

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

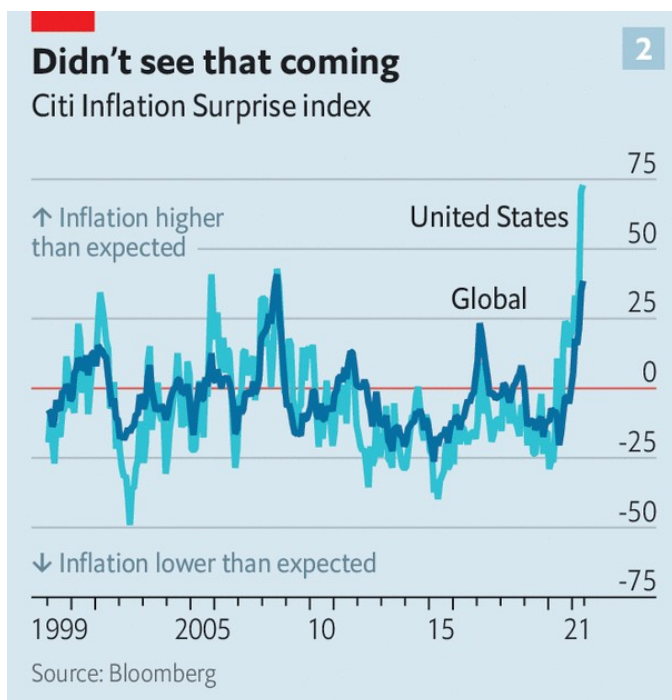
Anlagebericht IV.Q 2021.....	2
Die Inflation ist zurück.....	2
Die Zentralbanken führen den falschen Krieg.....	2
Sachwerte als Schutz vor Inflation.....	3
Die Kapitalmärkte werden weiterhin unter Druck bleiben und der politische Druck für niedrige Zinssätze nimmt zu.....	4
Anlagebericht III.Q 2021.....	5
Weltweite Erholung und Nebenwirkungen immer deutlicher erkennbar.....	5
Anlagebericht II. Q 2021.....	8
Die Tücken der expansiven Geld- und Fiskalpolitik.....	8
Unterschiedliche Szenarien für die USA und Europa.....	10
Nervosität an den Finanzmärkten aber Inflation ist nicht unbedingt schlecht für Aktien.....	12
Anlagebericht I. Q 2021.....	15
EU: TARGET-Salden und deren Entwicklung.....	15
Obligationen: Es ist Zeit, die Anleihenstrategie anzupassen.....	18

Anlagebericht IV.Q 2021

Die Inflation ist zurück

Die gefährlichste Folge einer wirtschaftlichen Überhitzung ist eine ausser Kontrolle geratene Inflation. Die Verbraucherpreise steigen derzeit deutlich an, auch in der Euro-Zone. In den USA lag der Verbraucherpreisindex im Juni 2021 um 5,4 % über dem Niveau vom Juni 2020. Der IWF geht davon aus, dass die Kerninflation in den USA bis Ende des Jahres bei circa 4 % liegen wird, was in etwa dem Doppelten der geldpolitischen Empfehlungen entspricht.

Natürlich ist ein Teil der heutigen Inflation auf die Angebotsseite zurückzuführen, z. B. die Unterbrechung der Lieferketten, und kann als zeitlich begrenztes Phänomen betrachtet werden. Aufgrund der massiven Liquiditätsausweitung durch die Zentralbanken wird die Inflation jedoch langfristig hoch bleiben. Die Inflation ist zweifellos zurück und ist kein vorübergehendes Problem!



The Economist

Die Zentralbanken führen den falschen Krieg.

Die Zentralbanken stimulieren die Wirtschaft weiterhin, obwohl die Rezession vorbei ist. Mit ihrer Intervention im vergangenen Jahr haben sie die Wirtschaft gerettet, doch seither suchen sie nach Lösungen für

Probleme, die gar nicht mehr existieren. Ebenso wie ausgabefreudige Politiker greifen sie immer noch zu grosszügigen Konjunkturmassnahmen. Es ist zu vermuten, dass die expansive Geldpolitik der Zentralbanken nicht mehr darauf abzielt, die Rezession zu bekämpfen, sondern die Zinsen an den Kapitalmärkten niedrig zu halten. Auf diese Weise können Schulden schleichend zum Verschwinden gebracht werden, wie es die USA bereits nach dem Zweiten Weltkrieg getan haben (vgl. dazu Anlagebericht Q1 2021).

Diese Politik führt jedoch zu Verzerrungen bei der Kapitalallokation, Spekulationsblasen auf den Finanzmärkten und Inflation. Die Zentralbanken stehen also vor einem Dilemma: Normalisierung der Geldpolitik oder Risiko eines Anstiegs der Preiserwartungen. Wenn sie ihre Politik normalisieren, besteht die grösste geldpolitische Herausforderung darin, den Kurswechsel zu meistern.

Beginn der schrittweisen Beendigung der Anleihekäufe

Angesichts der gigantischen Summen, die sich in den vergangenen Jahrzehnten bei den Zentralbanken angehäuft haben, sind ein sofortiger Schuldenabbau und eine Normalisierung der Geldpolitik mit höheren Zinsen kaum durchsetzbar. Es wäre jedoch schon viel gewonnen, wenn die Staaten aus den routinemässigen Anleihekäufen aussteigen würden.

Wir glauben, dass die Fed die erste sein wird, die den Kauf von Staatsanleihen einstellt. Es ist nur die Frage, wann der Ausstieg beginnen soll. Andere Notenbanken dürften der Kehrtwende der Fed folgen. Die Bank of England hat bereits einen ähnlichen Ansatz angekündigt, während die Europäische Zentralbank (EZB) sich weiterhin bedeckt hält.

