

Executive Summary

- Die wirtschaftlichen Lockdowns werden trotz deutlich sinkender Fallzahlen mit der Begründung «gefährlichere Mutationen» nur sehr zaghaf zurückgefahren.
- Die Pandemie dürfte in den Industrieländern zu Beginn des dritten Quartals 2021 dank grossflächiger Impfungen soweit unter Kontrolle gebracht worden sein, dass Lockdowns nicht mehr gerechtfertigt werden können.
- Dadurch zeichnet sich ein starker Wirtschaftsaufschwung spätestens im dritten Quartal 2021 ab. In der Zwischenzeit werden weitere Rettungspakete Insolvenzen verhindern, aber auch die Staatsfinanzen weiter ruinieren.
- Die Renditen der Staatsanleihen der wichtigsten Regionen haben spürbar angezogen. Grund dafür sind die deutlich angestiegenen Inflationserwartungen.

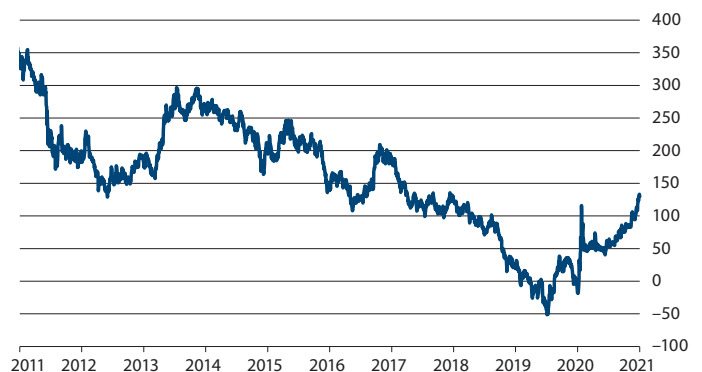


Fokusthema

Zinskurve «muss kontrolliert» werden

- Die amerikanische Notenbank (Fed) hat versprochen, die kurzfristigen Zinsen so lange tief zu halten, bis sich die Wirtschaft erholt hat, die Arbeitslosenquote tief ist und die Inflationsraten «im Durchschnitt» 2% betragen. Letzteres bedeutet, dass die Fed ein temporäres Überschies der Inflation nicht nur in Kauf nehmen wird, sondern sogar wünscht.
- In den letzten Wochen kam es zu einem spürbaren Anstieg der Langfristzinsen. Somit resultierte eine deutlich steilere Zinskurve. Nicht nur die Nominalzinsen, sondern auch die Realzinsen stiegen spürbar an. Die 30-jährigen TIPS (inflationsgeschützte Anleihen) erreichten zum ersten Mal seit Juni 2020 wieder eine positive Verzinsung.
- Die steilere Zinskurve ermöglicht es den Banken, ihr Fristentransformationsgeschäft wieder profitabler zu betreiben: Sie können sich weiterhin Geld günstig zum Kurzfristzins ausleihen, können aber neu mehr Zinsen für langfristige Kredite verlangen. Die steilere Zinskurve hat hoch bewertete Wachstumstitel, vor allem im Technologiesektor, unter Druck gesetzt und eine relative Neubewertung tief bewerteter Substantztitel begünstigt. Gleichzeitig kam Gold als ertragslose Anlage unter Druck, da die Zinsen gestiegen sind (Opportunitätskosten der Goldhaltung).
- Ein weiterer Anstieg der Langfristzinsen und der Realzinsen könnte eine Korrektur an den Aktienmärkten auslösen und Immobilien- und Edelmetallpreise unter Druck setzen. Es ist deshalb wahrscheinlich, dass die Fed unter dem Druck der Finanzmärkte bald eine aggressivere Beeinflussung der Zinskurve vornehmen wird, indem vermehrt lange Anleihen aufgekauft werden.

