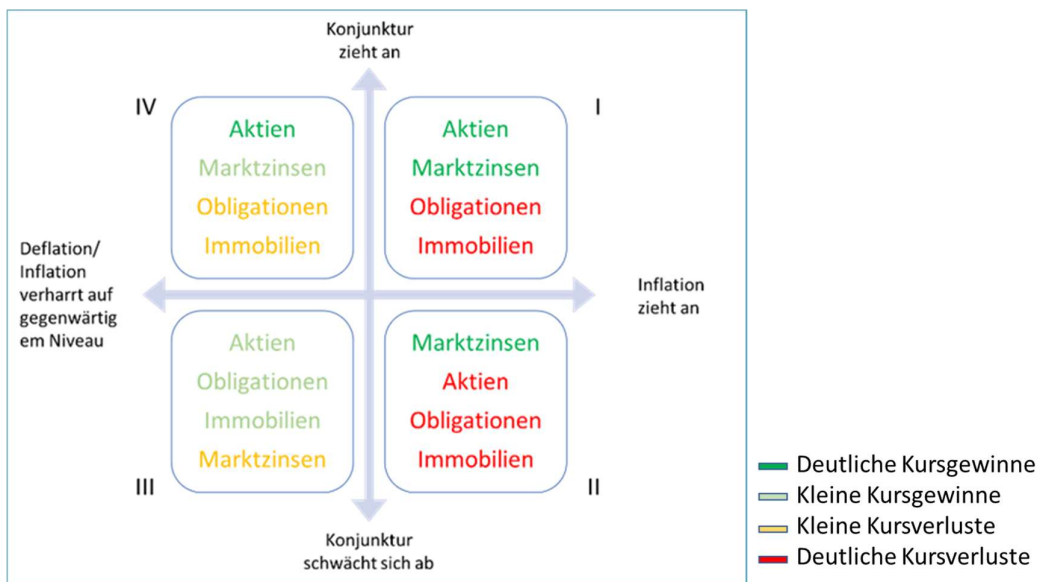


Es ist wohl lange her, dass ein Jahr der westlichen Gesellschaft so viel abverlangt hat wie 2020. Kaum ein Ereignis wurde so eingehend und kontrovers diskutiert und kommentiert wie die Covid-19 Pandemie und die als Antwort darauf ergriffenen Massnahmen. Wir halten es deshalb für müssig, nochmals im Detail auf dieses in den letzten Monaten alles dominierende Thema einzugehen und fokussieren uns auf die daraus hervorgegangenen wirtschaftlichen Auswirkungen.

Die Ausgangslage

Anfang 2020 haben wir anhand der zwei zentralen Parameter «konjunkturelle Entwicklung» und «Entwicklung der Inflation» vier Szenarien aufgezeigt, auf welche die Weltwirtschaft hätte zusteuern können. Zur Erinnerung bildet die nachstehende Grafik diese Szenarien anhand der Quadranten I bis IV nochmals ab. Als wahrscheinlichste Entwicklung hatten wir damals den Quadranten IV erachtet, das heisst eine tief bleibende Inflation bei gleichzeitig leicht anziehender Konjunktur. Dies hätte, so unsere Einschätzung, zu deutlichen Gewinnen in den Aktien und leicht steigenden Marktzinsen geführt. Gleichzeitig wären die Obligationen- und Immobilienpreise leicht gesunken.