Kontrolle der Zinskurve

Eine andere Möglichkeit ist die Fortsetzung der derzeitigen Politik mit einer stärkeren Kontrolle der gesamten Zinskurve, um das Zinsniveau an den Anleihemärkten bewusst unter der Inflationsrate zu halten. Diese Politik würde vermutlich das Schuldenproblem entschärfen, gleichzeitig aber die Sparer benachteiligen, die "finanzielle Repression" verstärken und langfristig weitere strukturelle Verzerrungen verursachen.

Wir gehen davon aus, dass der politische Druck, insbesondere in Europa, diese Entwicklung forcieren wird, da ein Zinsanstieg angesichts der höheren Verschuldung negative Auswirkungen auf die Mitgliedsstaaten und die Portfolios der europäischen Geschäftsbanken haben würde. So wird die EZB von der Politik gezwungen, alles zu tun, um die Zinsen in der Euro-Zone so lange wie möglich niedrig zu halten. Eine solche politische Kontrolle der Kapitalmärkte würde die Illusion einer kurzfristigen Stabilisierung des Systems erwecken, die Probleme jedoch nur aufschieben. Langfristig werden die Verwerfungen an den Kapitalmärkten das Wirtschaftswachstum untergraben und bei steigender Inflation zu einer Stagnation führen.

Sachwerte als Schutz vor Inflation

Obwohl die Geld- und Fiskalpolitik in den wichtigsten Industrieländern vorerst expansiv bleiben dürfte, sollten sich die Anleger der Inflationsrisiken bewusst sein und ihre Anlagen durch "reale" Vermögenswerte wie Immobilien, Infrastruktur und Grundstücke ergänzen. Inflation geht häufig mit einem Anstieg der Preise für diese Vermögenswerte einher. Ein wirtschaftlicher Aufschwung führt in der Regel zu einem Anstieg der Verbraucherpreise und der Nachfrage nach Grundstücken und Verkehrs- oder Energieinfrastruktur. Sachwerte können nicht das gesamte Portfolio eines Anlegers vor Inflation schützen, doch sie behalten ihren Wert, wenn die Inflation hoch ist. Bei den traditionellen Anlagen bleiben wir neutral gegenüber Aktien, übergewichtet bei inflationsgebundenen Anleihen (in den USA und Europa) und untergewichtet bei Zins- und Kreditrisiken. Immobilienanlagen mit höherem Leverage sind zu vermeiden.

Die Kapitalmärkte werden weiterhin unter Druck bleiben und der politische Druck für niedrige Zinssätze nimmt zu

Inflation ist in der Regel eine schlechte Nachricht für Anleihen, da sie den Barwert der Kupons verringert und meist mit höheren Zinssätzen einhergeht. Eine Reduzierung der Anleihekäufe durch die Fed würde auch zu einem Anstieg der US-Zinsen führen und Anleihen weiter unter Druck setzen.

Auf einem freien Markt preisen die Anleihemärkte die Inflation ein, aber die Zinsentwicklung auf den Kapitalmärkten nimmt zunehmend eine politische Dimension an. Die Anleiherenditen werden bereits heute durch die Kaufprogramme der Zentralbanken niedrig gehalten. Die Politiker werden immer mehr Druck auf die Zentralbanken ausüben, damit diese den Geschäftsbanken und der Wirtschaft billige Kredite und Kreditgarantien gewähren. Insbesondere in Europa, aber nicht nur hier, werden die politischen Entscheidungsträger versuchen, die Zinskurve stärker zu beeinflussen als die Zentralbanken. Dies könnte die Anleiherenditen auf Dauer niedrig halten, sie von der Inflation abkoppeln und so eine Normalisierung der Zinskurve verhindern..

In Erwartung höherer Inflationsraten und möglicherweise auch steilerer Renditekurven, insbesondere in den USA, empfehlen wir nach wie vor, die Laufzeiten der Anleihen kurz zu halten, traditionelle Anleihen zu verkaufen und Geld in inflationsgeschützte Staatsanleihen (TIPS) oder sogar Floating Rate Notes (FRN) umzuschichten.

Anlagebericht III.Q 2021

Weltweite Erholung und Nebenwirkungen immer deutlicher erkennbar

Die jüngsten Zahlen bestätigen unsere Annahmen und zeigen, dass sich die Weltwirtschaft schneller erholt als allgemein erwartet.

Inzwischen werden auch Stimmen laut, die die gewaltigen Konjunkturprogramme auf Kosten riesiger Defizite und hoher Schulden für überzogen halten und bezweifeln, dass diese Massnahmen zu einem nachhaltigen Aufschwung führen. Neben den möglichen inflationären Effekten wird auch deren Finanzierung in Frage gestellt.

Steuererhöhungen zu erwarten

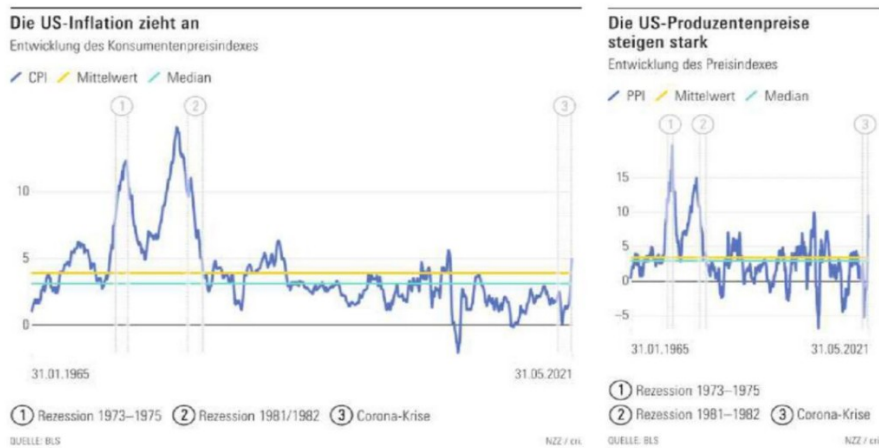
Die riesigen Schuldenberge werden die Länder auch nach der Corona-Krise noch lange beschäftigen. Die Verschuldung der Industrieländer ist auf 127 % der Wirtschaftsleistung im Jahr 2020 angestiegen und wird weiter zunehmen. Allerdings war die Belastung in vielen Ländern schon vor dem Ausbruch der Pandemie zu hoch, da ihre Finanzpolitik wenig nachhaltig war. Statt nach Überwindung der Krise hier anzusetzen, plädiert nun sogar der Internationale Währungsfonds für höhere Steuern auf Vermögen. Entsprechend stehen Steuererhöhungen in vielen Ländern auf der politischen Agenda.

