

Unabhängig, diszipliniert, transparent. Und eine Spur persönlicher.

Januar 2021

Inhalt:

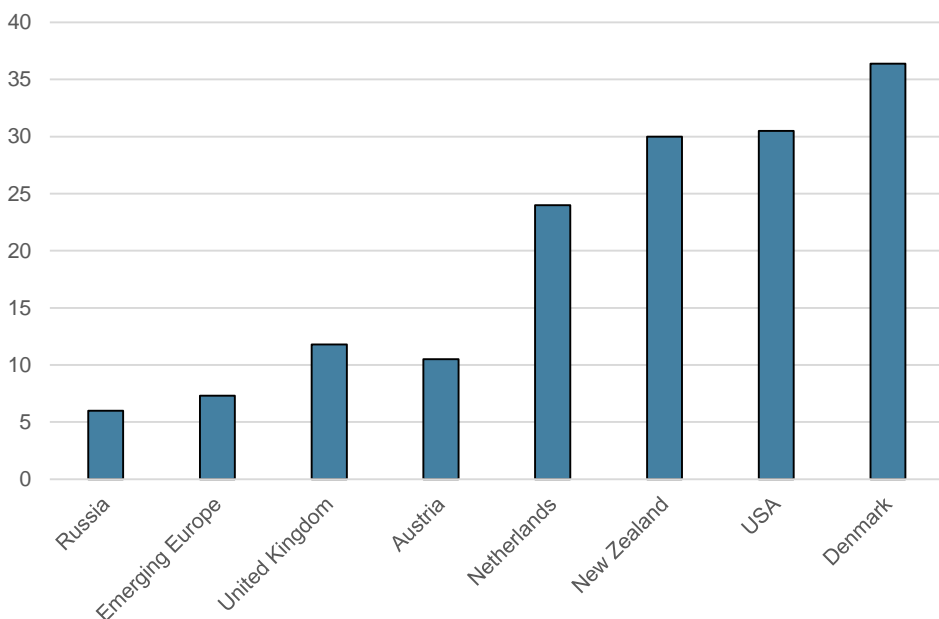
Executive Summary | Makroökonomische Beurteilung | Anlageklassen | Anlagestrategie 1. Quartal 2021



Executive Summary

- Wir erwarten für 2021 ein Weltwirtschaftswachstum von rund +4.5%.
- Die zweite Pandemiewelle und die dadurch ausgelösten Lockdown-Massnahmen werden das Wirtschaftswachstum auf der Nordhalbkugel in den kommenden Monaten noch bremsen.
- Die Verteilung zahlreicher Impfstoffe hat begonnen. Bis Mitte 2021 dürfte die Pandemie beendet sein. Bis dahin dürften in den meisten Regionen weitere Rettungspakete gesprochen werden.
- Damit zeichnet sich im Verlauf des Jahres, möglicherweise bereits im zweiten Quartal 2021, eine kräftige Wirtschaftserholung dank Beendigung der Lockdowns und extrem aggressiver Geld- und Wirtschaftspolitik ab.
- Die Renditen vieler Staatsanleihen befinden sich in einem Seitwärtstrend. Inzwischen handeln Anleihen im Wert von 18 Billionen US-Dollar mit einer negativen Rendite.
- Wir erwarten 2021 eine deutliche Erholung bei den Unternehmensgewinnen. Kurzfristig scheinen die Aktienpreise bereits viele positive Nachrichten vorwegzunehmen.
- Der US-Dollar dürfte weiter unter Druck bleiben. Die Fed wird die lockere Geldpolitik beibehalten.
- Die Edelmetallpreise konsolidieren nach dem Rückschlag.

