

## Executive Summary

- Auch China sieht sich eines sich abschwächenden Wirtschaftswachstums konfrontiert. Hinzu kommen Unsicherheiten im Immobiliensektor.
- Die Biden-Administration hat Schwierigkeiten, Mehrheiten für ihr ambitioniertes Infrastrukturpaket in der Höhe von 3'500 Mrd. US-Dollar zu finden.
- Die FED möchte im November beginnen, ihre Anleiheaufkaufprogramme zu reduzieren («tapern»). Für das kommende Jahr stellt die FED eine Zinserhöhung in Aussicht, gefolgt von jeweils drei Zinserhöhungen im Jahr 2023 und 2024.
- Die Sitzung der FED und der Beschluss, mit dem Zurückfahren der Anleihenkäufe noch dieses Jahr zu beginnen, hatten auf die US-Dollar-Zinskurve nur marginalen Einfluss.

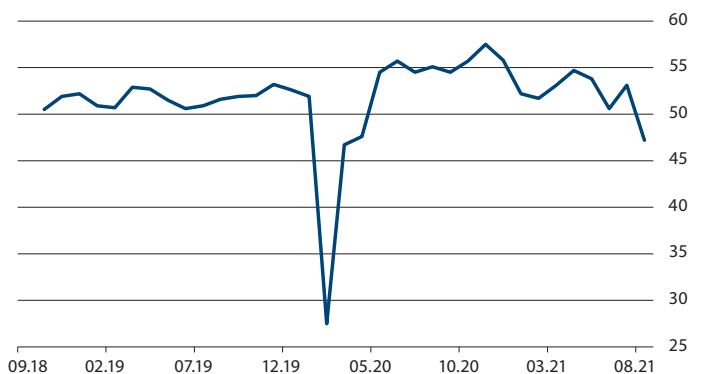


### Fokusthema

## Rückläufiges Wirtschaftswachstum in China

- Die Covid-Pandemie hatte ihren Ursprung in China. Getreu dem Motto «First in, first out» war China eines der ersten Länder, das sich von der Pandemie erholt hatte und in dem die Wirtschaftserholung bereits Anfang dieses Jahres einsetzte.
- Die chinesische Regierung hat, nach zunächst sehr starken Stimuli, das Augenmerk auf die Bekämpfung von «Moral-Hazard»-Problemen (Probleme, dass «falsche Anreize» gesetzt werden) gelegt.
- Mit den Insolvenzproblemen von Evergrande haben sich nun die Probleme auf dem überhitzten und von hohen Leerstandsquoten belasteten Immobilienmarkt akzentuiert. Chinesische Immobilien dürften eine der Anlageklassen weltweit mit der grössten Marktkapitalisierung darstellen, vielleicht sogar den Spitzenplatz belegen. Die Regierung wird bemüht sein, eine Ausbreitung der Immobilienkrise und somit auch eine Ansteckung anderer Immobilienentwickler und des Finanzsektors zu vermeiden.
- Die Verflechtung des chinesischen Immobiliensektors mit Europa und den USA ist eher gering, weshalb wir die Befürchtungen, dass dies der Anfang einer neuen, globalen Finanzkrise sein könnte, aus heutiger Sicht für übertrieben halten.
- Die notleidenden Kredite dürften sich auf chinesische Investoren und Privathaushalte konzentrieren. Entsprechend dürften asiatische Banken und andere Immobilienentwickler am stärksten betroffen sein.
- Die chinesische Regierung könnte zur Bekämpfung der Unsicherheit schon bald die konjunkturpolitischen Zügel lockern und gegen die negativen Auswirkungen der Evergrande-Krise kämpfen.