Steilheit der US-Zinskurve (10 Jahre minus 3 Monate), in Basispunkten



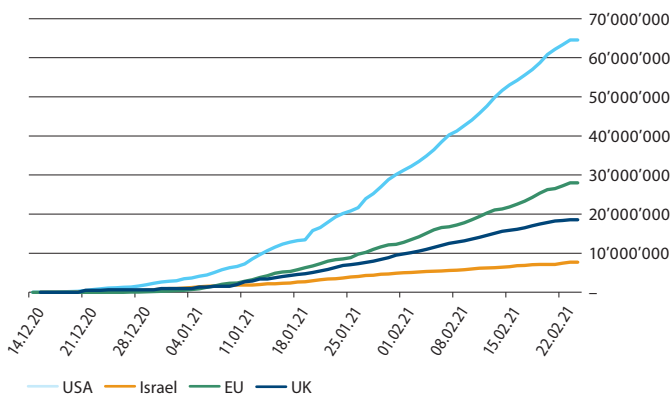
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

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%.
- Mit der Begründung, dass die Ausbreitung neuerer aggressiverer Mutationen gestoppt werden muss, gehen die wirtschaftsschädlichen Isolationsmassnahmen nochmals in die Verlängerung. Somit dürfte das Wirtschaftswachstum im ersten Quartal in den meisten Ländern enttäuschend ausfallen. Spätestens ab dem dritten Quartal rechnen wir damit, dass die Politiker eine Öffnung der Wirtschaft nicht mehr verhindern können und sich das Wirtschaftswachstum massgeblich beschleunigt.
- Die USA und England bekommen bei der «Impfeschlacht» die Gold- und Silbermedaille. Die restlichen Industrienationen hinken deutlich hinterher, die meisten Schwellenländer haben noch nicht einmal mit dem Impfen begonnen.
- England möchte allen Erwachsenen bis zum 31. Juli die Möglichkeit einer Impfung geben. Der riesige Vorsprung im Vergleich zu den EU-Ländern und dem Rest der Welt «verleiht dem britischen Pfund Flügel».
- Nicht nur die Geldpolitik der westlichen Welt, sondern auch die Fiskalpolitik betritt Neuland. Im letzten Jahr haben die USA ihr Staatsdefizit stärker erhöht als in den letzten fünf Rezessionen zusammen (Grosse Finanzkrise 2007, 90er, 1982, 1975, 1973).

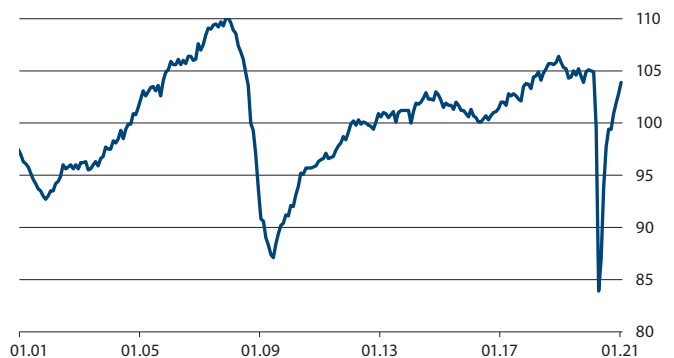
- Während es in der Vergangenheit um eine antizyklische Fiskalpolitik ging, geht es «heute» in erster Linie darum, aufgrund der Lockdowns einer noch nie dagewesenen Insolvenzwelle die Spitze zu brechen.
- Der US-Kongress wird schon bald das nächste, 1'900 Milliarden schwere Rettungspaket «durchwinken». Beim Senat droht erbitterter Widerstand von republikanischer Seite, vor allen Dingen was die Unterstützungszahlungen an die Bundesstaaten betrifft.
- Die Anleihenmärkte beginnen die stark steigende Neuverschuldung der Staaten, mit denen die Rettungspakete finanziert werden sollen, einzupreisen. Um ein Crowding-out (Verdrängung) der Investitionen und einen Kollaps der hohen Aktien-, Immobilien- und Anleihenpreise zu vermeiden, ist es notwendig, dass die Notenbanken nicht nur die kurzfristigen Zinsen, sondern auch die Langfristzinsen zu kontrollieren beginnen. Vermutlich braucht es (kleinere?) Unfälle, bis die Notenbanken beginnen, noch aggressiver langlaufende Anleihen zu kaufen. Die Weltwirtschaft ist so schwach, dass grössere Unfälle an den Finanzmärkten zu einer scharfen Rezession führen würden.

