

Executive Summary

- Die wirtschaftlichen Lockdowns wurden in vielen Regionen verlängert bzw. sogar verschärft. Dies verzögert die Wachstumserholung weiter.
- Es dürfte jedoch gelingen, die Pandemie zu Beginn des dritten Quartals dank Impfungen (die bis jetzt auch gegen Mutationen wirken) unter Kontrolle zu bekommen.
- Dadurch zeichnet sich ein starker Wirtschaftsaufschwung im zweiten Halbjahr ab. In der Zwischenzeit werden weitere Rettungspakete Insolvenzen verhindern, aber auch die Staatsfinanzen weiter ruinieren.
- Die Renditen der Staatsanleihen der wichtigsten Regionen haben etwas angezogen.



Fokusthema

Weltaktienmarkt ist historisch hoch bewertet

- Berechnet man ein Bewertungsmodell für den Weltaktienmarkt mit Hilfe der Gewinnprognosen und dem Zinssatz für 10-jährige Staatsanleihen, erhält man die Bewertungsgrafik rechts.
- Falls die Aktienmärkte im Durchschnitt von 1987 bis heute fair bewertet waren, beträgt die geschätzte Überbewertung derzeit rund 40%. Da die Alternativanlage «Anleihen» mit in die Schätzung der fairen Bewertung einfließt, ist das Argument, man könne die jetzige Situation nicht mit anderen vergleichen, weil ja der Zins so tief sei, falsch.
- Das Modell kennt jedoch nicht «die neue Welt» der Zentralbankinterventionen, Bilanzausweitungen durch Aufkauf riskanter Anleihen usw.
- Wenn die Zentralbanken tatsächlich «Asset Price Targeting» machen und dauerhaft, im Falle von grösseren Aktienmarktkorrekturen, riskante Anleihen und gegebenenfalls auch Aktien aufkaufen, dann könnte es sein, dass Investoren eine konstant tiefere Risikoprämie für Aktien verlangen. Durch den Kauf von Aktien-ETFs könnten grössere Einbrüche der Aktienmärkte tatsächlich gemildert werden.
- Ein Grossteil der hohen Aktienbewertung kann auch dadurch erklärt werden, dass insbesondere US-Aktien und innerhalb dieser vor allem Technologieaktien sehr hoch bewertet sind und ein hohes Gewicht im Weltaktienmarkt haben.

- Wer sucht, der findet wesentlich günstiger bewertete Märkte. Dazu gehören britische Aktien, Schwellenländer und Covid-19-Problemsektoren, wie beispielsweise Airlines, Öl, Tourismus, aber auch Small Caps.

