

## 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.



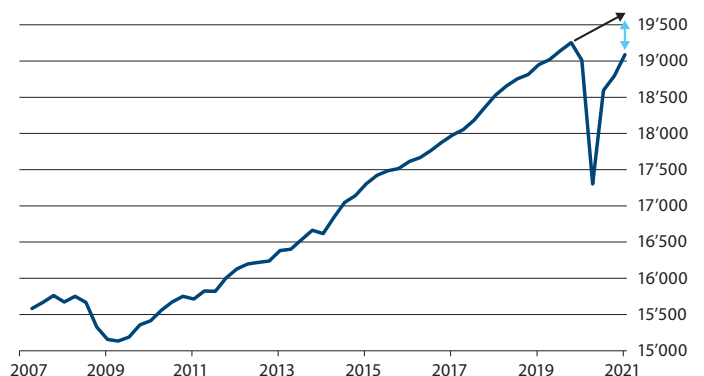
### Fokusthema

## Wirtschaftliche Normalisierung: Wo stehen wir?

- Die Grafik rechts 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 Potenzialwachstum (siehe schwarzer Pfeil) und aktueller Wirtschaftsleistung bleibt aus heutiger Sicht trotz V-förmiger Erholung «hoch» (siehe hellblauer 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.

### USA: reales Bruttoinlandprodukt, seit 2007 in Mrd. USD

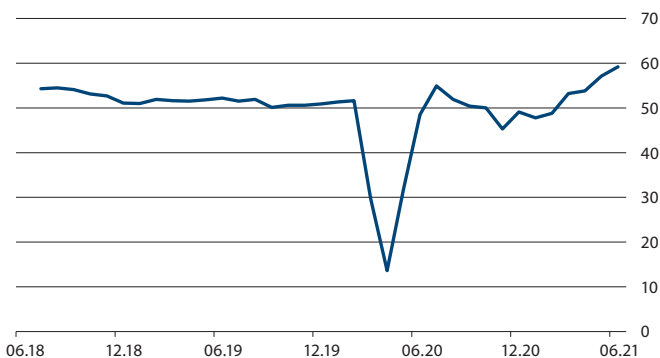


Quelle: Refinitiv, Thomson Reuters Datastream

# V-förmige Wirtschaftserholung dank Stimuli nicht kostenlos

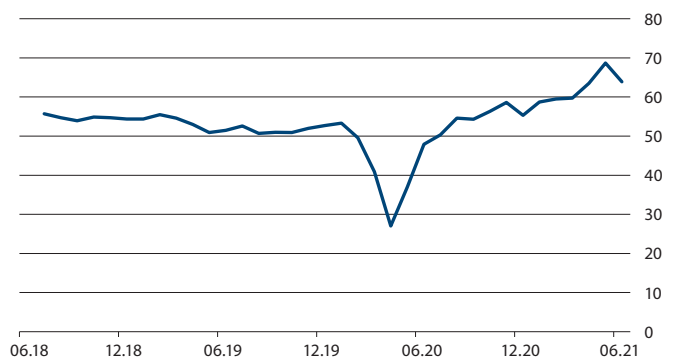
- Wir erwarten für 2021 ein Weltwirtschaftswachstum von +5.0%. USA: +5%, EU: +3.5%, Japan: +2.5%, China: +8%, UK: +5.5%, Schweiz: +3%.
- Das geplante Infrastrukturpaket von Präsident Biden stösst auch innerhalb der demokratischen Partei, insbesondere bei gemässigten Senatoren, auf Widerstand. Die Realisierungswahrscheinlichkeit des noch vor ein paar Wochen angekündigten Pakets über 2.2 Billionen US-Dollar ist 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 zulasten der Gläubiger und zugunsten 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 Potenzialwachstum 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.

