



MÄRZ 2021

STANDPUNKT

Schwungradeneffekt



Schwyzer
Kantonalbank

Private Banking

INHALTSVERZEICHNIS

Leitartikel	3
Auf einen Blick	4
Konjunktur	5
Aktien	6
Zinsen	8
Rohstoffe	9
Asset Allocation	10
Marktübersicht	11

Impressum

© SZKB 2021. Alle Rechte vorbehalten.

Herausgeber: Schwyzer Kantonalbank, 6431 Schwyz

Redaktionsschluss: 4. März 2021

Redaktion

Florian Deiss, Thomas Heller, Lorenz Imfeld, Rolf Kuster,
Beat Pfiffner, Philipp Waldvogel, Matthias Wullschlegler

Disclaimer

Diese Publikation wurde einzig zu Informationszwecken erstellt und ist weder ein Angebot noch eine Aufforderung seitens oder im Auftrag der Schwyzer Kantonalbank zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder ähnlichen Anlageinstrumenten oder zur Teilnahme an einer spezifischen Handelsstrategie in irgendeiner Rechtsordnung. Die Informationen in dieser Publikation stammen aus oder basieren auf Quellen, welche die Schwyzer Kantonalbank als zuverlässig erachtet, indes kann keine Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen geleistet werden. Die Publikation enthält keine Empfehlungen rechtlicher Natur oder hinsichtlich Investitionen, Rechnungslegung oder Steuern. Sie stellt auch in keiner Art und Weise eine auf die persönlichen Umstände des Anlegers zugeschnittene oder für diesen eine angemessene Investition oder Strategie oder eine andere an einen bestimmten Anleger gerichtete Empfehlung dar. In der Publikation gegebenenfalls gemachte Verweise auf frühere Entwicklungen stellen keine Indikationen dar für laufende oder zukünftige Entwicklungen und Ereignisse.



SCHWUNGRADEFFEKT

Die geld- und fiskalpolitische Liquiditätsschwemme zur Bewältigung der Coronakrise trifft in diesem Jahr auf eine kräftige Konjunkturbelebung, die sie selber befeuert hat. Das führt zu Inflations Sorgen und Befürchtungen, die Geldpolitik könnte früher als erwartet wieder restriktiver werden (müssen). Vor diesem Hintergrund sind in den vergangenen Wochen die Kapitalmarktrenditen deutlich angestiegen. Schwenkt die Welt nun tatsächlich auf einen nachhaltig höheren Inflationspfad ein?

Die Inflation gleicht manchmal einem Schwungrad, das langsam in Bewegung kommt, schneller wird und schwer zu bremsen ist. Steigen die Preise, steigt die Inflation. Und weil die Inflation steigt, kommt es zu Preiserhöhungen (etwa bei administrierten Preisen oder durch höhere Löhne), was wiederum die Teuerung anheizt. Die Inflation wird dieses Jahr deutlich steigen. Neben der Nachfrageerholung spielen Basis- und Sondereffekte eine wichtige Rolle. Zu Beginn der Coronakrise fielen die Energiepreise in den Keller, heute kostet Öl der Sorte Brent das Dreifache. In Deutschland sorgt etwa die Erhöhung der Mehrwertsteuer für einen Preisanstieg. Die Teuerung könnte in den USA und in Europa auf über 3% steigen. Die Notenbanken werden diesen Anstieg über das 2%-Ziel zulassen. Kann das aus dem Ruder laufen? Ja, kann es, scheint aber vorerst eher unwahrscheinlich.

Es sprechen einige Gründe gegen einen nachhaltigen Teuerungsschub. Erstens wirken die soeben skizzierten Effekte nächstes Jahr in die andere Richtung. Zweitens besteht global ein Kapazitätsüberhang, der die erhöhte Nachfrage absorbieren kann. Selbst wenn es in einzelnen Bereichen derzeit zu Produktions- und Lieferengpässen kommt, wird das nicht für einen signifikanten Anstieg des Preisniveaus sorgen. Die Unternehmen wollen sich nicht aus dem Markt preisen und werden zurückhaltend sein mit Preiserhöhungen. Drittens hat sich der Arbeitsmarkt noch nicht erholt, es besteht wenig Lohndruck. Und schliesslich verstärkt die Coronakrise in gewissen Bereichen auch produktivitätssteigernde Entwicklungen (Stichwort Digitalisierung), was preisdämpfend wirkt.

Die Welt wird also nicht auf einen höheren Inflationspfad einschwenken. Zumindest noch nicht, denn die Saat für einen deutlichen Anstieg der Inflation ist gesät. Kommen dereinst zur ultra-expansiven Geld- und Fiskalpolitik weitere Faktoren hinzu – Vollausslastung, angespannter Arbeitsmarkt, noch höhere Rohstoffpreise –, kann sich dies in einem substanziellen Preisanstieg entladen. Dieses Szenario scheint aber noch einige Zeit entfernt. Der Schwungradeneffekt greift noch nicht.

Thomas Heller
Chief Investment Officer
Leiter Research

UNSER STANDPUNKT

KONJUNKTUR

In den USA hat die Auszahlung der letzten Checks ihre Wirkung in Form höherer Einzelhandelsumsätze gezeigt, wovon auch die Industrie profitiert. Die Impfungen kommen zügig voran und der Weg in Richtung Normalität ist nicht mehr weit. Dazu befindet sich mit dem American Rescue Plan das nächste Konjunkturpaket über USD 1'900 Mrd. in der Pipeline. In der Eurozone sind die konjunkturellen Risiken grösser, weil das Impftempo nach wie vor gering ist. Immerhin läuft die Industrie gut und auch der Konsum hat Aufholpotenzial, sobald gelockert werden kann. In China hat sich das Kreditwachstum jüngst leicht abgeschwächt. An dessen Stelle dürften ein Abbau der Sparquote, private Investitionen und steigende Exporte als Wachstumstreiber das Zepter übernehmen.