Bewertungsmodell für den Weltaktienmarkt

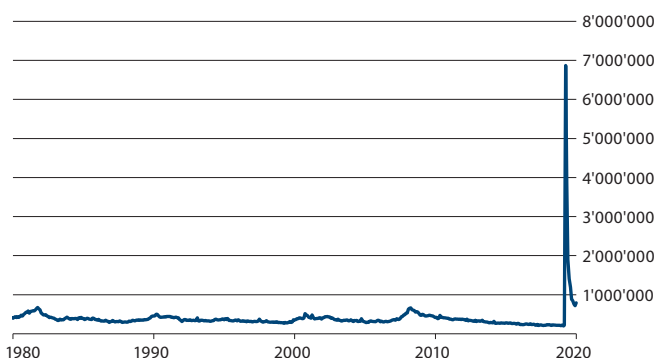


Quelle: Refinitiv, Thomson Reuters, eigene Berechnungen

Fiskalpolitik gibt Vollgas

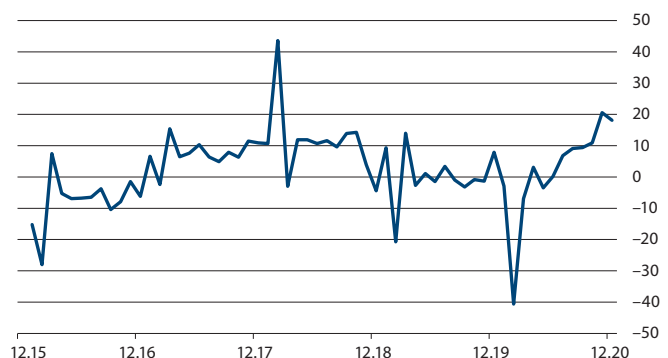
- Wir erwarten für 2021 ein Weltwirtschaftswachstum von +4.5%. USA: +4%, EU: +5.0%, Japan: +2.5%, China: +8%, UK: +5.5%, Schweiz: +3%.
- Die strukturellen Wachstumsunterschiede in der EU wurden durch den Covid-19-Virus verstärkt: Während Deutschland im letzten Jahr um weniger als 6% schrumpfte, dürfte der Einbruch in Italien und Frankreich rund 9%, in Spanien sogar mehr als 11% betragen haben.
- Weltweit haben die südostasiatischen Länder und China die Pandemie bisher am besten gemeistert. China dürfte die einzige grosse Volkswirtschaft sein, die 2020 wachsen konnte. Darauf deuten die starken Exportzahlen vom Dezember hin. Gegenüber dem Dezember 2019 konnte China die Exporte um 18.1% steigern. Gesamthaft wuchsen die Exporte trotz der chinesischen Shutdowns um rund 3.6%.
- In den USA ist der Aufschwung aufgrund neuer Lockdowns, wie auch in Europa, vorübergehend zum Stillstand gekommen. Die Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung stiegen erneut auf fast eine Million an, dem höchsten Stand seit August 2020. Mit zunehmender Immunität der Bevölkerung aufgrund der Impfungen stehen die Chancen gut, dass spätestens im zweiten Halbjahr ein kräftiger Wirtschaftsaufschwung beginnen wird. Die nächsten Monate werden jedoch sehr hart sein, und erneut muss der Staat als Kreditgeber in der Zwischenzeit Insolvenzen verhindern.
- Das von Präsident Biden angestrebte Rettungspaket in Höhe von 1'900 Milliarden US-Dollar beinhaltet unter anderem Stimulus-Gutschriften in Höhe von 1'400 US-Dollar an Haushalte und die Erhöhung der Arbeitslosenhilfe von 300 auf 400 USD pro Woche bis September. Die zusätzlichen Massnahmen wie Hilfen für Gebietskörperschaften und Zahlungen für die medizinische Versorgung dürften nicht durch den Senat gebilligt werden, da gesetzlich eine 60%-Mehrheit erforderlich ist und die Demokraten nur über 50% plus die Stimme der Vizepräsidentin verfügen. Der Mindestlohn soll von 7.25 auf 15 US-Dollar gehoben werden.
- Obwohl die Rede von Joe Biden Sätze wie «paying their fair share» (Steuererhöhungen) und «closing loopholes» (Steuer-schlupflöcher schliessen) enthielt, wird die Masse des Rettungspaketes durch die US-Notenbank (Fed) finanziert werden müssen, um einen zu starken Anstieg der Zinsen zu verhindern.
- Wie stark Fiskal- und Geldpolitik verbunden sind, zeigt folgendes Statement des Präsidenten der Atlanta-Fed, Raphael Bostic: «The guaranteed basic income discussion is an important one. I think that conversation is one we should continue to have and think about.» Vermutlich träumt die Fed zusammen mit vielen Politikern davon, dass das Basiseinkommen einfach durch die Emission von US-Treasuries, welche die Fed aufkauft, finanziert werden wird.

USA: Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe, seit 1980



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

China: Exportwachstum im Vergleich zum Vorjahr, seit 2015

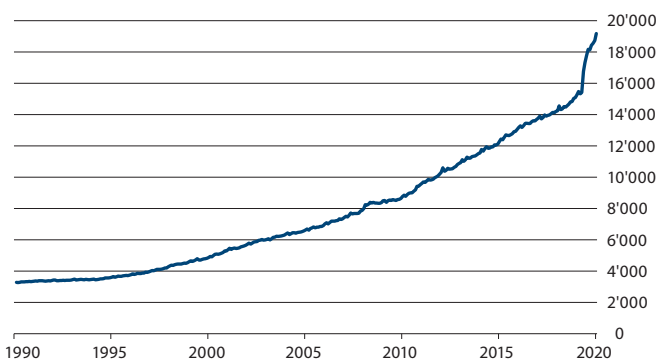


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Lockerste Geldpolitik aller Zeiten in der westlichen Welt

