



Anlagepolitischer Ausblick 3. Quartal 2021

Globaler makroökonomischer Ausblick

- Nach einer Corona-bedingten globalen Rezession 2020 mit einer BIP-Kontraktion von -3.3% dürfte sich die Weltwirtschaft 2021 mit einem Wachstum von 6.0% eindrucksvoll erholen.
- Hierzu tragen neben den nach wie vor extensiven monetären und fiskalischen Massnahmen auch die zumindest in entwickelten Ländern erfolgreich durchgeführten Impfprogramme massgeblich bei.
- Die Entwicklung verläuft regional unterschiedlich. In einigen asiatischen Ländern behindern neue Wellen die Erholung, primär getrieben durch COVID-Mutationen, welche mittlerweile auch in Europa auftreten.
- Die vermehrten Lockerungen wirken sich positiv auf Konsumentenvertrauen und -ausgaben aus.
- Die massiven Liquiditätsprogramme der Zentralbanken werden noch aufrechterhalten. Diskussionen um eine allmähliche Zurücknahme der monetären Stimulationen vermutlich ab 2022 haben vereinzelt jedoch begonnen.
- Vorgeschlagene weitere Stimulierungsprogramme etwa in den USA haben das Potenzial, die Wirtschaft anzuhetzen und wecken Inflationsbefürchtungen. Kürzlich gestiegene Inflationsparameter sollten jedoch aufgrund von Basiseffekten zumindest in manchen Fällen temporärer Natur sein.

Traditionelle Anlagen

0-3Mt. - 12Mt.

Währungen	Handelsspanne USD/CHF: 0.88 - 0.96 bzw. EUR/CHF 1.06 - 1.15.		
Obligationen	Anleihekäufe der Notenbanken könnten bereits ab nächstem Jahr allmählich zurückgefahren werden. Zinsanstiege am langen Ende der Zinskurven dürften aber moderat ausfallen.	➔	➔
Aktien	Die Bewertungen an den Aktienmärkten bewegen sich auf historisch hohen Niveaus und werden von anhaltendem Investorenoptimismus begleitet. Die erfreuliche Entwicklung der Unternehmensgewinne, eine andauernde Liquiditätsschwemme der Notenbanken sowie weitreichende fiskalische Stimulierungsprogramme limitieren ein etwaiges Korrekturpotenzial.	➔	➔

Alternative Anlagen

Rohstoffe	Aufgehobene Mobilitätseinschränkungen stützen die Rohölkurse. Ein Erstarkter USD und nachlassende Corona-Unsicherheiten lassen den Goldpreis korrigieren.
Hedge Fonds	HF-Strategien mit positiver Performance in der Breite und hohen Kapitalzuflüssen im 1Q21.
Alt. Forderungspapiere	Mikrofinanzanlagen mit tiefer Korrelation zu traditionellen Anlageklassen und stabilen Performancebeiträgen. Zusätzliche Impact-Rendite.
Immobilien	Differenz der Ausschüttungsrenditen von rund 2.5% (CH) gegenüber 10-jährigen Staatsanleihen weiter attraktiv. Agios auf Allzeithöchst und Unsicherheiten wegen Zinsentwicklung.
Übrige	Gegenwind im Krypto-Universum seit Mitte Mai vor allem wegen ökologischen Bedenken (Stromverbrauch) und regulatorischen Unsicherheiten (China Mining-Verbot).

Privatmarkt-Anlagen

Private Equity	Bewertungsparameter wieder mindestens auf Vorkrisenniveau. Weiterhin Zuflüsse von Geldmitteln in die Anlageklasse, insbesondere in der Subkategorie Private Equity.
Private Debt	Alternative zu renditelosen Obligationen. Hohes Volumen an Neuemissionen und Refinanzierungen im ersten Quartal 2021.
Übrige	Im 1. Semester stetige Performancebeiträge der breit diversifizierten Privatmarkt-Anlagen.