### Chinesischer Einkaufsmanagerindex schwächtelt



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

# Wirtschaftserholung setzt weitere Stimuli voraus

- Wir erwarten für 2021 (2022) ein Weltwirtschaftswachstum von +5.0% (+4.0%). USA: +6% (+4.5%), EU: +4.5% (+4.0%), Japan: +2.5% (+2.5%), China: +8% (+5.5%), UK: +5.5% (+4.0%), Schweiz: +3.5% (2.8%).
- Die chinesische Wirtschaft leidet unter einer Kampagne der Regierung gegen Moral Hazard und der Immobilienkrise. Der Kreditimpuls ist derzeit recht tief.
- Wir rechnen damit, dass die Fiskalpolitik schon bald wieder expansiver wird und die Kreditzügel gelockert werden. Vor die Wahl zwischen «ordnungspolitischem Wohlverhalten mit sozialen Unruhen» oder «Stimuli und falschen Anreizen» gestellt, dürfte sich Peking für Letzteres entscheiden. Achtet man nur auf die konjunkturellen Auswirkungen der Evergrande-Krise, ist schnelles Handeln unabdingbar, um eine Ansteckung anderer Immobilienentwickler und chinesischer Banken zu bekämpfen. Wir rechnen fest damit, dass dies geschehen wird. Auch eine (Teil-)Verstaatlichung von Evergrande ist eine Option.
- Das Wirtschaftswachstum hat bereits den Zenit hinter sich gelassen und schwächt sich langsam ab. Wir rechnen aber für nächstes Jahr mit einem hohen Wachstum, vorausgesetzt, dass keine erneuten Lockdowns durchgeführt werden

(müssen). Derzeit sieht es nicht danach aus, da die Anzahl schwerer Covid-Fälle im Gegensatz zur Zahl neuer Fälle nicht stark ansteigt.

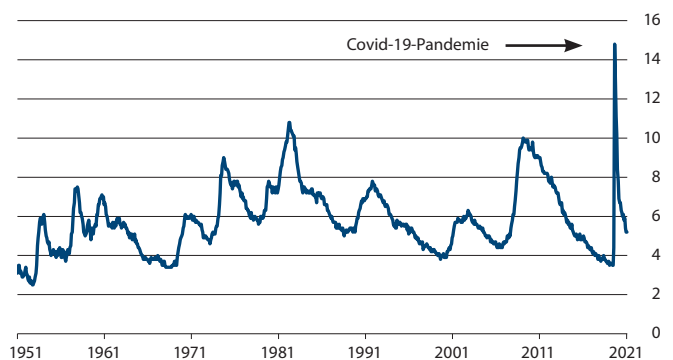
- Die Administration Biden hat Schwierigkeiten, ihr 3'500 Mrd. US-Dollar schweres Infrastrukturpaket zu verabschieden und mit den Erneuerungs- und Erweiterungsarbeiten zu beginnen. Es ist schwierig, alle gemässigten Demokraten mit an Bord zu holen. Gleiches gilt für die bald notwendige Erhöhung der Schuldenobergrenze («Debt-Ceiling»). Die Republikaner achten vor allem auf die Begrenzung der Staatsausgaben, wenn die Demokraten diese Ausgaben tätigen wollen, was derzeit der Fall ist. Aufgrund dieses «Konjunkturankurbelungsneides» werden die Republikaner gegen eine Erhöhung der Schuldenobergrenze votieren. Diese dürfte letztendlich zwar dennoch erhöht werden, möglicherweise jedoch erst auf Druck der Finanzmärkte.
- Da die Verflechtung der Finanzmärkte und deren Einfluss auf die Realwirtschaft derzeit aussergewöhnlich hoch ist, hätten schwache Finanzmärkte unmittelbar einen negativen Einfluss auf das weitere Wachstum. Ein grösserer Rückgang der Aktien-, Immobilien- oder Anleihenpreise würde mit hoher Wahrscheinlichkeit zu einem schnellen Ende des gegenwärtigen Wirtschaftsaufschwungs führen.

Kreditimpuls China, seit 2009



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

US-Arbeitslosenquote, seit 1950



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

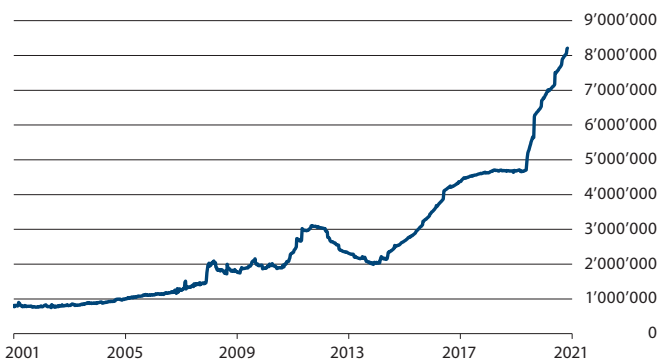
# FED plant, im November mit dem Tapering zu beginnen

