

Beiträge zu aktuellen Themen aus den verschiedenen Anlageberichten

Der Inhalt dieser Beiträge dient nur der Information und als Diskussionsgrundlage. Die Informationen beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Gewähr für die Richtigkeit des Inhaltes und vollständige Darstellung aller wesentlichen Gesichtspunkte kann jedoch nicht übernommen werden. Bei Nachdruck – auch auszugsweise – bitten wir um Quellenangaben: Benelli Consulting – www.benelli-consulting.ch

Contents

Anlagebericht IV. Q 2020.....	2
Die Fed vom «lender of last resort» zum «buyer of last resort»	2
Anlagebericht III. Q 2020.....	6
Der Anfang vom Ende.....	6
Anlagebericht II. Q 2020.....	10
Die Corona-Krise fordert neben der Geldpolitik auch die Fiskalpolitik und die Staatsschulden steigen weiter	10
Anlagebericht I. Q 2020.....	12
Zwei mögliche Szenarien für die kommenden Jahre	12

Anlagebericht IV. Q 2020

Die Fed vom «lender of last resort» zum «buyer of last resort»

Nach den Erfahrungen während der Corona-Krise verlassen sich immer mehr Investoren auf die Notenbanken. Sollte es durch die Verschärfung der Wirtschaftskrise zu Störungen der Märkte und einem Kurssturz kommen, erwarten sie, dass die Notenbanken mit neu geschaffenen Geld stützend eingreifen und Wertpapiere erwerben. Die Liste zugelassener Wertpapiere und Finanzinstrumente wird immer länger.



The Economist

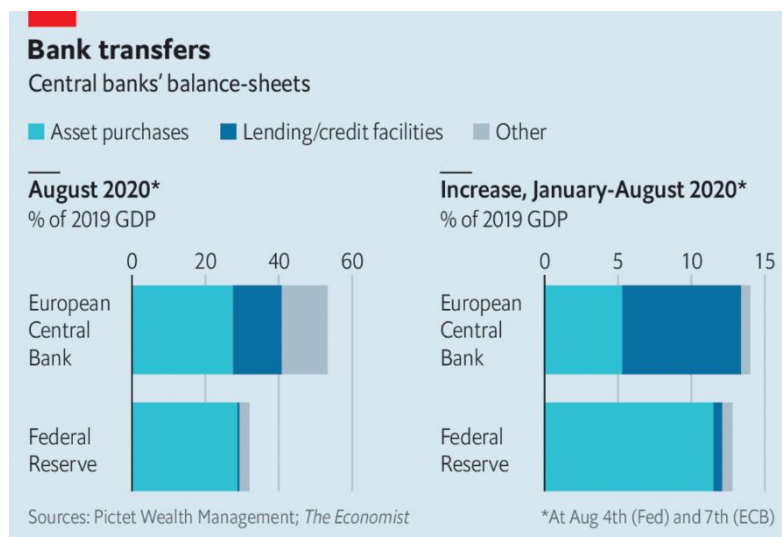
So wurde bereits während der Krise die Fed gezwungen, eine neue Funktion als «buyer of last resort» statt als «lender of last resort» für das Bankensystem zu übernehmen. Die Krise von 2007 - 09 war ein Vorspiel für diese Rolle, mit einigen experimentellen Interventionen. Nun ist die Fed in eine verwirrende Vielfalt von Finanzmärkten eingedrungen. Sie griff ein, um den Treasury-Markt zu beruhigen und den nicht mehr funktionierenden Markt für Unternehmensanleihen wiederzubeleben, indem sie Anleihekäufe versprach. Wie bereits im September 2019, als der Markt stotterte, hat sie dem Repo-Markt, auf dem Staatsanleihen über Nacht gegen Bargeld getauscht werden, Finanzmittel zur Verfügung gestellt, ebenso wie für Geldmarktfonds, die Bargeld von Einzelpersonen nehmen und es in sehr kurzfristigen Anlagen wie Schatzanweisungen parken, in der Hoffnung, dass die Anleger beim Ausstieg aus solchen Fonds umgehend bezahlt werden können. Und sie hat hypothekarisch gesicherte Wertpapiere aufgekauft - das Endprodukt der Anbieter von Hypotheken für Privatkunden.