COVID-19: Verabreichte Impfdosen weltweit



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

USA: Industrieproduktion, seit 2000

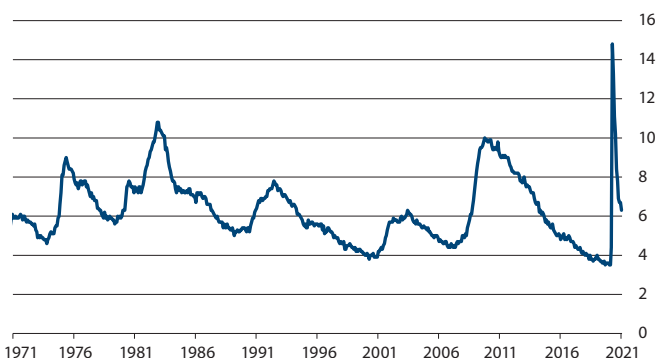


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Lockere Geldpolitik in der westlichen Welt «für immer»?

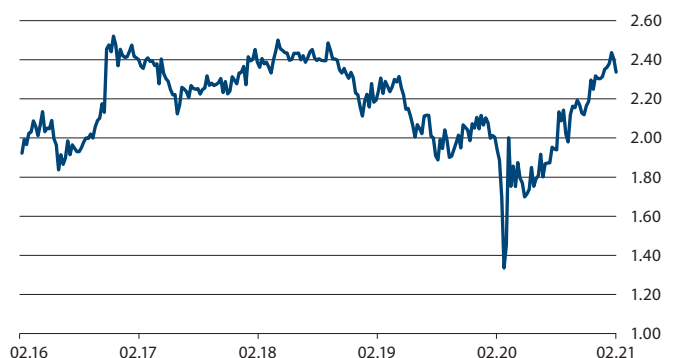
- Die Fed ist kurz davor «zwischen den Zeilen zu kommunizieren», dass die Geldpolitik «für immer» locker bleiben wird. Manche Kommentatoren gehen sogar so weit, dass sie behaupten, sie hätte dies schon getan.
- Fed-Präsident Powell sagte in einer Rede am 10. Februar, dass die «wahre Arbeitslosenquote» bei rund 10% liege und somit beträchtlich höher sei als die veröffentlichte offizielle Zahl von 6.3%. Derzeit dürften rund zehn Millionen weniger Amerikaner beschäftigt sein als vor einem Jahr. Indirekt hat Jerome Powell damit wohl bereits angekündigt, dass die Fed selbst dann die Zinsen nicht anheben wird, wenn gemäss offizieller Statistik «Überbeschäftigung» diagnostiziert werden müsste.
- Wie «verrückt» die Geldpolitik der amerikanischen Notenbank mittlerweile geworden ist, verdeutlichen folgende Fakten:
 - Mehr als 40% der Geldschöpfung seit Gründung der Fed fand im Jahre 2020 statt.
 - In den letzten sechs Wochen alleine hat die Fed mehr US-Staatsanleihen gekauft als in den zehn Jahren während und nach der Grossen Finanzkrise unter Ben Bernanke und Janet Yellen.
- Die österreichische Schule definierte wohlüberlegt Inflation als Geldmengenausweitung und nicht als Güterpreisinflation, um den Fokus auf das eigentliche Problem zu lenken.
- Wir befinden uns, was die Geldpolitik der Industrienationen betrifft, in völlig unbekanntem Terrain. Somit befinden sich auch die Finanzmärkte der Industrienationen in völlig unbekanntem Terrain. Es ist wichtig, dass die Investoren verstehen, dass die gigantische Schulden- und Geldmengenausweitung mit riesigem Abstand der Hauptfaktor ist, der die Finanzmärkte unterstützte.
- Kleinste Anzeichen, dass der geldpolitische Exzess einer normaleren Geldpolitik weicht, würden die Volatilität an den Finanzmärkten deutlich steigen lassen. Die Geldpolitik hat weltweit für eine noch nie dagewesene Abkoppelung der hochfliegenden Finanzmärkte von der traurigen realwirtschaftlichen Realität gesorgt. Damit sich die Finanzmärkte der sich nur langsam bessernden Realwirtschaft nicht annähern, muss die Geldpolitik «unverantwortlich verrückt bleiben».

