

Executive Summary

- Die Inflationsproblematik wird auch 2022 ein Thema bleiben.
- Leider werden vereinzelt bereits wieder neue Covid-Lock-downs trotz hoher Impfquoten eingeführt. Das Risiko, dass die Pandemie auch 2022 ein belastendes Thema bleibt, ist hoch.
- Entsprechend rechnen wir mit einer Wachstumsverlangsamung im ersten Halbjahr. Diese könnte die FED dazu veranlassen, langsamer zu tapern oder dieses ganz einzustellen.
- In den internationalen Bondmärkten macht sich erhöhte Nervosität bemerkbar. Aktuell ist die US-Zinskurve wieder deutlich flacher.
- Die Aktienmärkte werden weiter durch die positive Entwicklung der Unternehmensergebnisse getrieben. In vielen Regionen erreichten die Märkte neue Höchststände.



Fokusthema

Chinesische Konjunkturdaten zeigen durchzogenes Bild

- Der chinesische Kreditimpuls sank weiter und erreichte den tiefsten Wert seit April 2011.
- Die übrigen Makrodaten entwickeln sich jedoch weiter erfreulich. So stieg die Industrieproduktion im Oktober um fast 11% gegenüber dem Vorjahr. Die Einzelhandelsumsätze konnten um 14.9% zulegen.
- Der Immobiliensektor zeigt sich weiter von der schwächeren Seite. Die Investitionen im Bereich Immobilien stiegen um «nur» 7.2%, statt wie erwartet um 7.8%. Die Preise für neue Eigentumswohnungen und Häuser sanken um 0.25% gegenüber dem Vormonat.
- Betrachtet man alle Konjunkturdaten zusammen, sieht man ein Bild einer sich leicht abkühlenden Konjunkturlage mit jedoch ausgeprägten Schwächen und Finanzstabilitätsproblemen im Immobiliensektor. Die Bemühungen, den hohen «Leverage», das hiesst die Verschuldungsproblematik und Spekulationsblasen an den Finanz- und Immobilienmärkten in Griff zu bekommen, zeigen bis jetzt Wirkung.
- Der weitere Weg in Richtung angemessenes Wachstum bei gleichzeitiger finanzieller Stabilität gleicht einer schwierigen Gratwanderung.
- Eine weitere Verschlechterung des Kreditimpulses zu einem Zeitpunkt, zu dem die FED beginnt, die expansive Geldpolitik zurückzufahren und der chinesische Immobilienmarkt ernsthafte Probleme aufweist, ist gefährlich. Wir rechnen damit, dass die chinesische Zentralbank (PBOC) bald wieder expansiver werden wird.

Kreditimpuls China, Veränderung im Vergleich zum Vorjahr (in %), letzte 10 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anstieg Einzelhandelsumsätze in USA dank hoher Inflation

- 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%).
- Der US-Arbeitsmarkt hat sich weiter verbessert. Wenig überraschend konnten insbesondere die durch die Anti-Covid-Massnahmen schwer gebeutelten Sektoren wie Freizeit & Unterhaltung, Gastgewerbe und Hotellerie markant zulegen. In immer mehr Industrien nimmt der Druck auf die Löhne aufgrund des Fachkräftemangels zu.
- Die Arbeitsproduktivität in den USA fiel im dritten Quartal um 5% annualisiert. Dies stellt den grössten Einbruch seit 1981 dar und wirkt tendenziell unterstützend für die weitere Inflationsentwicklung.
- Die hohe Anzahl offener Stellen deutet darauf hin, dass die sogenannte «Mismatch-Arbeitslosigkeit» hoch ist. Werden die Stellen dann doch mit nicht so gut geeigneten Kandidaten besetzt, weisen diese eine tiefere Arbeitsproduktivität auf. Somit droht ein Anstieg der Lohnstückkosten und damit ein weiterer Anstieg der Inflation.
- Dafür konnte die US-Industrieproduktion im Oktober gegenüber dem Vormonat um 1.6% zulegen. Im September und August war die Industrieproduktion noch rückläufig. Die

Kapazitätsauslastung stieg von 75.2% auf 76.4%. Mit dem Oktoberwert wurde nun endlich der Wert vor Ausbruch der Pandemie erreicht.

