

AquilaMonitor



sensus**PLUS**

**Unabhängig, diszipliniert, transparent.
Und eine Spur persönlicher.**

Juli 2021

Inhalt:

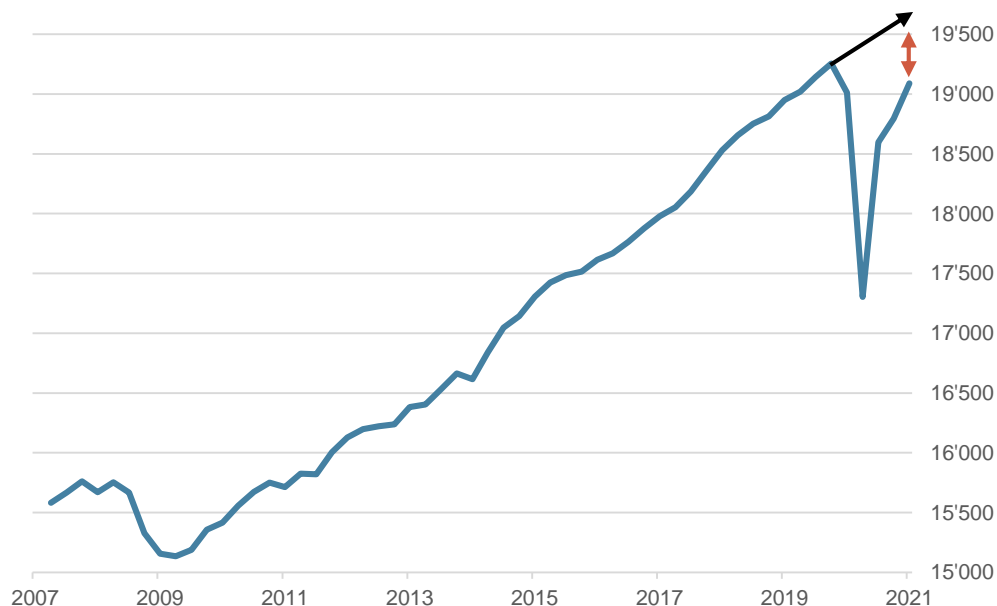
Executive Summary | Makroökonomische Beurteilung | Anlageklassen | Anlagestrategie 3. Quartal 2021



Executive Summary

- Wir erwarten für 2021 ein Weltwirtschaftswachstum von rund 5.0%.
- Die ultraexpansive Geldpolitik hatte während des durch die Lockdowns erzwungenen Kollapses der Geldumlaufgeschwindigkeit keine inflationäre Wirkung.
- Mit der Öffnung der Wirtschaft können Konsumenten auch im Dienstleistungsbereich wieder sinnvoll Geld ausgeben, wodurch sich die Geldumlaufgeschwindigkeit tendenziell erhöht. Dadurch sind die Inflationsrisiken angestiegen.
- Die FED hat begonnen, die Marktteilnehmer auf eine leicht weniger expansive Geldpolitik vorzubereiten.
- Die FED passt ihre Inflationserwartungen an und beginnt über das «Tapering» zu diskutieren. Der Offenmarktausschuss sieht die erste Zinserhöhung bereits im Jahr 2023 (statt 2024).
- Die Aktienmärkte erleben ein Wechselbad der Gefühle, bleiben aber widerstandskräftig.
- Der USD legt zu, bleibt aber in seiner Handelsspanne.
- Die Edelmetallpreise haben stark korrigiert, da die Realrenditen angezogen haben.

USA: reales Bruttoinlandprodukt, seit 2007 in Mrd. USD



Wirtschaftliche Normalisierung: Wo stehen wir?