Marktdaten

BIP Wachstum %	Länder	2020E	2021E	2022E
Industrienationen	USA	-3.5	7.0	3.3
	Japan	-4.7	4.0	2.4
	Eurozone	-6.5	4.6	4.7
	UK	-10.0	7.3	5.8
	Schweiz	-2.7	4.0	2.8
Schwellenländer	China	2.3	8.5	5.5
	Indien	4.0	-8.0	12.5
	Brasilien	-4.1	3.7	2.6
Wechselkurse	30.06.21	% -3M	% -6M	% -12M
USD/CHF	0.926	-1.76	4.55	-2.28
EUR/CHF	1.097	-0.93	1.34	2.98
GBP/CHF	1.277	-1.76	5.70	8.94
3 Monats Libor	30.06.21	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp
CHF	-0.76	-0.4	0.5	-8.2
USD	0.14	-4.9	-9.4	-15.7
EUR	-0.54	-0.4	0.3	-12.0

Staatsanleihen (10y)	30.06.21	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp
CHF Eidgenossen	-0.25	5.3	32.8	21.6
USD Treasury	1.47	-27.2	55.5	81.2
EUR Bund	-0.21	8.5	36.2	24.7
Aktienmärkte	30.06.21	% -3M	% -6M	% -12M
SMI	11'942.72	8.10	11.58	18.89
S&P 500	4'297.50	8.17	14.41	38.62
Nikkei	28'791.53	-1.33	4.91	29.18
FTSE-100	7'037.47	4.82	8.93	14.06
DJ EURO-STOXX 50	4'064.30	3.70	14.40	25.67
Rohstoffe	30.06.21	% -3M	% -6M	% -12M
Gold oz/USD	1'770.11	3.65	-6.76	-0.61
Öl (WTI)	73.47	24.19	51.42	87.09
Kupfer (Spot)	9'351.50	6.42	20.68	55.74

Quelle: Bloomberg, Marktkonsens des BIP-Wachstums, Juli 2021



Gesamtwirtschaftliches Umfeld

Globaler Aufwärtstrend und Inflationsorgen

Nach der schweren, Corona-induzierten Rezession letztes Jahr erholte sich die Weltwirtschaft in der ersten Jahreshälfte 2021 eindrucksvoll. Hierzu trugen unerwartet rasche Fortschritte bei den Impfkampagnen (Abb. 1), immense fiskalische Anreizprogramme etwa in den USA sowie die unvermindert hohen Stimulierungen der Zentralbanken massgeblich bei. Die Erholung führte zu steigenden Inflationsindikatoren, was für Verunsicherung bei den Anlegern sorgte. Auf Seite vier gehen wir vertieft auf Inflationsaspekte ein.

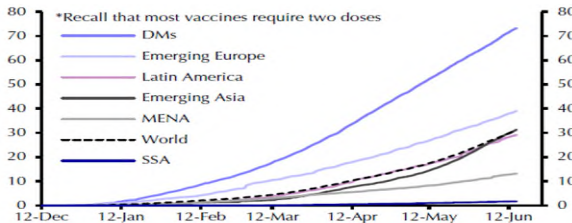


Abb. 1: Verabreichte Coronavirus-Impfdosen pro 100 Einwohner regional (*die meisten Impfstoffe benötigen zwei Dosen. DM = Developed Markets, MENA = Middle East/North Africa, SSA = Sub-Saharan Africa; Capital Economics, Juni 2021)

In der zweiten Jahreshälfte sollte sich die Erholung angesichts der Impffortschritte wie auch der nach wie vor hohen Ersparnisse der Konsumenten fortsetzen. Neue Coronavirus-Mutationen sorgen dabei für regional uneinheitliche Entwicklungen. Diese werden das erwartete Wachstum aber kaum zum Erliegen bringen, weil die aktuellen Impfungen bis anhin auch für diese neuen Mutationen hoch-effektiv sind. Die Zentralbanken – allen voran in den USA – haben begonnen, von der Haltung «nicht einmal darüber nachzudenken, über Zinserhöhungen nachzudenken» abzurücken. Sie bereiten die Finanzmärkte auf eine Drosselung der Anleihekäufe vor. Effektive Zinserhöhungen dürften jedoch kaum vor 2023 anstehen.

