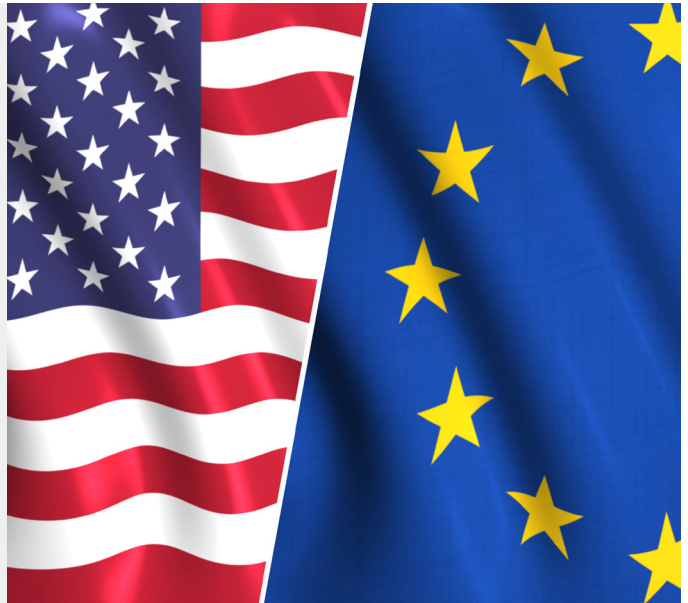


## Executive Summary

- Die wirtschaftlichen Lockdowns werden in den USA aufgrund deutlich sinkender Fallzahlen zügig zurückgefahren.
- Europa, mit Ausnahme von Grossbritannien, hat bezüglich Impfungen einen deutlichen Rückstand und verzeichnet wieder steigende Fallzahlen, weshalb tendenziell Lockdowns verlängert oder sogar wieder eingeführt werden. Die Fiskalimpulse der USA sind wesentlich höher als in Europa.
- Deshalb dürfte die wirtschaftliche Erholung in den USA rund ein bis zwei Quartale früher einsetzen und in der Anfangsphase wesentlich kräftiger ausfallen.
- Die Anleihenmärkte werden die Fed zwingen, die Karten auf den Tisch zu legen.



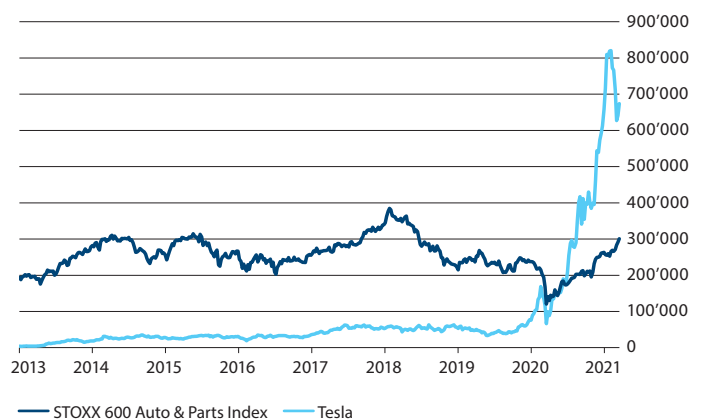
### Fokusthema

## Ist die europäische Autoindustrie weniger wert als Tesla?

- Derzeit hat Tesla eine doppelt so hohe Marktkapitalisierung wie die gesamte europäische Autoindustrie. Es stellt sich die Frage: «Ist Tesla wertvoller als alle Autobauer und Autozulieferer in Europa zusammen?». Kann Tesla einen wertvolleren Dividendenstrom (adäquat abdiskontiert) generieren, als die gesamte Autoindustrie eines Kontinents?
- Seit einigen Wochen ist etwas Bewegung in die relativen Marktkapitalisierungen gekommen. Diejenige Teslas sank spürbar, während diejenige des europäischen Gesamtindex leicht anstieg. Im Gesamtindex sind folgende Firmen enthalten: Faurecia, Michelin, Renault, Ferrari, Valeo, Porsche, Stellantis, Nokian, BMW, VW, Daimler, Continental.
- Insbesondere diejenigen Firmen, die ankündigten, in Zukunft auf Elektro- und Wasserstoffantriebe zu setzen und eine «Elon-Musk-artige» Marketingshow lieferten, konnten markant an Marktkapitalisierung hinzugewinnen.
- Als Beispiel sei die Ankündigung von VW genannt, man stelle die Entwicklung neuer Verbrennungsmotoren ein und setze auf Elektro- und Wasserstoffantriebe.