- Die Grafik links zeigt die Entwicklung des realen Bruttoinlandproduktes der USA seit 2007 in Mia. USD. Die Covid-Pandemie verursachte einen wesentlich dramatischeren Wirtschaftseinbruch als die grosse Finanzkrise 2007/2008.
- Die Wirtschaftspolitik reagierte mit noch nie dagewesenen aggressiven Geld- und Fiskalstimuli. So wurde bereits Mitte 2020, rund ein halbes Jahr nach Ausbruch der Pandemie, der wirtschaftliche Tiefpunkt erreicht.
- Seit Juni 2020 erholt sich die Wirtschaft von einem extrem tiefen Plateau V-förmig mit leicht nachlassender Wachstumsdynamik.
- Die sogenannte «Produktionslücke» zwischen Potentialwachstum (siehe schwarzer Pfeil) und aktueller Wirtschaftsleistung bleibt aus heutiger Sicht trotz V-förmiger Erholung «hoch» (siehe oranger Pfeil).
- Bei einem Blick rein auf die (prozentualen) Wachstumsraten gehen jedoch wichtige Informationen verloren. Stellen Sie sich vor, Sie bekommen eine Gehaltserhöhung von 100%. Sind Sie zufrieden? Das können Sie erst beantworten, wenn Sie die Niveauinformation haben. Beträgt ihr Anfangsgehalt 1 Schweizer Franken werden Sie immer noch unzufrieden sein, es sei denn, Sie schauen wirklich nur auf die Wachstumsrate.
- Bis zur vollständigen „Normalisierung“ der Wirtschaftsleistung und des Arbeitsmarktes muss noch ein weiter Weg zurückgelegt werden.

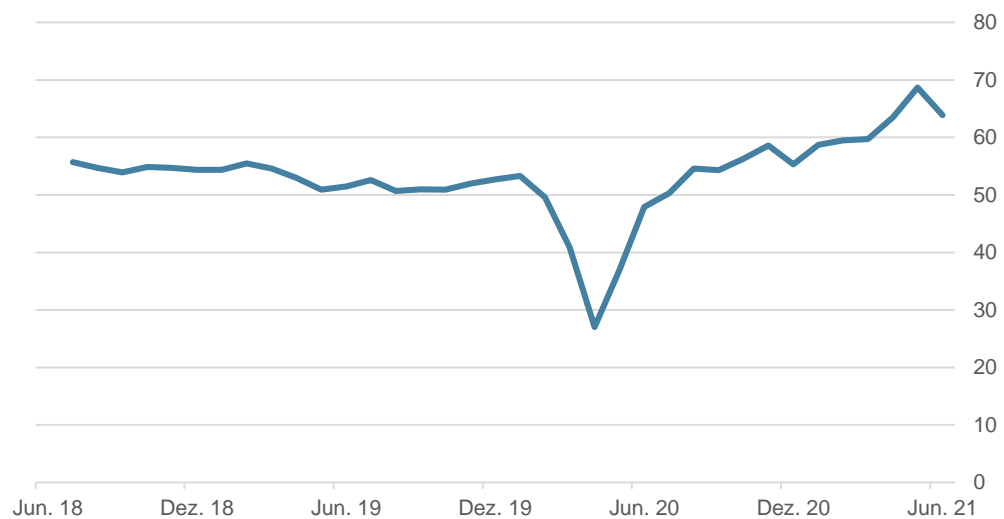
Quelle: Refinitiv, Thomson Reuters Datastream

Konjunktur

Euroland: Einkaufsmanagerindex Composite, 3 Jahre



USA: Einkaufsmanagerindex Composite, 3 Jahre



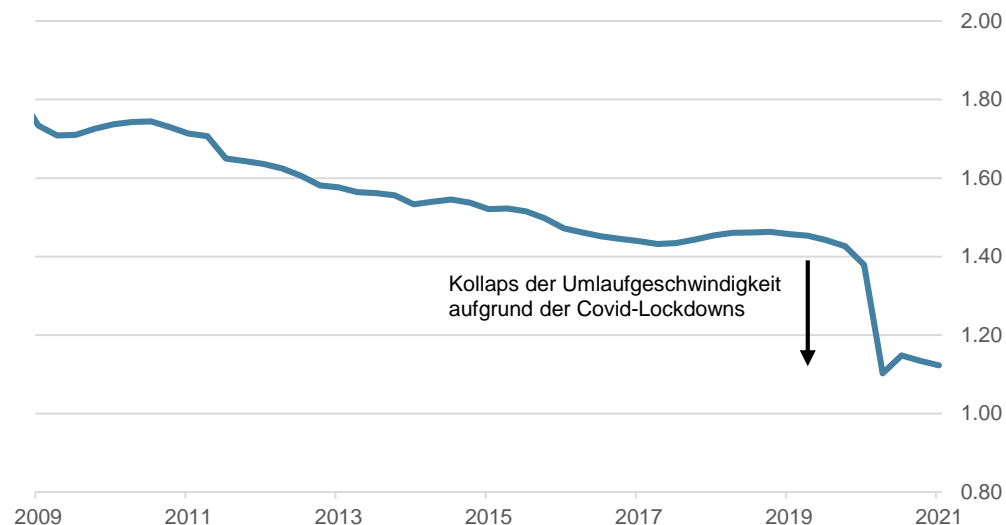
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