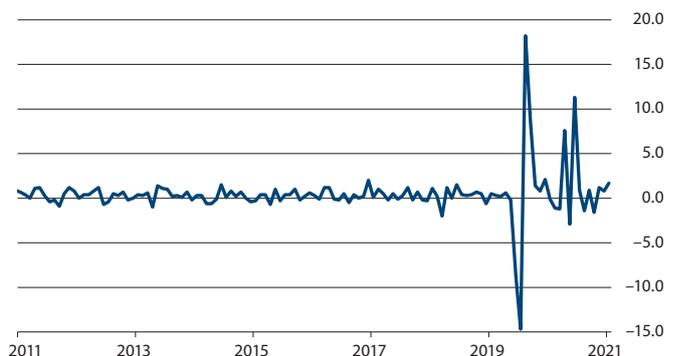
- Die Einzelhandelsumsätze konnten mit +1.7% im Oktober ebenfalls deutlich zulegen. Gegenüber dem Vorjahr stiegen die Einzelhandelsumsätze um 16.3%! Bevor der Leser jetzt in Jubelstimmung ausbricht, sollte er sich die Frage stellen, ob so hohe Einzelhandelsumsätze wirklich gut oder doch eher ein schlechtes Zeichen darstellen? Ein Grund für den Anstieg sind Konsumausgaben, welche aufgrund der Lockdowns erst jetzt nachgeholt werden können. Ein anderer Aspekt ist jedoch die Inflationsthematik. Denn je höher die Inflation ist, desto aufgeblähter sind die Einzelhandelsumsätze und desto eher ziehen die Konsumenten Käufe vor, nicht weil ihr Vertrauen in die Konjunktur so hoch ist, sondern weil ihr Misstrauen in das Debasement der Währung, das heisst die Befürchtungen vor einem fortschreitenden Kaufkraftverlust des US-Dollar so gravierend sind. Ist dies der Fall, steigt die Geldumlaufgeschwindigkeit an, was wiederum die Inflation weiter anheizt.
- Am 15. November unterzeichnete der US-Präsident Joe Biden das mit 1'200 Milliarden USD deutlich abgespeckte Infrastrukturpaket, womit es Gesetzescharakter bekommt. Das Paket wurde mit 228 zu 206 Stimmen, auch republikanischen Stimmen, angenommen.

Industrieproduktion USA, seit 2000



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Einzelhandelsumsätze USA im Vergleich zum Vormonat (in %), seit 2011