- Es ist wahrscheinlich, dass der Kampf um die Vorherrschaft in der Elektromobilität und autonomes Fahren gerade erst begonnen hat. Bei diesem Kampf dürften die europäischen Hersteller ein Wörtchen mitzureden haben.

### Marktkapitalisierung (in Mio. \$)

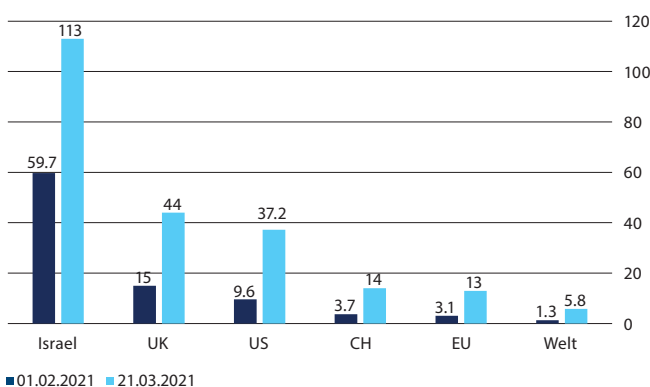


Quelle: Refinitiv, Thomson Reuters Datastream

# Fiskalpolitik gibt Vollgas

- Wir erwarten für 2021 ein Weltwirtschaftswachstum von +5.0%. USA: +5%, EU: +3.5%, Japan: +2.5%, China: +8%, UK: +5.5%, Schweiz: +3%.
- Die Pandemie wird in Europa, mit Ausnahme Grossbritanniens, tiefere Spuren als in den USA hinterlassen. In vielen EU-Ländern mangelt es an Impfstoffen, und die Verteilung ist bürokratisch und sehr ineffizient. In Europa hat eine dritte Infektionswelle begonnen. In den USA kann deutlich zügiger geimpft werden, und das Ziel, jeden Impfwillingen bis zum 1. Mai mindestens einmal geimpft zu haben, scheint erreichbar zu sein. Dadurch kann eine dritte Infektionswelle wie in Europa vermutlich verhindert werden. Die EU hingegen dürfte Schwierigkeiten haben, ihr Ziel, bis Ende September 70% der Bevölkerung mit Impfschutz zu versehen, zu erreichen.
- Zudem ist die Fiskalpolitik in den USA wesentlich aggressiver. Statt Dienstleistungen zu konsumieren, haben viele, vor allem jüngere Amerikaner ihre Stimulus-Checks während der Lockdowns für Börsenspekulationen verwendet. Sind Restaurant- und Kinobesuche, Reisen und Ähnliches wieder möglich, könnte der Fall eintreten, dass Börsengewinne realisiert werden, um damit Konsumwünsche zu erfüllen. Eine Studie der Deutschen Bank zeigte, dass die Online-Brokerage-Kunden in den USA fast 40% der Stimulus-Checks in Aktien investierten oder planen, dies zu tun (solange der Dienstleistungskonsum zwangsweise noch eingeschränkt ist).
- Die Wachstumsschere zwischen den USA und Europa wird sich in den nächsten Quartalen weiter vergrössern. Die Unterauslastung, das heisst die nicht genutzten Kapazitäten, dürften in Europa in diesem Jahr doppelt so hoch sein wie in den USA.
- Der Index für das Konsumentenvertrauen der University of Michigan erreichte im März einen Einjahreshöchststand.
- Die deutlich besseren Wachstumsaussichten und der ausgeprägte Optimismus in den USA zeigen sich auch in der markant steileren Zinskurve und dem vergleichsweise hohen Zinsanstieg der Langfristzinsen in den USA.
- Die Biden-Administration arbeitet bereits mit Hochdruck am nächsten Hilfspaket, bei dem es nicht um das Virus, sondern um die Rettung des Klimas und der maroden Infrastruktur gehen soll. Im September soll das Paket verabschiedet werden. Das Ausmass dieser massiven Staatsausgaben wird durch die Druckerpresse finanziert werden müssen, die geplanten Steuererhöhungen (Erhöhung Unternehmenssteuern von 21% auf 28%, höhere Kapitalgewinnsteuern und progressivere Einkommenssteuer) werden nicht ausreichen. Die mittelfristigen Konjunkturaussichten in den USA sind besser als in Europa, die Situation des Staatshaushaltes hingegen dürfte schlechter als in den meisten europäischen Ländern sein.