V-förmige Wirtschaftserholung dank Stimuli ist nicht kostenlos

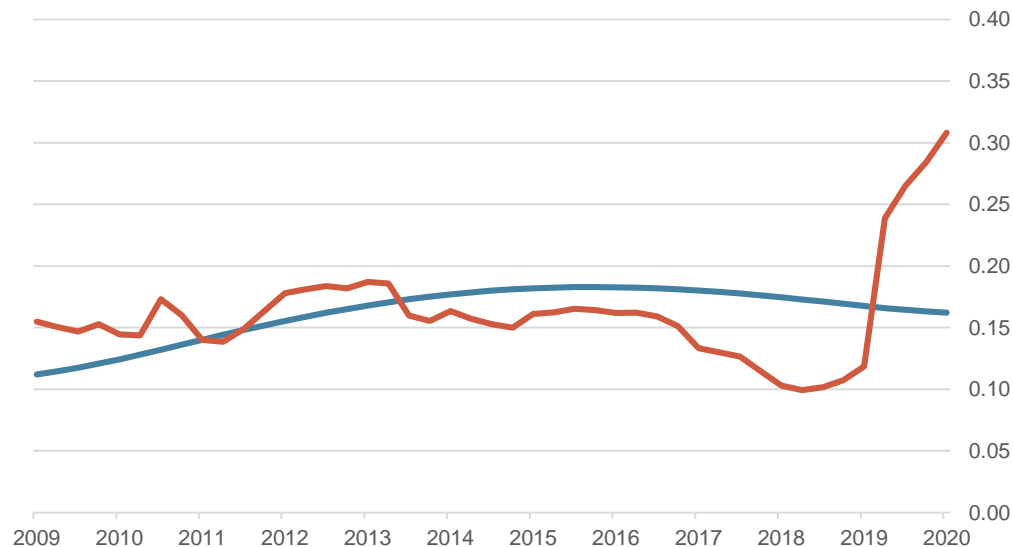
- Wir erwarten für 2021 ein Weltwirtschaftswachstum von +5.0%. USA: +5%, EU: +3.5%, Japan: +2.5%, China: 8%, UK: +5.5%, Schweiz +3%.
- Das geplante Infrastrukturpaket von Präsident Biden stösst auch innerhalb der demokratischen Partei, insbesondere bei gemässigten Senatoren, auf Widerstand. Die Realisierungswahrscheinlichkeit des noch vor ein paar Wochen angekündigten Pakets über 2.2 Billionen US-Dollar sind aktuell eher tief.
- Wir befürchten, dass die ökonomische Aufholjagd innerhalb von 2-3 Quartalen in Schwierigkeiten kommen könnte.
- Noch nie wurde in Friedenszeiten so stark fiskalisch und monetär stimuliert wie in 2020 und 2021. Dadurch gelang es, trotz Lockdowns beeindruckend hohe Wachstumsraten zu generieren. Als Grundregel auf diesem Planeten gilt: „there is no free lunch - es gibt nichts kostenlos“.
- Der Gesamtpreis, der für diese, in dieser Form einmaligen Stimuli bezahlt werden muss, ist bis jetzt immer noch unklar. Es deuten sich jedoch folgende Preiskomponenten ab:
 - Die hohen Wachstumsraten der Geldmengen weltweit führen zu einem weltweiten Anstieg der Inflationsraten, da die Geldumlaufgeschwindigkeiten mit Öffnungen der Wirtschaft nicht mehr weiter sinken wird, während die Zentralbankbilanzen und die Geldmengenaggregate weiterhin zweistellig wachsen.
 - Die Überschuldungsproblematik hat sich weltweit deutlich verschärft. Da die Schuldenpyramide noch wackliger geworden ist, ist die Notwendigkeit einer Umverteilung von Vermögen zu Lasten der Gläubiger und zu Gunsten der Schuldner noch stärker als während der globalen Finanzkrise 2007.
 - Die jahrzehntelange «Manipulation» der Zinsen hat erhebliche «Moral Hazard» Probleme, nicht zuletzt starke Anreize sich zu überschulden, geschaffen.
 - Die Nullzinspolitik hat verhindert, dass unwirtschaftliches ökonomisches Verhalten und die Träger dieses Verhaltens ausselektiert werden. Logischerweise ist dadurch die wirtschaftliche Effizienz und das Wachstum der (Arbeits-) Produktivität und das Potentialwachstum stark gesunken.
- Es ist unklar, ob der Ausstieg aus der ultraexpansiven Fiskal- und Geldpolitik in den nächsten Quartalen trotz Ankündigung überhaupt versucht wird. Wird der Ausstieg angestrebt, ist es wahrscheinlich, dass er nicht gelingen wird.