Ausgewählte zyklisch adjustierte Kurs-Gewinnverhältnisse



Quelle: Thomson Reuters / Datastram und eigene Berechnungen

Stark unterschiedliche Bewertungen an den Aktienmärkten

- Die Attraktivität einer Aktie wird oftmals durch das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) bestimmt. Dieses zeigt das Verhältnis zwischen dem Kurs einer Aktie und dem Gewinn einer Aktie an. Jedoch handelt es sich hierbei um eine kurzfristige Betrachtungsweise.
- Aussagekräftiger ist das sogenannte Shiller-KGV, welches nicht die aktuelle Gewinnsituation eines Unternehmens betrachtet, sondern auf dem Durchschnitt der inflationsbereinigten Unternehmensgewinne der letzten zehn Jahre basiert. Für einen Anleger sagt die Zahl nichts anderes aus als wieviel Dollar ein Investor für 1 Dollar «nachhaltigen Gewinn» bezahlen muss..
- In der Vergangenheit besass diese Kennzahl gute Prognoseeigenschaften für die zukünftigen, langfristigen Erträge. Für kurz- bis mittelfristige Prognosen ist das KGV jedoch wenig aussagekräftig.
- Die Grafik links zeigt die basierend auf dieser Bewertungsmethode «günstigsten» bzw. «teuersten» Aktienmärkte. Dänemark, die USA und Neuseeland sind die teuersten Märkte, Russland, Emerging Europe und Grossbritannien gehören zu den am tiefsten bewerteten Märkten. Insbesondere der englische Aktienmarkt weist, bei einem erfolgreichen Abschluss der Brexit-Verhandlungen, weiteres Erholungspotential auf.
- Die Streubreite der Bewertungen ist derzeit hoch. Die hohe Bewertung des Weltaktienindex kommt hauptsächlich durch das sehr hohe Indexpeso der USA (rund 50%) zustande. Viele Weltmarktführer wie Alphabet, Facebook, Apple, Amazon, Microsoft zeichnen sich durch ein hohes Trendwachstum aus und sind dementsprechend teuer, vermutlich zumindest teilweise berechtigt.

Konjunktur

Deutschland: Ifo-Geschäftsklimaindex Erwartungen, 10 Jahre



USA: ISM Einkaufsmanagerindex verarbeitendes Gewerbe, 5 Jahre



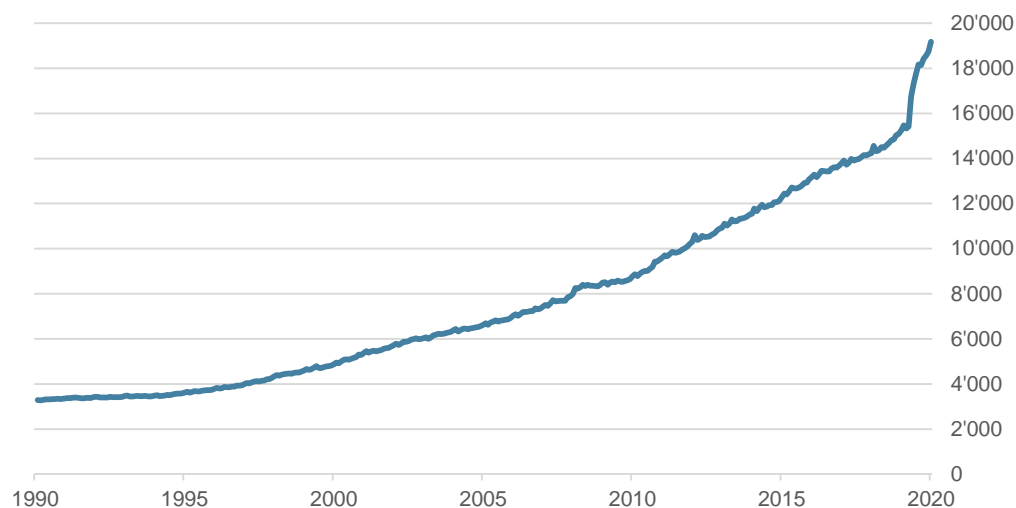
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Licht am Ende des Tunnels erkennbar