So einigten sich die G7 kürzlich auf einen Mindeststeuersatz für Unternehmen von 15 Prozent. In den USA will Präsident Biden u. a. die Steuern deutlich erhöhen, was bei den Republikanern auf Widerstand stoßen dürfte. Auch in Europa wird nach neuen Einnahmequellen gesucht. Kürzlich haben zwei französische Ökonomen, Gabriel Zucman und Emmanuel Saez, einen umstrittenen Vorschlag zur Finanzierung der Corona-Krise vorgelegt. Sie fordern, die Börsenkapitalisierung der Unternehmen in den G20-Staaten mit einem jährlichen Satz von 0,2 % zu besteuern. Das Geld soll über die Börsen eingezogen werden, an denen die Unternehmen gelistet sind. Sie würden die Steuer in frisch ausgegebenen Aktien bezahlen, die die Regierungen dann über die Börse verkaufen könnten. Da die Unternehmen an allen G20-Börsen zusammen einen Wert von 90 Billionen Dollar haben, würde eine 0,2%ige Abgabe jährlich 180 Mrd. Dollar einbringen.

Dauerhafter Anstieg der Inflation

Die Konjunkturprogramme helfen wohl, doch die daraus resultierenden Schulden werden monetarisiert, was die Inflationserwartungen erhöht. Entsprechend sind Inflationssorgen das Thema der Stunde. Die entscheidende Frage ist, wie lange die höhere Inflation anhalten wird. Während die Mehrheitsmeinung ist, dass es sich nur um einen temporären

Effekt handelt, glauben wir, dass die Inflation unterschätzt wird und ein langfristiges Problem darstellt.



Warum wird die Inflation nicht zu einem vorübergehenden, sondern zu einem dauerhaften Problem?

Vor zehn Jahren hatten wir erklärt, warum die damalige expansive Geldpolitik in den USA trotz massiver Liquiditätsspritzen nicht inflationär wirkte:

...In der Realität ist die Gesamtliquidität trotz expansiver Politik der Zentralbanken noch nicht gestiegen, da die Geschäftsbanken die Liquidität durch Kreditschöpfung noch nicht voll in die Wirtschaft weitergeleitet haben. Damit bleiben das Wachstum und die Inflation schwach...die breit definierten Geldaggregate wie MZM, M1 und M2, die auch die Bankdepotiten enthalten, sind weit weniger gestiegen... das Verhältnis zwischen M1 und monetärer Basis, bekannt als "M1-Geldmultiplikator", ist von etwa 1,6 auf 0,84 gefallen. (erstes Quartal 2011)

Heute stellt sich die Situation anders dar, denn die Liquidität kommt in der Wirtschaft an und wirkt stimulierend.

Die Notenbanker versuchen, die Inflationsgefahr herunterzuspielen und die Inflation als temporäre Erscheinung darzustellen. Wir dagegen glauben, dass die Teuerung nicht nur temporär ist und nicht so schnell wieder verschwinden wird, da die Notenbanken die Märkte mit viel Geld geflutet haben und dieses Geld bald wieder schneller umlaufen wird als in den Krisenmonaten.

Tatsächlich ist die US-Geldmenge, gemessen an breit definierten Geldmengenaggregaten wie M4, seit der Entscheidung für extreme geld- und fiskalpolitische Stützungsmaßnahmen vor einem Jahr um ganze 31 % gestiegen und die Wachstumsrate lag zuletzt bei rund 24 %. So etwas deutet normalerweise auf steigende Inflationserwartungen oder tatsächliche Inflation hin.

Kurzfristig gibt es wohl temporäre Inflationsphänomene, die sich aus Basiseffekten ergeben. Unabhängig davon werden wir in den kommenden fünf Jahren eine anhaltende Inflation erleben, die über dem Zielkorridor der Fed liegen wird.

Gewaltiger monetärer Impuls

Wachstum der Geldmenge in den USA (%)



