

Halbjahres- Kommentar

Januar 5

2022



CV INVEST PARTNERS

Die alles
entscheidende
Frage

Die alles entscheidende Frage

Michael Gunnarsson



Bill Blain

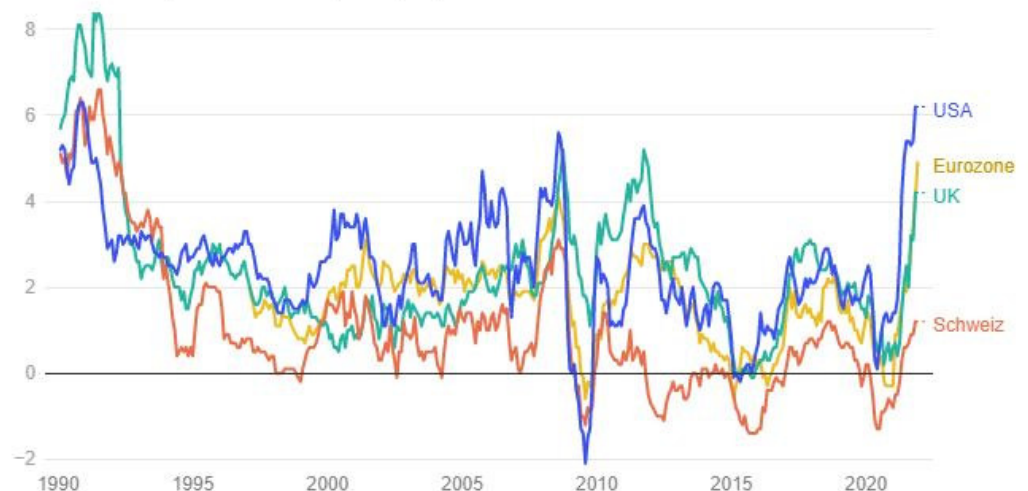
„I don't regret selling, but I acknowledge I've been wrong about the price. But not because I got the fundamentals wrong – I misread the crowd.“

Hätte Ende 2019 jemand vorausgesagt, dass die Welt kurz vor dem Ausbruch einer Jahrhundert-Pandemie stehen würde, welche die Weltwirtschaft in eine der tiefsten Krisen stürzen sollte, die Aktienmärkte Ende 2020 aber auf neuen Höchstständen notieren werden, hätte man ihn wohl für verrückt gehalten.

Und hätte damals jemand vorausgesagt, dass im Jahr 2021 die Inflation in den USA auf annähernd 7% und damit den höchsten Stand der letzten 40 Jahre steigen, die US-Fed die Zinsen aber weiterhin auf Null belassen würde, hätten wohl viele den Kopf geschüttelt.

In der Tat lag die Inflation der Konsumentenpreise in den USA im November bei 6.8%, während die Kernrate, also die Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel, im Jahresvergleich um 4.9% gestiegen ist. Das sind die höchsten Werte seit der Volcker-Ära 1982. Auch in anderen Teilen der Welt sind die Inflationsraten teils rapide gestiegen.

Jahresveränderung der Konsumentenpreise (in %)



Grafik: themarket.ch • Quelle: Bloomberg • Erstellt mit Datawrapper

*Prinz Michael von und zu
Liechtenstein
„Die westlichen
Zentralbanken sind längst
nicht mehr Hüter von
Geldwert und
Preisstabilität, sondern
beweisen sich als
Financiers einer
kurzsichtigen staatlichen
Ausgabenpolitik“*