- 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 formelle Amtsübergabe an die Biden-Administration hat begonnen. An der Impfstofffront wurden weitere Fortschritte erzielt. Die ersten regulären Impfungen, die nicht im Zusammenhang mit Tests standen, fanden bereits statt.
- Im Gegensatz zu Europa und USA ist die Pandemie in China und Asien schon seit Monaten weitgehend unter Kontrolle. Deshalb hat sich der Abstand zwischen dem Wirtschaftswachstum der Schwellenländer und den westlichen Industrienationen akzentuiert.
- Der Ifo-Geschäftsklimaindex zeigt, dass der Aufschwung in Deutschland ins Stocken geraten ist. Der Einkaufsmanagerindex in den USA kann sich bis jetzt auf einem hohen Niveau halten.
- 15 Länder aus Asien und dem Pazifikraum haben das neue Freihandelsabkommen RCEP (Regional Comprehensive Economic Partnership) abgeschlossen. Dies dürfte für zusätzliche Wachstumsimpulse in China und weiten Teilen Asiens, Südasiens und in Australien sorgen.
- Der Umfang der zukünftigen Fiskalimpulse in den USA hängt unter anderem davon ab, ob es den Demokraten gelingen wird, die beiden Senatssitze bei den Wahlen in Georgia am 5. Januar zu gewinnen.
- Die Trump-Administration liess einige der Notfallprogramme, die zur Bekämpfung der wirtschaftlichen Folgen der Pandemie ins Leben gerufen wurden, auslaufen. Somit besteht für einige Firmen derzeit kein wirksames Sicherheitsnetz mehr, welches vor den hohen Insolvenzrisiken schützt. Deshalb ist es notwendig, dass der US-Kongress schnell das nächste Rettungspaket verabschiedet.
- Auch eine abgeschwächte Version des demokratischen Konjunkturbelebungsprogrammes dürfte ausreichen, um für eine kräftige Wirtschaftserholung spätestens ab dem zweiten Quartal zu sorgen, wenn es rasch zu Beginn des nächsten Jahres verabschiedet wird. Zunächst muss jedoch die Spitze der zweiten Pandemiewelle gebrochen werden, insbesondere in den USA.
- Es ist wichtig zu sehen, dass die Rettungspakete weniger der Nachfrigestimulierung als vielmehr der Insolvenzverhinderung privater Haushalte und Unternehmen dienen. Deshalb werden sie auch wirkungsvoll sein, ein nennenswertes Crowding-Out (Rückgang privater Investitionen) ist nicht zu befürchten.

Geldpolitik

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



Inflationserwartungen USA (5 Jahres-Swap)



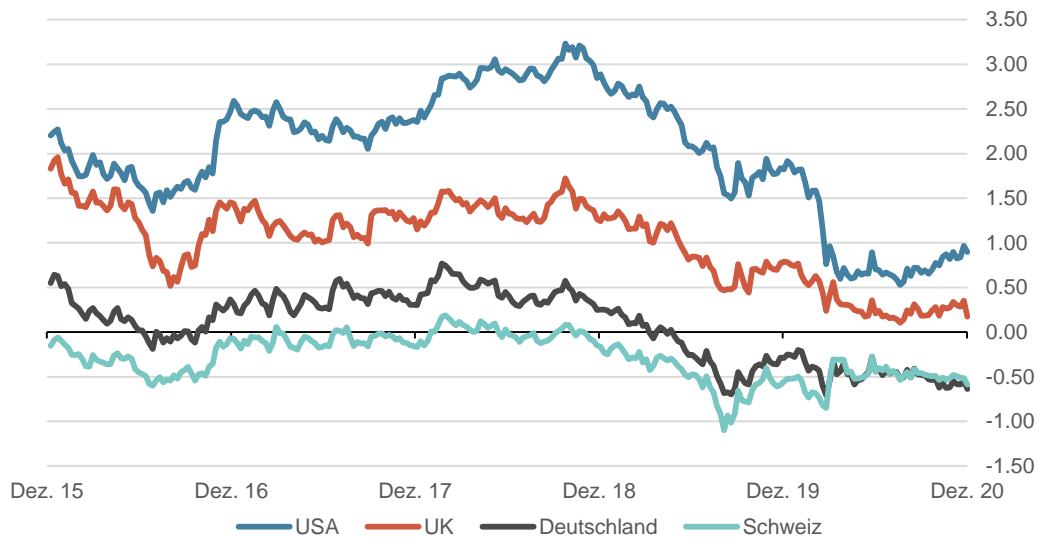
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Geldpolitiker rufen nach Erhöhung der Staatsausgaben