Die Inflation wird unterschätzt

Notenbanken und Regierungen haben mit einer noch nie da gewesenen Geldflut auf die Corona-Krise reagiert. Damit wird die Entwicklung der Geld- und Fiskalpolitik immer riskanter.

Bereits in der Vergangenheit hatten die Zentralbanken ihre Bilanzen ausgedehnt, doch das Geld wurde vom Bankensystem nicht wirklich durch Kreditschöpfung in die Wirtschaft weitergeleitet. Dies hat sich durch die Corona-Krise geändert. Inzwischen verteilen einzelne Staaten Helikoptergeld und die Kreditausweitung findet tatsächlich statt. Über die Zeit wird das konsumrelevant und damit inflationär. Hat die Inflation erst einmal begonnen, wird sie weiter vorangetrieben von den Inflationserwartungen und dann wird es für die Kapitalmärkte gefährlich.

Die angekündigten Strategien der EZB und der Fed lassen vermuten, dass die expansive Liquiditätspolitik weitergeführt wird. Sie versprechen, immer mehr Wertpapiere auf den Finanzmärkten zu kaufen, und sind bereit, höhere Inflationsraten zu tolerieren.



The Economist

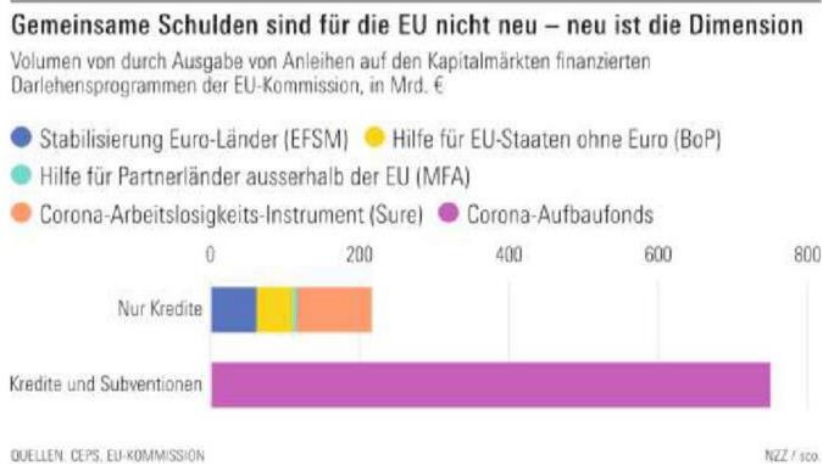
Europa weiter in Richtung gemeinsamer Schulden- und Transferunion

Seit Gründung der Europäischen Union fürchtet Deutschland, die weniger tüchtige und unzuverlässige Verwandtschaft in Europa durchfüttern zu müssen. Seit der Corona-Krise fühlen sich die Südländer im Stich gelassen und die Atmosphäre zwischen Nord und Süd ist noch stärker belastet.

Die in Brüssel beschlossenen Hilfen entspannen vorläufig das Verhältnis, beheben aber das Grundproblem nicht. Die nordeuropäischen Gesellschaften stehen für Verantwortung und Disziplin, während in Südeuropa der Staat vor allem als Melkmaschine gilt.

Der temporäre Aufbaufonds droht zu einer permanenten Einrichtung zu werden. Geplant ist eine «ausserordentliche» und «befristete» Ermächtigung der EU-Kommission, 750 Mrd. € an

den Kapitalmärkten aufzunehmen. Der Fonds sorgt zum ersten Mal für eine europäische Vergemeinschaftung von Schulden und soll eine aussergewöhnliche Reaktion auf die extremen Umstände darstellen. Die Mittelaufnahme soll bezüglich Höhe, Dauer und Umfang begrenzt bleiben. Doch es ist zu befürchten, dass trotz einer klaren Ausgangslage die temporär eingerichtete Corona-Krisenhilfe zu einer permanenten Einrichtung wird.