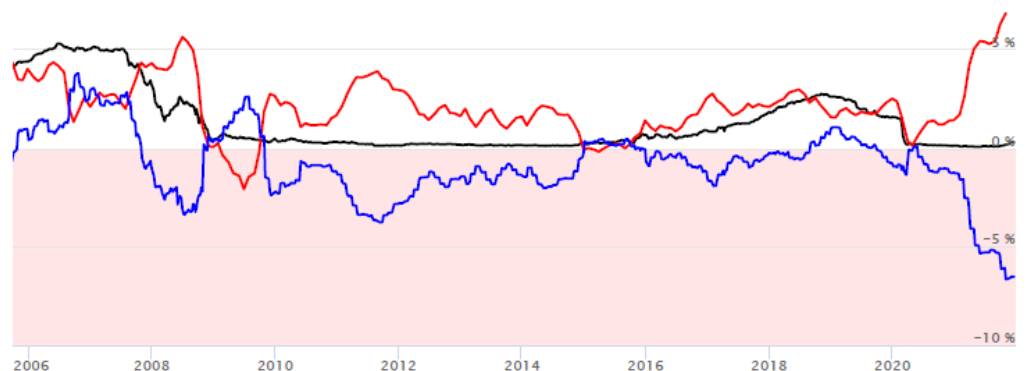
Dass sich die Inflation nun schon seit Monaten derart hartnäckig hält, kommt für uns nicht überraschend. Bereits in der Dezemberausgabe 2020 hatten wir davor gewarnt, dass die Inflation aus unserer Sicht keineswegs nur vorübergehend sei, so wie das uns die Fed und andere Zentralbanken glauben machen wollten. Noch im September gab sich der Fed-Vorsitzende Powell gelassen und erklärte zum wiederholten Mal, dass die Inflation nur vorübergehend sei. Im Dezember dann kam die plötzliche Kehrtwende, von «vorübergehend» war keine Rede mehr. Stattdessen zog das Fed die Notbremse und gab bekannt, die monatlichen Anleihekäufe schneller herunterzufahren als bisher angepeilt (im November hatte sie mit dem sogenannten Taper begonnen, dem Zurückfahren der Anleihekäufe). Auch bezüglich Zinserhöhungen will die Fed aggressiver vorgehen. Drei Zinserhöhungen in diesem Jahr und drei weitere 2023 sind vorgesehen.

Es ist schon erstaunlich, wie oft und wie regelmässig die Zentralbanken falsch liegen. Wie erwähnt ging die Fed bis vor Kurzem davon aus, die Inflation sei vorübergehend und noch im September hiess es, es seien für lange Zeit keine Zinserhöhungen geplant. In die Geschichte ging auch die Aussage von Bernanke im Mai 2007 ein, er «erwarte, dass die Probleme im Subprime-Sektor kaum Auswirkungen auf die übrige Wirtschaft oder das Finanzsystem haben werden». Kurz darauf versank die Welt in der Finanzkrise. Da kann es einem bei der Aussage der früheren Fed-Chefin Yellen im Jahr 2017, «sie erwarte keine Finanzkrise zu «Lebzeiten» mehr», Angst und Bange werden.

Angesichts der hartnäckigen Inflation und der Ankündigung einer Straffung durch die US-Notenbank, ist es erstaunlich, dass die Aktienmärkte auf oder nahe den Höchstständen notieren. Wir haben dafür zwei Erklärungen:

Die Realzinsen bleiben stark negativ. Wie man untenstehender Grafik entnehmen kann, liegen die **Nominalzinsen** (1 Jahres US Treasury) deutlich unter der **Inflation**, was zu klar negativen **Realzinsen** führt. Diese Art von Finanzrepression haben wir ebenfalls schon einmal thematisiert. Anleger werden praktisch gezwungen, in Sachwerte wie Aktien zu investieren.

[Inflation – Nominalzinsen = Realzinsen](#)



Source: www.longtermtrends.net

Ein zweiter Grund ist die Erwartung des Marktes bezüglich Inflation. Der US-Anleihenmarkt signalisiert derzeit recht deutlich, dass ihn die momentan erhöhte Inflation nicht kümmert bzw. er davon ausgeht, dass das Fed die Teuerung erfolgreich bekämpfen wird. So rentieren 10-jährige US-Staatsanleihen derzeit nur 1.60% und die erwartete Inflation (5-year/5-year Forward Breakeven Rate) liegt bei rund 2.50%, also deutlich unter der derzeitigen Inflation von beinahe 7.00%.