USA: Arbeitslosenquote in %, seit 1971



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Inflationserwartungen USA (5 Jahres-Swap)



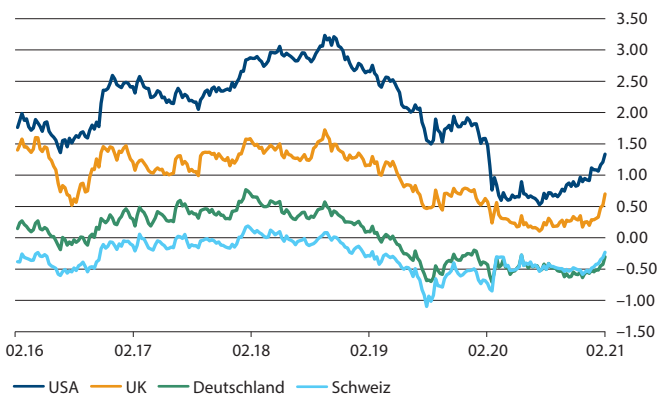
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anleihen / Aktien

Renditeanstieg in allen wichtigen Märkten

- Die Renditen der Staatsanleihen der wichtigsten Regionen sind unter der Führung der US-Treasuries weiter angestiegen. Dies widerspiegelt möglicherweise inflationäre Tendenzen, die zum Beispiel in der Entwicklung der Rohstoffpreise sichtbar sind. Nicht zuletzt kommt ein gewisser Optimismus bezüglich der Wirtschaftsentwicklung zum Ausdruck, was sich auch in der steileren Zinskurve bemerkbar macht.
- Die Veränderung lässt sich auch bei den realen Renditen erkennen, welche durch ihren Anstieg Teile des Obligationenmarktes wieder etwas attraktiver gegenüber anderen Anlageklassen machen.
- Wir schliessen uns weiterhin dem Konsens an, der davon ausgeht, dass die Verschuldungssituation der allermeisten Länder keine wesentlich höheren Zinsen erlaubt. Sollte aber der Anstieg der Renditen entgegen unserer Erwartungen weiter voranschreiten, rechnen wir mit deutlichen Erschütterungen in den Märkten. Institutionelle Investoren sind mit sehr langer Duration investiert, ein Anstieg der Renditen hinterlässt somit relativ starke Bewertungsverluste bei den entsprechenden Anlagen.

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

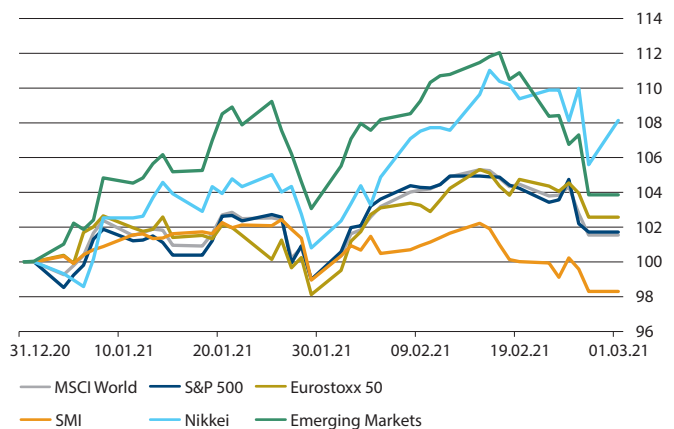


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Euphorie trifft auf veränderte Bedingungen