Insgesamt hat die EU-Kommission ein Anleihevolumen von etwas mehr als 50 Mrd. € ausstehend. Neu sollen 850 Mrd. € dazukommen. Die Gelder des Aufbaufonds sollen bis Ende 2023 verteilt und von 2028 bis 2058 zurückgezahlt werden.

Das führt zu dem Schluss, dass letztlich wohl doch die Steuerzahler tiefer in die Tasche greifen müssen, wenn die Staats- und Regierungschefs ihr Vorhaben plangemäss umsetzen und die Schulden für den Aufbaufonds dereinst auch tatsächlich zurückzahlen wollen.

Das ist allerdings alles andere als sicher. Wahrscheinlich werden die Schulden nicht zurückgezahlt, sondern einfach durch neue Anleihen ersetzt.

Viele europäische Länder haben in den vergangenen Jahren notwendige Reformen einfach nicht durchgeführt und der europäische Aufbaufonds wird erneut den Druck reduzieren, marktwirtschaftliche Reformen anzugehen.

Zunehmende Verzerrungen durch die Geldpolitik und schleichende Verstaatlichung der Kapitalmärkte

Die Staatseingriffe zur Unterstützung der Börsen und Unternehmen insbesondere in den USA werden immer wichtiger und verändern den Charakter der Finanzmärkte. Inmitten der Corona-Korrektur erklärte die Fed, Unternehmen könnten Anleihen ausgeben, die dann direkt von der Zentralbank gekauft würden. Mit dieser Massnahme betreibt die US-Zentralbank die direkte staatliche Finanzierung von Unternehmen. Zudem kündigte die US-Zentralbank an, auf dem Sekundärmarkt Anleihen und Anleihen-ETF zu kaufen, insbesondere

auch Junk Bonds. Diese zweite Massnahme hilft nicht bei der Finanzierung von Unternehmen, sie schützt faktisch bloss Finanzmarktakteure vor Verlusten.

Die Kurse beruhen kaum noch auf fundamentalen Faktoren, sondern vor allem auf den enormen Geldmitteln, die die Zentralbank in die Märkte pumpt. Das hat den Crash zunächst gestoppt und eine neue Hausse ausgelöst. Diese Entwicklung ist aber überaus problematisch, denn die fundamentalen Probleme der Unternehmen bestehen weiterhin: Ihre operativen Gewinne sinken und ihre Schulden sind zu hoch, weshalb sie für Krisen anfällig sind. Die Fed hat die Probleme nicht gelöst, sondern nur für den Moment mit viel Geld überdeckt.

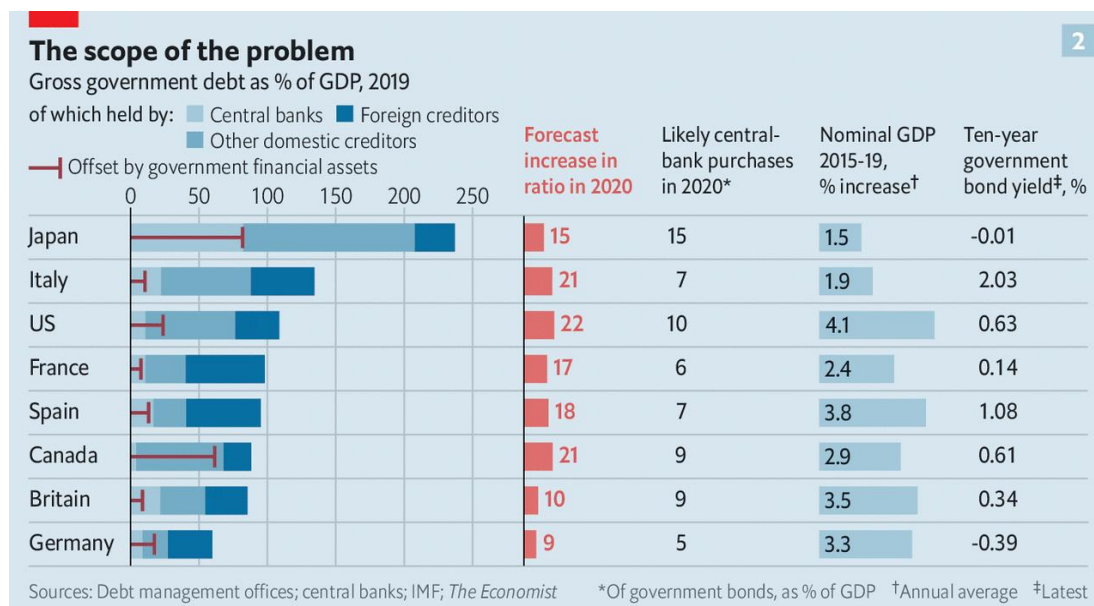
Neuerdings zieht die Fed eine Beeinflussung der gesamten Zinskurve in Betracht. Traditionell beeinflusst die Fed nur das kurze Ende der Zinskurve und überlässt den Rest dem Markt. Falls sie tatsächlich auch auf die langfristigen Zinsen Einfluss nimmt, dürfte der gesamte Zinsmarkt mit der Zeit von der Notenbank gesteuert werden, was einer schleichenden Verstaatlichung des Bondmarkts gleichkommt. Aus Sicht der Marktteilnehmer sind die Implikationen gross. Zum einen dürfte durch die Fed-Kontrolle der Zinskurve die Volatilität am amerikanischen Zinsmarkt abnehmen, was zum anderen mehr Volatilität in anderen Märkten mit sich bringen würde. Die Auswirkungen dürften insbesondere an den Devisenmärkten zu spüren sein.