Die Zäsur

Die durch die Corona-Pandemie ausgelösten massiven Einschränkungen des öffentlichen Lebens wirkten wie ein «Infarkt» auf die Weltwirtschaft. Die grossen Verwerfungen an den Börsen und die Vollbremse, welche die Realwirtschaft vollzog (wir haben diese im letzten Halbjahresbericht detailliert beschrieben und analysiert), schufen im Vergleich zum Jahresbeginn eine völlig neue Ausgangslage. Aktien erschienen Ende März plötzlich deutlich günstiger – vor allem aufgrund der heftigen Kurseinbrüche (Aktien Welt Index: -35%), aber auch aufgrund der noch tieferen Zinsen, welche sich positiv auf die Bewertungsmodelle auswirkten. Das weiter sinkende Zinsniveau in Kombination mit der Flucht der Investoren in «sichere Anlagen» führte insbesondere bei US-Staatsanleihen, aber auch bei Schuldpapieren westeuropäischer Staaten zu weiteren Kursgewinnen. Auch Gold profitierte von der Suche der Anleger nach Werthaltigkeit und legte markant zu. Diese Flucht in die Sicherheit erfuhr nur einen kurzen Unterbruch als im März verschiedene Anleger aufgrund von Finanzierungsstress und Liquiditätsengpässen gezwungen waren, auch ihr «Tafelsilber» zu verkaufen.

Beruhigung und nachhaltige Erholung

Nachdem die stabilisierenden geld- und fiskalpolitischen Massnahmen ab Ende März an den Börsen Wirkung zu entfalten begannen, bewegte sich die Weltwirtschaft in den Quadranten III: Die deutliche konjunkturelle Abschwächung war Ausdruck des globalen Nachfrageschock, welchen die weit verbreiteten «Lockdowns» nach sich zogen. Der damit verbundene starke Rückgang des globalen Handels führte unter anderem zu einem Kollaps der Ölpreise, wodurch sich die seit Jahren herrschenden deflationären Tendenzen nochmals akzentuierten.

Aufgrund des schieren Ausmasses der Interventionen der globalen Zentralbanken und Staaten legten die Aktienmärkte in der Folge nicht nur leicht, sondern stark und nachhaltig zu. Den Anlegern wurde früh zu verstehen gegeben, dass sie im Jahresverlauf mit zusätzlichen geldpolitischen Rettungspaketen und somit anhaltend tiefen Zinsen rechnen durften, weshalb die Staatsanleihen auch im «risk-on» Modus weiter zulegten. Darüber hinaus führte die wiedergewonnene Zuversicht an den Märkten dazu, dass sich die Investoren erneut ihrer verzweifelten Suche nach positiver Rendite widmeten und unter anderem in Unternehmens- und Schwellenländeranleihen fündig wurden. Diese Papiere legten ab Ende März denn auch überproportional zu. Auch Schweizer Immobilien wurden ihrem Ruf als Alternative zu renditelosen Obligationen gerecht. Die liquiden Schweizer Immobilienfonds gewannen über das Gesamtjahr gesehen knapp 11% dazu. Das zinslose Gold profitierte bis im Spätsommer von den Leitzinssenkungen der Fed im März. Einerseits direkt, da mit den US-Staatsanleihen ein anderer «sicherer Hafen» nun praktisch keine Rendite mehr abwarf. Und andererseits indirekt, da der US-Dollar deutlich an Wert verlor und Gold im internationalen Handel in US-Dollar denominated ist. Auch dem Ölpreis kam die Denominierung in US-Dollar zugute. Er erholte sich ab April/Mai aber vor allem aufgrund der Aussicht auf eine baldige Lockerung der Ausgangssperren und der damit verbundenen Wiederaufnahme der wirtschaftlichen Aktivitäten. Das «schwarze Gold» blieb aber für den Rest des Jahres deutlich unter den Preisniveaus von Anfang 2020. Die starke Erholung in praktisch allen Anlageklassen im Nachgang zum Börsencrash im Frühling, wird durch nebenstehende Tabelle mit den Gesamtjahresperformances verdeutlicht.