**Euroland: Einkaufsmanagerindex Composite, 3 Jahre**



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

**USA: Einkaufsmanagerindex Composite, 3 Jahre**

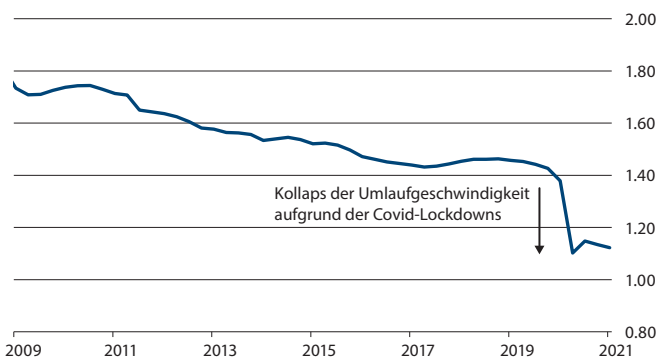


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

# Steigende Inflationsraten lösen Diskussion aus

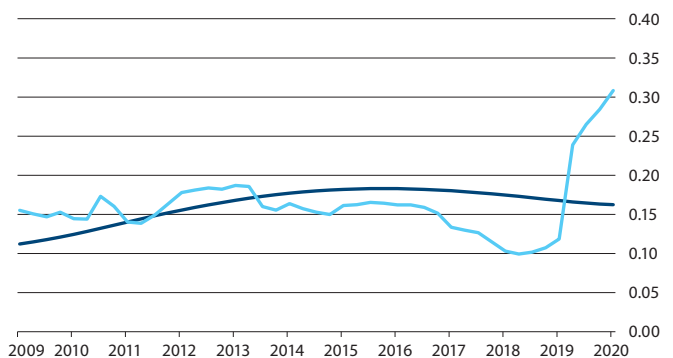
- Die sehr starke Geldmengenausweitung während der Pandemie ohne Inflation zu generieren war nur möglich, weil die Geldumlaufgeschwindigkeit kollabierte. Ein Grossteil des neu geschaffenen Geldes floss in die Finanzmärkte und wurde angestapelt.
- Eine hartnäckige Inflation ist immer ein monetäres Phänomen. 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 usw.).
- 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% überschossen 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 zwei Zinserhöhungen bis Ende 2023.
  - 7 Mitglieder erwarten bereits eine Zinserhöhung im nächsten Jahr.
  - Die Fed hob unerwartet zwei (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.

USA: Geldumlaufgeschwindigkeit M2, seit 2009



Quelle: Bloomberg Finance L.P., eigene Berechnungen

Mit 2% Inflationsziel kompatibles Geldmengenwachstum USA



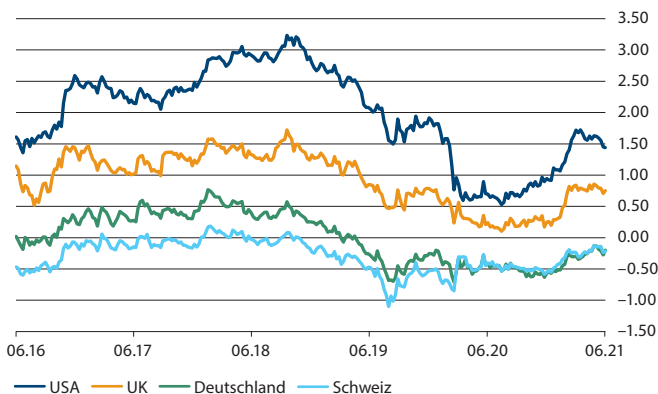
Quelle: Bloomberg Finance L.P., eigene Berechnungen

# Anleihen / Aktien

## 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».

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

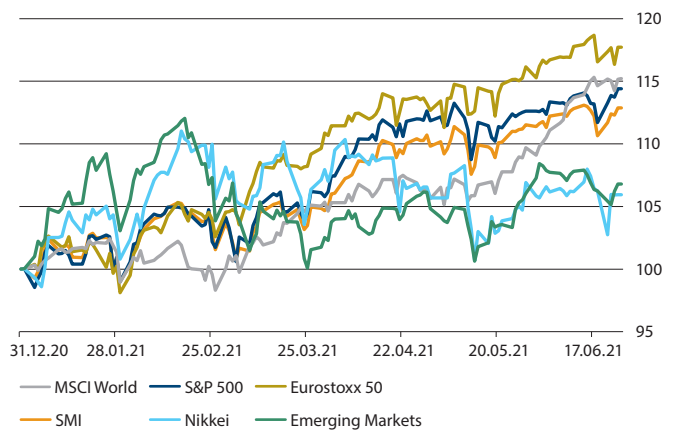


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

## 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 zum Beispiel «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.

Aktienmärkte: Performance 2021, indexiert



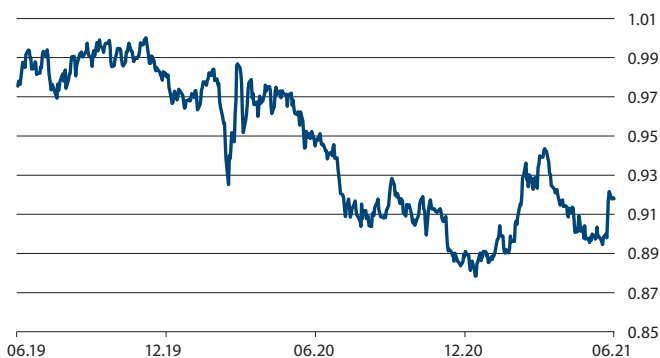
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

# Währungen und andere Anlagen

## 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, der aufgrund des steigenden Renmimbi 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.

USD/CHF, 2 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

## 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 usw.) 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, die 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.

Goldpreis in \$ pro Unze, 5 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Dieses Dokument dient ausschliesslich zur Information. Es ist weder Angebot noch Aufforderung für den Kauf oder Verkauf von Produkten. Für Richtigkeit und Vollständigkeit wird keine Gewähr übernommen. Die Publikation entstand in Kooperation mit Aquila.