländern vergeben, wobei die Währungsrisiken abgesichert werden. Die enge Begleitung von überwiegend Kreditnehmerinnen und kurze Laufzeiten halten dabei die Ausfallrisiken begrenzt. Die beständigen Renditen aus Zins- und Rückzahlungen weisen eine tiefe Volatilität wie auch eine geringe Korrelation zu den traditionellen Anlageklassen auf. Aspekte der Armutsbekämpfung und Gleichstellung sind zudem sinnstiftende Komponenten von Mikrofinanzanlagen.

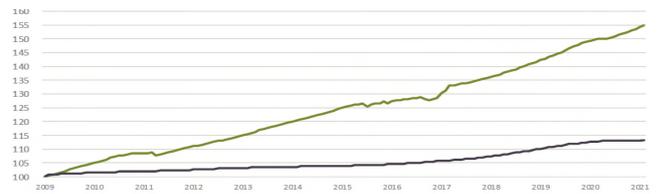


Abb. 7: Kumulierte USD-Performance EMF Microfinance Fund (grün) vs. 6-Monate USD LIBOR (blau; EMF, März 2021)

Wir bleiben zudem nicht zuletzt auf der Basis von Merkmalen wie Inflationsschutz und Portfoliodiversifikation in Gold investiert. Die USD-Realzinsen dürften auf absehbare Zeit tief bleiben. Des Weiteren sind wir im vergangenen Quartal eine Position in Bitcoin eingegangen. Auf Seite vier dieser Publikation gehen wir näher auf unsere diesbezüglichen Überlegungen ein.

Privatmarkt-Anlagen

Auf globaler Ebene erholten sich Private-Equity-Investitionen während der zweiten Jahreshälfte 2020 markant vom Einbruch vor Jahresfrist (Abb. 8). Obwohl sich der Wert der Transaktionen nach COVID-19 ausweitete, bietet die Anlageklasse zusätzliche Chancen zu den an öffentlichen Märkten kotierten Aktien. Der Umfang der verfügbaren Mittel von Private-Equity-Fonds stieg auf einen neuen Rekordwert von über USD 2 Bio. Die bisher verhaltene Mittelbeschaffung dürfte dank einer breit basierten Erholung nach erfolgreichen Impfungen zurückkehren.



Abb. 8: Globale Private-Equity-Buyout-Investitionen in USD Mia. (PreqinPro/Partners Group, Februar 2021)

Private-Debt-Märkte erlitten während des COVID-19-Lockdowns im 2. Quartal 2020 scharfe Bewertungskorrekturen, die sich seither jedoch rasch in Richtung des Vorkrisenniveaus erholten. Unternehmen mit konservativeren Kapitalstrukturen weisen innerhalb der Anlageklasse ein attraktives Rendite-Risiko-Profil auf. Private-Infrastructure-Anlagen profitieren von stabilen Cashflow-Profilen, auch in Krisensituationen. Der globale Investitionsbedarf an Infrastrukturanlagen von USD 94 Bio. bis 2040 (Quelle: Oxford Economics) spricht zusätzlich für ein langfristiges, nachhaltiges Wachstum des Sektors auch bei privat gehaltenen Investitionen.



Bitcoin

Der Preis von Bitcoin (BTC) ist in den vergangenen Monaten kometenhaft gestiegen. Von einem Tief bei USD 4'000 per Mitte März des vergangenen Jahres hat sich der Preis der ersten und berühmtesten Kryptowährung der Welt vervielfacht (Abb. 9). Dieser drastische Wertzuwachs hat verständlicherweise das Interesse von Anlegern weltweit geweckt.

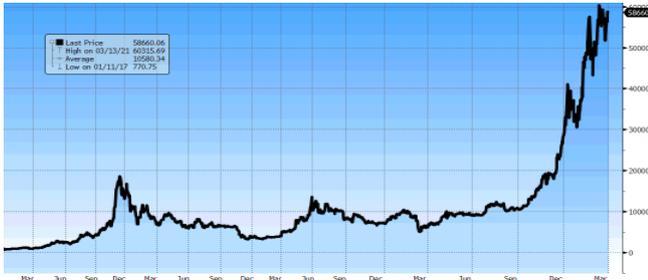


Abb. 9: Bitcoin Chart seit Anfang 2017 (Bloomberg)

Was sind BTC, und ist der Hype um BTC blosser Spekulation oder gibt es gute Argumente für eine Investition in BTC?

Was sind Bitcoin - Angebotsaspekte

BTC ist eine Internet-Währung basierend auf der Blockchain-Technologie, wobei der BTC-Preis allein von Angebot und Nachfrage bestimmt wird. Neue digitale Münzen werden dadurch geschaffen, dass Nutzer Rechenkapazitäten für die Verschlüsselung von Transaktionen zur Verfügung stellen (sog. Proof of Work) und dafür in BTC entlohnt werden.

Dabei wird in regelmässigen Abständen (ungefähr alle 4 Jahre) die Menge der in einem bestimmten Zeitraum ausgegebenen BTC automatisch halbiert, um das Angebot stetig zu verknappen und damit Inflation zu verhindern (sog. Bitcoin-Halving). In der Vergangenheit stiegen die Bitcoin-Kurse einen Monat vor der Halbierung und in der Zeit danach (Abb. 10), eine Kursentwicklung, welche auch seit dem letzten Halving-Event im Mai 2020 zu beobachten war.