Anlagebericht III. Q 2020

Der Anfang vom Ende

Durch die Konjunkturpakete zur Bekämpfung der wirtschaftlichen Folgen der Pandemie werden die Staatsschulden überall rasch wachsen. Nach Angaben des Internationalen Währungsfonds (IWF) werden die fortgeschrittenen Volkswirtschaften in diesem Jahr ein durchschnittliches Defizit von 11% des BIP aufweisen, selbst wenn es in der zweiten Jahreshälfte nicht zu weiteren Einschränkungen und einer allmählichen Erholung kommt. Die Staatsverschuldung der reichen Welt wird auf 66 Milliarden Dollar steigen und damit zum Jahresende 122% des BIP ausmachen.



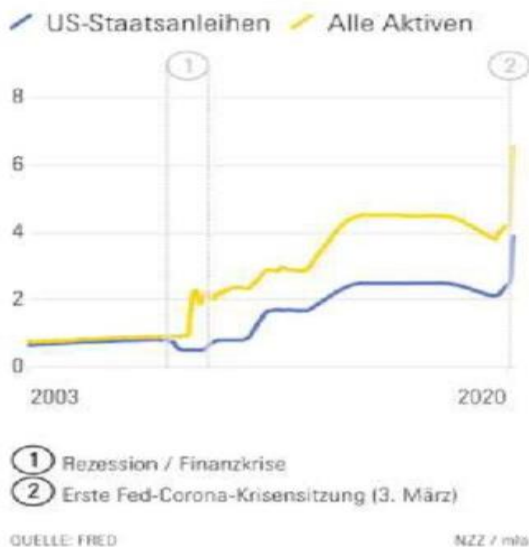
The Economist

Monetarisierung der Schulden

Gleichzeitig haben die Notenbanken erneut Liquidität zur Verfügung gestellt und ihre Bilanzsummen massiv erhöht. Mit ihren Eingriffen haben sie die Monetarisierung der Staatsschulden eingeleitet. Sie erwerben zwar Staatspapiere auf dem Sekundärmarkt und nicht direkt von den Regierungen im Primärmarkt und das offizielle Ziel ist nicht eine Finanzierung von Staatsausgaben, sondern eine Unterstützung der Finanzmärkte und der Wirtschaft, doch die makroökonomischen Effekte unterschieden sich grundsätzlich nicht viel von einer Schuldenmonetarisierung. Die Käufe erleichtern die Expansion der Staatsausgaben, senken die Zinskosten und verzerren die Kapitalmärkte. Langfristig wird die Monetarisierung der Schulden problematisch, wenn die Inflation steigt und die Notenbanken ihre Glaubwürdigkeit verlieren.