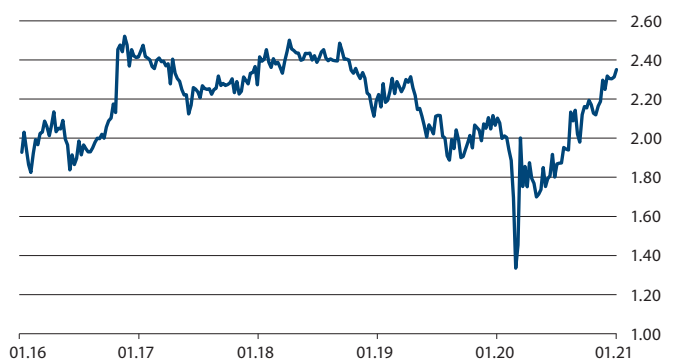
- Die Geldpolitik der Fed kann eindeutig als die «lockerste aller Zeiten» bezeichnet werden. Das Ziel der Fed ist es, die Anleger aus sicheren Anlagen in riskantere Anlagen (Aktien) zu treiben. Geld gibt's sozusagen «umsonst von der Fed», die Zentralbank kämpft gegen die «Knappheit» von Geld an.
- Je mehr zusätzliche Geldeinheiten die Zentralbanken drucken, desto geringer wird der Wert jeder Geldeinheit sein, mit anderen Worten, die Zeit fallender Inflationsraten ist endgültig zu Ende.
- Die Zentralbanken, der Staat sowie die Politiker erhoffen sich unerwartet höhere Inflationsraten, um ihre Ausgaben-geschenke mittels einer Inflationssteuer finanzieren zu können. Würde die Inflation erwartet steigen, würden die Zinsen sofort um den Anstieg der Inflationserwartungen steigen. Eine unerwartet hohe Inflation hingegen wird nicht von vornherein in die Zinsforderungen eingebaut. Sie führt im Nachhinein zu tiefen Realzinsen und zu einer Entwertung der Ersparnisse. Eine Inflationsbesteuerung setzt somit voraus, dass die Inflation unerwartet ansteigt, eine Überraschung ist und über den Anstieg der Inflationserwartungen hinausgeht. Deshalb werden die Zentralbanken jeden Anstieg der Inflation in den nächsten Quartalen als temporär darstellen und ihre ultraexpansive Geldpolitik fortsetzen.
- Die Shutdowns erzwingen Konsumverzicht und Angstsparen. Das neu geschaffene Geld fließt in Anlagen statt in die Realwirtschaft, treibt die Preise von Aktien, Anleihen und Immobilien in die Höhe, nicht jedoch die Preise von Konsumgütern. Werden die Lockdowns beendet, dürften viele Konsumenten einen Teil der Ersparnisse verbrauchen, einen Teil der Anlagen liquidieren, um endlich wieder mal in die Ferien zu fahren, ins Restaurant und ins Fitnessstudio zu gehen, weit entfernte Familienmitglieder zu besuchen usw. Dann wird die Geldumlaufgeschwindigkeit ansteigen, ein grösserer Teil der Liquidität in die Realwirtschaft fließen, und somit könnte die Inflation ansteigen.
- Für die Aktien- und Immobilienmärkte wird entscheidend sein, wann die Diskussionen über das «Tapering» (Zurückfahren der Massnahmen der Zentralbanken) an Fahrt gewinnen werden. Der Schreck von 2013, der als «Taper tantrum» in die Geschichte einging, steckt vielen Investoren immer noch in den Knochen. Derzeit erscheint es uns wahrscheinlich, dass bis 2022 weiterhin jeden Monat Anleihen im Wert von 120 Milliarden US-Dollar aufgekauft werden. Wir halten auch eine aggressivere Beeinflussung der Laufzeitenstruktur durch die Verlagerung der Käufe auf längere Laufzeiten für wahrscheinlich. Es braucht wahrlich episch positive Wirtschafts-indikatoren, um die Zentralbanken zu einem langsamen Ausstieg aus ihrer ultraexpansiven Geldpolitik zu bewegen.