Geldpolitik

USA: Geldumlaufgeschwindigkeit M2, seit 2009



Mit 2% Inflationsziel kompatibles Geldmengenwachstum USA



Quelle: Bloomberg Finance L.P., eigene Berechnungen

Steigende Inflationsraten lösen Diskussion um frühere Zinserhöhungen aus

- Die sehr starke Geldmengenausweitung während der Pandemie ohne Inflation zu generieren war nur möglich, weil die Geldumlaufgeschwindigkeit kollabierte. Ein Grossteil des neu geschaffenen Geldes floss in die Finanzmärkte und wurde angestapelt.
- Eine hartnäckige Inflation ist immer ein monetäres Phänomen. Flaschenhalsinflation (Mikrochips) ist immer nur ein kurzfristiges Problem. Deshalb sollten sich Anleger nicht von Zentralbankstatements verwirren lassen, die eine hohe Inflationsrate auf andere Faktoren abschieben wollen (hoher Ölpreis etc.).
- Die Grafik unten zeigt die McCallum Rule: wie hoch darf das Geldmengenwachstum sein, damit es mit einem Inflationsziel von 2% vereinbar ist? In Orange (blau) sieht man, die Wachstumsrate des Geldes, die bei realisiertem Realwachstum (Trendwachstum) und realisierter Änderung (Trendänderung) der Umlaufgeschwindigkeit mit einem Inflationsziel von 2% vereinbar ist.
- Würde sich die Geldumlaufgeschwindigkeit nicht mehr ändern und betrüge das Trendrealwachstum 3%, könnte die Geldmenge «nur noch» mit 5% pro Jahr wachsen, ohne dass das Inflationsziel von 2% überschritten wird. Derzeit wächst die US-Geldmenge M2 immer noch um rund 20%.
- Hieraus resultiert eine hohe Wahrscheinlichkeit hoher zukünftiger Inflationsraten, es sei denn, es kämen neue Lockdowns, die zu einer noch tieferen Geldumlaufgeschwindigkeit führen würden.
- Der deutliche Anstieg der tatsächlichen und der erwarteten Inflation führte bereits zu folgenden geldpolitischen «Modifikationen» der FED:
 - 11 von 18 Mitgliedern des FOMC erwarten mindestens 2 Zinserhöhungen bis Ende 2023.
 - 7 Mitglieder erwarten bereits eine Zinserhöhung im nächsten Jahr.
 - Die FED hob unerwartet 2 (nicht ganz so wichtige Zinssätze) an («Reverse Repo Rate» und die «Interest on Excess Reserves Rate»).
 - Die FED selbst erhöhte ihre Inflationsprognosen leicht.
- Die FED wird bis auf weiteres monatlich für 80 Milliarden US-Dollar Staatsanleihen und für 40 Milliarden US-Dollar verbriefte Hypothekenanleihen aufkaufen.
- Die FED versucht die Finanzmärkte langsam auf eine leicht weniger expansive Geldpolitik vorzubereiten und steht vor einer enorm schwierigen Gratwanderung. Die EZB und die SNB könnten ebenfalls in den nächsten Monaten Diskussionen über eine leicht weniger expansive Geldpolitik beginnen.