Tatsächlich wird sich die Inflation 2022 mit grosser Wahrscheinlichkeit zurückbilden. Etwa im Frühling sollte wegen des Vergleichs mit den bereits erhöhten Vorjahreswerten der Basiseffekt einsetzen. Doch ist zu befürchten, dass die Inflation trotzdem über den angepeilten 2 bis 2.5% verharren wird, weil sich speziell in den USA wegen des ausgetrockneten Arbeitsmarktes Lohndruck festsetzen könnte. Ausserdem ist es noch gänzlich unklar, wie sich die Pandemie weiterentwickeln wird und ob und wie lange die Lieferengpässe anhalten werden. Zudem sind die Zentralbanken seit Ausbruch von Covid dazu übergegangen, Regierungen direkt zu finanzieren. Zu guter Letzt findet das neu geschaffene Geld dank Kreditgarantien für Private den Weg direkt in die Wirtschaft und bleibt nicht wie im Nachgang der Finanzkrise auf Bankbilanzen hängen.

Die alles entscheidende Frage

Doch kommen wir zurück auf die geplanten Zinserhöhungen in diesem Jahr. In einem Konjunktur-Umfeld, das geprägt ist von Produktionsengpässen und möglichen weiteren Lockdown-Massnahmen stellen Zinserhöhungen eine grosse Gefahr für die Wirtschaft und schlussendlich für die (überteuerten) Finanzmärkte dar. Sollte sich die Inflation wie von uns prognostiziert zwar zurückbilden, aber auf erhöhtem Niveau hartnäckig halten, steht die Fed vor der Qual der Wahl:

**Sven Henrich,
Northmantrader**

„The global financial system is so broken it can't even handle 1% rates. Let's face it: it's all mirage held up by cheap money. The world is in essence bankrupt, couldn't handle its obligations without zero to negative rates. And since nobody has any solutions and nobody wants to face the music they'll stay on this path for as long as possible“

Option 1: Im Gleichschritt mit der steigenden Inflation haben die Umfragewerte von Präsident Biden abgenommen. Grosse Teile der Bevölkerung leider unter steigenden Preisen und stagnierenden Löhnen, also einem Verlust ihrer Kaufkraft. Es ist wahrscheinlich, dass die Demokraten angesichts der bevorstehenden Zwischenwahlen Druck ausüben werden, die Inflation mit allen Mitteln zu bekämpfen. Die Fed wäre also gezwungen, an ihrem Plan festzuhalten und die Zinsen wie geplant anzuheben und eine Rezession zu riskieren.

Sollte sich die Inflation wider Erwarten nicht zurückbilden, wäre die Fed sowieso gezwungen, an den Zinserhöhungen festzuhalten und womöglich sogar härter auf die Bremse zu treten. Das dürfte zu einem bösen Erwachen führen, weil seit vielen Jahren die Ansicht herrscht, dass das Fed es nicht zulässt, dass den Aktienmärkten etwas zustösst. Der sogenannte Fed-Put. Eine ganze Generation von Investoren hat nichts anderes gelernt, als dass jeder Rückschlag eine Kaufgelegenheit darstellt. Diese Sorglosigkeit ist gefährlich.

Auch für die äusserst beliebten Wachstums-Aktien dürften Zinserhöhungen gefährlich werden. Denn ein grosser Teil ihrer hohen Bewertung beruht auf erwarteten Einnahmen bzw. Gewinnen, die weit in der Zukunft erwirtschaftet werden. Wenn die Zinsen nach oben tendieren, dann müssen diese zukünftigen Gewinne zu einem höheren Satz diskontiert werden. Dadurch sinkt ihr Gegenwartswert, was die Kurse von vielen Highflyern stark unter Druck setzen könnte.