Schweiz

Der Schrumpfungprozess des Schweizer BIP setzte sich im 1. Quartal 2021 fort, fiel mit real -0.5% im Vorjahresvergleich jedoch glimpflich aus. Der Privatkonsum litt unter der zweiten Coronavirus-Welle, während der Waren-Aussenhandel von der globalen Wirtschaftserholung profitierte. Die schrittweise Lockerung der Massnahmen führte ab dem 2. Quartal zu einer robusten Erholung, wobei auch der bis anhin noch zurückgebliebene Dienstleistungsbereich inbegriffen ist (Abb. 2, blaue Linie). Nach einem Minus von -2.7% 2020 dürfte das Wachstum für das Gesamtjahr 4.0% betragen. Dank der starken globalen Konjunkturerholung besteht weniger Aufwärtsdruck auf den Franken. Die Schweizerische Nationalbank hält voraussichtlich noch für länger an ihrer Negativzinspolitik fest.

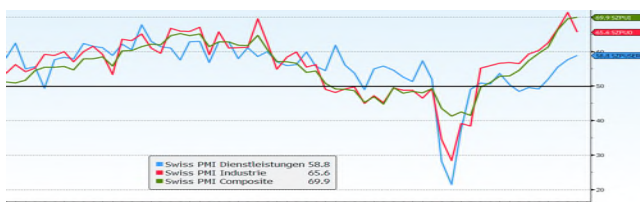


Abb. 2: Einkaufsmanagerindizes Schweiz nach Subkomponenten (Bloomberg, Juni 2021)

Europa

Die Wirtschaft der Eurozone hat sich trotz Lockdown-Massnahmen in einigen Ländern als bemerkenswert

robust erwiesen. Diese Restriktionen werden angesichts stark beschleunigter Impfungen und sinkender Neuinfektionen mancherorts schrittweise gelockert, was den Pfad zu einer nachhaltigen Erholung ebnet. Dies spiegelt sich auch in den Vertrauensindizes (Abb. 3). Die vermehrt auftretende Delta-Variante des Coronavirus hat in Ländern wie dem Vereinigten Königreich zu einer Verschiebung der Wirtschaftsöffnung geführt, was den Erholungstrend als solchen jedoch nicht zum Entgleisen bringen wird. Die Konsumentenpreisindizes haben zwar etwas angezogen, die Kerninflation bleibt jedoch auch im Vergleich zu anderen Wirtschaftsblöcken bemerkenswert stabil. Die EZB erachtet höhere Inflationsindikatoren vor allem aufgrund von Basiseffekten im Vorjahresvergleich als temporär und hält unverändert an ihren monatlichen Anleihekauflprogrammen über 100 Mia. Euro fest. Damit ist sie im Zentralbankenvergleich mittlerweile zum gemässigten Flügel gerückt.

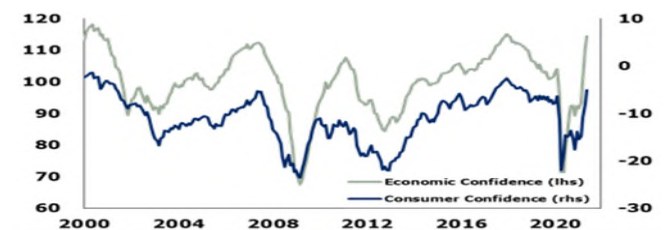


Abb. 3: Konsumenten- und wirtschaftlicher Vertrauensindex Eurozone (Bloomberg, Juni 2021)

USA

Die Erholung der US-Wirtschaft ist imposant. Nach einem Rückgang von -3.5% 2020 wird das Wachstum für dieses Jahr auf rund 7% geschätzt. Fortschreitende Impfungen und die Wiederöffnung der Wirtschaft sind der Hauptgrund hierfür. Hilfspakete und Infrastruktur- sowie andere Programme im beantragten Volumen von insgesamt über USD 6 Bio. (über bis zu acht Jahre) werden die Wirtschaft zusätzlich beflügeln, auch wenn sie realistischlicherweise nur teilweise die Parlamentshürden überwinden werden. Die grosszügige Arbeitslosenunterstützung hatte einen verbreiteten Arbeitskräftemangel zur Folge (Abb. 4).