① Geplätzte Internetblase ② Finanzkrise ③ Corona-Krise

Breite Geldmenge M4

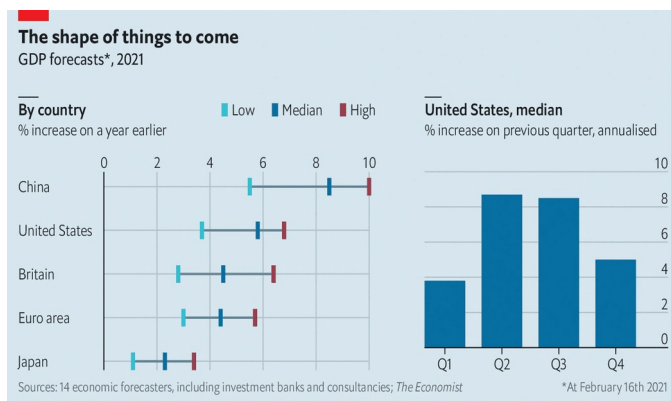
QUELLE: CENTER FOR FINANCIAL STABILITY

NZZ / cfi

Anlagebericht II. Q 2021

Die Tücken der expansiven Geld- und Fiskalpolitik

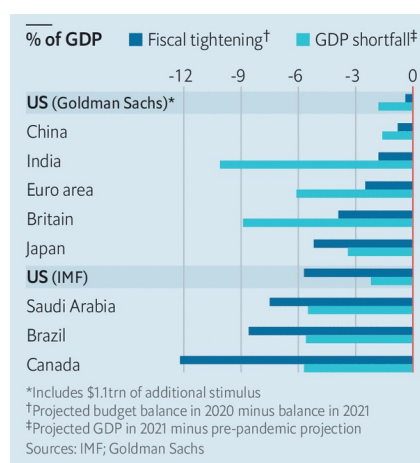
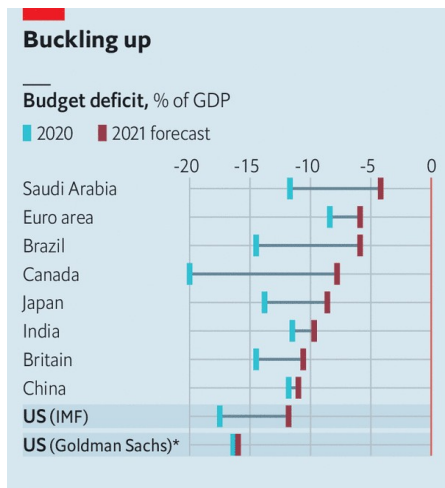
Die USA wollen zusätzlich zu den bisher bewilligten Pandemie-Hilfen 1'900 Milliarden Dollar in die Wirtschaft pumpen. Auch in Europa plädieren die Politiker für Schulden und höhere Defizite. Gleichzeitig überschwemmen die Notenbanken die Märkte mit Liquidität. Diese Politik wird neuerdings auch vom Internationalen Währungsfonds unterstützt, der in der Vergangenheit von den Krisenländern harte Einschnitte verlangt hatte. All diese Maßnahmen helfen der Weltwirtschaft, schnell wieder auf die Beine zu kommen, doch die große Gefahr ist, dass wir kurzfristige Stabilität gegen langfristige Instabilität eintauschen.



The Economist

Schulden sind nicht kostenlos

Aufgrund der niedrigen Zinssätze ist es für Regierungen derzeit günstig, sich zu verschulden. Doch höhere Staatsverschuldung ist nicht unproblematisch. Insbesondere wegen der langfristigen Finanzierung sollte der Verschuldungsgrad stabil bleiben. Selbst wenn die fiskalischen Kosten der Staatsverschuldung verschwinden, ist die Fiskalpolitik nur so lange nachhaltig, wie die Schuldenquote nicht explodiert, d. h. die Schulden nicht schneller wachsen als das Volkseinkommen.



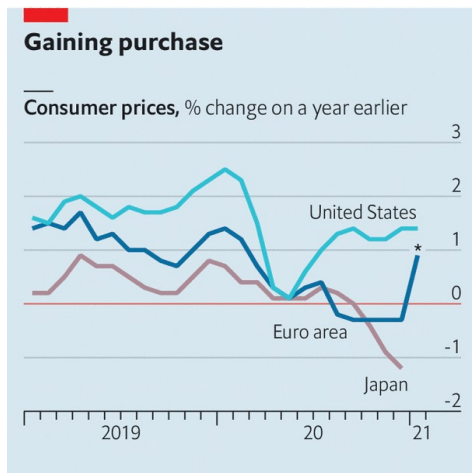
The Economist

Monetarisierung von Schulden ist gefährlich

Die erste Behauptung der Modernen Monetären Theorie ist nicht ganz falsch. Länder, die sich in eigener Währung verschulden können, verfügen tatsächlich über grösseren wirtschaftspolitischen Spielraum als Länder, deren Schulden in ausländischer Währung denominated sind. Doch die Auffassung, dass eine Regierung in der Lage sei, Konjunktur und Inflation über ihre Finanzpolitik zu steuern, ist vollkommen unrealistisch und führt längerfristig zu höherer Inflation.

Die Inflation ist zurück

Preiserhöhungen sind bereits im Gange, da sich der Ölpreis stark erholt hat und die Preise anderer Rohstoffe ebenfalls kräftig anziehen. Auch Transporte haben sich deutlich verteuert: Die Verschiffung eines Containers von Asien nach Europa kostet heute dreimal so viel wie noch im November. Die Preise in der Eurozone sind im Januar gestiegen, was zum Teil auf das Auslaufen einer vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung in Deutschland zurückzuführen ist. Wir erwarten eine wachsende Inflation, insbesondere in den USA. Im Euro-Raum und in Japan dürfte die Inflation vorerst gedämpft bleiben. Nur wenn die Inflationsrate deutlich ansteigt, werden die Zentralbanken die Leitzinsen anheben, um sie unter Kontrolle zu halten.



The Economist

Unterschiedliche Szenarien für die USA und Europa

Während in den USA die Inflation mit der Geldschwemme steigt, bewegt sich Europa in Richtung Stagflation (vgl. dazu Szenarioanalyse Anlagebericht II Quartal 2021).

Reflation kann in den USA zur Normalisierung beitragen

Seit einiger Zeit gehen wir davon aus, dass die Geldflut vor allem in den USA das Wachstum ankurbelt und dadurch die Inflationsraten steigen. Die Federal Reserve (Fed) und die Regierung haben alle Tabus gebrochen, was die Geld- und Fiskalpolitik angeht. Die immensen Konjunkturprogramme der Biden-Administration werden ihre Wirkung kaum verfehlen. Die Fed monetarisiert die Schulden und wird sich in Zukunft nicht mehr an das strenge Inflationsziel von 2% halten.

Mit den Inflationserwartungen steigen auch die Zinssätze. Während die kurzfristigen Zinsen zunächst niedrig bleiben, werden die langfristigen Zinsen weiter steigen, was zu einer weiteren Normalisierung der Zinsstrukturkurve führt (d. h. die Zinsstrukturkurve wird steiler). Mit der Zeit wird die Inflation das Schuldenproblem lindern. Dazu muss die US-Regierung jedoch sicherstellen, dass das reale Wirtschaftswachstum und die Inflation deutlich über dem gezahlten Zinssatz liegen. Dadurch kann die Schuldenquote im Laufe der Zeit sinken. Gleichzeitig würde eine Normalisierung der Kapitalmärkte die heute bestehenden Verzerrungen beseitigen.