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

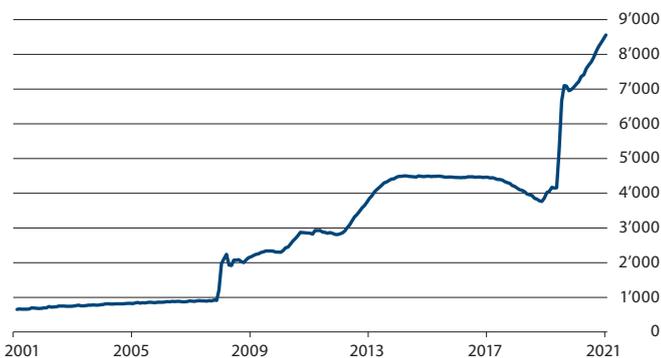
FED hat mit zaghaftem Tapering begonnen

- Der aktuelle FED-Vorsitzende Jerome Powell wurde von US-Präsident Joe Biden für eine zweite Amtszeit nominiert. Damit setzt Joe Biden ganz klar auf Kontinuität. Der Entscheid wurde von den Finanzmärkten gut aufgenommen.
- Die US-Notenbank hat im November wie erwartet mit dem Rückfahren ihrer monatlichen Liquiditätsprogramme, dem sogenannten Tapering, begonnen. Im November und Dezember werden jeweils 15 Milliarden weniger Anleihen gekauft als bisher. Bei Bedarf soll das Tempo der Reduktion angepasst, das heisst beschleunigt oder verlangsamt werden. Deshalb sind die Konjunkturdaten in der nächsten Zukunft besonders entscheidend, da sie einen grossen Einfluss auf das Tapering haben werden.
- Ebenfalls wurde betont, dass die FED davon ausgeht, dass die inflationstreibenden Faktoren nur transitorisch, das heisst vorübergehend, die Inflation nach oben treiben würden. Die US-Notenbank geht davon aus, dass die Angebotsengpässe bald weniger gravierend sein dürften und sich deshalb die Wirtschafts- und Beschäftigungssituation bei gleichzeitig tieferer Inflation verbessern wird.
- Wir schliessen uns dieser Einschätzung der FED nicht an. Die Grundursache für die hohen Inflationsraten und hohen Inflationserwartungen liegen in der ultraexpansiven Geld-

politik, in den Anleiheaufkaufprogrammen und den hieraus resultierenden hohen Wachstumsraten der Geldmengen. Diese Aussage gilt für alle Zentralbanken weltweit und ist folglich auch die Erklärung für den weltweiten Anstieg der Inflationsraten.

- Da bei steigender Inflation die Geschwindigkeit ansteigt, mit der Geld zirkuliert, droht eine Inangsetzung einer Spirale. Deshalb müssten die Zentralbanken eigentlich zügiger ihre Geldpolitik normalisieren. Würden sie dies tun, würde dies wiederum zu erhöhter Volatilität an den Finanzmärkten führen, was auch die konjunkturelle Entwicklung belasten würde. Die simultanen Konjunktur-, Inflations- und Finanzstabilitätsprobleme sind kaum lösbar.
- Es ist deshalb wahrscheinlich, dass die FED ihr geldpolitisches Normalisierungsprogramm nicht in der gewünschten Geschwindigkeit durchführen können wird.
- Die Negativzinspolitik im Euroland und in der Schweiz wird auch im nächsten Jahr beibehalten werden.
- Viele Teilnehmer erwarten eine Zinserhöhung der Bank of England (BoE) an ihrem nächsten Treffen im Dezember. Die BoE wäre damit die erste grosse Notenbank, die einen ersten Zinsschritt wagt.

Bilanzsumme der FED in Mrd. US-Dollar, seit 2000



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Konsumentenpreisindex USA (in %), seit 2001



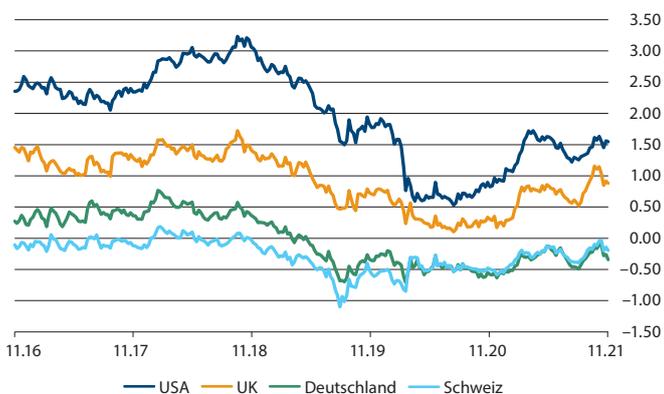
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anleihen / Aktien