ANLAGEKLASSEN	EINSCHÄTZUNG	KOMMENTAR
Anleihen		
Staatsanleihen	↘	Die begonnenen Impfkampagnen sowie die zusätzlichen Fiskalhilfen der neuen US-Regierung lassen die langfristigen Zinsen kontinuierlich anziehen. Ungebremst dürften diese aber nicht steigen. Trotz verbesserter wirtschaftlicher Perspektiven ist der Aufwärtsdruck beschränkt, zumal die Zentralbanken selbst bei einer deutlichen Konjunkturerholung nur einen leichten und vor allem «kontrollierten» Anstieg zulassen würden.
Unternehmensanleihen	→	
Schwellenländeranleihen	→	
Aktien		
Schweiz	→	Nach dem deutlichen Anstieg der Vormonate sind die Aktienindizes durch die steigenden Zinsen gebremst worden. Wir rechnen dadurch aber nicht mit einer anhaltenden Belastung. Dank der Impfstoffe ist eine allmähliche Normalisierung der Wirtschaft realistisch. Die dadurch absehbare Erholung der Unternehmensgewinne spricht auf Sicht der nächsten Monate für leicht steigende Aktienkurse.
Eurozone	→	
Grossbritannien	→	
USA	→	
Japan	→	
Pazifik (ex Japan)	→	
Schwellenländer	→	
Immobilien Schweiz	→	Rekordhohe Bewertungen, steigende Leerstände und womöglich tiefere Ausschüttungen bilden Risikofaktoren bei den Immobilienfonds. Die Ausschüttungsrenditen sind im Vergleich mit den negativen Renditen von Bundesobligationen jedoch noch immer attraktiv und stützen die Kurse.
Rohstoffe		
Öl	→	Angebotsverknappungen, Wetterextreme und Hoffnungen auf eine starke Konjunkturerholung trieben die Ölnotierungen auf das Vor-Corona-Niveau. Weil weitere Preisanstiege die Bereitschaft der OPEC+ zur gemeinsamen Produktionsdrosselung gefährden dürften, halten wir das weitere Aufwärtspotenzial für begrenzt.
Gold	↗	
Angesichts stark gestiegener Inflationserwartungen haben die US-Renditen überraschend zugelegt. Auch die Realrenditen sind dadurch angestiegen und belasten den Goldpreis. Behalten Geld- und Fiskalpolitik ihren expansiven Kurs bei, dürfte das Umfeld aber weiterhin günstig bleiben.		
Währungen vs. CHF		
EUR	↗	Nach der jüngsten Erholung zum Schweizer Franken wird die Luft für den Greenback bereits wieder dünn. Der Dollar bleibt strukturell unter Druck. Angesichts der deutlichen Kursverluste im Vorjahr dürfte der Rückschlag aber nicht zu drastisch ausfallen. Von der konjunkturellen Erholung der Weltwirtschaft dürften vor allem exportsensitive Währungen profitieren. Der Lauf des Euro könnte also noch etwas weitergehen.
USD	↘	

- ↑ Sehr positive Einschätzung der (Sub-)Anlageklasse
- ↗ Positive Einschätzung der (Sub-)Anlageklasse
- Neutrale Einschätzung der (Sub-)Anlageklasse
- ↘ Negative Einschätzung der (Sub-)Anlageklasse
- ↓ Sehr negative Einschätzung der (Sub-)Anlageklasse

PANDEMIE BREMST PREISANSTIEG BEIM WOHNEN

In den letzten Wochen ist das Thema Inflation vermehrt in den Fokus der Anleger gerückt. Angesichts der massiven Stimuli und des gestiegenen Ölpreises fürchtet man sich vor allem in den USA vor Inflation, was noch höhere Zinsen nach sich ziehen könnte. Um die Inflationsentwicklung einschätzen zu können, lohnt sich ein Blick zurück.

Im letzten Jahr ermässigte sich die Teuerung in den USA von 2.3% auf 1.4%. Was waren die Gründe für den Rückgang? Neben dem billigeren Rohöl hatte das Wohnen einen entscheidenden Einfluss, da es mit einem Drittel im Warenkorb das höchste Gewicht hat. Während der Pandemie zogen viele Amerikaner von den Städten aufs Land, was zu einer Entspannung bei den zuvor heissgelaufenen städtischen Wohnpreisen führte. Die Heimarbeit machte diese Entwicklung möglich. Weiter konnte der Preisauftrieb bei medizinischen Dienstleistungen gestoppt werden, weil aufgrund Reiserestriktionen die Telemedizin vermehrt den teuren Arztbesuch überflüssig machte. Nicht überall ging die Teuerung zurück. So wurden z.B. Occasionsautos teurer, weil die coronabedingt tiefere Neuwagenproduktion mit der Nachfrage nicht Schritt halten konnte. Auch in diesem Jahr dürften einige Güter teurer werden, wenn die aufgestaute Nachfrage auf ein begrenztes Angebot trifft. Allerdings könnten die Trends aus der Pandemie (Heimarbeit, Telemedizin) anhalten und die höheren Güter- und Energiepreise abfedern, sodass die Inflation nicht zur Gefahr werden sollte.

USA: Die Checks sind angekommen...