Option 2: Weil die Wirtschaft noch immer unter Produktionsengpässen und Lockdowns leidet und sich die Inflation aufgrund des Basiseffekts zurückbildet, macht die Fed eine erneute Kehrtwende und hebt die Zinsen deutlich weniger oder gar nicht an. Die Folge wären haussierende Finanzmärkte, weil dadurch auch die Realzinsen im negativen Bereich verharren würden. Eine solche Kehrtwende wäre wohl das «All-In» Signal für die Finanzmärkte und könnte Auslöser für die Euphorie sein, die bislang noch ausgeblieben ist und stets das Ende eines Bullenmarktes einläutet.

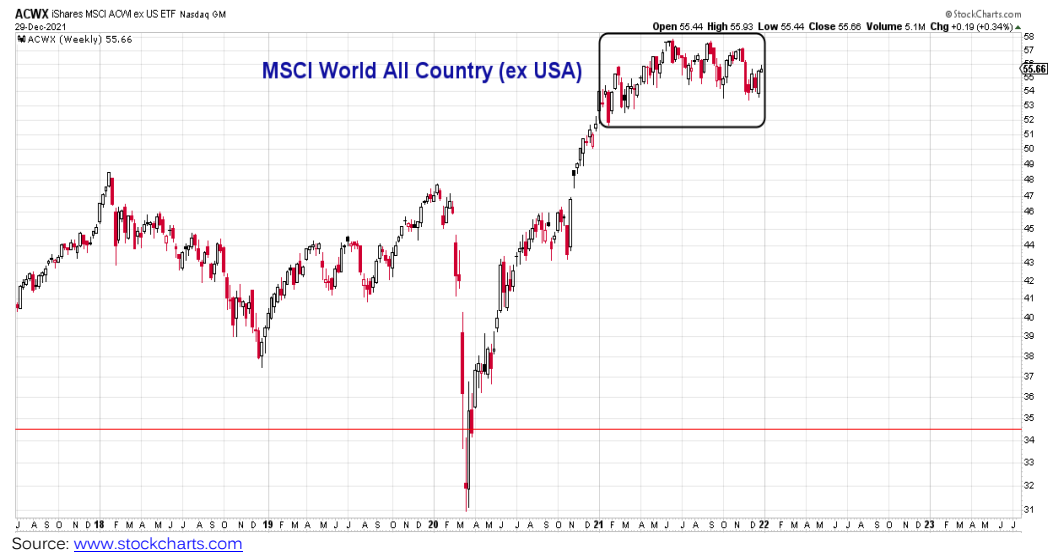
Wie die Fed in den nächsten Monaten reagiert und ob sie die Zinsen tatsächlich anhebt, wird die alles entscheidende Frage sein, denn die Auswirkungen auf die Finanzmärkte könnten unterschiedlicher nicht sein.

Ein kurzer Blick zurück

Auf den ersten Blick schien das vergangene Jahr ein hervorragendes Jahr für Aktien gewesen zu sein. Doch bei genauerem Hinsehen fällt auf, dass die grossen Indizes nicht zwingend das Marktgeschehen wiedergegeben haben. Der MSCI World All Country (ex USA) zum Beispiel performte deutlich schwächer als beispielweise der S&P 500, welcher 2021 über 27% zulegte (wobei der starke US Dollar auch seinen Teil zur Underperformance der Aktien ausserhalb der USA beigetragen hat).

Noch viel eindrücklicher zeigt sich die Diskrepanz zwischen den grossen Indizes und dem tatsächlichen Geschehen am Beispiel des Nasdaq Composite. Ohne die 5(!) grössten Indexmitglieder (Apple, Microsoft, Amazon, Tesla und Nvidia) hätte der Nasdaq Composite, welcher aus mehr als 2'500 Indexmitgliedern besteht, nicht mehr als 15% zugelegt, sondern wäre über 20% im Minus! Auch der von Cathie Woods geführte Überflieger des vorletzten Jahres, der ARK Innovation ETF, lag 2021 mit über 24% im Minus. Der ETF investiert in Wachstumsaktien, welche mehrheitlich hochdefizitär sind.