Indices	Performance 2020 (in CHF)
Obligationen Schweiz	0.90%
Obligationen Welt (CHF hedged)	3.88%
Aktien Schweiz (SPI)	3.82%
Aktien Welt (MSCI World)	6.74%
Aktien Schwellenländer (MSCI EM)	8.54%
Aktien Europa (Eurostoxx 50)	-2.86%
Aktien USA (S&P 500)	8.44%
CH Immobilien (Fonds)	10.81%
CH Immobilien (AST)	5.06%
Gold	14.60%
Öl (WTI)	-36.07%
EUR	-0.23%
USD	-8.42%
JPY	-3.67%

Weiter zunehmende politische Polarisierung

Auch wenn die Abwahl Donald Trumps zumindest ausserhalb der USA mehrheitlich mit Wohlwollen aufgenommen worden ist, haben uns die Präsidentschaftswahlen von Anfang November erneut gezeigt, dass die amerikanische Gesellschaft (genau wie auch die europäische) so gespalten ist wie schon lange nicht mehr. Ein stetig wachsender Teil der westlichen Bürger sieht sich mit Perspektivlosigkeit und Zukunftsängsten konfrontiert. Dies ist eng mit den realwirtschaftlichen Problemen und der wachsenden Kluft zwischen Arm und Reich verknüpft. Bürger, denen der Staat keine Perspektive bieten kann, wenden sich von ihm ab und können auch die Vorteile der Demokratie gegenüber anderen Staatsformen nicht mehr gebührend schätzen. Das Gefühl, nicht mehr viel zu verlieren zu haben, lässt sie anfällig werden gegenüber den «einfachen Lösungen» der Parteien an den beiden Enden des Politspektrums. Joe Biden, wie auch seine Amtskollegen in Westeuropa werden einen Kraftakt leisten müssen, um das Ruder herumreissen zu können.

Perspektiven 2021

Die Hinterlassenschaft des vergangenen Jahres

Wie im Rückblick festgehalten, konnten letztlich die meisten Anlageklassen 2020 eine positive Performance ausweisen. Ende gut, alles gut, also? Das könnte man als Investor beinahe denken, wenn man sich bloss auf das vergangene Gesamtjahr bezieht. Die Börsenrallye ab Ende März wurde jedoch sehr teuer erkaufte. Die Angst vor Massenarbeitslosigkeit, immensen Verlusten in den Pensionskassen und wohl auch die drohenden Verluste von Wähleranteilen der regierenden Parteien, führten zu noch nie dagewesenen geld- und fiskalpolitischen Interventionen. Die Alarmglocken, welche bei solchen Schuldenbergen und Notenbankinterventionen noch vor 20 Jahren schrill geläutet hätten, sind erstaunlich stumm geblieben. Doch wer soll für diese Summen geradestehen? Oder stimmt der Eindruck, dass es einfach immer so weitergehen wird wie seit der Finanzkrise? Werden wir weiter auf jede neue Krise mit immer neuem Notenbank-Geld, tieferen (negativen) Leitzinsen und zusätzlichen Staatsschulden reagieren können und damit jedes Mal eine neue Welle der Euphorie an den Börsen auslösen?

Erneute Delle der Realwirtschaft

Kurzfristig kann zumindest folgendes festgehalten werden. Die «zweite Welle» der Pandemie, welche seit dem Spätherbst 2020 im Gange ist, entfaltet ihre volle Kraft erst dieser Tage und hat in weiten Teilen Europas und auch in den USA zu neuen drastischen Einschränkungen des öffentlichen Lebens geführt. Vor Ende Februar dürften diese kaum wesentlich gelockert werden. Für diese Rechnung werden die Staaten im 1. Quartal 2021 auch noch geradestehen müssen. Darüber hinaus haben die Notenbanken durch die Ausdehnung ihrer Obligationenkäufe ihren Status als Hauptgläubiger der Staaten weiter zementiert und es besteht kaum ein Zweifel daran, dass ihre Bilanzen auch 2021 weiterwachsen werden. Diese zusätzlichen geld- und fiskalpolitischen Interventionen lassen uns denn auch davon ausgehen, dass die gegenwärtigen realwirtschaftlichen Probleme nicht in Form eines neuen Crashes auf die Börsen durchschlagen werden. Wir gehen in den nächsten Wochen von einer alles in allem neutralen, bis leicht positiven Entwicklung an den Aktienmärkten aus.