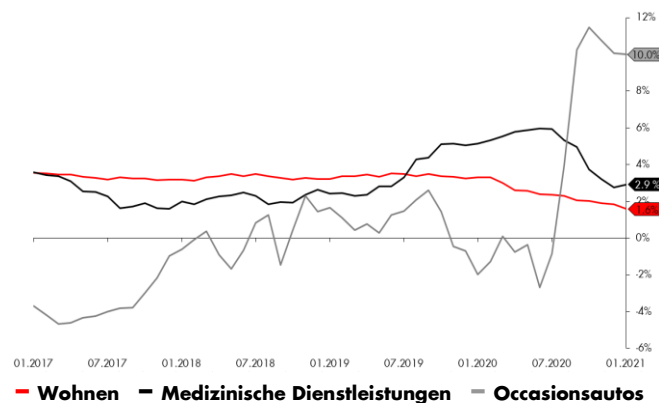
... und die Konsumenten sind bereit, das Geld auch auszugeben, was zu einem breit abgestützten Anstieg der Einzelhandelsumsätze im Januar führte. Die Industrie profitiert von dieser Nachfrage und konnte ihren Expansionskurs im Februar fortsetzen. Im Zuge dessen investieren die Unternehmen kräftig. Wir gehen davon aus, dass das positive Momentum anhält. Die USA kommen mit den Impfungen gut voran, sodass eine Normalisierung in Griffweite liegt. Dazu kommt der American Rescue Plan über etwa USD 1'900 Mrd. mit zusätzlichen Checks für Privatpersonen, einer Verlängerung der Arbeitslosenunterstützung bis Ende August und Krediten für Unternehmen. Die USA sind damit auf gutem Weg das Vorkrisenniveau bereits Ende Jahr zu erreichen.

Eurozone: Restriktionen bremsen

In der Eurozone kommen die Impfungen nur schleppend voran und Virusmutationen bereiten Sorgen. Die Restriktionen müssen aufrechterhalten werden, worunter der Dienstleistungssektor leidet. Die Industrie ist davon weniger betroffen und kann die Erholung fortsetzen. Für die Gesamtwirtschaft bleibt unser Szenario eines schwachen ersten Quartals bestehen. Die Lage ist allerdings weitaus besser als vor Jahresfrist und der Konsum dürfte bei Öffnungen sofort nach oben schnellen. Hinzu kommen die Effekte des European Recovery Fund über EUR 750 Mrd., der ab Mitte Jahr Wachstumsimpulse liefern dürfte. Die grössten Profiteure davon sind Italien und Spanien, wo die Wirtschaft überdurchschnittlich in Mitleidenschaft gezogen wurde.

Teuerungs-Indizes USA

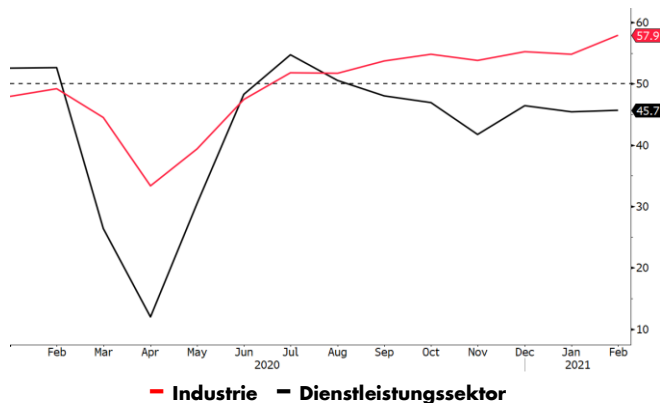
(01.2017 bis 01.2021; gegenüber Vorjahr)



Quelle: Bloomberg, SZKB

PMI Eurozone: Industriesektor läuft gut

(01.2020 bis 02.2021)



Quelle: Bloomberg, SZKB

DAS ZINSGESPENST GEHT UM

Die Obligationenzinsen sind zuletzt deutlich angestiegen. Ist das ein Grund zur Sorge für Aktienanleger? Vorläufig kaum. Denn weder die Inflationsaussichten noch die Geldpolitik sprechen für einen anhaltenden Zinsanstieg. Ändern könnte sich das gegen Ende Jahr.

Das Zinsgespenst geht um an den Aktienmärkten: Mitte Februar haben höhere US-Zinsen den Anstieg der Aktienindizes vorerst gebremst (vgl. Abb.). Der wachsende Konjunkturoptimismus hat dazu geführt, dass an den Märkten mit rascheren Leitzinserhöhungen gerechnet wird als bisher. Prominente Ökonomen warnen gar, dass die geplanten Fiskalstimuli von US-Präsident Biden zu viel des Guten sind und zu einer Überhitzung der Wirtschaft führen werden. Deshalb wird mit Spannung verfolgt, ob der Kongress die umfangreichen Ausgabenpläne noch reduziert. Eine erste Entscheidung fällt in diesen Wochen, wenn der Senat das grosszügige Corona-Hilfspaket der Regierung behandelt. Eine zweite folgt in den nächsten Monaten, wenn das Parlament über umfangreiche Infrastrukturprogramme entscheidet.

Übertriebene Zinsängste

Bidens Vorschläge werden womöglich noch zurechtgestutzt und wir gehen nicht davon aus, dass die Konjunktur überschäumt und es zu einem besorgniserregenden Inflationsdruck kommt (vgl. Seite 5). Denn Überkapazitäten, technologischer Fortschritt und Konkurrenzdruck durch die Globalisierung halten die Inflation mittelfristig im Zaum. Entspre-

chend dürften auch die Leitzinserwartungen und die Langfristzinsen in den nächsten Monaten nicht deutlich weiter steigen (vgl. Seite 8).