Die Fed-Bilanz steht inzwischen bei rund 30% des BIP

Aktiven des Federal-Reserve-Systems in Bio. \$ (Mittwochswerte)



Wie geht es weiter?

Regierungen, die die massiv gestiegene Schuldenlast abbauen wollen, haben grundsätzlich drei Möglichkeiten:

- **Variante eins: Die Schulden werden durch Besteuerung zurückgezahlt.**
In dieser Variante werden die Schulden mit Hilfe zukünftiger Steuereinnahmen getilgt. Diese Strategie erfordert eine Mischung aus Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen. Eine solche Politik ist jedoch nur eingeschränkt möglich, denn die Bereitschaft der Bevölkerung, die Pandemie-Schulden durch eine Rückkehr zu Sparmassnahmen zu tilgen, ist gering. Nach der Pandemie möchte die Öffentlichkeit wahrscheinlich eher mehr für ihre Gesundheit ausgeben und nicht weniger.
- **Variante zwei: Die Schulden werden nicht zurückgezahlt oder mit den Gläubigern wird eine Restrukturierung vereinbart.**
Zu der zweiten Option «Schuldenausfall oder -umstrukturierung» könnten Schwellenländer und auch einzelne europäische Länder, die keine andere Option haben, gezwungen sein. Um Verpflichtungen gegenüber Anleihegläubigern nachzukommen, können versprochene Gesundheits- und Rentenleistungen möglicherweise nicht erfüllt werden. Vor allem in Ländern wie Italien, wo die Rentenausgaben bereits enorm hoch sind, wird es mit grosser Wahrscheinlichkeit zu einem solchen Szenario kommen.

- **Variante drei: Man wartet ab und verlängert die Schulden in der Hoffnung, dass sie im Laufe der Zeit im Verhältnis zur Wirtschaft schrumpfen.**

Regierungen reicher Länder werden sich wahrscheinlich für diese Variante entscheiden. Sie müssen jedoch sicherstellen, dass das reale Wirtschaftswachstum und die Inflation deutlich über dem zu zahlenden Zinssatz liegen. Dadurch kann der Schuldenstand im Verhältnis zum BIP im Laufe der Zeit schrumpfen. Dies war in der Vergangenheit oft der Fall, zum Beispiel nach dem Zweiten Weltkrieg, als viele Regierungen der reichen Welt diese Strategie mit Erfolg fuhren, um ihre Schuldenlast zu reduzieren.

Unterschiedliche regionalen Aussichten

In Anlehnung an die Anfang des Jahres analysierten Szenarien (siehe Anlagebericht I. Quartal 2020) erwarten wir nach wie vor regional verschiedene Entwicklungen. Der Unterschied zwischen den Aussichten für die USA und denen für Europa verdeutlicht die Problematik. Während für die USA Variante drei am wahrscheinlichsten ist, wird für die Euro-Zone und einige Emerging Markets eher Variante zwei zutreffen.

In den USA könnte die Inflation viele Probleme lösen.

Die erneute Lockerung der Geldpolitik bei anhaltendem Wirtschaftswachstum wirkt sich stimulierend aus, beruhigt die Anleger und lässt die Inflation bzw. Inflationserwartungen wachsen. Während die kurzen Zinsen niedrig blieben, steigen die langen Sätze, was zu einer Normalisierung der Zinskurve führt. Gleichzeitig entschärft die Inflation die Schuldenproblematik. An den Kapitalmärkten drehen die Nominalzinsen wieder in den positiven Bereich und eliminieren damit die heutigen Verzerrungen.

In diesem Szenario hat der Zinsanstieg kaum negative Auswirkungen auf die Aktienmärkte, da die erwarteten Realzinsen per Saldo weiterhin niedrig bleiben, belastet jedoch die Obligationenmärkte.

In Europa ist dagegen eine Japanisierung der Wirtschaft und eine Restrukturierung der Schulden wahrscheinlicher.