- 2020 wurden die Geldschleusen so schnell und stark wie noch nie geöffnet. Praktisch alle Zentralbanken haben ihr geldpolitisches Mandat deutlich überschritten und Lockerungsschritte durchgeführt, die noch vor einigen Jahren aus ordnungspolitischen Überlegungen undenkbar waren. So hat beispielsweise die Fed, wie eine normale Geschäftsbank, Unternehmungen direkt bei anstehenden Finanzierungen geholfen.
- Alle grossen Zentralbanken haben auch begonnen, Anleihen von Firmen mit schlechter Kreditwürdigkeit zu kaufen, um der drohenden Insolvenzwelle die Spitze zu brechen. Da die meisten grossen Zentralbanken die Nullgrenze bei den Zinsen erreicht oder unterschritten haben, sind traditionelle Lockerungen durch Zinssenkungen nicht mehr möglich (solange das Bargeld nicht abgeschafft wird). Die Zentralbanken werden deshalb auch 2021 ihre ultralockere unkonventionelle Geldpolitik beibehalten.
- Die europäische Zentralbank (EZB) hat bereits im Dezember angekündigt, dass sie ihr Bilanzausweitungsprogramm um 500 Milliarden Euro (rund 35%) aufstocken wird. Ursprünglich waren von einigen Exponenten innerhalb der EZB sogar 750 Milliarden gefordert worden.
- Die EZB hat ebenfalls ihr «Targeted Longer-Term Refinancing Operations» Programm aufgestockt. Neu können die Geschäftsbanken bis zu 55% der ausstehenden Kredite zu Sonderkonditionen von der EZB ausleihen.
- Für die ökonomische Wirksamkeit zusätzlicher Massnahmen ist jedoch immer mehr der Staat gefordert. In erster Linie sind die staatlichen Rettungspakete nicht zur Nachfragestimulierung, sondern zur Insolvenzverhinderung gefordert, welche dann von den Zentralbanken «finanziert» werden, um ein Crowding-out durch einen Zinsanstieg zu verhindern.
- Die Wachstumsrate von M2 (Bargeld, Sicht- und Termineinlagen) ist deutlich angestiegen. Dies führte zu einem Anstieg der Inflationserwartungen.
- Die Fed «wartet» mit zusätzlichen Lockerungsmassnahmen, bis das nächste Corona-Virus Rettungspaket verabschiedet wird. Je länger es dauert, bis dieses aufgelegt wird, desto grösser muss es ausfallen und desto grösser dürfte folglich die resultierende Bilanzausweitung der FED ausfallen.
- Trotz der enormen Geldschöpfung ist vorerst noch kein starker Anstieg der Inflation zu erwarten. Allerdings sind die Inflationserwartungen bereits angestiegen.

Anlageklassen – Anleihen / Aktien

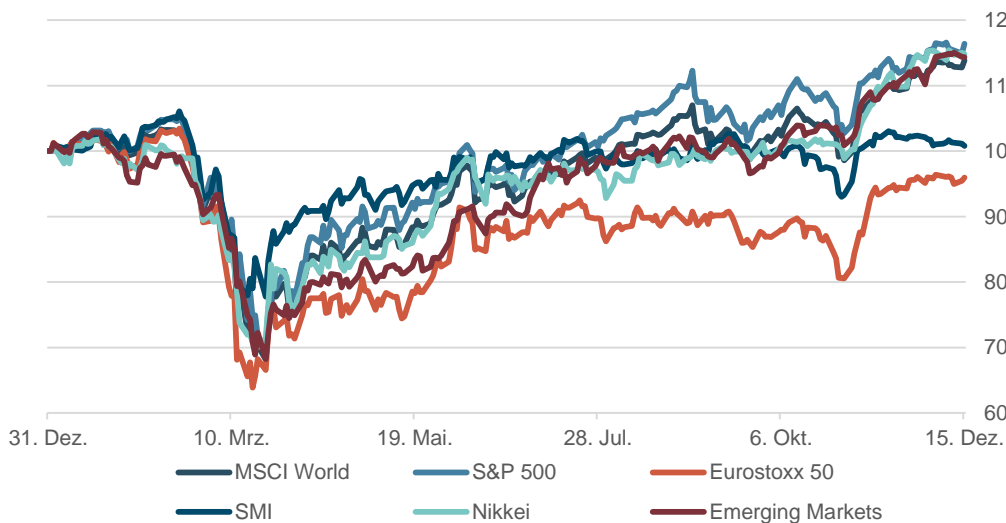
10-jährige Staatsanleihen, wichtigste Märkte, 5 Jahre, Renditen in %



Wenig Bewegung bei den Anleihen

- Die Renditen der Staatsanleihen der wichtigsten Regionen sind aus Sicht der Zentralbanken unter Kontrolle. Preisfindungsmechanismen sind ausgeschaltet und somit ist keine «Bestrafung» der leichtsinnigen Schuldner über steigende Renditen zu befürchten. Rund 18 Billionen US-Dollar nominal an globalen Anleihen handeln mit negativen Renditen.
- Die Dimensionen einerseits der diversen Kaufprogramme und andererseits der Refinanzierungsbedürfnisse der fiskalischen Massnahmen der Staaten machen dies unerlässlich.
- Diese Tendenz führt zum «schleichenden Tod» der Bondmärkte: Zentralbanken unter der klaren Führung von Japan halten zwischen 35% und 90% von ausstehenden Staatsanleihen. Auch im Bereich der Unternehmensanleihen sind erste Tendenzen in diese Richtung wahrzunehmen. Bei den betroffenen Papieren führt dies zu Illiquidität. Dies wiederum führt bei Investoren zu Anlageengpässen. Die Kreditaufschläge bei Unternehmensanleihen mit Investment Grade Ratings handelt aktuell wieder auf den Niveaus von Anfang 2020.