Stagflationsrisiko in Europa

Die europäischen Länder tun sich immer noch schwer, die notwendigen Strukturreformen einzuleiten, was die stimulierende Wirkung der Geld- und Fiskalpolitik verringert. Dies könnte zu einer sogenannten Stagflation führen, einer Kombination aus Stagnation und Inflation. Dabei handelt es sich um eine Situation mit geringem Wirtschaftswachstum und hoher Arbeitslosigkeit bei gleichzeitiger Inflation. Ein Herauswachsen aus dem Schuldenproblem in Europa ist äußerst schwierig. Im Gegensatz zu den

USA sind die Wachstumsraten in Europa dafür zu schwach und auch nach der Krise ist ein eher bescheidenes Wachstum zu erwarten.

Wie werden die Zentralbanken auf Inflation reagieren?

Risiko eines Kurswechsels erst später

Derzeit signalisieren die Zentralbanken, dass die kurzfristigen Zinsen auf absehbare Zeit nicht angehoben werden. Damit nehmen sie einen Anstieg der langfristigen Zinsen und eine Normalisierung der Zinsstrukturkurve in Kauf.

Zu einem späteren Zeitpunkt wäre jedoch eine Gegenreaktion auf steigende Inflation und höhere Zinsen denkbar. Sollte die Inflation deutlich ansteigen, müssten die Zentralbanken die Leitzinsen tatsächlich anheben, um sie unter Kontrolle zu halten. Damit würden auch die kurzfristigen Zinsen steigen und die gesamte Zinskurve würde sich wieder verflachen. Der damit verbundene Anstieg der Realzinsen würde dann zum größten Risiko für die Finanzmärkte werden.

Zinskontrolle als kurzfristige Reaktion

Je höher die 10-jährigen Zinsen steigen, desto teurer werden die von den Regierungen aufgenommenen Schulden. Bei einem schwachen oder enttäuschenden Wachstum, wie wir es in Europa erwarten, könnte die Europäische Zentralbank (EZB) versuchen, stärker in die Entwicklung der langfristigen Zinssätze einzugreifen. Sie würde dann den Märkten signalisieren, dass sie, falls nötig, unbegrenzt Anleihen kaufen würde, um das Zinsniveau bei bestimmten Laufzeiten zu fixieren. Daher wäre es eine realistische Option, dass das Instrument der Zinskurvensteuerung in Regionen mit enttäuschendem Wachstum wie Japan und neuerdings auch Europa eingesetzt wird, um einen drohenden Kollaps des Systems zu vermeiden.

Schuldenrestrukturierung / Umschuldung als Alternative

Eine andere Möglichkeit, das Schuldenproblem einzudämmen, ist die Umstrukturierung. Auch wenn es nicht zu einem Haircut oder Schuldenschnitt kommt, kann der Gläubiger im Krisenfall die Laufzeit verlängern und den Zinssatz senken. Diese Lösung wurde innerhalb der EU bereits auf schwächere Mitgliedsstaaten angewandt.

In jüngster Zeit haben mehrere Ökonomen, darunter der französische Bestsellerautor Thomas Piketty, die Europäische Zentralbank sogar aufgefordert, ihre Staatsschuldenbestände großzügig abzuwerten. Dabei handelt es sich um Verbindlichkeiten in Höhe von 2,5 Billionen Euro, die aus verschiedenen Anleihekaufprogrammen resultieren. Das bedeutet, dass fast ein Viertel der europäischen Schulden nun von der Europäischen Zentralbank gehalten wird. Befürworter der Idee sagen, dass die EZB es sich leisten kann, dieses Geld abzuschreiben, weil eine Zentralbank auch mit negativem Kapital operieren kann.

Nervosität an den Finanzmärkten aber Inflation ist nicht unbedingt schlecht für Aktien

Gegenwärtig bleibt für die Anleger die Frage nach der Zinsentwicklung mit Abstand die wichtigste. Die Botschaften und Massnahmen der Währungshüter sind genau zu verfolgen.

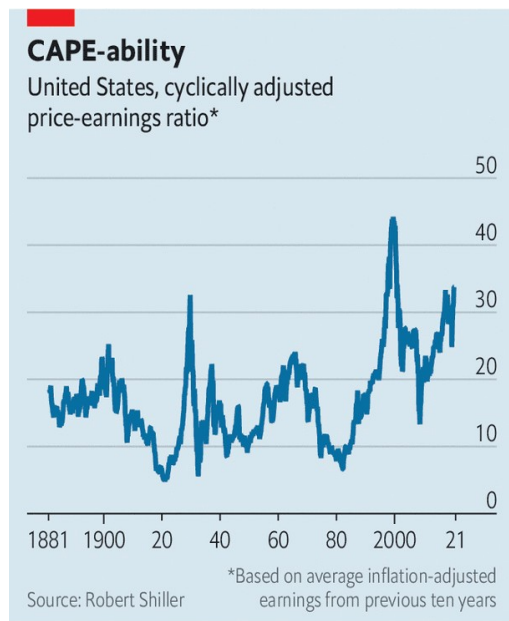
Für das laufende Jahr erwarten wir, dass sowohl die Geld- als auch die Fiskalpolitik in den großen Industrieländern zunächst expansiv bleiben werden. Angesichts dieser Kombination sollte die erfolgreiche Umsetzung der Covid-19-Impfprogramme zu einem starken Wirtschaftswachstum und einer Erholung der Unternehmensgewinne beitragen. Dies wiederum sollte die Renditen von Risikoanlagen wie Aktien und alternativen Anlagen in die Höhe treiben. Allerdings wird gleichzeitig ein schwierigeres Umfeld für festverzinsliche Anlagen geschaffen. Insgesamt bleiben wir neutral gegenüber Aktien und negativ gegenüber normalen Anleihen. Diversifizierung, auch mit alternativen Anlagen, ist heute extrem wichtig.