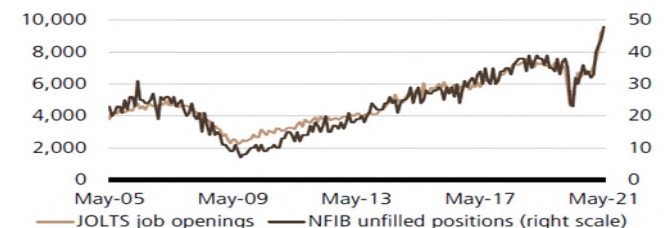


Abb. 4: Offene Stellen in tausend und unbesetzte Stellen in % der KMU's (Bloomberg/UBS, Juni 2021)

Schwellenländer

Viele Schwellenländer weisen einen Impfrückstand gegenüber den entwickelten Regionen auf. Das Wachstum auf globaler Ebene wirkt sich jedoch positiv aus. In China, das den rigiden Lockdown zuerst aufhob, hat die Zentralbank bereits begonnen, finanzielle Stimulierungen zu reduzieren.

Risiken

Wir behalten folgende Risikofaktoren im Auge:

- Entwicklung der Corona-Pandemie und Auswirkungen von Mutationen auf Lockerungen
- Inflations- und Zinserhöhungsängste
- Langzeitfolgen (Verschuldungsproblematik)
- Differenzen zwischen China und den USA/Europa



Traditionelle Anlagen

Obligationen: herausgefordert

Das Bild der Zentralbanken wird uneinheitlicher. In den USA tritt das Fed zwar noch nicht auf die Bremse, tönt aber bereits eine beginnende Straffung der Wertpapierkäufe an, ohne jedoch einen konkreten Zeitpunkt zu nennen. Die EZB hält dagegen an den Anleihekäufen fest. Der SNB bleiben dadurch die Hände gebunden; immerhin konnte sie in letzter Zeit von Devisenmarktinterventionen absehen. Die US-Inflationserwartungen wurden etwas gezügelt und wirkten sich dämpfend auf das lange Ende der Zinskurven aus (Abb. 5).

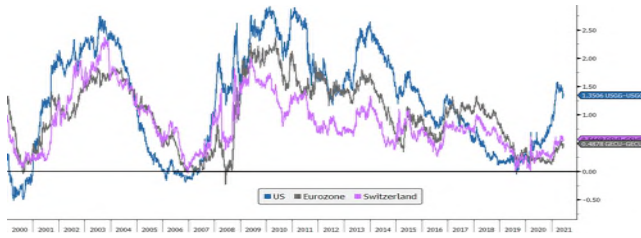


Abb. 5: 10-Jahresrenditen minus 2-Jahresrenditen Staatsanleihen (Bloomberg, Juni 2021)

Aktien: Tendenz bleibt positiv, aber unsteter

Nach einer Seitwärtsbewegung im Mai setzten die Aktienmärkte letzten Monat den Aufwärtstrend seit Jahresbeginn fort (Abb. 6). Dies wurde befeuert durch eine ansprechende Gewinnberichtssaison, steigende Gewinnschätzungen und vor allem die Fortschritte bei den Impfkampagnen in Kombination mit der (noch) unvermindert expansiven Fiskal- und Geldpolitik. Die sich seit letztem November etablierte Stilrotation von Wachstums- in Substanzwerte drehte in den letzten Wochen teilweise aufgrund von tieferen Renditen und Rohstoffkursen wieder. Historisch hohe Bewertungen, Rückschläge an der Impffront aufgrund von Virusmutationen und die Aussicht auf eine restriktivere Geldpolitik dürften aber zu höherer Volatilität führen. In diesem Umfeld bleiben wir in Aktien leicht übergewichtet. Wir haben im vergangenen Quartal unsere Allokation in nordamerikanischen Wachstums- und Energieinfrastrukturtiteln reduziert und sind Neupositionen in indirekten Schwellenländer- sowie Goldminenaktien eingegangen.