- Die FED verkündete, dass sie im Falle von sich verbessernden Konjunkturindikatoren im November mit dem Tapering beginnen möchte. Die Anleihaufkaufprogramme sollten im Laufe des nächsten Jahres beendet werden. Die Hälfte der Mitglieder des Federal Open Market Committee (FOMC) rechnen zudem mit einer Zinserhöhung im kommenden Jahr, während die andere Hälfte von unveränderten Zinsen ausgeht. Im Jahr 2023 und 2024 werden jeweils drei Zinserhöhungen in Aussicht gestellt.
- Die Finanzmärkte gehen derzeit nicht davon aus, dass die FED ihre Tapering- und Zinserhöhungsziele erreicht. Würde der Anleihenmarkt wirklich den FED-Ankündigungen glauben, hätte es zu einer grösseren Verschiebung der Zinskurve kommen müssen. Dies geschah bis jetzt nicht. Wir schliessen uns der Meinung der Finanzmärkte an: Die Normalisierungspolitik der FED ist unrealistisch, sie dürfte früher oder später scheitern.
- Die Inflationsraten dürften sich kurzfristig den lokalen Höchstständen annähern oder diese bereits überschritten haben. Ein Grund hierfür besteht darin, dass sich das Wachstum bereits wieder abgeschwächt hat. Somit ist mit weniger aggressiven Preiserhöhungen in Industrien, die über Kapazität operierten, zu rechnen. Zur Entspannung werden auch auslaufende Basiseffekte, insbesondere in den Bereichen Kraftstoffe und Gebrauchsgüter, beitragen. Mittelfristig ist die Inflationsgefahr weiterhin präsent, da die Zentralbanken weiterhin ihre Bilanzen ausweiten und auch die höheren Geldmengenaggregate hohe Wachstums-

raten verzeichnen. Die Geschwindigkeit, mit der das Geld umgeschlagen wird, dürfte während der Lockdowns ihre Tiefstände realisiert haben. Die monetären Ingredienzien für einen nachhaltigen Inflationsanstieg sind somit vorhanden. Eine Voraussetzung dabei ist eine weiterhin positive Entwicklung an den Arbeitsmärkten.

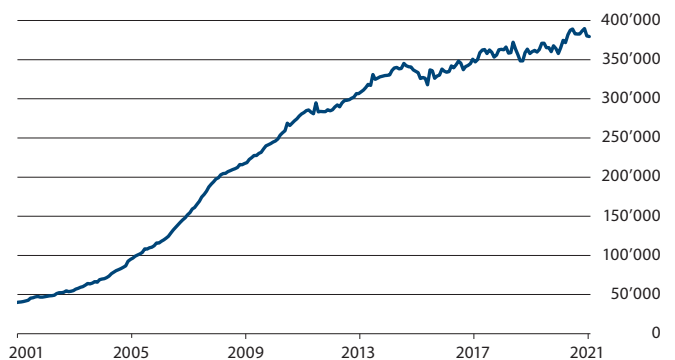
- Die EZB hat einmal mehr verkündigt, dass sie ihre Leitzinsen so lange auf dem aktuellen oder einem noch tieferen Niveau halten möchte, bis die Inflation zwei Prozent erreicht und dann erstmal in der Nähe der Zielinflation verharrt.
- Mit geldpolitischen Mitteln möchte die EZB zudem gegen den Klimawandel kämpfen. Aus ordnungspolitischer Sicht ist diese Entwicklung hochproblematisch. Eigentlich sollte eine Zentralbank sich auf Inflations-, Beschäftigungs- und Finanzstabilitätsziele beschränken. Auch die EZB verwandelt sich immer mehr in eine zentrale Wirtschaftsplanungsbehörde mit Mikromanagement-Ansätzen, worunter die wirtschaftliche Effizienz leiden wird und die Konsumenten höhere Preise bezahlen müssen. Die EZB wird Klimastresstests bei Finanzinstituten durchführen und den Einfluss der globalen Erwärmung auf systemrelevante Kreditinstitute untersuchen. Der Kampf gegen den Klimawandel ist nicht kostenlos. Insbesondere Europa verzeichnet derzeit eine Energiepreisinflation.
- Die prekäre finanzielle Situation der meisten Staaten (hohe Neuverschuldung und hohe Altschulden) bedeutet, dass der «Inflationwunsch», die Notwendigkeit negativer Realzinsen, eher steigt, statt zu sinken.