MSCI World All Country (ex USA)



Nasdaq Composite und Nasdaq Composite ohne die 5 grössten Aktien



Auch interessant scheint uns, dass im Nasdaq 100 20% aller Mitglieder mehr als 20% unter ihrem Jahreshoch handeln und über 25% das Jahr 2021 im negativen Bereich beendet haben. Und das, obwohl der Nasdaq 100 nur wenige Prozent unter seinem Allzeit-Hoch handelt. Doch weshalb machen wir überhaupt darauf aufmerksam?

Der Übergang von einem Bullen- in einen Bärenmarkt zeigt oft ein typisches Muster. Neigt sich die Hausse dem Ende zu, werden die Anleger zunehmend wählerisch und setzen auf eine immer engere Auswahl an Aktien, was dazu führt, dass die Indizes von laufend weniger Titel getragen werden. Nicht selten hat in dieser Phase das Gros der Aktien bereits zum Sinkflug angesetzt, obschon die Börsenbarometer weiter steigen und einen intakten Bullenmarkt suggerieren. Ein weiteres Schwächezeichen das wir derzeit beobachten, ist das Hinterherhinken kleinerer und mittlerer Werte, der sogenannten Small und Mid Caps.

Diese Entwicklungen bereiten uns derzeit Sorgen. Sollte sich die Marktbreite nicht bald verbessern, droht an den Aktienmärkten eine Trendwende.

Wie weiter an den Märkten?

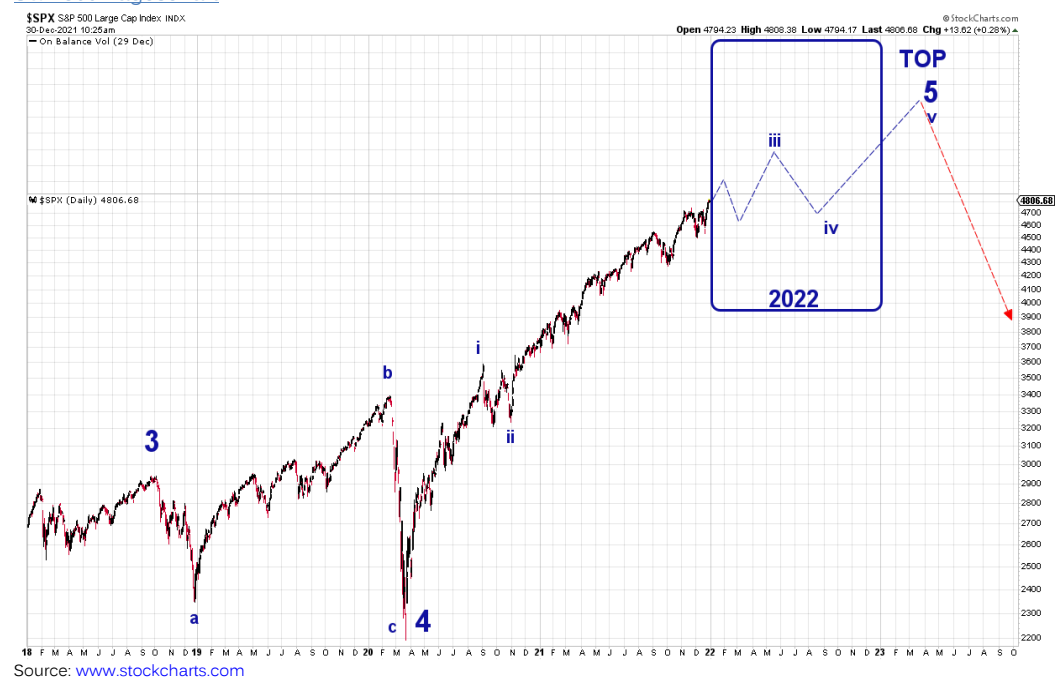
*Sir John Templeton
Templeton Funds Founder
and former Chairman
„Bull markets are born on
pessimism, grow on
skepticism, mature on
optimism and die on
euphoria“*