Aktienmärkte: Performance 2020, indiziert



Optimismus an den Aktienmärkten

- Die positive Entwicklung bei den Corona-Impfstoffen hat über die letzten Wochen eine sehr positive Grundhaltung an den Aktienmärkten ausgelöst. Der verbreitete Optimismus äussert sich in Stimmungsindikatoren welche teilweise nahe der Höchst-/Tiefststände liegen. So stehen z.B. die Bull-Bear Indicators, Call-Put Ratios oder auch der CNN Fear & Greed Index wieder auf Niveaus wie im Februar.
- Eine ganze Reihe von IPO's von Firmen, welche weit entfernt davon sind, Gewinne zu erwirtschaften, fanden in der euphorisierten Grundstimmung ihren Weg an den Markt (z.B. AirBnB, Doordash usw.). Dies zum Teil mit Erstnotierungen, welche 100% über dem Ausgabepreis lagen. Dieses Phänomen lässt Erinnerungen an den Winter 1999/2000 hochkommen – kurz vor dem Platzen der «Tech-Blase».
- Übergeordnet lässt sich sagen, dass die Aktienmärkte momentan bereit sind, sämtliche potentiellen Störfaktoren (erneuter Lockdown, Brexit, Verzögerung US-Hilfspaket, Geopolitik Iran, Wahl in Georgia, Spannungen USA-China) auszublenden. Der Fokus liegt klar auf der Wirtschaftserholung im kommenden Jahr und einem entsprechenden Anstieg der Unternehmensgewinne.
- Kurzfristige Rücksetzer an den Aktienmärkten würden wir als Gelegenheit für Zukäufe interpretieren. Mittelfristig bleibt die Attraktivität der Aktien als Realwerte ungebrochen.

Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anlageklassen – Währungen und andere Anlagen

USD/CHF, 2 Jahre



US-Dollar schwächelt

- Der US-Dollar ist in den letzten Tagen vermehrt unter Druck geraten und handelt auf mehrjährigen Tiefstkursen. Die Erwartung von nicht nur einem Hilfspaket in den USA sondern weiter folgenden Fiskalprogrammen zur Unterstützung der Wirtschaft sind der Grund dafür. Insofern vermittelt uns der US-Dollar – ganz ähnlich wie auch der US-Anleihenmarkt – nicht denselben optimistischen Ausblick wie der Aktienmarkt.
- Diese Ausgangslage setzt die anderen Zentralbanken erneut unter Druck, ihre sich aufwertenden Währungen wieder zu schwächen. Die EZB-Sitzung von letzter Woche und die dabei aufgerufenen gigantischen Massnahmen (Erhöhung QE, Erweiterung TLTRO) wurden paradoxerweise vom Devisenmarkt als Schwäche der EZB ausgelegt, im Sinne von «die EZB ist am Ende ihres Lateins».
- Die chinesische Zentralbank steuert gegen die Aufwertung des Yuan hinter den Kulissen effektiv und unaufgeregt über kurzfristig erfolgende Liquiditätszuschüsse ins System.

Goldpreis pro Unze, in USD, 5 Jahre



Edelmetalle im Konsolidierungsmodus

- Das von den Aktienbörsen aufgenommene Narrativ 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.
- Erstaunlicherweise kam diese Korrektur ohne nennenswerte Bewegung beim US-Dollar und auch ohne «weniger negative» Realzinsen zustande. Das heisst anders formuliert, dass die Inflationserwartungen nur unwesentlich zurück gekommen sind, denn die nominalen Renditen handeln praktisch unverändert. Interessanterweise verhielten sich ja die Kryptowährungen genau umgekehrt und eigentlich «logisch» im Hinblick auf das nicht anhaltende Wachstum der Geldmenge.
- 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.

Quelle: Bloomberg Finance L.P.