**Bilanzsumme der EZB in Mio. EUR, seit 2001**



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

**Bilanzsumme People's Bank of China in 100 Mio. Yuan, seit 2001**



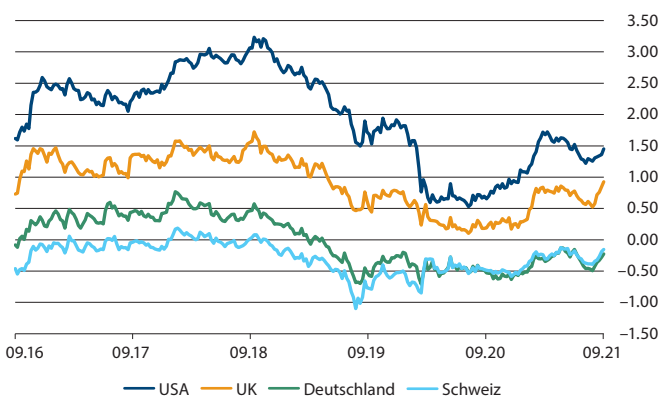
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

# Anleihen / Aktien

## Sehr ruhige Märkte

- Die Sitzung der FOMC-Mitglieder und der Beschluss, mit dem Zurückfahren der Anleihenkäufe noch dieses Jahr zu beginnen, hatten auf die US-Dollar-Zinskurve nur marginalen Einfluss. Entgegen landläufiger Vermutungen sank jedoch die Kurve am langen Ende (lange Laufzeiten) zuerst leicht, wodurch eine weitere Verflachung resultierte. Inzwischen ist die Zinskurve aber wieder deutlich steiler geworden. Für internationale Investoren aus Währungsräumen mit Negativzinsen sind US-Staatsanleihen noch immer eine gute Alternative zu ihren heimischen festverzinslichen Anlagen.
- Langfristig sind die Zentralbanken im Zusammenspiel mit den Finanzministerien weiterhin daran interessiert, mehr frisch gedrucktes Geld auszugeben und gleichzeitig die immensen Staatsschulden «wegzuinflationieren». Deshalb wird ein Rückbau der Kaufprogramme nur in sehr zaghaften Schritten erfolgen und kann auch jederzeit unterbrochen werden.
- Wie auch der Projektion des Leitzinspfades («Dot Plot») durch die FOMC-Mitglieder zu entnehmen ist, werden die Realzinsen aus diesem Grund negativ bleiben und möglicherweise eher noch etwas stärker ins Minus rutschen.