Abb. 10: BTC-Kursentwicklung vor dem Hintergrund von Halving-Events (Swissquote)

Maximal können genau 21 Mio. BTC geschaffen werden. Aktuell gibt es etwa 18.6 Mio. BTC, also sind bereits fast 90% aller BTC produziert worden.

Seit dem Mining-Start im November 2008 sind andererseits etliche BTC verloren gegangen, welche beispielsweise physisch auf Hard Disks oder Memory Sticks gespeichert waren. Die Summe aller verlorenen BTC wird auf 2.8-3.8 Mio. BTC geschätzt. Entsprechend liegt das aktuelle Gesamtangebot bei etwa

Das beigefügte Informationsmaterial ist ausschliesslich zur Veranschaulichung und für Diskussionszwecke bestimmt. Die Informationen in diesem Dokument sind zusätzlich für Präsentationszwecke zusammengefasst. Die Unterlagen können zudem Informationen enthalten, die teilweise oder vollständig auf hypothetischen Annahmen, Modellen und/oder anderen Analysen (die nur z.T. in diesem Dokument beschrieben werden) der Asset Management Partners AG oder mit ihr verbundenen Unternehmen, („AMP“) bestehen. Es wird von AMP keine Garantie oder Haftung dafür übernommen, dass die dargestellten Annahmen, Modelle oder Analysen sinnvoll oder richtig sind. Zwar stammen die in diesem Dokument abgebildeten Daten aus Quellen, die von AMP als zuverlässig erachtet werden, dies kann jedoch nicht garantiert werden. Die in diesem Dokument dargestellten Informationen sind vertraulich zu behandeln und dürfen weder zum Teil noch im Ganzen reproduziert werden.

15-16 Mio. BTC und die finale Summe eher bei etwa 18 Mio. BTC.

Nachfrageaspekte und Bewertung

Die Nachfrage nach BTC ist breit abgestützt. Dabei gilt der allgemeine Trend zur Digitalisierung als Grundtreiber für die Nachfrage nach Digitalwährungen. Es gibt im noch jungen Krypto-Markt unterschiedliche Motive, um eine Krypto-Währung wie BTC zu halten oder zu benutzen, beispielsweise und nicht abschliessend:

- > BTC als globale Abrechnungswährung. Vor allem interessant für Banken und Unternehmen für globale Grosstransaktionen, weniger für POS-Kleinsttransaktionen. Bitcoins sind 24/7 global frei verfügbar, unabhängig von Staaten/Grenzen, Notenbanken oder Einzelunternehmen (Banken oder andere Finanzdienstleister)
-> BTC als digitales Gold. Stichworte: Globale Wertaufbewahrungsmöglichkeit und Schutz gegen Hyperinflation oder Beschlagnahmung. Im heutigen Umfeld geldpolitischer Experimente (Quantitative Easing, Negativzinsen, Modern Monetary Theory, etc.), stark steigender Verschuldungen von Staaten/Unternehmen und 'Financial Distress' wird das Thema auch in sogenannten entwickelten Länder relevant. Insbesondere jedoch in Schwellenländern mit schwachen Heimwährungen ist die Nachfrage nach BTC speziell hoch, weil Kapitalverkehrskontrollen bei BTC nicht möglich sind
-> BTC als strategische Portfolio-Allokation. BTC ist unkorreliert zu allen anderen Anlageklassen und entsprechend prädestiniert als Portfoliobeimischung.

Dabei wächst die Nachfrage gerade jetzt sehr stark, weil sich gleichzeitig Aufbewahrungs-Risiken reduziert und Digitalwährungen allgemein an Akzeptanz gewonnen haben. Zudem haben sich im letzten Jahr regulatorische Risiken ebenfalls eher entschärft: Einzelne Staaten arbeiten ebenfalls daran, ihre Währungen zu digitalisieren (Digitaler USD, EUR, Yuan, etc.).

Die Bewertung von BTC kann beispielsweise als Vergleich zur Marktkapitalisierung von Gold oder aufgrund von Preisschätzungen bei Halving-Events erfolgen. Bei beiden Szenarien ist BTC unterbewertet. Grundsätzlich argumentieren die BTC-Bullen, dass BTC einen viel zu tiefen Preis hat im Vergleich zu den Opportunitäten, welche sich für BTC in Zukunft auftun - getragen durch die allgemeine Digitalisierung des Alltages. Die Risiken sind vor allem die starken Kurschwankungen, Aufbewahrung, Regulierungsbestrebungen und die weitere Entwicklung des BTC-Protokolls, also die Weiterentwicklung der Software.

Fazit

Entgegen einer oft gehörten Meinung ist unseres Erachtens eine Investition in BTC nicht rein spekulativ. Es gibt zahlreiche Gründe, weshalb der langjährige Preistrend sich aufgrund der Angebots- und Nachfragesituation fortsetzen kann.

Vor dem Hintergrund rekordhoher Schulden und anhaltender Geldschwemme sehen wir BTC zudem als Beimischung zum Portfolio, welche nicht nur die Diversifikation erhöht, sondern zusätzliche Renditechancen bietet.

Baar, April 2021/JUN