Anlagestrategie 1. Quartal 2021

Anlagesitzung vom: 22.12.2020							
		Einkommen	+/-	Ausgewogen	+/-	Dynamisch	+/-
Defensiv	Liquidität	10%	-5%	8%	-4%	7%	-3%
	Obligationen	50%	0%	30%	0%	15%	0%
	inkl. Obligationenfonds						
Offensiv	Aktien	25%	0%	50%	0%	65%	0%
	inkl. Aktienfonds + ETF						
	Andere Anlagen	15%	+5%	12%	+4%	13%	+3%
	Immobilien, Rohstoffe, Gold, strukturierte Produkte usw.						
		100%		100%		100%	

Disclaimer

Impressum: Investment Center Aquila AG

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Ansichten beruhen auf Quellen, die wir als zuverlässig erachten. Dennoch können wir weder für die Zuverlässigkeit noch für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Quellen garantieren. Sämtliche Informationen werden ohne Mängelgewähr und ohne ausdrückliche oder stillschweigende Zusicherungen oder Gewährleistungen zur Verfügung gestellt. Diese Informationen und Ansichten dienen rein zu Informationszwecken und begründen weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zur Tätigkeit sonstiger Transaktionen. Interessierten Investoren empfehlen wir dringend, ihren persönlichen Anlageberater zu konsultieren, bevor sie auf der Basis dieses Dokumentes Entscheidungen fällen, damit persönliche Anlageziele, finanzielle Situation, individuelle Bedürfnisse und Risikoprofil sowie weitere Informationen im Rahmen einer umfassenden Beratung gebührend berücksichtigt werden können. Wir übernehmen keine Haftung für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der bereitgestellten Informationen und Ansichten. Soweit gesetzlich zulässig schliessen wir jede Haftung für direkte, indirekte oder Folgeschäden aus, einschliesslich entgangenen Gewinns, die aufgrund der publizierten Informationen entstehen.

Weitere Rahmenbedingungen

Referenzwährung: Schweizer Franken (CHF)

Währungsanteile:

CHF (Referenzwährung)	min. 50 %
EUR, USD	max. je 20 %
GBP	max. 10 %
Übrige	max. 20 %
	(pro Währung max. 10 %)

Bei den Anlagekategorien sind Abweichungen von +/- 5 % möglich.

Das Jahr 2020 brachte eine beispiellose Unterbrechung der Wirtschaftsaktivitäten, eine Verschmelzung von geld- und fiskalpolitischen Massnahmen und die Wahl einer neuen politischen Führung in den USA. Es war eines der schlechtesten Jahre für die Weltwirtschaft seit über 70 Jahren. Mit Ausnahme von China dürften alle übrigen Industrie- sowie Schwellenländer um 3 % bis 6 % geschrumpft sein. Sobald die Impfstoffe zur Bekämpfung der Pandemie zugelassen sind, rechnen wir im Laufe des Jahres 2021 mit einer Normalisierung an der Wirtschaftsfront.

Das Börsenjahr 2020 begann recht ansprechend. Aber schon nach ein paar Wochen führte die Eskalation der Pandemie zu einer heftigen Korrektur an den Börsen. Das Ausmass war ähnlich stark, wie beim Börsencrash vom Herbst 1998, nur noch schneller. Vom Allzeithoch im SMI bei 11'270 Punkten am 20.02. fiel das Börsenbarometer um 32 % auf ein Tief von 7'650 Punkte am 16.03. Vom Tief weltweiter Lockdowns erholte sich der Markt ebenso rasch. Bereits am 03.06. überstieg der SMI wieder die psychologisch wichtige Marke von 10 000 Punkten. Wir erwarten, dass die Zentralbanken die Zinsen längerfristig tief halten werden, um damit das Wirtschaftswachstum und die Inflation zu unterstützen. Aus diesem Grund rechnen wir 2021 mit weiter steigenden Aktienmärkten.

Bei Investitionen in Obligationen wird die Suche nach Anleihen mit positiven Renditen immer schwieriger und ist vermehrt mit höherem Kreditrisiko oder längeren Laufzeiten verbunden. Wie bereits erwähnt, ist nicht mit grossen Änderungen der Zinssätze zu rechnen.

Bei den Währungen erwarten wir 2021 einen schwächeren US-Dollar. Dagegen dürfte das Britische Pfund nach einem geordneten Brexit gegenüber dem Schweizer Franken erstarren.

Wir sind auf jeden Fall zuversichtlich, dass wir nach einem eher durchzogenen Börsenjahr wieder positiv in die Zukunft blicken können. Wir danken Ihnen herzlich für Ihr Vertrauen und wünschen Ihnen ein gesundes sowie erfolgreiches 2021.