USA: Geldmenge M2 in Milliarden US-Dollar, seit 1990



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Inflationserwartungen USA (5 Jahres-Swap)



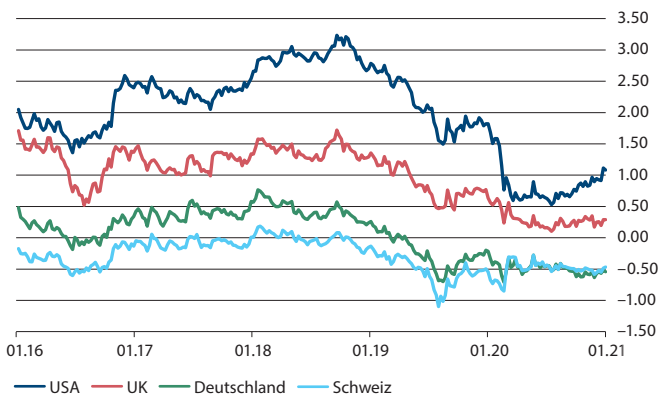
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anleihen / Aktien

US-Treasuries mit etwas höheren Renditen

- Die Renditen der Staatsanleihen der wichtigsten Regionen sind unter der Führung der US-Treasuries leicht angestiegen. Einzelne Beobachter wollen darin bereits eine Vorwegnahme zukünftiger inflationärer Tendenzen sehen. Wir glauben eher, dass der rekordhohe Finanzierungsbedarf über die Jahreswende und die Aussicht auf noch grössere Fiskalpakete die Märkte etwas unter Druck gesetzt haben.
- Wir schliessen uns aber dem Konsens an, der davon ausgeht, dass die Verschuldungssituation der allermeisten Länder keine wesentlich höheren Zinsen erlaubt.
- Das Zusammenspiel der quasi-verstaatlichten Zentralbanken und der Finanzpolitiker wird zum dominierenden Paradigma der 20er-Jahre. Aufgrund dieser Konstellation sind noch viel stärkere Verzerrungen in den Märkten zu erwarten (z.B. Zinskurvenkontrolle), denn die Schuldenproblematik und das anämische Wachstum in den entwickelten Ländern werden immer belastender. Mit «aus der Luft» geschaffener Liquidität werden Zentralbanken zu stets einflussreicheren Teilnehmern in den Anleihenmärkten.

10-jährige Staatsanleihen, wichtigste Märkte, 5 Jahre, Renditen in %

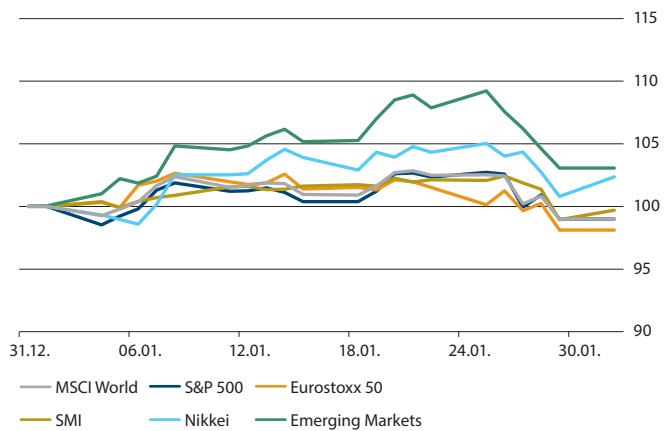


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Mr. Smith kauft Calloptionen auf US-Small Caps

- An den US-Aktienmärkten ist eine regelrechte Kaufmanie im Gange. Vor allem kleinkapitalisierte Small- und Mid-Caps werden von Retail-Investoren gekauft. Vielfach werden die Engagements über Calloptionen realisiert, was sich an der entsprechenden Statistik (NYSE open call contracts) gut ablesen lässt. Diese steht auf einem Rekordhoch. Gleichzeitig ist die Anzahl offener Puts auf einem absoluten Tiefststand. Mit anderen Worten: «Alle sind investiert, und niemand will eine Absicherung.» Gleichzeitig fällt von Seiten der institutionellen Investoren eine gewisse Zurückhaltung auf, der Rally hinterher zu rennen.
- Eine ganze Reihe von IPO's von Firmen, die weit entfernt davon sind, Gewinne zu erwirtschaften, fanden in der euphorisierten Grundstimmung ihren Weg an den Markt. Dazu gehören auch die «SPAC's», welche sehr populär geworden sind. Bei dieser Form des IPO's wird einem Sponsor im Voraus blanko Geld einbezahlt, in der Hoffnung, dass er dann schon eine lukrative Idee für eine Investition finden wird.
- Aufgrund dieser Warnsignale halten wir an unserer neutralen Positionierung der Aktienquote fest. Rücksetzer an den Aktienmärkten würden wir als Gelegenheit für Zukäufe interpretieren. Mittelfristig bleibt die Attraktivität der Aktien als Realwerte und als Ertragsquelle ungebrochen.