Unsere Annahme ist, dass die Fed den Weg der weiter oben beschriebenen zweiten Option beschreitet. Das heisst, dass sie den angekündigten Zinserhöhungszyklus vorzeitig wird abbrechen müssen. Sie wird den eingeschlagenen Weg vermutlich noch eine Weile gehen, aber spätestens wenn die Börsen aufgrund von Zinsängsten und rückläufiger Liquidität einzubrechen beginnen, wird die Fed einen Rückzieher machen. Ein solcher U-turn würde die Finanzmärkte beflügeln und dürfte zu der Euphorie führen, die wir bisher noch vermissen und die das Ende des 2009 begonnen Bullenmarktes einläuten wird.

Diese Sicht der Dinge passt sehr gut zum technischen Bild, das der S&P 500 abgibt. Wir sind nämlich davon überzeugt, dass der Aktienmarkt im März 2020 auf dem Höhepunkt der Corona-Panik die vierte Welle abgeschlossen hat und sich seither in der fünften und letzten Welle des Bullenmarktes befindet.

In diesem Jahr erwarten wir einen sehr volatilen, aber schlussendlich positiven Markt. Die angesprochene schwache Marktbreite dürfte schon sehr bald dazu führen, dass die Aktienmärkte eine erste aber harmlose Korrektur durchlaufen. Nach einer zwischenzeitlichen Rally in den Sommer hinein, könnte es turbulent werden. Dann nämlich, wenn die Aktien auf das Ende der Anleihenkäufe und womöglich auf den ersten Zinsschritt reagieren. Wie bereits erwähnt erwarten wir, dass die Fed einen Rückzieher machen wird und das dürfte der Auslöser für eine sehr starke Rally sein, die uns die letzten Monate des Jahres begleiten dürfte.

S&P 500 Tageschart



Unsere Aussagen sind gewagt, das sind wir uns bewusst. Doch machen sie für uns am meisten Sinn weil das technische Bild und unsere makroökonomische Sicht der Dinge zusammenpassen.

Ausserdem

Sollte die Fed tatsächlich eine Kehrtwende machen, wären das keine guten Neuigkeiten für den Dollar, welcher inzwischen stark überkauft ist. Ob es noch dazu reicht, die blaue Trendlinie zu testen (bei 98) wird sich zeigen, aber allzu viel würden wir dieses Jahr, speziell in der zweiten Jahreshälfte nicht auf den Dollar wetten.

US Dollarindex Wochenchart



Source: www.stockcharts.com

Das Spiegelbild des Dollar ist der Euro. Gegenüber dem Dollar ist er so überverkauft wie schon lange nicht mehr. Zudem ist er dabei, den mehrjährigen Abwärtstrend im Bereich von 1.10/1.12 zu testen. Der Euro könnte dieses Jahr positiv überraschen.

Euro/Dollar Wochenchart



Source: www.stockcharts.com

Ähnlich positiv sind wir gegenüber vielen sogenannten Rohstoffwährungen eingestellt. Am Beispiel des AUD ist gut zu erkennen, dass sich im Wochenchart eine starke positive Divergenz ausgebildet hat.

Australian Dollar/US Dollar Wochenchart



Source: www.stockcharts.com

Deshalb erwarten wir auch von den Rohstoffen weiterhin positive Entwicklungen. Kupfer zum Beispiel hat nach dem sehr starken Anstieg zwischen März 2020 und Mai 2021 eine wohlverdiente Pause eingelegt. Wir erwarten, dass diese Konsolidierung bald ein Ende findet und sich der Kursanstieg fortsetzen wird.