Abb. 6: Aktienmärkte USA (grün), Europa (blau), Schweiz (rot), Schwellenländer (gelb) indexiert seit Jahresbeginn 2020 in Lokalwährungen (Total Return Indices; Bloomberg, Juni 2021)

Alternative Anlagen

Die breitgefassten Rohstoffindizes konnten in den ersten Monaten des laufenden Jahres ihre sich seit März 2020 abspielende Erholung fortsetzen (Abb. 7). Am meisten profitierten die Energie- und Basismetallkurse von globaler Wirtschaftserholung und beschleunigter Wiederöffnungsphasen. Die Goldnotierungen haben dagegen vor allem letzten Monat aufgrund von Zinserhöhungsbefürchtungen um knapp 8% korrigiert, liegen aber immer noch gut 20% über dem Tief

im März 2020. Die tiefen USD-Realzinsen und die exzessive Verschuldungssituation der Staaten sprechen nach wie vor für eine strategische Beimischung von Gold in breit diversifizierten Portfolios.

Deutlich volatiler bleibt der Kursverlauf von Bitcoin, wo wir kurz nach Jahresbeginn 2021 eine Position eingegangen sind. Ökologische Bedenken und regulatorische Unsicherheiten haben den Appetit auf Kryptowährungen gezügelt. Unser gegen Ende des ersten Quartals eingegangenes Engagement in Mikrofinanzanlagen weist dank beständiger Renditen aus Zins- und Rückzahlungen im Gegensatz hierzu eine tiefe Volatilität, aber ebenso eine geringe Korrelation zu traditionellen Anlageklassen auf.



Abb. 7: Breite Rohstoffindizes CRB (blau) und energielastigerer S&P GSCI (schwarz; Bloomberg, Juni 2021)

Privatmarkt-Anlagen

Auf globaler Ebene erholten sich Private-Equity-Investitionen während des ersten Quartals 2021 markant vom Einbruch vor Jahresfrist. In Europa dürfte das Vorkrisenniveau bereits wieder erreicht worden sein (Abb. 8). Es wurden rund 1'936 Abschlüsse über knapp EUR 160 Mia. getätigt (im Vorjahresvergleich ein Plus von 80% bzw. 28.5%). Die Kreditmärkte zeigten sich, auch unterstützt durch Stimulierungen von EZB und europäischen Regierungen, in starker Verfassung mit tiefen Kreditrisikoprämien, wodurch Finanzierungen günstig waren. Der Nachfrageüberhang – die Liquiditätspolster europäischer Anleger beliehen sich auf über EUR 230 Mia. – sorgte ebenfalls für erhöhte Aktivität. Es waren gleichwohl auch Exits zu verzeichnen. So trennte sich beispielsweise Partners Group nach rund drei Jahren von einer Beteiligung in GlobalLogic, einem führenden Anbieter digitaler Ingenieurdienstleistungen. Der Wert des Engagements verfünffachte sich in diesem Zeitraum.

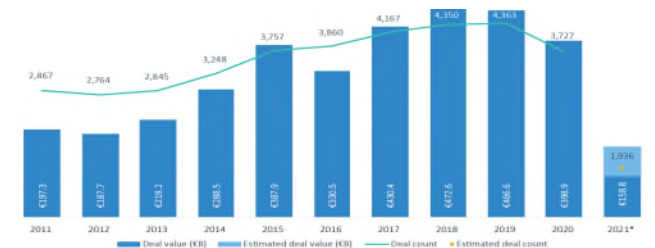


Abb. 8: Europäische Private Equity-Investitionsaktivität in EUR Mia. (Pitchbook/Prequin, Daten per 31. März 2021)

Die Investorennachfrage nach Private Debt erhöhte sich im 1. Quartal 2021 sowohl im USD- als auch im EUR-Raum markant. Der Löwenanteil an neuen Krediten betraf allerdings Refinanzierungen, wo Kreditnehmer von sinkenden Kreditrisikoprämien profitierten. Die folgende hohe Kreditvergabe resultierte jedoch wieder in ausgeweiteten Spreads. Die Kreditindizes befinden sich wieder auf Vorkrisenniveau. Von den geplanten Infrastrukturprogrammen der Biden-Regierung sollten auch privat gehaltene Infrastruktur-Anlagen langfristig Nutzen ziehen.