Aktienmärkte: Performance 2021, indexiert



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Währungen und andere Anlagen

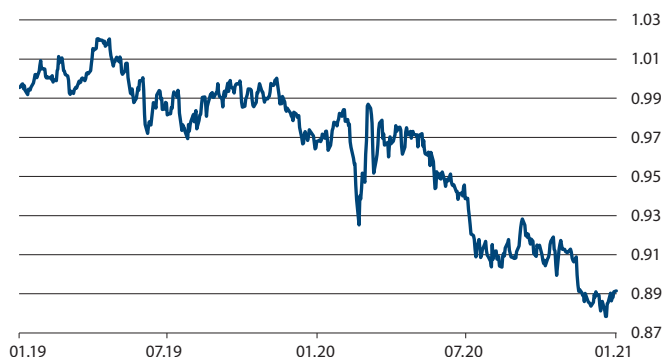
US-Dollar in der Konsolidierung

- Der US-Dollar hat in den letzten Tagen seinen Abwärtstrend unterbrochen. Möglicherweise drückt die Erwartung durch, dass das von Biden bekannt gegebene Hilfspaket von USD 1.9 Bio. schlussendlich aufgrund von Widerständen im Senat deutlich kleiner ausfallen wird. Wir bleiben aber der Meinung, dass sich der USD aufgrund der Zwillingsdefizite und der gigantischen Zunahme der Geldmenge mittelfristig weiter abschwächen wird.
- Grundsätzlich sind dadurch aber die anderen Zentralbanken weiterhin unter Druck, ihre sich aufwertenden Währungen wieder zu schwächen. Im «race to the bottom» sitzen die USA am längsten Hebel. Gerade in der Euro-Zone würde ein sich weiter aufwertender Euro einer allfälligen Erholung der Exportwirtschaft wieder einen Dämpfer zufügen.
- Die chinesische Zentralbank steuert gegen die Aufwertung des Yuan hinter den Kulissen effektiv und unaufgeregt über kurzfristige erfolgreiche Liquiditätszuschüsse ins System.

Edelmetalle mit Gewinnmitnahmen

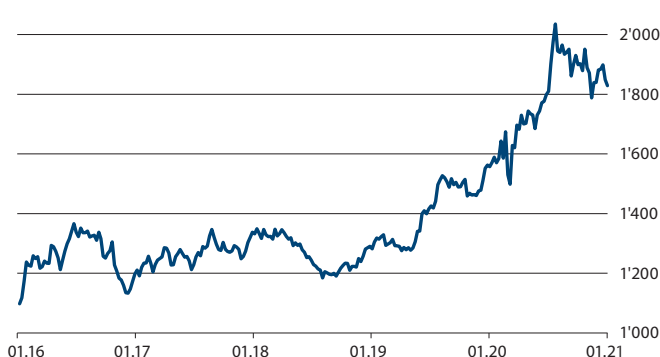
- Das von den Aktienbörsen aufgenommene Narrativ von der starken Erholung der Wirtschaft hat an den Edelmetallmärkten zu einer starken Korrektur geführt. Der Goldpreis hat seit dem Höchststand im August rund 12% verloren, Minenaktien kamen ebenfalls stark unter Druck.
- Aufgrund der leicht angestiegenen US-Nominalrenditen kam es – bei gleichbleibenden Inflationserwartungen – zu etwas höheren Realrenditen. Dies setzte naturgemäß ebenfalls die Edelmetallnotierungen unter Druck.
- Die aktuellen Kurse stellen für uns somit erst recht eine Kaufgelegenheit dar, da wir damit rechnen, dass alle Zentralbanken früher oder später weiter und stärker aktiv werden, um die Realzinsen zu drücken.
- Für Investoren, welche an eine fortwährende Inflationierung der Währungen glauben, ist physisches Gold als Realwert einer der sicheren Häfen.

USD/CHF, 2 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Goldpreis pro Unze, in USD, 5 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Dieses Dokument dient ausschliesslich zur Information. Es ist weder Angebot noch Aufforderung für den Kauf oder Verkauf von Produkten. Für Richtigkeit und Vollständigkeit wird keine Gewähr übernommen. Die Publikation entstand in Kooperation mit Aquila.