Die Finanzmärkte scheinen insbesondere der Zentralbankpolitik etwas gar weit vorausgeeilt. Denn die Fed sendet keinerlei Signale für einen restriktiveren Kurs, sondern spielt Inflationsängste eher herunter. Die EZB könnte als Reaktion auf den Renditeanstieg sogar noch expansiver werden, wie jüngst mehrere ihrer Vertreter durchblicken liessen. Somit dürfte das Zinsumfeld auf Sicht der nächsten Monate konstruktiv für Aktien sein.

Gewinnerholung dank Impfungen

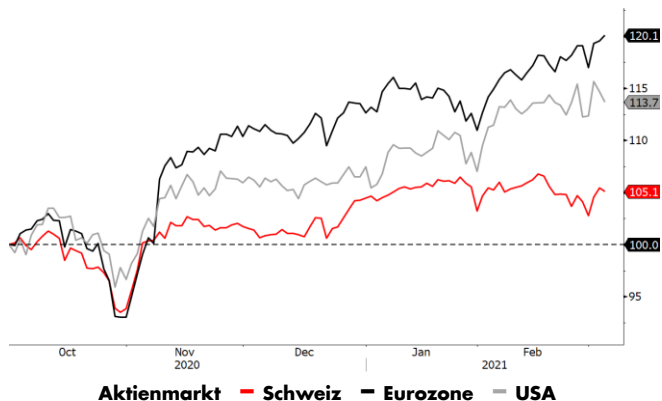
Auch die Gewinnaussichten sind intakt: Die Erwartungen für eine deutliche Erholung der Unternehmensergebnisse scheinen realistisch, denn dank den Impfkampagnen sollte sich das wirtschaftliche Leben bis im Herbst weitgehend normalisieren. Gegen einige Varianten des Virus schützen die Impfstoffe zwar schlechter, doch sie sind keineswegs wirkungslos. Und weil die modernen Vakzine innerhalb von ca. zwei Monaten angepasst werden können, dürften auch künftige Mutationen die Normalisierung nicht allzu sehr verzögern.

Bewertungen in etwa angemessen

Die erwartete Gewinnerholung ist bereits zu einem ansehnlichen Teil in den Kursen eingepreist. Dies schlägt sich nieder in recht hohen Bewertungen: Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) für den europäischen Gesamtmarkt beträgt

Aktien von Zinsanstieg gebremst

(01.10.2020 bis 04.03.2021; Total Return in CHF; indexiert auf 100)



Quelle: Bloomberg, SZKB

Aktienmarkt Europa mit hohem KGV

(01.01.2006 bis 04.03.2021)



Quelle: Bloomberg, SZKB

ungefähr 15 - und das unter Verwendung der geschätzten Gewinne für das nächste Jahr, in denen kaum mehr Corona-Effekte enthalten sind. Dieses KGV ist im historischen Vergleich recht hoch (vgl. Abb. Seite 6 rechts).

Relativiert wird es aber, wenn berücksichtigt wird, wie tief Obligationen - die wichtigste Alternative zu Aktien - rentieren. So beträgt die Gewinnrendite des MSCI Weltaktienindex 3.5% (unter der Annahme, dass die Gewinne der Unternehmen im Index das durchschnittliche Niveau der letzten 10 Jahre erreichen). Im Vergleich zur Rendite von 10-jährigen amerikanischen Staatsanleihen von rund 1.5% ist dies immer noch recht attraktiv (vgl. Abb.) - trotz des jüngsten Zinsanstiegs.

Einige Kommentatoren stören sich daran, dass in den USA die erwartete Dividendenrendite des breiten Marktes nur noch minim höher ist als der Zins von 10-jährigen Staatsanleihen und befürchten deswegen einen Rückschlag der Aktienkurse. Allerdings war dies auch 2013/2014 und von 2016 bis 2019 der Fall, ohne dass es die Aktienkurse belastet hätte (vgl. Abb. rechts).

Verschlaufpause für Defensive

Insgesamt treffen also leicht erhöhte Bewertungen auf gute Gewinnaussichten und unsere Erwartung, dass die Zinsen vorderhand nicht mehr weiter steigen. Dies spricht auf Sicht der nächsten Monate für leicht höhere Aktienkurse. Dank einer Entspannung an der «Zinsfront» dürften sich auch Aktien, welche besonders unter dem Zinsanstieg der letzten Wochen gelitten haben, erholen. Dazu gehören vor allem

defensive Qualitätstitel, deren Funktion als Bondersatz jüngst wenig gefragt war.

Und wenn die Zinsen doch weiter steigen?

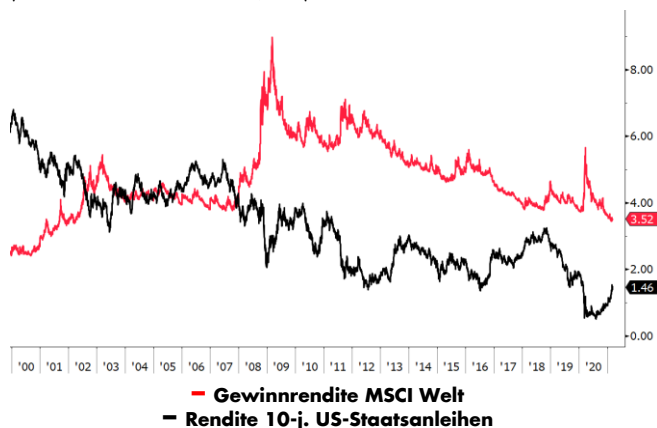
Doch was, wenn der Renditeanstieg weitergeht? In diesem Fall hängt vieles davon ab, warum die Zinsen ansteigen: Wenn es vorwiegend wegen einer überraschend starken Konjunktur geschieht, gehen damit bessere Gewinnaussichten einher, und die Belastung für die Aktienmärkte ist gering. In diesem Falle sind zyklische Unternehmen (z.B. Autohersteller oder Banken) gegenüber defensiven wie z.B. Nahrungsmittelherstellern zu bevorzugen.