Die geopolitischen Spannungen nehmen zu und die Weltwirtschaft bleibt trotz niedriger Zinsen in einer Stagflation. Einzelne EU-Länder fallen in eine Rezession. Die Geldpolitik wird weiter gelockert. Helikoptergeld wird zu einer echten Option. Politiker sind überfordert. Die Geldpolitik läuft schliesslich aus dem Ruder und es wird immer mehr auf die Finanzpolitik gesetzt. Regierungen unterstützen die mangelnde Nachfrage der Wirtschaft, indem sie billig Kredite aufnehmen, Steuern senken und Ausgaben erhöhen.

In diesem Szenario bleiben die Zinsen weiter im negativen Bereich und die Zinskurve flach. Die Schuldenproblematik erzwingt eine weltweite Schuldenrestrukturierung. Die schwach kapitalisierten europäischen Banken geraten unter Druck und müssen verstaatlicht werden.

Die Aktienkurse fallen. Obligationen profitieren zunächst von den niedrigen Zinsen, doch spätestens bei der Schuldenrestrukturierung werden Anleihehaber zur Kasse gebeten.

Anlagebericht II. Q 2020

Die Corona-Krise fordert neben der Geldpolitik auch die Fiskalpolitik und die Staatsschulden steigen weiter

Wegen der Corona-Krise haben die Industrieländer weitreichende Unterstützungsmassnahmen ergriffen. Niemand spricht über die damit verbundenen Kosten, doch diese fiskalpolitischen Interventionen werden die ohnehin schon prekäre Verschuldungssituation nochmals dramatisch verschärfen. Der inzwischen seit über zehn Jahren anhaltende Wirtschaftsaufschwung in den USA hätte eigentlich zu sinkenden Defiziten und einer Stabilisierung der Schuldenquote führen müssen. Tatsächlich hatten sich die Lage im US-Staatshaushalt und die Entwicklung der Staatsschulden jedoch bereits vor der Corona-Krise verschlechtert. Zudem spricht Trump von neuerlichen Steuersenkungen.



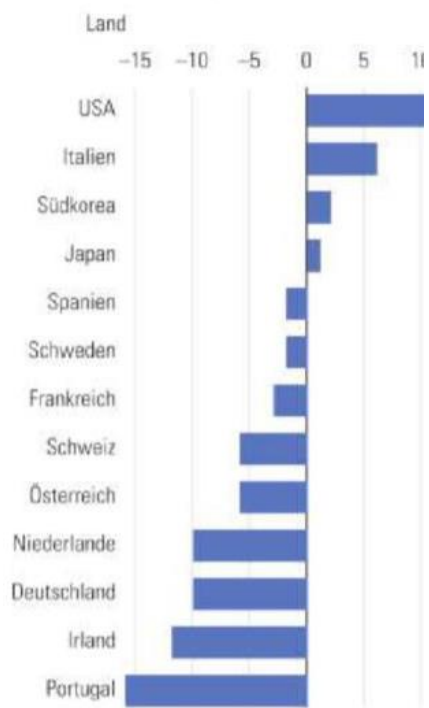
Entwicklung der Staatsschulden nicht nachhaltig

Gemäss den Schätzungen des Internationalen Währungsfonds (IWF) waren die USA schon vor der Corona-Krise eines von nur vier Industrieländern, deren Schuldenquote in den kommenden Jahren voraussichtlich weiter ansteigen wird. Somit sticht die US-Schuldenwirtschaft im internationalen Vergleich heraus.

Der IWF erwartete einen Anstieg der US-Staatsschuldenquote um 11%, fast doppelt so viel wie die damals prognostizierte Zunahme in Italien. In Japan und Südkorea hätten die Schulden um weniger als 3% des BIP wachsen sollen, während für alle anderen Industrieländer ein Abbau der Schuldenquote vorhergesagt wurde, im Fall von Deutschland sogar ein erheblicher.

Die USA scheren aus

Erwartete Veränderung der Schuldenquote
2019-2024, in Prozentpunkten des BIP



QUELLE: IMF

NZZ / n

Anlagebericht I. Q 2020

Zwei mögliche Szenarien für die kommenden Jahre

Für die Einschätzung der Konjunktorentwicklung ist das Wirtschaftswachstum und damit die Gewinnentwicklung der Unternehmen von grosser Bedeutung. Hier sind Frühindikatoren wie Einkaufsmanagerindex, Inflation, Lagerbestände, Zinskurve etc. hilfreich. Wie bereits mehrfach erwähnt, wird jedoch die richtige Interpretation dieser Indikatoren durch die verzerrende Politik der Zentralbanken immer schwieriger.