Nervosität in den Bondmärkten

- Der Beschluss der FED, mit dem Zurückfahren der Anleihekäufe noch dieses Jahr zu beginnen und dieses bis Mitte 2022 abzuschliessen, führte nach einigem Hin und Her letztlich zu einer flacheren US-Zinskurve. Dabei stieg das kurze Ende der Zinskurve schneller an als das lange Ende.
- Der Markt geht jetzt davon aus, dass Leitzinserhöhungen in den USA schneller und stärker erfolgen, als dies von den FOMC-Mitgliedern bis dato prognostiziert wird. Dies wiederum würde einen sogenannten «policy error» bedeuten, d.h. die FED würde den konjunkturellen Aufschwung abbremsen und bereits das Umfeld für ein zukünftiges, erneutes Hochfahren der QE-Programme schaffen.
- Mittlerweile sind die Zentralbanken quasi fast mandatiert, im Zusammenspiel mit den Finanzministerien die immensen Staatsschulden «wegzuinflationieren». Es bleibt deshalb weiterhin durchaus denkbar, dass sowohl in den USA als auch in Europa eine Phase der «Zinskurvenkontrolle» eintritt. In Japan läuft diese «Phase» bereits bald 30 Jahre, selbstredend hat sich am Schuldenstand nichts zum Besseren verändert. So hat sich beispielsweise die reale Rendite der 10jährigen US-Treasuries mit -1.15% tiefer in den negativen Bereich vorgearbeitet. Zum Vergleich: In England liegt dieser Wert mittlerweile unter -3%.

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

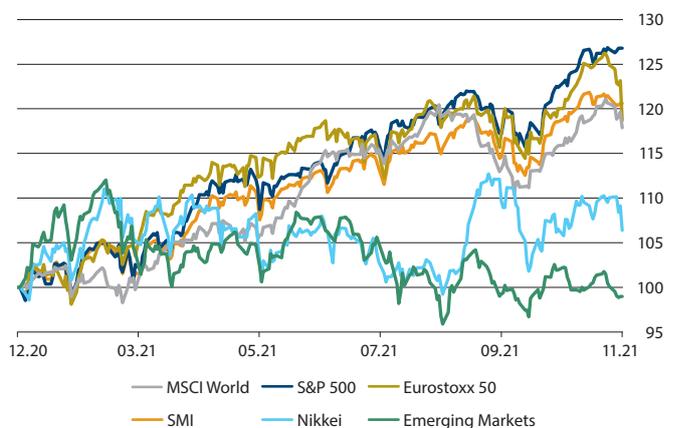


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Aktienmärkte erreichen neue Höchststände

- Unterstützt durch gute Gewinnzahlen der Unternehmen erreichten die Aktienmärkte in einigen Regionen neue Höchststände. Es scheint, als habe die alljährliche Weihnachtssrally an den Börsen bereits etwas früher begonnen.
- Das Gewinnwachstum der Unternehmen wird auch im kommenden Jahr einer der grössten Treiber der Aktienmärkte bleiben. Und die Aussichten sind gut, der Konsens beim Gewinnwachstum der US-Unternehmen liegt bei über 8%. Unterstützt wird dieses Wachstum von den Konsumausgaben der privaten Haushalte. Neuste Zahlen zeigen, dass z.B. US-Haushalte über die letzten Jahre 2.5 Billionen USD an überschüssigen Ersparnissen angehäuft haben.
- Allerdings gehen wir davon aus, dass die Volatilität im Vergleich zum laufenden Jahr höher ausfallen dürfte. Zu den Top-3-Risiken zählen aus unserer Sicht: neue Covid-Lockdowns, welche das Wirtschaftswachstum deutlich bremsen, ein sogenannter «Policy Error», sprich dass die Zentralbanken ihre Liquiditätsprogramme zu schnell zurückfahren und/oder die Zinsen zu schnell erhöhen, sowie China. Dort herrschen nach wie vor hohe Unsicherheiten in Bezug auf den Immobiliensektor, zudem scheinen die politischen Risiken (neue Regulierungen, Taiwan) vorerst weiter zu bestehen.
- Wir empfehlen deshalb weiterhin eine neutrale bis leicht übergewichtete Positionierung in der Aktienquote.