Inflation

Die Entwicklung der Stimulierungspolitik der Zentralbanken beginnt zu divergieren. Während die chinesische PBoC bereits auf die Bremse tritt und andere Notenbanken (wie in Norwegen oder Australien) mehr oder minder unverblümt von Zinserhöhungen sprechen, bleibt die EZB auf dem Gaspedal. In den USA wird über eine Reduktion der Anleihekäufe («Tapering») diskutiert, von Leitzinserhöhungen sind wir vermutlich aber nach wie vor über ein Jahr entfernt. Die jüngsten Inflationsentwicklungen rücken vermehrt ins Rampenlicht. So stieg der Konsumentenpreisindex in den USA im Mai im Vorjahresvergleich um über 5% (Abb. 9). Die Marktreaktionen waren vergleichsweise moderat. Der Aussage von Fed-Chef Powell, dass der Inflationsanstieg nur temporär sei, wird an den Finanzmärkten offensichtlich Glauben geschenkt. Es stellt sich allerdings die Frage, weshalb denn in diesem Fall die Vorbereitung der Finanzmärkte auf eine Straffung der Geldpolitik überhaupt angezeigt sein sollte.

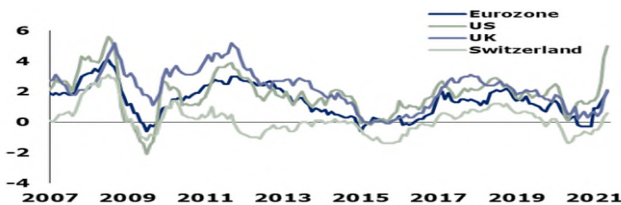


Abb. 9: Konsumentenpreisindizes (Bloomberg, Juni 2021)

Inflationsanstieg: temporär oder nachhaltig?

Die grosse Frage im Raum ist, ob dieser Anstieg auf Basiseffekte zurückzuführen und damit temporär ist oder als Vorbote längerfristig höherer Preisanstiege gesehen werden muss. Vor Jahresfrist (ca. März bis Mai 2020) erlitt die Weltwirtschaft einen umfassenden Nachfrageschock. Von den diversen Lockdowns waren Reisetätigkeit und damit die Energiepreise stark betroffen. Die Rohölpreise notierten zeitweise bei USD 20 pro Fass (Nordseesorte Brent, aktuell USD 75). Die global betrachtet unkoordinierte Wiederöffnung der Wirtschaft bringt einen Nachfrageschub, der die Preise im Vorjahresvergleich entsprechend in die Höhe treibt bzw. einen Normalisierungsprozess nach sich bringt. Dieser Trend dürfte sich über die nächsten Monate wieder legen, spätestens wenn die Vergleichsperioden des Vorjahrs bereits auf Erholungszeiträume fallen. Hinzu kommen Sonderfaktoren wie die Unterbrechung weltweiter Lieferketten, deren Herauffahren Zeit braucht und auch regionale Umlagerungen zur Folge hat, letztlich aber ebenfalls temporärer Natur ist. Beispielsweise sind die explosiv gestiegenen Preise für Gebrauchtwagen in den USA (wie auch Automietpreise) einerseits dem erhöhten Wunsch nach individueller Mobilität angesichts der anlaufenden Öffnung geschuldet. Andererseits ist die Produktion von Neuwagen, nicht zuletzt aufgrund des weltweit vorherrschenden Mangels an Halbleitern als Folge der unterbrochenen Lieferketten, zeitweise praktisch zum Erliegen gekommen. Rund 60% des obenerwähnten 5%-Preisanstiegs stammt von Gebrauchtwagen und Motorentreibstoff und ist damit hoch konzentriert. Breit abgestützte Preisanstiege sind hingegen kaum vorhanden.