Mit dem Anstieg der Aktienmärkte ist die Kluft zwischen Investoren, die sich zufrieden auf eine weitere Lockerung der Geldpolitik eingestellt haben, und der Realwirtschaft einzelner Länder grösser geworden. Die befürchtete Rezession ist ausgeblieben und die Finanzmärkte nehmen die vielen Stolpersteine nicht zur Kenntnis, darunter die zunehmende globale Verschuldung, die wachsende Misstimmung in der Euro-Zone sowie der verengte Handlungsspielraum der Notenbanken. Früher oder später werden die Probleme auf den Tisch kommen und die Politik herausfordern.

Hier sind zwei Szenarien denkbar:

- **Negatives Szenario mit einer Japanisierung der Industrieländer:**

Die geopolitischen Spannungen nehmen zu und die Weltwirtschaft bleibt trotz niedriger Zinsen in einer Stagflation. Einzelne Länder fallen in eine Rezession. Die Geldpolitik wird weiter gelockert. Helikoptergeld wird zu einer echten Option. Politiker werden überfordert. Die Geldpolitik läuft schliesslich aus dem Ruder und es wird immer mehr auf die Finanzpolitik gesetzt. Regierungen unterstützen die mangelnde Nachfrage der Wirtschaft, indem sie billig Kredite aufnehmen, Steuern senken und die Ausgaben erhöhen. Japan hat gerade ein milliardenschweres Konjunkturpaket geschnürt und gilt damit als Wegbereiter für neue Fiskalprogramme weltweit.

In diesem Szenario bleiben die Zinsen weiter im negativen Bereich und die Zinskurve invers. Die Schuldenproblematik erzwingt eine weltweite Schuldenrestrukturierung. Die schwach kapitalisierten europäischen Banken geraten unter Druck und müssen verstaatlicht werden. Die Aktienkurse fallen. Obligationen profitieren zunächst von den niedrigen Zinsen, doch spätestens bei der Schuldenrestrukturierung werden Anleihehaber zur Kasse gebeten.

- **Positives Szenario, in dem die Inflation viele Probleme lösen könnte:**

Die Weltwirtschaft profitiert weiterhin von den historisch niedrigen Realzinsen. Die erneute Lockerung der Geldpolitik bei anhaltendem Wirtschaftswachstum wirkt sich stimulierend aus, beruhigt die Anleger und lässt die Inflation bzw.

Inflationserwartungen wachsen. Während die kurzen Zinsen niedrig blieben, steigen die langen Sätze, was zu einer Normalisierung der Zinskurve führt. Gleichzeitig entschärft

die Inflation die Schuldenproblematik. An den Kapitalmärkten drehen die Nominalzinsen wieder in den positiven Bereich und eliminieren damit die heutigen Verzerrungen.

In diesem Szenario hat der Zinsanstieg kaum negative Auswirkungen auf die Aktienmärkte, da die erwarteten Realzinsen per Saldo weiterhin niedrig blieben, belastet jedoch die Obligationenmärkte.

Welches Szenario sich in den nächsten Jahren tatsächlich durchsetzen wird, ist nicht zuletzt von der politischen Entwicklung abhängig. Die Relevanz der beiden Szenarien wird auch regional unterschiedlich sein. Während das positive Szenario vor allem für die USA wahrscheinlich ist, könnte das negative eher für die Euro-Zone zutreffen. Wir glauben allerdings, dass trotz aller Unsicherheit das positive Szenario realistischer ist als das negative Szenario einer Japanisierung der Industrieländer. Bis es dazu kommt, wird es noch einige Zeit dauern, doch wir gehen davon aus, dass eine solche Entwicklung von den USA ausgehen und sich später in Europa und zuletzt auch in der Schweiz durchsetzen wird.