Ein Frühling unter neuen Vorzeichen

Spätestens wenn die Nachrichtenlage in den USA und Westeuropa ein baldiges Ende der «Lockdowns» andeuten wird und allenfalls noch erste Erfolge aufgrund der in den letzten Wochen begonnen Massenimpfungen gemeldet werden, dürfte sich das Börsenklima weiter aufhellen. Wir schöpfen auch Zuversicht aus dem Umstand, dass die Vergleichszahlen zum Vorjahr bei den Wirtschaftsindikatoren ab März unweigerlich wieder besser ausfallen werden. Zu diesem Zeitpunkt hatte die Pandemie 2020 nämlich bereits einschneidende realwirtschaftliche Auswirkungen gehabt. Die besseren Wachstumswahlen werden einen positiven psychologischen Effekt entfalten. Wir dürften dann auch, zum ersten Mal seit langem, einen nennenswerten Anstieg in den Inflationszahlen sehen. Allein der Ölpreis, welcher bei der Messung der Geldentwertung ein hohes Gewicht hat und der im vergangenen Frühling ungeahnte Tiefen erreicht hatte, wird eine höhere Inflation nach sich ziehen. Dieser Effekt dürfte in der Folge zwar etwas abflauen, uns aus heutiger Sicht aber bis ins erste Quartal 2022 erhalten bleiben. Ein nachhaltiges Anziehen der Inflation, auch deutlich über diesen Zeitraum hinaus, sehen wir im Moment hingegen nicht.

Bleibt die eingangs gestellte Frage zu klären ob der Eindruck stimmt, dass unsere Gesellschaft weiterhin jede neue Krise mit zusätzlichen Schulden und Notenbankstimuli zuschütten können wird.

Der Leitzins

Die Zentralbanken haben schon seit jeher (und auf völlig legitime Weise) den Leitzins als Instrument genutzt, um den Wirtschaftszyklen die Ecken und Kanten zu nehmen. Sie sorgten bei Hochkonjunktur durch Leitzinserhöhungen dafür, dass die Wirtschaft nicht überhitzt und bei Konjunkturerinbrüchen wurden die Zinsen gesenkt, um die Wirtschaft zu stützen. Der Gedanke dahinter ist, dass in einem schwierigen konjunkturellen Umfeld die Umsätze und Gewinne der Unternehmen zurückgehen. Durch die Zinssenkung wird einerseits die Zinslast der Unternehmen reduziert und es werden Anreize geschaffen, dass sich letztere weiter verschulden um neue Projekte zu starten und damit den Wirtschaftsmotor wieder in Fahrt bringen. Andererseits wird durch tiefere Zinsen die eigene Währung geschwächt, wodurch die im Inland produzierten Güter im internationalen Vergleich günstiger werden und somit der Export angekurbelt wird. Kommt die Wirtschaft wieder in Schwung werden die Leitzinsen stetig erhöht. Andernfalls würden die zu tiefen Zinsen bei den Unternehmen den Anreiz schaffen, sich immer höher zu verschulden, um zusätzliche Projekte zu finanzieren, welche in der Hochkonjunktur zwar gewinnbringend sind, aber bei der nächsten Konjunkturdelle Verlustgeschäfte darstellen würden. Die betroffenen Unternehmen würden in der Folge unter der hohen Schuldenlast kollabieren und die Wirtschaft sähe sich der Gefahr einer Pleitewelle ausgesetzt.