Anlageklassen – Anleihen / Aktien

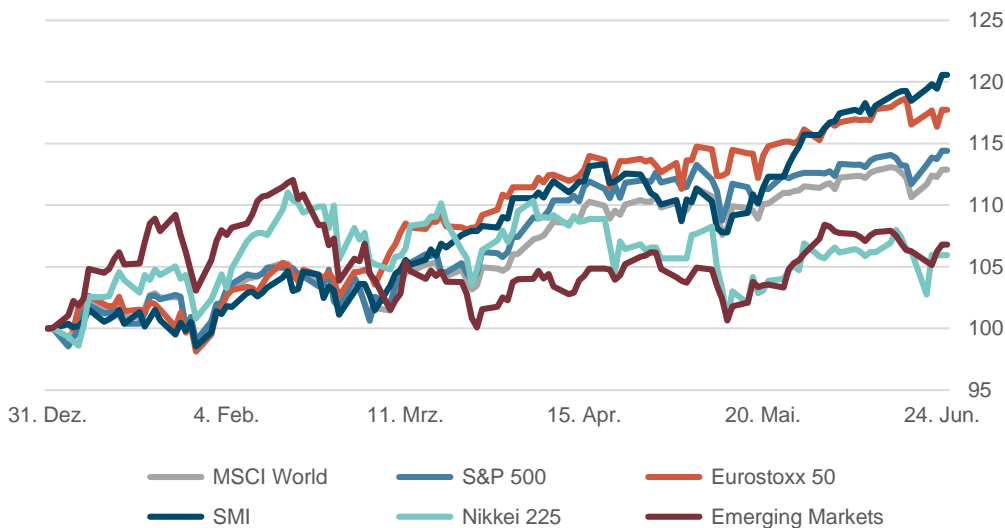
10-jährige Staatsanleihen, wichtigste Märkte, 5 Jahre, Renditen in %



Die FED beginnt über das «Tapering» zu diskutieren

- An der Sitzung des FOMC-Komitees von Mitte Juni wurde offensichtlich erstmals über das Zurückfahren der Anleihenkaufprogramme (Tapering) diskutiert. Zudem wurde entgegen bisheriger Aussagen festgehalten, dass der Anstieg der Inflation stärker als erwartet sei. Deshalb bewegten sich die Einschätzungen zur Entwicklung der Leitzinsen (Dot-Plot) in einer gewissen Bandbreite nach oben.
- Diese Kombination führte zu einer Verflachung der Zinskurve, am kurzen Ende zogen die Renditen leicht an und am langen Ende, insbesondere bei den 30-jährigen Laufzeiten, gaben die Renditen nach und handeln aktuell um die 2%.
- Für die Anleihenmärkte kamen diese Informationen doch eher überraschend, aber das deutliche Absinken der Zinskurve deutet darauf hin, dass der US-Markt jetzt davon ausgeht, dass mögliche inflationsbedingte Zinserhöhungen die Konjunktur so stark abschwächen werden, dass QE weitergeführt werden muss.
- Um in einem solchen Szenario der Stagflation die Kontrolle nicht zu verlieren, dürfte die FED schlussendlich die Zinskurvenkontrolle einführen. Langfristig sind die Zentralbanken im Zusammenspiel mit den Finanzministerien daran interessiert, die immensen Staatsschulden «wegzuinflationieren».