## COVID-19: Verabreichte Impfdosen pro 100 Einwohner



Quelle: <https://ourworldindata.org/covid-vaccinations>, Bloomberg Finance L.P.

## USA: Konsumentenvertrauenindizes, seit 1991

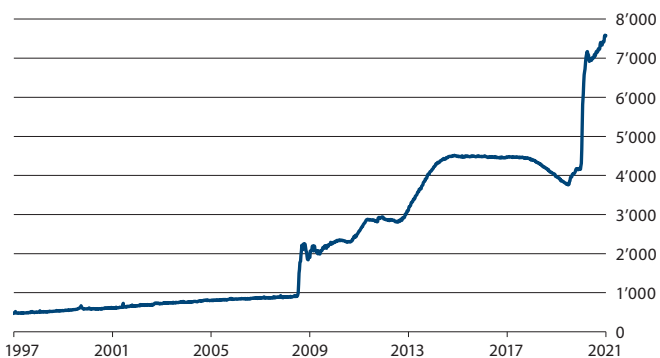


Quelle: <https://ourworldindata.org/covid-vaccinations>, Bloomberg Finance L.P.

# Anstieg der Langfristzinsen beunruhigt

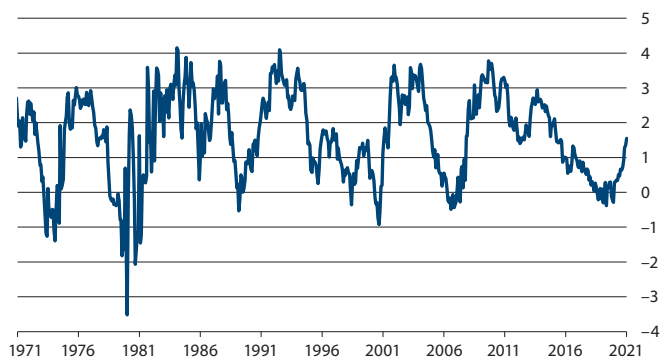
- Aufgrund der zügigen Lockerungsmassnahmen in den USA zeichnet sich ein starker Anstieg der aufgestauten Nachfrage nach Dienstleistungen und somit ein Anstieg der Geldumlaufgeschwindigkeit ab. Dadurch, dass das durch die Fed neu geschaffene Geld nachfragewirksam wird, ist ein vorübergehender Inflationsanstieg auf über 3% wahrscheinlich. Die Preiskomponente der Einkaufsmanagerindizes in den letzten Monaten verzeichneten bereits einen steilen Preisanstieg. Auch die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer stiegen deutlich an.
- Die Fed und das US-Treasury werden diesen Inflationsanstieg als vorübergehend klassifizieren und darauf verweisen, dass die Inflationsziele jahrelang deutlich unterschossen wurden. Beide Institutionen haben ein grosses Interesse daran, dass es zu unerwarteter Inflation kommt. Das heisst, sie wollen, dass die Anleiheninvestoren tiefe Inflationserwartungen beibehalten, damit das enorme Haushaltsdefizit und die Altschulden zu einem möglichst tiefen Zins finanziert werden können. Die Aussagen des Fed-Präsidenten und Frau Yellen sind somit mit äusserster Vorsicht zu geniessen. Es ist auch etwas seltsam, dass Frau Yellen ihre Rolle verwechselt und mit der gleichen Frequenz wie hochrangige Vertreter der Fed Statements zur Inflation und anderen Zentralbankthemen streut. Es verdeutlicht aber nochmals, wie eng das Treasury und die US-Notenbank zusammenarbeiten, sprich wie stark die Fiskal- und Geldpolitik in den USA verschmelzen.
- Die Finanzmärkte sorgen sich um den raschen Anstieg der Langfristzinsen in den USA. Der Fed-Vorsitzende Powell machte nochmals klar, dass nicht nur die Zinsen auf absehbare Zeit tief bleiben werden, sondern auch die Aufkaufprogramme fortgesetzt werden. Wir vermuten dennoch, dass diese verbale Beeinflussung der Erwartungshaltung der Investoren auf Dauer nicht ausreichen wird. Früher oder später werden die Finanzmärkte die Fed und andere Zentralbanken dazu zwingen, aktiv gegen einen Anstieg der Langfristzinsen vorzugehen, indem die Aufkäufe vom kurzen ans lange Ende der Zinskurve verlegt werden oder eine Kontrolle der gesamten Zinskurve eingeführt wird.
- Die US-Notenbank hat sich gegen eine Verlängerung von Ausnahmeregelungen für Banken entscheiden, welchen diesen erlaubten, weniger Eigenkapital für bestimmte Geschäfte und Positionen zu halten. Dadurch wird Eigenkapital knapper, und die Banken werden vermutlich auch weniger lange US-Staatsanleihen halten wollen, was wiederum den Druck auf die Fed erhöhen wird, in Zukunft noch aggressiver Staatsanleihen zu kaufen.