- Die Berichtssaison zu den Gewinnzahlen zum vierten Quartal in den USA neigt sich dem Ende zu. Obwohl viele Analysten im Vorfeld mit einem negativen Wachstum gerechnet haben, konnten die US-Unternehmen ihre Gewinne im Vergleich zum Q4 19 um rund 3% steigern. Weiter am besten durch die Krise schlugen sich Sektoren wie Technologie, Gesundheit aber auch die Finanzinstitute. Interessant ist, dass bei Unternehmen, bei denen der Gesamtumsatz zu mindestens 50% in den USA erwirtschaftet wird, die Gewinnerholung ausgeprägter war als bei internationalen Unternehmen. Dies bestätigt unsere Ansicht, dass sich der globale Handel erst langsam erholt. Für das laufende Jahr erwarten Analysten ein kräftiges Gewinnwachstum von rund 24%.
- Die veränderten Bedingungen von Seiten der Obligationenmärkte stellen für uns ein Warnsignal dar. Erhöhte Renditen beeinflussen verschiedene Faktoren in den Aktienmärkten, so vor allem die Multiplikatoren der Kurs-Gewinn-Verhältnisse. Die KGV's sind sowieso schon historisch hoch, und es braucht somit nur wenig für eine (überfällige) Korrektur. Insbesondere Aktien mit «langer Duration» (vor allem die Technologiewerte) dürften dann leiden.
- Wir bleiben trotz dieser Warnsignale weiter leicht übergewichtet in der Aktienquote. 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



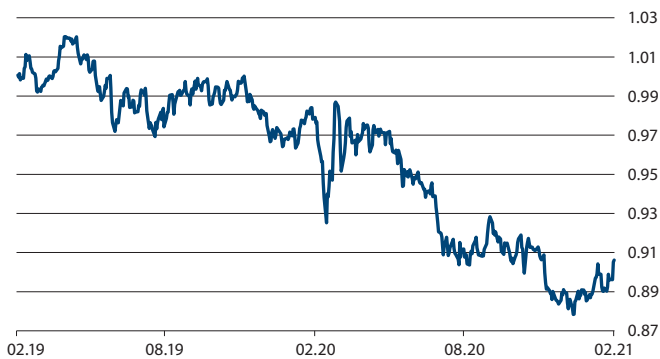
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Währungen und andere Anlagen

US-Dollar mit leichtem Aufwind

- Der US-Dollar hat in den letzten Tagen seinen Abwärtstrend unterbrochen. Die ansteigenden Renditen in den US-Bondmärkten und der hoffnungsvoll erwartete Aufschwung der US-Wirtschaft haben dem Dollar unter die Arme gegriffen. Es bleibt abzuwarten, ob diese Bewegung nachhaltiger sein kann. Schliesslich waren die Wetten auf einen fallenden Dollar auf Rekordhöhe und somit die Wahrscheinlichkeit einer Gegenbewegung recht gross.
- Grundsätzlich bleiben alle Zentralbanken gefangen im Mantra, ihre Währungen zu schwächen, um der Wirtschaft zu «helfen». 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.
- Der chinesischen Zentralbank ist die Aufwertung des Yuan jüngst doch etwas zu schnell gegangen. Über kurzfristig erfolgende Liquiditätszuschüsse ins System steuert sie den Wechselkurs sehr effektiv.

USD/CHF, 2 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

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 deutlicher angestiegenen US-Nominalrenditen kam es auch zu höheren Realrenditen, was naturgemäss ebenfalls die Edelmetallnotierungen unter Druck setzt. Es ist erkennbar, dass der Goldpreis nicht mit den ansteigenden Inflationsszahlen und den ebenfalls höheren Inflationserwartungen korreliert, sondern aufgrund steigender Realrenditen an Attraktivität gegenüber anderer Assetklassen verliert.
- Für Investoren, die an eine fortwährende Inflationierung der Währungen glauben, ist physisches Gold als Realwert einer der sicheren Häfen. 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.

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.