Ein viel diskutierter Punkt ist die Möglichkeit drohender Lohninflation. In den USA ist eine Zunahme unbesetzter Stellen zu verzeichnen (s. Abb. 4), die steigende Löhne nach sich ziehen könnte. Da Arbeitslosenunterstützungen noch verbreitet sind, in den kommenden Wochen und Monaten jedoch beendet werden, dürfte sich dieses Problem entschärfen. In anderen Regionen lässt sich im Wesentlichen wenig nachhaltiges Lohnwachstum beobachten (Abb. 10).

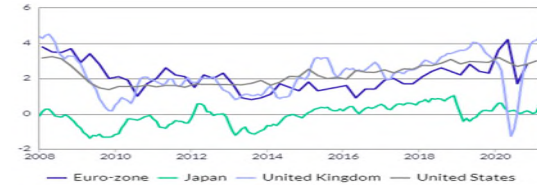


Abb. 10: Lohnwachstum regional (Dreimonatsdurchschnitt im Vorjahresvergleich; Capital Economics, Juni 2021)

Nicht von der Hand zu weisen ist jedoch das enorme Geldmengenwachstum seit Beginn der Coronakrise. In den USA wurden über die letzten sechzehn Monate rund 30% aller jemals geschaffenen Dollars gedruckt, die den Konsumenten effektiv zur Verfügung stehen. Dies im Gegensatz zur Finanzkrise 2008/09, wo das geschaffene Geld zur Unterstützung der Bankbilanzen hängengeblieben ist (Abb. 11).



Abb. 11: USD-Geldmenge M2, %-Änderung zum Vorjahr (Invesco, Mai 2021)

Anhaltend (zu) hohe Geldmengen ausweitungen führten in der Vergangenheit stets zu steigender Inflation. Die Geldmenge allein ist jedoch nicht der einzig ausschlaggebende Faktor. Die Geldumlaufgeschwindigkeit spielt ebenso eine Rolle. Diese ist in den vergangenen Jahren jedoch stetig und seit Beginn der Coronakrise noch akzentuierter gesunken (Abb. 12).

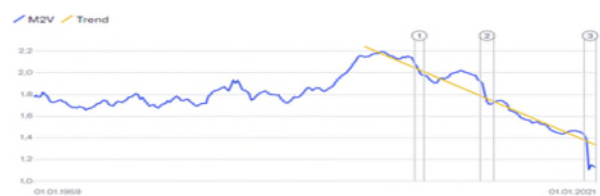


Abb. 12: Geldumlaufgeschwindigkeit M2 USA seit 1969. 1) Internetblase 2) Finanzkrise 3) Coronakrise (Federal Reserve/NZZ, Juni 2021)

Fazit

Die meisten Faktoren, welche in den letzten Monaten zu erhöhter Inflation führten, werden überwiegend temporärer Natur sein. Die Entwicklung der Geldumlaufgeschwindigkeit verdient in Anbetracht der sich ausweitenden Wirtschaftstätigkeit aber erhöhte Aufmerksamkeit. Zwar könnte sich das Gesamtinflationssbild von der Nullgrenze lösen, ein auf Jahre markant höherer Inflations Schub ist aber unwahrscheinlich.

Baar, Juli 2021/DIG

Das beigefügte Informationsmaterial ist ausschliesslich zur Veranschaulichung und für Diskussionszwecke bestimmt. Die Informationen in diesem Dokument sind zusätzlich für Präsentationszwecke zusammengefasst. Die Unterlagen können zudem Informationen enthalten, die teilweise oder vollständig auf hypothetischen Annahmen, Modellen und/oder anderen Analysen (die nur z.T. in diesem Dokument beschrieben werden) der Asset Management Partners AG oder mit ihr verbundenen Unternehmen, („AMP“) bestehen. Es wird von AMP keine Garantie oder Haftung dafür übernommen, dass die dargestellten Annahmen, Modelle oder Analysen sinnvoll oder richtig sind. Zwar stammen die in diesem Dokument abgebildeten Daten aus Quellen, die von AMP als zuverlässig erachtet werden, dies kann jedoch nicht garantiert werden. Die in diesem Dokument dargestellten Informationen sind vertraulich zu behandeln und dürfen weder zum Teil noch im Ganzen reproduziert werden.