Aktienmärkte: Performance 2021, indiziert



Widerstandskräftige Aktienmärkte

- Die Resultate des FOMC-Meetings haben auch an den Aktienmärkten zu einem Aufflackern der Volatilität geführt. Allerdings hat sich die Situation gemessen an der Performance der wichtigsten Indizes relativ schnell wieder beruhigt.
- Schaut man allerdings etwas unter die Oberfläche, so sind schon einige Verschiebungen zu erkennen. Zyklischer, Rohstoffe und Banken (Reflation-Trade), die Outperformer der letzten Monate, wurden zurechtgestutzt. Im Gegensatz dazu profitierten Aktien mit langer Duration, also z.B. «Large-Caps» aus dem Tech-/Kommunikationsbereich oder auch Versorger.
- Insgesamt scheint uns, dass in den Aktienmärkten eine recht grosse Portion Skepsis von Seiten vieler Anleger herrscht. Erkennbar ist dies beispielsweise auch an der starken «Skew» im Optionsbereich: Put-Optionen auf Indizes sind deutlich teurer als Call-Optionen. Dazu kommen noch scheinbar vorhandene Untergewichtungen von Hedgefonds (v.a. im Tech-Bereich) und so führt alles dazu, dass die Märkte keine allzu starken Rückschläge erleiden.
- Wir bleiben weiterhin positiv für Aktien, denn mittelfristig bleibt die Attraktivität als Realwerte und als Ertragsquelle (Dividenden) ungebrochen. Rücksetzer an den Aktienmärkten würden wir folglich als Gelegenheit für Zukäufe interpretieren.

Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anlageklassen – Währungen und andere Anlagen

USD/CHF, 2 Jahre



USD reagiert auf FOMC-Meeting

- Der US-Dollar hat klassisch auf die Aussagen aus dem FOMC-Meeting reagiert. Die flachere Zinskurve mit etwas höheren Renditen am kurzen Ende hat der US-Valuta zu einem Plus von rund 2% verholfen. Dies wäre an sich nichts Besonderes, aber aufgrund der extrem geringen Schwankungen in den Devisenmärkten in der letzten Zeit fällt diese Bewegung etwas aus dem Rahmen.
- Die chinesische Zentralbank (PBoC) sieht diese Entwicklung nicht ungern, nimmt sie doch Druck weg, welcher aufgrund des steigenden Renminbi entstanden war. Die PBoC bleibt aber restriktiv und wird voraussichtlich ihre Rolle im «Tandem» FED/PBoC weiter spielen. Dies wiederum gibt der FED den nötigen Spielraum für allfällige Massnahmen.
- Wir gehen nicht davon aus, dass der USD sich substantiell von seinem Abwärtstrend entfernt. Der Preiskanal zum CHF (0.88/0.94) sollte unseres Ermessens weiter anhalten.

Goldpreis in \$ pro Unze, 5 Jahre



Gold kommt stark unter Druck

- Der Goldpreis ist nach dem Treffen der US-Zentralbank deutlich unter Druck geraten. Ungnädig aufgenommen wurde der Mix von: a) sinkenden Nominalrenditen, b) sinkenden Inflationserwartungen und c) steigendem US-Dollar. Der dadurch entstehende deflationäre Druck auf die Preise macht sich auch in anderen zyklischen Rohstoffen (Kupfer, Industriemetalle, Bauholz, etc.) bemerkbar.
- Wir rechnen aber weiterhin mit einem, von den Zentralbanken zwecks Inflationierung der Staatsschulden gewünschten Szenario, von kontrollierten Zinskurven und gleichzeitig weiter steigender Inflation (= negative Realzinsen). Dies würde die Nachfrage nach Gold und auch anderen Edelmetallen antreiben.
- Für Investoren, welche an eine fortwährende und sich beschleunigende Inflationierung der Fiat-Währungen glauben, ist physisches Gold als Realwert einer der sicheren Häfen und unersetzlich.
- Die aktuellen Kurse stellen für uns weiterhin Kaufgelegenheiten dar. Wir würden die Aktien von Goldproduzenten als attraktiv bezeichnen. Die grossen Produzenten sind nach Jahren der Konsolidierung in der Industrie mit gesunden Bilanzen unterwegs und verfügen über einen Hebel zu einem steigenden Goldpreis.

Quelle: Bloomberg Finance L.P.