Wenn die Zinsen hingegen vor allem deshalb steigen, weil die Zentralbanken auf einen restriktiveren Kurs einschwenken, belastet dies Aktien ein wenig. Normalerweise hält sich der Kursrückgang aufgrund einer restriktiveren Geldpolitik in Grenzen, solange die Gewinnaussichten intakt sind. Weil aber ein ansehnlicher Teil des Kursanstiegs der vergangenen Monate und Jahre auf die ultra-lockere Geldpolitik zurückzuführen war, könnte der negative Effekt diesmal etwas grösser sein.

Doch noch sind solche Szenarien wenig wahrscheinlich. Die Fed wird wohl erst dann einen geldpolitischen Kurswechsel signalisieren, wenn die Corona-bedingten Belastungen deutlich nachgelassen haben. Dies könnte im vierten Quartal der Fall sein. Bis kurz davor könnte das Zinsgespenst zwar immer wieder für etwas Unruhe sorgen, dürfte aber kaum real werden.

Gewinnrendite von Aktien deutlich über Obli-Zins

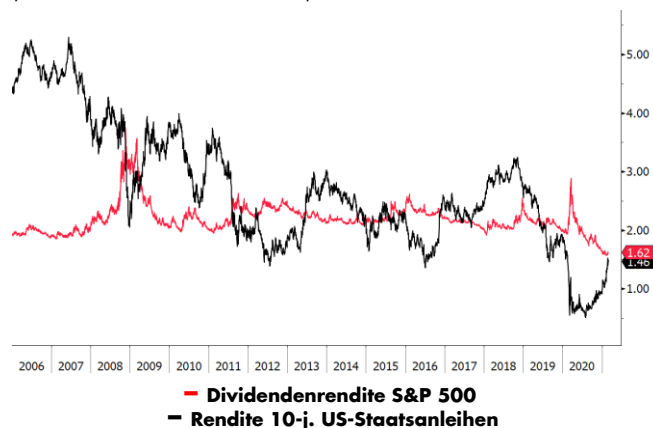
(01.01.1997 bis 04.03.2021; in %)



Quelle: Bloomberg, SZKB

USA: Dividendenrendite knapp über Obli-Zins

(01.01.2006 bis 04.03.2021; in %)



Quelle: Bloomberg, SZKB

ZINSANSTIEG FORDERT NOTENBANKEN HERAUS

Die Eindämmung der Pandemie und die Aussicht auf eine Konjunkturbelebung sowie steigende Inflationserwartungen haben die Langfristzinsen weiter nach oben getrieben. Während die Nervosität bei Investoren risikobehafteter Anlagen steigt, lässt sich die Fed angesichts der Reflationsfantasien nicht viel anmerken.

Die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen war seit Anfang Jahr zwischenzeitlich um mehr als 60 Basispunkte auf über 1.5% gestiegen und damit über die Höchststände während den pandemiebedingten Marktverwerfungen im März 2020 geklettert. Deutlich angezogen haben auch die Renditen 10-jähriger deutscher und Schweizer Staatsanleihen (vgl. Abb.). Hinter dem zügigen Zinsanstieg stecken vor allem die stark gestiegenen Inflationserwartungen in den USA. Diese werden genährt durch die fortschreitenden Impfungen, sinkende Infektionszahlen, überzeugende Konjunkturdaten sowie das bis zu USD 1.9 Bio. schwere US-Fiskalpaket. Zusätzlichen Schub erhielten die Renditen jüngst aufgrund technischer Faktoren und scheinbar weniger aufgrund der Fortsetzung des Reflationstrends. Einer dieser Faktoren war die überaus enttäuschend tiefe Nachfrage bei der Emission 7-jähriger US-Treasuries.

Zentralbanken halten Zügel weiter locker

Fed-Chef Jerome Powell versuchte die hinter dem deutlichen Renditeanstieg stehenden Inflationssängste zu dämpfen. Er signalisierte, dass die US-Notenbank weiterhin an ihrer ex-

pansiven Geldpolitik festhalten werde, um die Konjunktur zu stützen. Seiner Ansicht nach sei ein bevorstehender Inflationsanstieg nur vorübergehend und nicht als nachhaltig anzusehen. Das im letzten Jahr neu definierte durchschnittliche Inflationsziel erhöht die Glaubwürdigkeit der Fed, dass sie einen Preisauftrieb tatsächlich ignorieren und ihre lockere Geldpolitik fortsetzen dürfte.