Kupfer Wochenchart

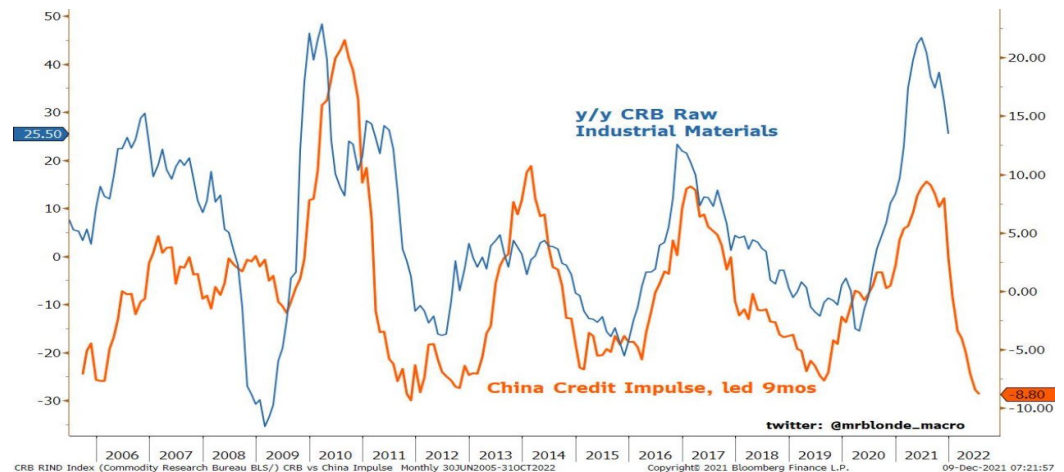


Source: www.stockcharts.com

Für Rohstoffe sprechen neben den Währungen auch die erhöhten Inflationsraten und die von uns erwartete Abschwächung des US-Dollars. Im Sog der Rohstoffe dürften auch Aktien aus dem Rohstoffbereich gut abschneiden. Viele Investoren haben ihr Geld aus solchen Werten abgezogen, um ihr Portfolio ESG-konform zu machen. Doch wie soll die grüne Revolution Wirklichkeit werden ohne Unternehmen, die die dafür benötigten Metalle wie Kupfer, Zink, Aluminium, Nickel, Kobalt oder Platin aus dem Boden holen? Ausserdem haben Rohstoffunternehmen kaum mehr in die Erkundung und die Erschließung neuer Vorkommen investiert. Da die Nachfrage nach Metallen weiter wachsen wird, droht eine Angebotslücke., denn es dauert rund acht Jahre, um ein Minenprojekt an den Markt zu

bringen. Zu guter Letzt sind viele Aktien dieser Unternehmen äusserst attraktiv bewertet. Die Firmen generieren sehr hohe Cashflow-Renditen und bezahlen dazu üppige Dividenden. Positive Signale für Rohstoffe könnten ausserdem aus China kommen. Dann nämlich, wenn China beherzter stimuliert. Bislang hebt sich China nämlich durch eine sehr restriktive Geldpolitik von den westlichen Zentralbanken ab.

China Kreditschöpfung



Das Sentiment gegenüber China und chinesischen Aktien ist so negativ wie schon lange nicht mehr. So etwa hat sich die Marktkapitalisierung von Alibaba auf rund 1/9 derjenigen von Apple reduziert. Über die letzten fünf Jahre bewegte sich dieses Verhältnis bei rund der Hälfte. Es ist durchaus denkbar, dass China angesichts der anstehenden olympischen Spiele und dem 20. Nationalen Parteikongress, bei dem sich Generalsekretär Xi Jinping für fünf weitere Amtsjahre an der Spitze von Staat und Partei bestätigen lassen will, ganz bewusst durchgegriffen hat und eine gut sichtbare Säuberung forciert hat. «Short term pain for long term gain» scheint das Motto in China zu sein, während wir im Westen eher für «Short term gain for long term pain» stehen. Ein starkes Comeback chinesischer Aktien würde uns deshalb nicht überraschen.