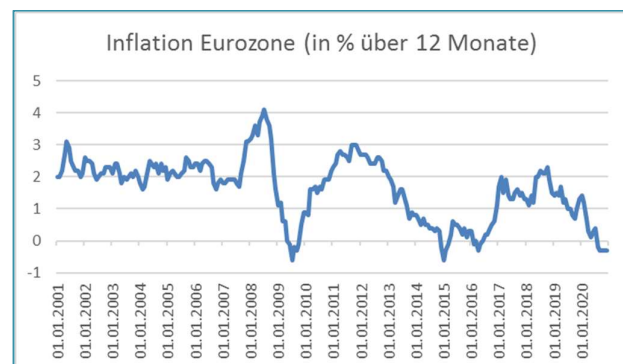
Zombie-Wirtschaft

Eines der Probleme, das sich seit der Finanzkrise nun stellt, ist dass die Zentralbanken selbst in konjunkturellen Aufschwüngen die Leitzinsen kaum, oder gar nicht mehr erhöhen. Warum? Die Staatsverschuldung ist mittlerweile so hoch, dass eine höhere Zinslast den Staaten das Genick brechen würde. Die anhaltenden Tiefzinsen haben zudem viele Unternehmen am Leben erhalten, welche unter höheren Zinsen ebenfalls insolvent würden. Deutliche Leitzinserhöhungen würden also einerseits einen konjunkturellen Aufschwung sofort abwürgen und zudem sowohl unter den Staaten, wie auch unter den Unternehmen zu einer Pleitewelle führen.

Die Zentralbanken sind seit 2008 aber noch einen Schritt weiter gegangen. Sie haben mit dem Aufkauf von Staatsanleihen und später auch Unternehmensanleihen noch stärker in die freie Marktwirtschaft eingegriffen und damit die Staaten und viele Unternehmen nicht nur durch tiefe Zinsen, sondern auch durch die direkte Finanzierung ihrer Schulden «künstlich» am Leben erhalten. Bisher halten sie an ihrer Aussage fest, dass sie wie ein herkömmlicher Marktteilnehmer agieren und die Schuldner bei Verfall der Papiere den Betrag zurückzahlen müssen. Es scheint jedoch immer unwahrscheinlicher, dass die Schuldner dazu in der Lage sein werden.

Spielverderber

Wie lange kann dieses Spiel noch weitergehen? Es gibt zwei Szenarien, bei denen die Notenbanken gezwungen wären das Tiefzinsregime aufzugeben. Das erste Szenario wäre eine stark anziehende Inflation. Die Leitzinsen konnten in den letzten Jahren nur deshalb so tief bleiben, weil wir in einer beispiellos langen Phase praktisch ohne Geldentwertung gelebt haben und immer noch leben. Während eine mittlere Inflation den meisten Staaten sehr entgegenkäme (sie würde eine langsame Entschuldung bewirken ohne allzu desaströse Folgen für das Volk), liefen sie bei einer anhalten höheren Geldentwertung Gefahr, dass breite Bevölkerungsschichten verarmten. In letzterem Fall sähen sich die Notenbanken einer ausweglosen Situation gegenüber, denn sowohl weiter tiefe, wie auch höhere Leitzinsen (welche notwendig wären, um der Inflation entgegenzuwirken), hätten schwerwiegende Folgen.



Der zweite Spielverderber wäre die bloße Erwartung von Inflation, welche durch einen Vertrauensverlust der Investoren (bzw. des Volkes) in die staatlichen Institutionen hervorgerufen werden könnte. Die Hauptaufgabe der Zentralbank ist die Preisstabilität. D.h. die Bürger und Investoren müssen darauf vertrauen können, dass das Geld, das sie horten, in Zukunft nicht wesentlich an Wert verliert. Die heutige Schuldensituation könnte nun aber bei den Bürgern in einigen Ländern zur Ansicht führen, dass die Staatspleite nur noch durch den direkten Gelddruck abgewendet werden kann (also auf Kosten der Unabhängigkeit der Zentralbank). Die Erwartung, dass das Anrühren der Notenpresse imminently ist, würde dazu führen, dass die Bürger und Investoren die damit verbundene Geldentwertung vorwegnehmen und sich massenhaft von der Währung trennen, um in werthaltige Anlagen (bzw. andere Währungen) zu investieren. Dies würde zu einem Einbruch der entsprechenden Währung führen. Um dem entgegenzuwirken und die Währung wieder attraktiver zu machen, müsste die Zentralbank die Leitzinsen erhöhen. Aufgrund der hohen Staatsschulden wären der Zentralbank in dieser Hinsicht aber erneut die Hände gebunden.

Investas AG

Bärenplatz 8 | Postfach | 3001 Bern | T +41 31 320 27 27 | F +41 31 320 27 29 | www.investas.ch | info@investas.ch