Aktienmärkte: Performance 2021, indexiert



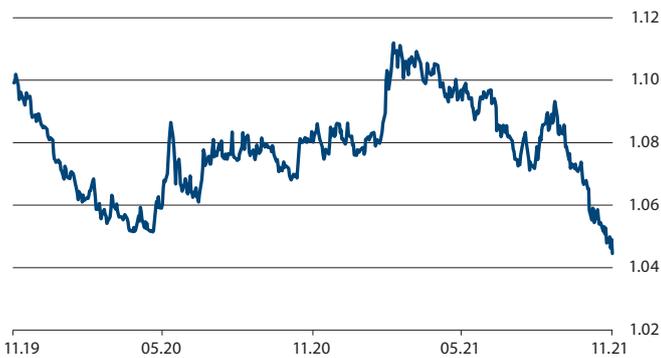
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Währungen und andere Anlagen

Schweizer Franken sehr freundlich

- Der Aufwärtstrend des US-Dollars gegenüber den meisten Währungen setzte sich fort, allerdings nur beschränkt ggü. dem Schweizer Franken. Die Stärke des CHF zeigt sich auch zum Euro, so notiert EUR/CHF unter 1.05. Grund dafür könnte der wesentlich geringere Verlauf der Inflation in der Schweiz sein, diese liegt nur leicht über 1%. Zum weiteren hat sich die EZB-Chefin Lagarde sehr dezidiert gegen Leitzinserhöhungen ausgesprochen, was den Euro zusätzlich unter Druck gebracht hat.
- Im Dezember stehen noch Treffen aller grossen Zentralbanken an, wir sind gespannt auf die Aussagen der SNB (16.12.). Aber auch die Einschätzungen der FED und der EZB werden mit Argusaugen verfolgt. Jedes Abweichen in der Kommunikation vom der bisherigen «hyper-akkommodativen» Politik würde die Märkte in Unruhe versetzen.
- Auffällig ist (parallel zu den Bondmärkten) der deutliche Anstieg der Volatilität in den Währungen. Ein solcher Aufschwung war seit vielen Jahren nicht mehr zu verzeichnen.

EUR/CHF, 2 Jahre

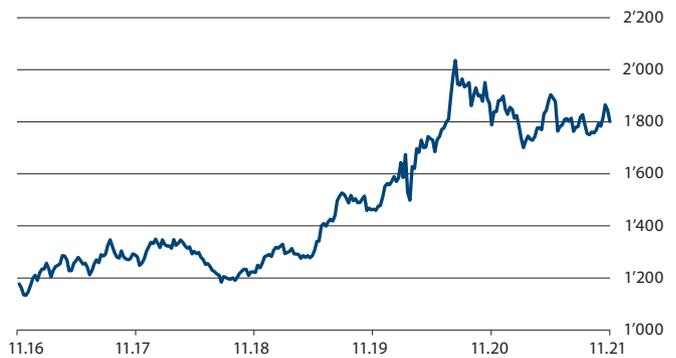


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Goldpreis als Funktion der realen Renditen

- Im Verlauf der letzten Tage sind die realen Renditen der US-Zinskurve auf neue Tiefststände gesunken. So liegt diese für die 10-jährigen inflationsgeschützten Anleihen um -1.2% . Dabei sind vor allem die Inflationserwartungen weiter angestiegen. Diese Konstellation stützt erfahrungsgemäss Realwerte, insbesondere auch den Goldpreis. Dieser stieg auf über 1860 \$ pro Unze.
- Auffällig ist auch der Anstieg des Goldpreises in CHF, trotz ähnlicher realer Verzinsung des CHF am langen Ende der Zinskurve (-1.3%): Die Stärke des CHF als nur gering von steigenden Inflationserwartungen belasteter Währung ist hier klar erkennbar. Für CHF-Anleger macht es Sinn, ihre Anlagen in Gold gegen den schwächelnden USD abzusichern.
- Wir halten an unserer Position in Gold fest, an Realwerten führt kein Weg vorbei. Sollte die Inflation doch hartnäckiger sein als bisher erkannt und sich insbesondere die Inflationserwartungen auf höheren Niveaus festsetzen, sehen wir weiteres Aufwertungspotential für Gold. Denn allfällige Leitzinserhöhungen zur Bekämpfung des Preisauftriebs werden voraussichtlich nur in homöopathischen Dosen verabreicht werden.

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.