Inflation ist nicht unbedingt schlecht für Aktien

Wir gehen davon aus, dass die Inflation im Jahr 2021 weiter ansteigen und sich in den nächsten Jahren beschleunigen wird. Die Risiken eines stärkeren Inflationsanstiegs sind in den USA größer als in den anderen großen Volkswirtschaften.

Eigentlich ist Inflation nicht unbedingt schlecht für Aktien. Reflation ist eine notwendige, aber keine hinreichende Bedingung für eine Aktienmarktkorrektur. Inflation ist nur dann gefährlich für Aktien, wenn sie eine Straffung der Geldpolitik auslöst. Die Messlatte für die Fed, die Zinsen zu erhöhen, liegt immer noch sehr hoch, was darauf hindeutet, dass Aktien einen anfänglichen Inflationsschub gut verkraften werden.

Die Inflation hat einerseits einen negativen Effekt wegen der höheren Zinsen und des damit höheren Diskontierungssatzes zukünftiger Gewinne, andererseits jedoch einen positiven Effekt auf diese Gewinne, die von der Inflation profitieren können und damit ebenfalls steigen. Eine echte Kurskorrektur können die Notenbanken jedoch auslösen, wenn sie durch eine Straffung der Geldpolitik (Normalisierung) die kurzfristigen Zinsen relativ zur Inflation so stark anheben, dass auch die Realzinsen (definiert als Nominalzinsen minus Inflation) anziehen. In diesem Fall würden höhere Realzinsen dann die Gewinnentwicklung dämpfen und mit dem negativen Effekt auf den Diskontsatz eine Korrektur der Aktienbewertungen auslösen.



The Economist

Die Rotation geht weiter

Die Sektorrotation, wie wir sie im letzten Bericht besprochen haben, hat an Dynamik gewonnen. Die steiler werdende Renditekurve signalisiert steigendes Wachstum und dies begünstigt zyklisch sensible Aktien aus Sektoren wie Industrie, Werkstoffe, Energie und Finanzwerte. Auch Banken werden von steileren Zinskurven profitieren, während hoch bewertete Technologiewerte unter Druck geraten. Bei diesen dominiert der Aufwärtseffekt der langfristigen Zinsen, da ein großer Teil ihrer aktuellen Bewertung auf den erwarteten Gewinnen basiert. Steigen nun die langfristigen Zinsen, müssen die zukünftigen Erträge dieser Unternehmen mit einem höheren Satz diskontiert werden, was ihren Barwert reduziert. Anleger sollten weiterhin auf Qualität achten und Value-Aktien bevorzugen.

Anleihen bleiben unter Druck

Wie der jüngste Anstieg der Zinssätze zeigt, bereiten sich die Finanzmärkte auf ein zunehmend inflationäres Umfeld vor. Höhere Inflationserwartungen haben die langfristigen Renditen nach oben getrieben. Infolgedessen sind die Renditekurven, wie von uns erwartet, steiler geworden.

Zwischen August 2020 und dem Anfang dieses Jahres sind die Renditen der zehnjährigen US-Staatsanleihen von 0,5% auf rund 1,0% gestiegen. Inzwischen werfen die zehnjährigen Treasuries bereits 1,73% ab.

Die Anpassung an den Anleihemärkten wird sich fortsetzen und kann recht schmerzhaft werden. In Erwartung höherer Inflationsraten und einer Vertiefung der Zinskurven empfehlen wir nach wie vor, die Anleihenstrategie anzupassen und insbesondere die Duration von Anleihen zu reduzieren, traditionelle Anleihen zu verkaufen und das Geld in inflationsgeschützte Wertpapiere (Treasury Inflation-Protected Securities,

TIPS) oder Anlagen mit variablen Zinsen (Floating-Rate Notes, FRN) umzuschichten.

Mit der weiteren Normalisierung der Zinsstrukturkurven sollten die Nominalzinsen wieder positiv werden und die heutigen Verzerrungen verschwinden. Allerdings kommen auch die in den letzten Jahren angehäuften Schulden ins Spiel. Im Falle eines deutlichen Zinsanstiegs wären viele Schuldner nicht mehr in der Lage, diese zurückzuzahlen. Wenn Inflation und Zinsen weiter deutlich steigen, gerät der gesamte Kapitalmarkt ins Wanken

Die entscheidende Frage für die Finanzmärkte bleibt also, wie hoch die Anleiherenditen steigen werden, bevor die US-Notenbank beginnt, weniger Wertpapiere zu kaufen oder gar über eine Zinserhöhung nachzudenken. Die Notenbanken könnten zunächst wohl auch versuchen, das Instrument der Zinskurvensteuerung einzusetzen. Eine solche Politik der Zinskurvensteuerung wird vor allem in Europa im Falle eines schwachen Wirtschaftswachstums relevant sein und könnte den negativen Ausblick für die Kapitalmärkte zumindest vorübergehend abmildern.

Dennoch sollten sich Anleger gegen das Risiko absichern, dass die Inflation nach oben hin überrascht. Dies erfordert eine Reduzierung der Duration in festverzinslichen Portfolios auf ein Niveau unterhalb der Benchmark, wobei inflationsgebundene Wertpapiere gegenüber nominalen Anleihen bevorzugt werden sollten.

Anlagebericht I. Q 2021

EU: TARGET-Salden und deren Entwicklung

Was sind TARGET-Salden?

Das Verrechnungssystem TARGET (**T**rans-European **A**utomated **R**eal-time **G**ross Settlement **E**xpress **T**ransfer System) dient der Abwicklung grenzüberschreitender Zahlungen zwischen der EZB und den einzelnen Notenbanken der Länder der Euro-Zone.

Wenn Zentralbankgeld von einer nationalen Zentralbank des Euro-Systems zu einer anderen Zentralbank transferiert wird, entstehen Verbindlichkeiten und Forderungen gegenüber der Europäischen Zentralbank, die als Clearingstelle fungiert. Der TARGET-Saldo wird bei der belasteten Zentralbank reduziert (ein Guthaben schrumpft, eine Schuld wächst) und bei der empfangenden Zentralbank erhöht. Die Salden werden zum Hauptrefinanzierungssatz des Euro-Systems verzinst. Im Sommer 2012 waren die daraus resultierenden Aktiva und Passiva die grössten Posten in den Bilanzen der meisten Zentralbanken des Euro-Systems.