**USA: Bilanz der US-Notenbank, in Mia. US-Dollar, seit 1997**



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

**Steilheit der US-Zinskurve (10-Jahreszins minus 3-Monatszins), seit 1971**



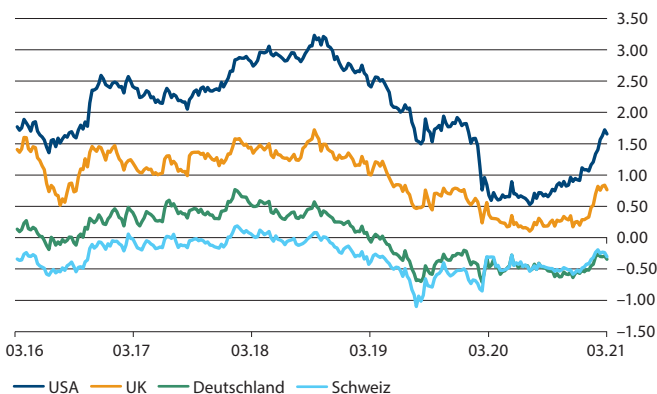
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

# Anleihen / Aktien

## Renditen konsolidieren momentan

- Nach dem Anstieg der Renditen der Staatsanleihen der wichtigsten Regionen ist kurzfristig eine Konsolidierung zu erkennen. Diese wurde durch die Pressekonferenz nach dem FOMC-Meeting eingeläutet: Präsident Powell versicherte den Märkten, dass «etwas Inflation» gut sei und man über die notwendigen Instrumente («Tools») verfüge, um einen zu starken Anstieg der Renditen zu bremsen.
- Die Märkte werden trotz dieses Hinweises auf YCC (Zinskurvenkontrolle) weiter versuchen, die Renditen nach oben zu treiben und die Fed dazu zu zwingen, die Karten auf den Tisch zu legen. Die Chance dazu bietet sich fast jede Woche, denn in den Auktionen des Treasury werden aufgrund der gigantischen Finanzbedürfnisse der Regierung jeweils immense Quantitäten von Papieren unterschiedlicher Laufzeiten versteigert. In der Woche von Ende März waren dies beispielsweise rund 180 Mia. USD in 2-, 5- und 7-jährigen Staatsanleihen. Die Nachfrage war deutlich tiefer als noch in der Vergangenheit.
- Schliesslich wird es profanerweise nur darum gehen, in welcher Form und auf welchen Renditeniveaus diese Zinskurvenkontrolle eingeführt wird, denn die Ausführung wird Unsicherheit aus den Märkten entfernen und somit positiv sein.