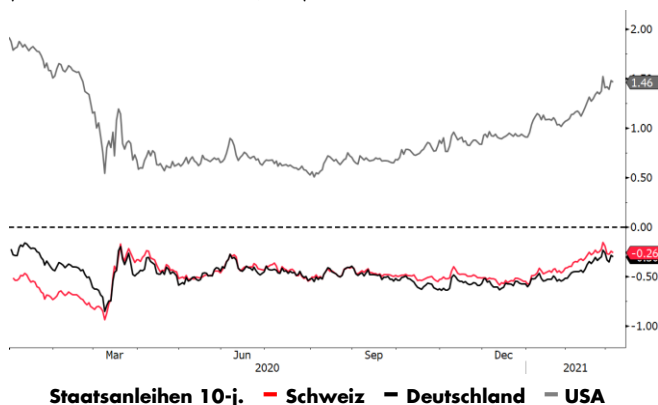
Mehr besorgt zeigt sich die EZB gegenüber dem deutlichen Zinsanstieg und beobachtet die Entwicklung der langfristigen Anleihenrenditen genau. Sie befürchtet, dass höhere Zinsen womöglich höhere Kreditkosten für Staaten, Unternehmen und Haushalte zur Folge haben könnten und dadurch die erhoffte Konjunkturerholung gleich wieder abgewürgt wird. Entsprechend wies die EZB darauf hin, dass ihr EUR 1.85 Bio. grosses Pandemie-Notfall-Kaufprogramm (PEPP) noch über reichlich geldpolitische Munition verfüge.

Noch etwas Luft nach oben

Gemessen an der Höhe der historischen Renditedifferenz zwischen dem langen und kurzen Ende der US-Zinskurve (vgl. Abb.) könnten die Langfristzinsen durchaus noch weiter ansteigen. Die Reflationsdebatte scheint jedoch schon weit fortgeschritten zu sein und dürfte das Aufwärtspotenzial limitieren. Ausserdem werden die Zentralbanken einem unkontrollierten Anstieg der langfristigen Renditen kaum tatenlos zusehen. Dabei besteht aber das Risiko, dass die Notenbanken bei einer weiteren Ausdehnung ihrer expansiven Geldpolitik die Inflationserwartungen nur noch mehr befeuern und der Aufwärtsdruck erst recht anhält.

Starker Anstieg der Langfristzinsen

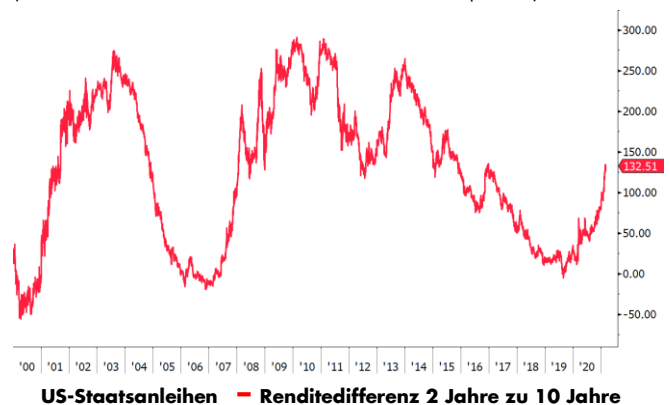
(31.12.2019 bis 04.03.2021; in %)



Quelle: Bloomberg, SZKB

US-Zinskurve wird steiler

(01.01.2000 bis 04.03.2021; Renditedifferenz in Basispunkten)



Quelle: Bloomberg, SZKB

EIN JAHR SPÄTER IST ALLES ANDERS

Zyklische Rohstoffe wie Energieträger und viele Industriemetalle sind derzeit so teuer wie lange nicht mehr. Es gibt aber Anhaltspunkte dafür, dass die Rallye für einige von ihnen nicht nachhaltig sein dürfte. Edelmetalle sind bei Anlegern derzeit weniger gesucht, der Goldpreis zeigt sich schwach.

Vor ziemlich genau einem Jahr begann die Pandemie, die Welt in ihren Würgegriff zu nehmen. Flugzeuge blieben am Boden, Angestellte zu Hause und zahlreiche Fabriken geschlossen. Der globale Energiebedarf reduzierte sich drastisch und mit ihm der Ölpreis. Gleichzeitig flüchteten Anleger in sichere Häfen, die Zinsen fielen in den Keller und der Goldpreis begann seinen steilen Anstieg auf erstmals über USD 2'000 je Unze. Ein Jahr später haben sich die Vorzeichen jeweils umgekehrt. Während der Goldpreis zuletzt auf USD 1'720 gefallen ist, erreichen die Preise für Öl und auch einige Industriemetalle Höchststände.

Gold und Inflation: Zuviel des Guten

Ironischerweise leidet der Goldpreis darunter, dass sein Umfeld nicht nur gut, sondern fast zu gut ist. Namentlich sind es die Inflationserwartungen, die in den vergangenen Monaten rasant in die Höhe geschneit sind. Zwar haben Goldanleger genau das erwartet, die hohen Inflationserwartungen trieben aber auch die langfristigen US-Nominalzinsen in die Höhe (vgl. Seite 8). So sind auch die Realzinsen in den vergangenen Wochen spürbar angestiegen, wodurch

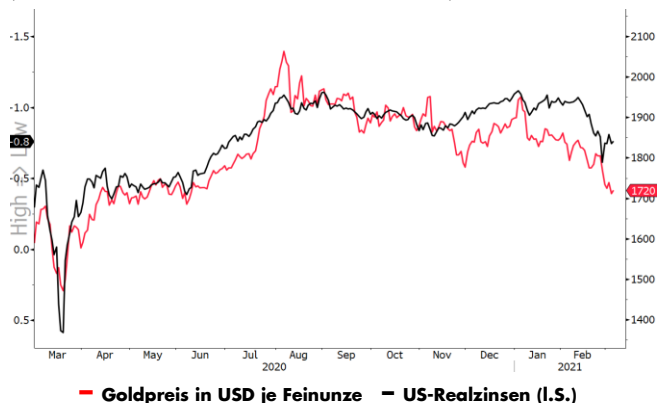
das ertragslose Gold weniger attraktiv erscheint (vgl. Abb. links). Ob es zu einem Anstieg der tatsächlich gemessenen Inflation kommen wird, ist noch nicht absehbar. Angesichts der anziehenden Konjunktur und der weiterhin riesigen geld- und fiskalpolitischen Massnahmen scheint das längerfristige Umfeld für Gold aber weiter attraktiv. Denn die Nominalzinsen dürften in Anbetracht gigantischer Verschuldungsquoten gedeckelt sein.