Die TARGET-Salden heben sich innerhalb des Euro-Systems gegenseitig auf, weshalb sie nicht in der Bilanz der EZB, sondern nur in den Jahresabschlüssen der angeschlossenen nationalen Zentralbanken erscheinen. Seit September 2015 stellt die EZB auch umfangreiche Statistiken zu diesem Thema zur Verfügung.

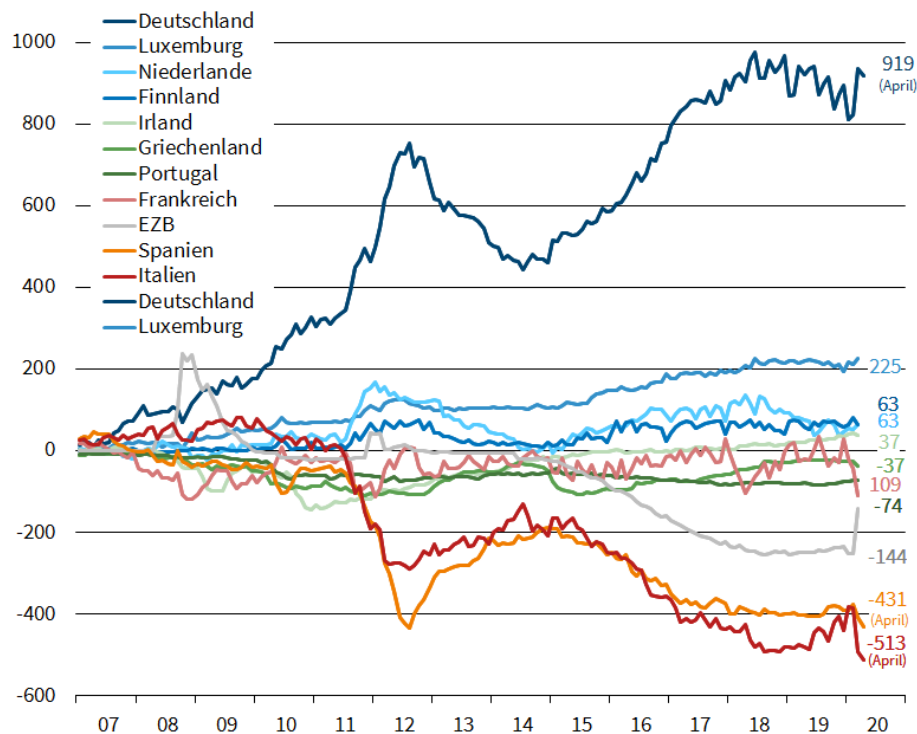
Entwicklung der TARGET-Salden

Mit dem Ausbruch der europäischen Finanzkrise im Jahr 2008 und dem darauffolgenden OMT-Programm (Outright Monetary Transactions, unbegrenzter Anleihekauf) der Europäischen Zentralbank, mit dem diese Staatsanleihen von Ländern mit Zahlungsbilanzschwierigkeiten aufkaufte, bauten sich enorme Zahlungsbilanzsalden (TARGET-Salden) zwischen den Euro-Ländern auf.

Insgesamt beliefen sich die so gewährten Ersatzkredite aus den nationalen Druckerpressen des Euro-Systems im Sommer 2012 für die sechs Krisenländer Griechenland, Zypern, Italien, Portugal, Spanien und Irland auf über 1'000 Milliarden Euro. Es handelte sich dabei um das bei weitem grösste Rettungspaket während der Krise und nach und nach wurden immer mehr fiskalische Kredite zur Entlastung der EZB aufgestockt.

Target-Salden ausgewählter nationaler Zentralbanken und der EZB, März 2020

In Milliarden Euro; Monatsendwerte



Quelle: Sinn/Wollmershäuser "aktualisiert" (2012) »Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility«, International Tax and Public Finance; Europäische Zentralbank; Deutsche Bundesbank; Banca d'Italia; Banco de España; Bank of Greece.

© Hans-Werner Sinn

Die TARGET-Forderungen der Deutschen Bundesbank gegenüber der EZB steigen seit zehn Jahren und liegen heute bei über einer Billion Euro. Demgegenüber verbucht die *spanische* Notenbank etwa 480 Milliarden Euro und die italienische knapp 500 Milliarden Euro an TARGET-Verbindlichkeiten (Stand: Oktober 2020).

Das Risiko der TARGET-Salden

Die wissenschaftliche Debatte bezieht sich auf die Frage, inwieweit TARGET-Salden Forderungen oder Verbindlichkeiten im rechtlichen Sinne sind. Einer der Kritikpunkte Sinns ist, dass das TARGET-System im Falle von Zahlungsbilanzungleichgewichten automatisch Kredite generiert. Er behauptet, dass aus wirtschaftlicher Sicht TARGET-Kredite und öffentliche Rettungseinrichtungen die gleiche Funktion haben und ähnliche Haftungsrisiken mit sich bringen. Im Falle des EU-Austritts eines Landes mit negativen TARGET-Salden könnten für die Bundesbank-Bilanz aus der Bereitstellung von Liquidität Verluste entstehen.

In diesem Zusammenhang erklärte der damalige EZB-Präsident Mario Draghi, dass im Falle des Austritts eines Landes aus dem Euro-System alle Forderungen oder Verbindlichkeiten der nationalen Zentralbank des

austretenden Landes gegenüber der EZB vollständig beglichen werden müssten. Ob Länder wie Spanien und Italien allerdings tatsächlich in der Lage wären, ihre Verbindlichkeiten zu begleichen, ist eher fraglich. Sicherlich haben diese Länder jetzt in der politischen Diskussion ein starkes Druckmittel gegenüber Gläubigerländern wie Deutschland.