Anlagestrategie 3. Quartal 2021

		Anlagestrategie 3. Quartal 2021					
		Einkommen	+/-	Ausgewogen	+/-	Dynamisch	+/-
Anlagesitzung vom: 16.06.2021							
Defensiv	Liquidität	10%	0%	8%	0%	7%	0%
	Obligationen	50%	0%	30%	0%	15%	0%
	inkl. Obligationenfonds						
Offensiv	Aktien	25%	0%	50%	0%	65%	0%
	inkl. Aktienfonds + ETF						
	Andere Anlagen	15%	0%	12%	0%	13%	0%
	Immobilien, Rohstoffe, Gold, strukturierte Produkte usw.						
		100%		100%		100%	

Disclaimer

Impressum: Investment Center Aquila AG

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Ansichten beruhen auf Quellen, die wir als zuverlässig erachten. Dennoch können wir weder für die Zuverlässigkeit noch für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Quellen garantieren. Sämtliche Informationen werden ohne Mängelgewähr und ohne ausdrückliche oder stillschweigende Zusicherungen oder Gewährleistungen zur Verfügung gestellt. Diese Informationen und Ansichten dienen rein zu Informationszwecken und begründen weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zur Tätigung sonstiger Transaktionen. Interessierten Investoren empfehlen wir dringend, ihren persönlichen Anlageberater zu konsultieren, bevor sie auf der Basis dieses Dokumentes Entscheidungen fällen, damit persönliche Anlageziele, finanzielle Situation, individuelle Bedürfnisse und Risikoprofil sowie weitere Informationen im Rahmen einer umfassenden Beratung gebührend berücksichtigt werden können. Wir übernehmen keine Haftung für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der bereitgestellten Informationen und Ansichten. Soweit gesetzlich zulässig schliessen wir jede Haftung für direkte, indirekte oder Folgeschäden aus, einschliesslich entgangenen Gewinns, die aufgrund der publizierten Informationen entstehen.

Weitere Rahmenbedingungen

Referenzwährung: Schweizer Franken (CHF)

Währungsanteile:

CHF (Referenzwährung)	min. 50 %
EUR, USD	max. je 20 %
GBP	max. 15 %
Übrige	max. 20 % (pro Währung max. 10 %)

Bei den Anlagekategorien sind Abweichungen von +/- 5 % möglich.

Der Anstieg der Aktienmärkte ging fast ungebremst weiter. Der SMI schloss das 2. Quartal mit 11'943 Punkten. Dies entspricht einem Anstieg im Quartal um 8,11 %. Seit Jahresbeginn konnte er somit um 11,6 % zulegen und liegt damit im Vergleich mit den internationalen Leitindices im Mittelfeld. Angeführt wird die Halbjahres-Rangliste vom S&P 500 und dem Euro Stoxx 50 mit je + 14,4 %, knapp gefolgt vom Deutsche Aktienindex DAX (+13,2 %). London mit dem FTSE 100 (+8,9 %) ist im Bereich des Schweizer Aktienmarktes. Am Schluss der Rangliste sind die Asiatischen Märkte zu finden. Aber auch sie hatten eine positive Entwicklung. Allgemein rechnen wir im 3. Quartal 2021 mit unsicheren Aktienmärkten. Dem riesigen Investitionsprogramm der Regierung Biden stehen die Inflationsängste der Investoren gegenüber. Rückschläge können jedoch zu Käufen genutzt werden. Die Inflationsanstiege in den USA können jedoch die Schweizerische Nationalbank (SNB) nicht beeindrucken. An ihrer Lagebeurteilung vom Juni belässt sie den Leitzins bei -0.75 %. Mit nennenswerten Interventionen am Devisenmarkt ist in den kommenden Quartalen nicht zu rechnen.

Die SNB erwartet im dritten Quartal ein starkes globales Wachstum. Sie hat ihre Prognose für das Schweizer BIP-Wachstum im Jahr 2021 von 2,5 bis 3 % auf 3,5 % angehoben.

Wir denken, dass uns die Pandemie noch lange im Griff halten wird, und dass wir lernen müssen mit ihr zu leben. Wir glauben jedoch, dass der Mensch lernt damit umzugehen. Eine erwartete 4. Welle dürfte, dank den Impfungen, keine grosse Auswirkung auf die Wirtschaft haben.

Wir wünschen Ihnen eine schöne, warme Sommerzeit.