

Anlagebericht – 4. Quartal 2020

Rückblick

Lockdowns, geschlossene Restaurants und Läden, stark eingeschränkte Reisetätigkeit, neue Rekordhöchststände an den Börsen - wie ist das möglich?

Die Finanzkrise 2007/08 hat die Notenbanken gelehrt, wie man mit Liquiditätskrisen im Finanzsektor umgehen kann. Diesmal sind die Banken mit gestärkter Kapitalbasis in die Krise eingetreten und die Politik hat mittels grossen Massnahmepaketen gezielt Liquidität in die Hände von Unternehmen und privaten Haushalte fliessen lassen. Da die Staaten selbst mit fallenden Einnahmen konfrontiert sind, haben die Stützungsmaßnahmen allerdings zu massiven Fiskaldefiziten geführt, welche die vielerorts bereits beachtlichen Schuldenberge zusätzlich erhöht haben. Rekordtiefe Zinsen helfen dabei, diese Schuldenlast tragbar zu machen und halten zusätzlich Ausfallrisiken bei Konsum- und Firmenkrediten tief. Damit die Zinsen trotz der Angebotsflut von neuen Schulden tief bleiben, haben die Notenbanken die Nachfrage nach Anleihen gestützt und ihre Bilanzen markant ausgeweitet. Die Bilanzen der vier grössten Zentralbanken sind 2020 um rund 8 Billionen USD und damit mehr als 50% gewachsen. Ein beträchtlicher Teil des Anleihenmarktes ist mittlerweile in Besitz der Zentralbanken. Dies führt zu äusserst tiefer Liquidität im Markt, was nebst rekordtiefen Zinsen das Anlegen in Obligationen zusätzlich erschwert.

Das neu geschaffene Geld ist auf der Suche nach Rendite und findet diese zunehmend abseits des Obligationenmarkts. Weltweit werfen bereits Anleihen im Gegenwert von 18 Billionen USD und rund 41% sämtlicher anlagewürdiger Anleihen in EUR eine negative Rendite ab und stellen insbesondere bei positivem Wirtschaftsverlauf potentielle Umschichtungsflüsse in andere Vermögenswerte dar. Opportunitätskosten für das Halten von Vermögenswerten, welche keine Erträge erwirtschaften, sind demnach inexistent. So verwundert es nicht, dass auch Gold neue Höchststände erreicht hat. Die tiefen Zinsen haben Bewertungskonsequenzen für sämtliche anderen Anlageklassen, welche relativ zum Zinsniveau bewertet werden. Entsprechend haben Aktien trotz rückläufigen Erträgen neue Höchststände markiert. Aufgrund der vielseitigen Abhängigkeiten von tiefen Zinsen und der Entschlossenheit der Zentralbanken diese tief zu halten ist auch im nächsten Jahr mit keinen grossen Zinssprüngen zu rechnen. Insbesondere die kurzfristigen Zinsen werden von den Notenbanken noch lange tief gehalten.

Inflation zeigt sich bisher lediglich in den Vermögenswerten, nicht in den Konsumentenpreisen. Vieles davon hat strukturelle Gründe, wie beispielsweise die zunehmende Technologisierung, welche stark deflationär wirkt, da Rohstoffe, Produkte und Dienstleistungen stetig effizienter hergestellt werden können. Knappe Güter und insbesondere produktive Güter mit Renditekomponente wie Aktien und Immobilien, sind aufgrund der steigenden Geldmenge durchaus stark inflationären Tendenzen ausgesetzt. Es ist somit nicht verwunderlich, dass die Vermögensschere immer weiter aufgeht.

Ausblick

Da sich die Massnahmen im Vergleich zur Finanzkrise stark unterscheiden, sind ungleiche Konsequenzen für die Wirtschaft zu erwarten. Das Geld kommt bei Unternehmen, Konsumenten und somit in der Wirtschaft an. Dies birgt Potential für aufgestauten Konsum und könnte zu höheren Wachstumsraten führen, als dies nach der Finanzkrise der Fall war. Zudem sind abgesehen von der Pandemie, spätestens seit der Wahl Bidens auch in den Vereinigten Staaten, Verteil- und Umweltpolitik stärker auf dem politischen Parkett. Bei erfolgreicher Impfung und abklingenden Einschränkungen sollte die Wirtschaft wieder in Schwung kommen oder aufgrund wiedererstarakter Konsum- und Reiselust gar boomen.

Je nachdem wie lange und intensiv die zweite Lockdown Phase ausfällt ist jedoch vorderhand mit erhöhter Arbeitslosenquote, Konkursen von Kleinunternehmen und anderweitigen Schwierigkeiten zu rechnen. Es gibt also einiges zu kompensieren von Staats- und Zentralbankenseite und wir erwarten auch für 2021 hohe Fiskaldefizite und stark wachsende Bilanzen der Zentralbanken. Aufgrund dieser Unsicherheiten und der anspruchsvollen Bewertung, erwarten wir schwankungsfällige Märkte, mit dem Potential, dass es zu stärkeren Verschiebungen in der Entwicklung einzelner Wirtschaftssektoren und Vermögenswerten kommen könnte. In diesem Umfeld ist es wichtig für sämtliche Szenarien gerüstet zu sein und sowohl bei Preis, Qualität und Sektoren der Unternehmen grösste Wachsamkeit an den Tag zu legen. Wir gehen aber weiterhin von einer positiven Entwicklung von Vermögenswerten wie Aktien und Gold aus und erachten ein Übergewicht als sinnvoll. Wer sein Geld nicht investiert, ist weiterhin hohen Opportunitätskosten und Risiken ausgesetzt.

Zürich, Ende Dezember 2020