In der Zwischenzeit hat das Vereinigte Königreich seinen Brexit-Deal

London und Brüssel haben sich auf ein Handelsabkommen vor Ende 2020 geeinigt. Angesichts der latenten Probleme innerhalb der Europäischen Union ist der neue Deal sicherlich zu begrüßen. Kurzfristig ist der Brexit eine große Herausforderung für London, längerfristig könnte er aber die bessere Lösung sein.

London hat die regulatorische Souveränität zurückgewonnen und gleichzeitig den reibungslosen Handel von Waren und Dienstleistungen mit der EU beendet. Das Abkommen enthält kein EU-Recht. So wurde die Einbeziehung eines unabhängigen Schiedsgerichts vereinbart, während die Briten einen schlechteren Zugang zum EU-Markt erhalten.

Die EU ihrerseits verliert 13 Prozent ihrer Bevölkerung und hat Haushaltslöcher zu stopfen. Im Jahr 2019 - dem letzten Jahr, in dem die Briten voll zahlten - trugen sie rund 11,3 Milliarden netto zum Gesamthaushalt der EU bei.

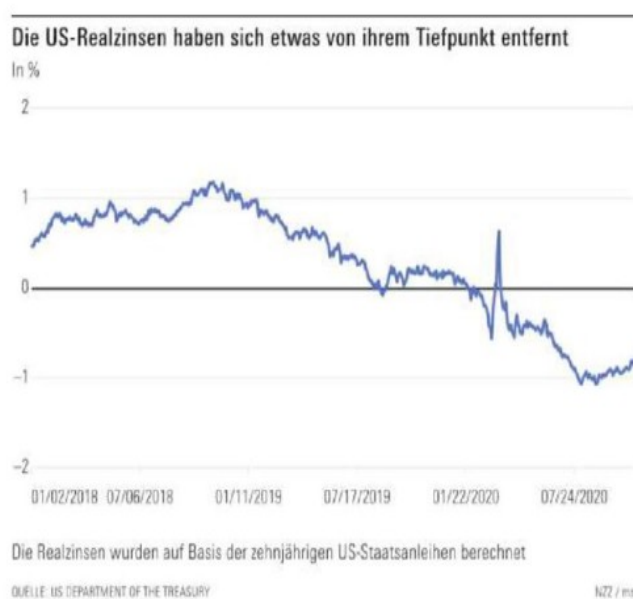


Obligationen: Es ist Zeit, die Anleihenstrategie anzupassen

Die Aussichten für die Rentenmärkte sind schlecht, da Staatsanleihen weder positive Renditen erwirtschaften noch die Verluste an den Aktienmärkten ausgleichen. Wenn das Wirtschaftswachstum anzieht und die Inflation zunimmt, werden die Renditen für konventionelle Anleihen steigen.

Festverzinsliche Wertpapiere könnten auch in einem Niedrigzinsumfeld ein integraler Bestandteil eines gut diversifizierten Portfolios sein. Doch die Anleger müssen ihre Anlagestrategie überdenken. Mit Buy-and-hold-Strategien, bei denen Obligationen bis zum Verfall gehalten und regelmässig Zinszahlungen eingestrichen werden, können Anleger nur verlieren. Deshalb müssen sie Alternativen in Betracht ziehen, um mit den derzeit niedrigen Zinsen und höheren Inflationserwartungen zurechtzukommen

Wir empfehlen einige Anpassungen der langfristigen Strategie für Anleihen, namentlich eine Reduktion der konventionellen Anleihen und eine Erhöhung von Cash, Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS), Floating-Rate Notes (FRN) und in begrenztem Umfang von alternativen Anlagen in Insurance-Linked Securities (ILS, vgl. Bericht 4.Q 2020). In dem neuen Umfeld dürften sich US-TIPS im Vergleich zu konventionellen Anleihen als erste gut entwickeln.



Liquiditätsprobleme an den Kapitalmärkten

Ein gut funktionierender Treasury-Markt ist für die Finanzmärkte von entscheidender Bedeutung. Die Rendite von Staatsanleihen wird als "risikofreier" Zinssatz bezeichnet und untermauert den Wert aller anderen Vermögenswerte, von Aktien bis zu Hypotheken. Darüber hinaus verkaufen Investoren in Stresssituationen ihre risikoreichen Vermögenswerte und flüchten in Staatsanleihen. Der Treasury-Markt ist in der Regel der liquideste Anleihemarkt, doch im März 2020 ist er zusammengebrochen, als die Panik über die Pandemie grosse Verkäufe auslöste und Transaktionen scheitern liess. Die US-Notenbank löste das Problem, indem sie innerhalb von zwei Monaten fast so viele Staatsanleihen aufkaufte wie während der fünfjährigen Phase der quantitativen Lockerung nach der globalen Finanzkrise.

Der Treasury-Markt ist kollabiert, weil die Belastung für das System immer grösser geworden ist. Nach der Expansion der letzten zehn Jahre war die Infrastruktur des privaten Marktes nicht mehr in der Lage, die verschiedenen Belastungen zu absorbieren. Die Fähigkeit der Primärhändler, die Märkte zu bedienen, wurde nach der Finanzkrise durch strengere Vorschriften eingeschränkt, z. B. durch die Einführung der Leverage Ratio (risikoungewichtete Eigenmittelquote) als zusätzliche Kennziffer, die die Gesamtgrösse der Bankaktiva im Verhältnis zur Höhe des gehaltenen Kapitals misst. Dadurch wurden die Positionen der Händler zu teuer und deshalb reduziert. Die Regel wirkt sich ungünstig aus auf Aktivitäten mit geringem Risiko, einschliesslich des Kaufs von Treasuries.

Solche Engpässe auf den Kapitalmärkten werden in Zukunft noch ausgeprägter sein, da der Anleihenmarkt infolge der geplanten Konjunkturmassnahmen weiter wachsen wird. Das Congressional Budget Office schätzt, dass sich die Staatsverschuldung in den USA im Jahr 2050 auf über 120 Billionen USD oder 195% des BIP belaufen wird.