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

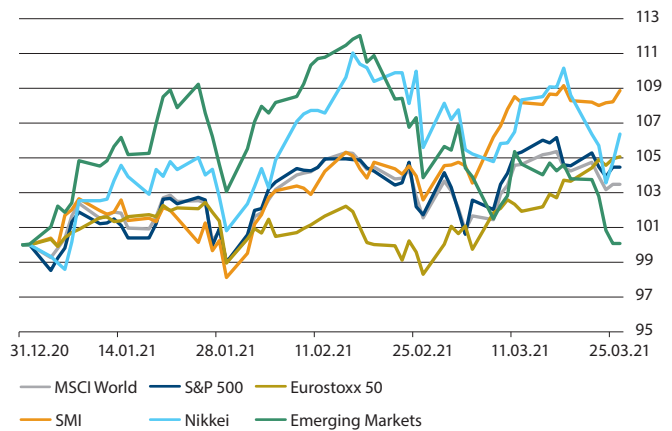


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

## Weiterhin Rotation innerhalb der Aktienmärkte

- Innerhalb der Aktienmärkte ist es in den vergangenen Wochen zu Rotationen gekommen. In Antizipation eines zyklischen Aufschwungs der Weltwirtschaft bei gleichzeitig steiler werdender Zinskurve verschoben sich die Gewichte. So waren Technologieaktien (hohe KGVs, lange Duration) die relativen Verlierer gegenüber den zyklischen Sektoren wie Banken, Energie oder Industrie.
- Bezüglich dieser Rotation stellt sich folgende zentrale Frage: Wie stark wird «der Aufschwung» wirklich? Handelt es sich um einen nachhaltigen Beginn eines neuen Konjunkturzyklus oder werden einfach kurzfristig die Konsumbedürfnisse gestillt, welche über die letzten Monate «coronabedingt» nicht wahrgenommen werden konnten? Die Entwicklung dieses Sachverhalts bestimmt das Ende der Rotationen innerhalb der Märkte.
- Wir bleiben weiter leicht übergewichtet in der Aktienquote, denn wir sind der Meinung, dass sich eine Zinskurvenkontrolle positiv auf die Aktienmärkte auswirken wird. Mittelfristig bleibt die Attraktivität der Aktien als Realwerte und als Ertragsquelle sowieso ungebrochen. Rücksetzer an den Aktienmärkten würden wir folglich als Gelegenheit für Zukäufe interpretieren.

## Aktienmärkte: Performance 2021, indexiert



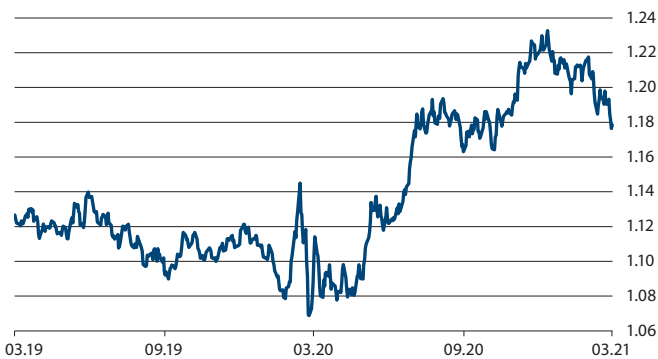
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

# Währungen und andere Anlagen

## US-Dollar mit leichtem Aufwind

- Der US-Dollar hat in den letzten Tagen seinen leichten Aufwärtstrend fortgesetzt. Die ansteigenden Renditen in den US-Bondmärkten und der hoffnungsvoll erwartete Aufschwung der US-Wirtschaft haben dem Dollar unter die Arme gegriffen. Es wäre überraschend zu sehen, dass der US-Dollar trotz grossem Konsens über eine Abschwächung fester werden würde.
- Aufgrund der gestiegenen Zinsdifferenz zwischen US-Dollar- und Euro- oder auch Yen-Anleihen, sind Dollar Anlagen für Investoren aus diesen Währungsräumen so attraktiv wie seit langer Zeit nicht mehr. Dies dürfte zur positiven Entwicklung des US-Dollars ebenfalls beigetragen haben.
- Die chinesische Zentralbank wird voraussichtlich weiter die Liquidität im Renminbi verringern und so ihre Rolle im «Tandem» Fed/PBoC weiter spielen. Allerdings muss die sich zuspitzende Rhetorik zwischen den Vertretern der beiden Supermächte genau beobachtet werden. Die Zeichen stehen momentan nicht auf Entspannung.

EUR/USD, 2 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

## Konsolidierung beim Gold

- Für Investoren, welche an eine fortwährende und sich beschleunigende Inflationierung der Fiat-Währungen glauben, ist physisches Gold als Realwert einer der sicheren Häfen. Momentan scheint diese Denkweise aber wieder etwas weniger Anhänger bei den Edelmetallen zu haben, vielmehr scheinen gewisse Kryptowährungen vermehrt in der Gunst der Anleger zu stehen.
- Allerdings rechnen wir in einem, von den Zentralbanken gewünschten Szenario von kontrollierten Zinskurven und gleichzeitig weiter steigender Inflation (= stark negative Realzinsen) mit einer wieder steigenden Nachfrage nach Gold und auch anderen Edelmetallen.
- Die aktuellen Kurse stellen für uns somit weiterhin eine Kaufgelegenheit dar. Wir würden weiterhin auch die Aktien von Goldproduzenten als attraktiv bezeichnen. Die grossen Produzenten sind nach Jahren der Konsolidierung in der Industrie mit gesunden Bilanzen unterwegs und verfügen über einen grossen Hebel zu einem steigenden Goldpreis.

Goldpreis pro Unze, in USD, 2 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.