Zyklische Rohstoffe: Spreu und Weizen

Besagtes Anziehen der Konjunktur treibt auch die Preise zyklischer Rohstoffe in die Höhe. Kupfer und Nickel waren im Februar so teuer wie zuletzt vor zehn Jahren und der Ölpreis erreichte sein Vor-Corona-Niveau (vgl. Abb.). Der Anstieg der Industriemetallnotierungen scheint jedoch wenig nachhaltig. Anfangs war er zwar noch der starken chinesischen Konjunkturerholung geschuldet, zuletzt waren aber staatliche Vorratskäufe und Spekulation massgebliche Treiber. Die Nachfrage der chinesischen Industrie ist seit Wochen rückläufig. Anders ist es im Fall des Rohöls. Die Extremwetterphase in den USA hat einen weiteren Rückgang der Lagerbestände begünstigt, gleichzeitig wird eine Nachfragenormalisierung bis zum Jahresende erwartet. Angesichts der weiterhin tiefen US-Produktion scheint das erhöhte Ölpreisniveau vorerst gerechtfertigt. Auch haben die OPEC und ihre Partner damit wieder an Bedeutung gewonnen. Bei höheren Notierungen dürften einige ihrer Mitglieder ihre Produktion jedoch erhöhen wollen. Für den Ölpreis ergibt sich daraus eine Begrenzung des Aufwärtspotenzials.

Realzinsanstieg belastet den Goldpreis

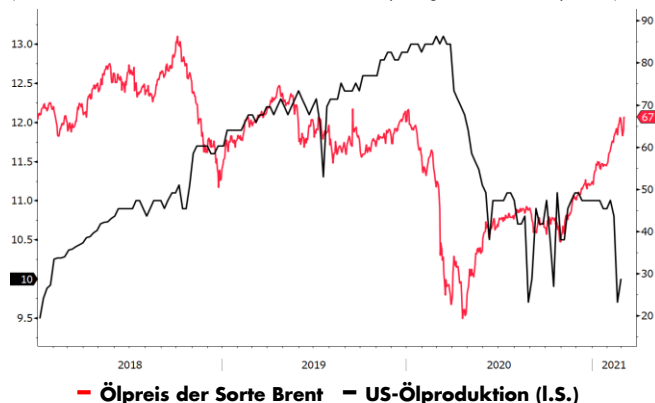
(01.03.2020 bis 04.03.2021; Realzinsen invers in %)



Quelle: Bloomberg, SZKB

Ölpreisanstieg auf solidem Fundament

(01.01.2018 bis 04.03.2021; in Mio. Fässer je Tag, bzw. in USD je Fass)



Quelle: Bloomberg, SZKB

ASSET ALLOCATION

	--	-	=	+	++	VORMONAT
Cash			■			=
Anleihen		■	■			-
Staatsanleihen	■	■	■			--
Unternehmensanleihen				■		+
Schwellenländeranleihen				■		+
Aktien			■			=
Schweiz			■			=
Eurozone			■			=
Grossbritannien			■			=
USA			■			=
Japan			■			=
Pazifik (ex Japan)			■			=
Schwellenländer			■			=
Global Small Caps			■			=
Immobilien Schweiz			■			=
Alternative Anlagen*			■	■		+

* Private Equity, versicherungsbasierte Anlagen, erstrangig besicherte Unternehmenskredite, Hedge Funds, Gold

- ++ / + Übergewichtung der (Sub-)Anlageklasse
- = Neutrale Gewichtung der (Sub-)Anlageklasse
- / -- Untergewichtung der (Sub-)Anlageklasse

Die Aktienmärkte waren zuletzt etwas volatil. Aufgrund der hohen Kurs- und Bewertungsniveaus bleiben sie anfällig auf negative Überraschungen, sind aber gewissermassen «alternativlos». Wir halten deshalb in den Portfolios an unserer neutralen Aktiengewichtung fest.

Der jüngste Anstieg der Zinsen könnte sich noch etwas fortsetzen und zu weiteren Kursverlusten bei Obligationen führen. Wir bleiben in unseren Portfolios bei Staatsanleihen klar untergewichtet und bevorzugen Unternehmensanleihen mit guter Qualität.

Rekordhohe Bewertungen, steigende Leerstände und womöglich tiefere Ausschüttungen bilden Risikofaktoren bei den Immobilienfonds. Die Ausschüttungsrenditen sind im Vergleich mit den nach wie vor negativen Renditen von Bundesobligationen jedoch noch immer attraktiv und stützen die Kurse. Immobilienanlagen bleiben im aktuellen Umfeld zudem ein wichtiger Portfolio-Diversifikator und entsprechend neutral gewichtet.

Bei den Alternativen Anlagen bauen wir Unternehmenskredite (Senior Secured Loans, SSL) wieder auf, die wir zu Beginn der Coronakrise reduziert hatten. SSL hatten vergangenes Jahr einige Ausfälle zu verzeichnen, in den letzten Monaten hat sich die Situation aber wieder beruhigt. SSL gewähren aufgrund der variablen Verzinsung einen Schutz gegen steigende Zinsen. Zudem bieten sie eine aus Portfolio-sicht interessante Schuldnerdiversifikation zu den Kreditrisiken im traditionellen Obligationensegment.