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

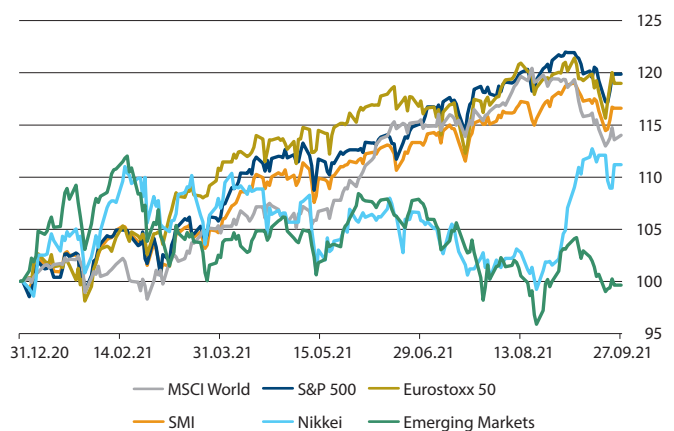


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

## China im Blickfeld

- Die Unruhe um den riesigen chinesischen Immobilienentwickler Evergrande ist berechtigt. Wohl wird es nicht zu einem «Lehman-Szenario» kommen, wie vielleicht da und dort befürchtet. Jedoch wird die von der chinesischen Regierung orchestrierte Abwicklung des illiquiden Konglomerates aufzeigen, wie man jetzt und in Zukunft mit internationalen Investoren umgehen wird. Hier werden möglicherweise bereits erste Folgen eines Paradigmenwechsels in China sichtbar, der zu einer Hinwendung «nach innen» führen könnte. China sieht sich nicht mehr in der Rolle des Juniors, man ist erwachsen geworden.
- Insgesamt befinden wir uns an den Aktienmärkten in einem weit fortgeschrittenen Zyklus. Das Wachstum der Zentralbankbilanzen ist einer der wichtigsten Treiber der Märkte geworden, Fundamentaldaten und Bewertungen spielen im Moment eine untergeordnete Rolle. Interessant dabei ist, dass sich die Stimmung bei den Anlegern deutlich verschlechtert hat. Gemäss einer neusten Investorenumfrage in den USA bezeichnen sich nur noch 30% der Befragten als «Bullen» gegenüber 55% noch im April dieses Jahres.
- Die anstehende Berichterstattung der Unternehmensgewinne für das dritte Quartal steht an. Im Gegensatz zu den beiden vorherigen Quartalen scheinen uns die Erwartungen eher ambitioniert. Im Falle von Enttäuschungen könnte dies für erneute Rücksetzer an den Börsen sorgen.

## Aktienmärkte: Performance 2021, indexiert



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

# Währungen und andere Anlagen

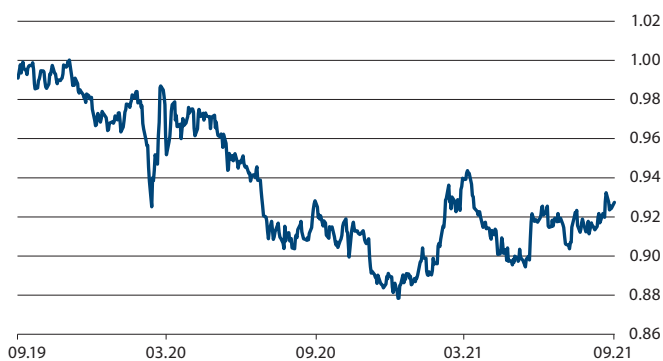
## Weiterhin ruhig

- Der ruhige Seitwärtstrend im US-Dollar hält weiterhin an, begleitet von ausserordentlich niedriger Volatilität. Obschon sich einige Mitglieder des FOMC-Komitees auf ihrer Zinsprognose nach oben bewegten und auch mehr Details zum «Tapering-Fahrplan» bekannt wurden, war der Einfluss auf den Greenback gering.
- Spiegelbildlich dazu verhält es sich auch mit den Bandbreiten der anderen Währungspaare, die in sehr engen Bahnen verlaufen. Wir gehen für den Moment davon aus, dass sich der USD gegenüber dem CHF weiter in einem Seitwärtskanal zwischen 90 und 93 Rappen pro US-Dollar bewegen wird.
- Die Ausgangslage nach den deutschen Wahlen verspricht einige Spannung. Es könnte Monate dauern, bis eine Regierung gebildet werden kann. Das Erstarren des Schweizer Frankens zum Euro ist somit als eine Art «Unsicherheitsprämie» zu interpretieren. Wie von uns stets betont, führt jegliche politische Unsicherheit in Europa zu einem stärkeren Schweizer Franken, weshalb wir von überdurchschnittlich hohen Allokationen in Fremdwährungen abraten.

## Goldpreis beruhigt sich – Kryptowährungen unter Druck

- Der Preis für die Unze Gold hat sich nach einem kurzen und heftigen Rückschlag wieder erholt und handelt zwischen 1'760 und 1'800 US-Dollar pro Unze. Wie auch bei den Währungen hatte der Ausgang des FOMC-Meetings keinen nennenswerten Einfluss auf die Preisgestaltung. Denn auch bei den Realrenditen, die in der Regel den Goldpreis viel deutlicher beeinflussen, war keine grosse Veränderung zu erkennen.
- 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 auch 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.
- Kryptoanlagen kamen erneut unter Druck nachdem China erklärte, dass sämtliche Aktivitäten rund um Cyberdevisen als illegal angesehen werden und Kryptobörsen jegliche Dienstleistungen für Kunden in China unterlassen müssen.

USD/CHF, 2 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Goldpreis in USD 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.