Unsere positive Meinung Gold gegenüber haben wir schon wiederholt kundgetan und ausführlich begründet, weshalb wir nicht näher darauf eingehen. Es sei aber zu erwähnen, dass eine Kehrtwende der Fed für Gold äusserst gute Nachrichten wären. Geduld ist gefragt.

Und noch immer erachten wir den Goldminensektor als einen der attraktivsten überhaupt. Die Unternehmen generieren jede Menge freien Cashflow, bezahlen inzwischen attraktive Dividenden, sind praktisch schuldenfrei und wirtschaften so diszipliniert wie seit Jahren nicht mehr.

Fazit

Einmal mehr lag die Fed falsch in ihrer Einschätzung, wonach die erhöhten Inflationsraten nur temporär seien und die Zinsen vor 2023 nicht erhöht werden müssten. Mit der Ankündigung, die Anleihenkäufe nun doch schneller zu beenden und die Zinsen bereits dieses Jahr ein erstes Mal anzuheben, droht den Finanzmärkten ein Liquiditätsentzug, der in den nächsten Monaten zu Turbulenzen führen dürfte. Wir erwarten, dass die Fed dem Druck der Märkte einmal mehr nachgeben und eine Kehrtwende machen wird. Dies dürfte die Aktienmärkte noch einmal richtig beflügeln während der US-Dollar zur Schwäche neigen dürfte. Ein schwächerer US-Dollar sollte sich positiv auf Rohstoffe und Rohstoff-Unternehmen sowie Schwellenländer auswirken. Auch China könnte nach dem katastrophalen letzten Jahr positiv überraschen.

Ein Ende des seit 2009 andauernden Bullenmarktes sehen wir dieses Jahr noch nicht, doch sind wir davon überzeugt, dass wir uns in der letzten Aufwärtswelle befinden und das Ende daher immer näher rückt.

Disclaimer

This document has been prepared by CV Invest Partners AG. It is not considered as financial analysis regarding the SBA directives aimed at guaranteeing independence in financial analysis. As such, these directives do not apply to it. The information contained herein is based on sources believed to be reliable, but no assurance can be given that such information is current, accurate or complete. This document is for information purposes only and shall not be construed as an offer, invitation or solicitation to enter into any particular transaction or trading strategy. This document does not take into account the investment objectives, financial situation or particular needs of any particular investor. Investors should obtain individual financial advice based on their own particular circumstances before making an investment decision on the basis of the recommendations in this document. Opinions and references to prices and yields expressed are subject to change at any time without notice. CV Invest Partners AG may from time to time, on their own behalf or on behalf of third parties, engage in transactions in the financial instruments described herein, take positions with, perform or seek to perform investment banking or other services for any company mentioned herein or any of its parents, subsidiaries and/or affiliates. This document is intended only for the recipient named. It may not be photocopied or otherwise reproduced, or distributed without the prior permission of CV Invest Partners AG. The delivery of this document to any US person shall not be deemed a recommendation of CV Invest Partners AG to effect any transactions in the securities discussed herein or an endorsement of any opinion expressed herein. CV Invest Partners AG may furnish upon request all investment information available to it supporting any recommendations made in this document. This document is not for distribution to Private Customers in the United Kingdom and investments mentioned in this report will not be available to such persons. Email transmission cannot be guaranteed to be secured or error-free as information could be intercepted, corrupted, lost, destroyed, arrive late or incomplete, or contain viruses. The sender does not therefore accept any liability as a result. If you are not the intended recipient of this message, please immediately notify the sender and delete this message. Any disclosure, copy and/or distribution thereof is prohibited.

© 2015, CV Invest Partners AG