Der Aufbau von SSL geht zulasten von versicherungsbasierten Anlagen, die nun wieder neutral gewichtet sind. Ausserdem halten wir an unserer Gold-Position fest, die zuletzt etwas unter Druck gekommen ist.

MARKTÜBERSICHT PER 28.02.2021

AKTIEN/IMMOBILIEN	Performance in % in Lokalwährung	
	FEBRUAR	2021
Aktien Schweiz	-0.4	-1.5
Aktien Eurozone	+4.6	+2.6
Aktien Grossbritannien	+1.8	+1.0
Aktien Deutschland	+2.6	+0.5
Aktien USA	+2.8	+1.7
Aktien Japan	+3.1	+3.3
Immobilien-Fonds CH	+1.6	-2.0

ZINSEN	Veränderung in Basispunkten		
	STAND	FEBRUAR	2021
Schweiz 10j Swap	0.09%	+31	+37
Eurozone 10j Swap	0.05%	+23	+31
USA 10j Swap	1.47%	+36	+54
UK 10j Swap	1.00%	+46	+60
Japan 10j Swap	0.18%	+11	+13
CHF Overnight SARON	-0.73%	-0	+0
EUR Overnight ESTR	-0.57%	-0	+2
USD Overnight SOFR	0.01%	-5	-6

ROHSTOFFE	Performance in %		
	STAND	FEBRUAR	2021
Öl Brent in USD	66.1	+17.5	+24.4
Gold Unze in USD	1'734.0	-6.1	-8.7
Gold kg in CHF	50'666.0	-4.3	-6.2
Industriemetalle in USD	146.2	+10.1	+10.1
Agrarrohstoffe in USD	52.2	+3.7	+8.7

WÄHRUNGEN	Performance in %		
	STAND	FEBRUAR	2021
EUR in CHF	1.10	+1.5	+1.5
USD in CHF	0.91	+2.0	+2.6
GBP in CHF	1.27	+3.7	+4.6
JPY in CHF	0.85	+0.2	-0.5
EUR in USD	1.21	-0.5	-1.2

Quelle: Bloomberg, SZKB

Aktien

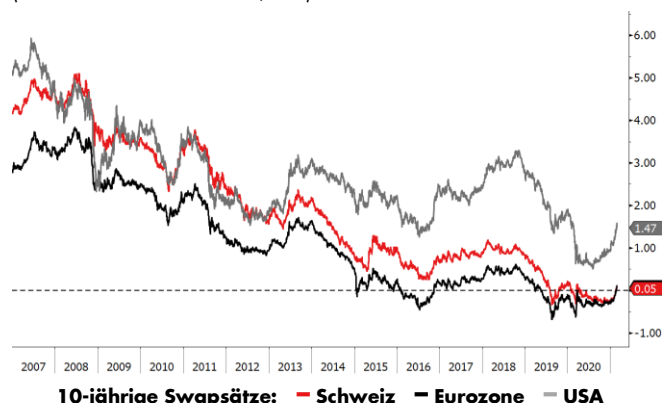
(01.01.2007 bis 28.02.2021; indiziert auf 100; in Lokalwährung)



Quelle: Bloomberg, SZKB

Zinsen

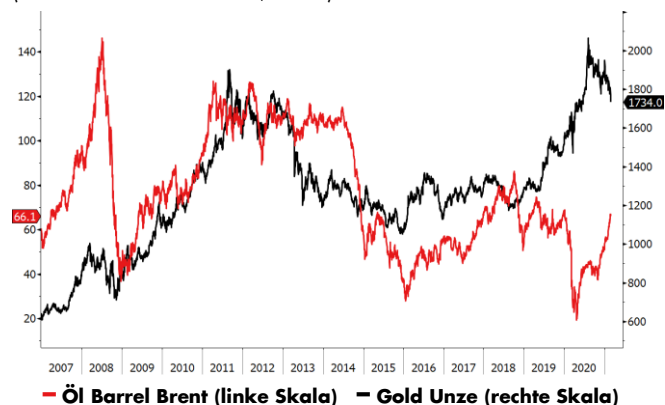
(01.01.2007 bis 28.02.2021; in %)



Quelle: Bloomberg, SZKB

Rohstoffe

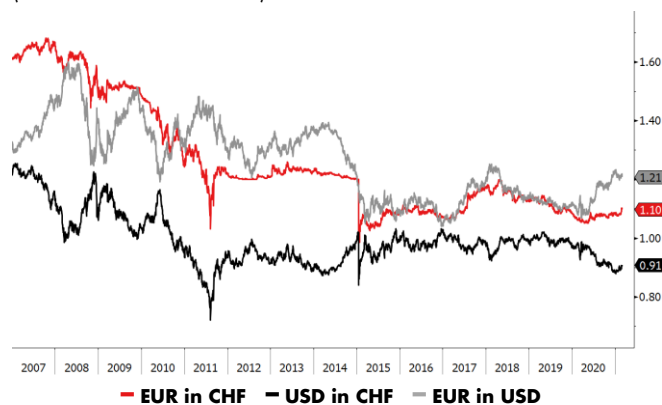
(01.01.2007 bis 28.02.2021; in USD)



Quelle: Bloomberg, SZKB

Währungen

(01.01.2007 bis 28.02.2021)



Quelle: Bloomberg, SZKB

Schwyzer Kantonalbank

Private Banking Schwyz
Bahnhofstrasse 3
6430 Schwyz
+41 58 800 28 00

Private Banking Pfäffikon
Bahnhofstrasse 6
8808 Pfäffikon
+41 58 800 29 00