

## Executive Summary

- Auch in Europa haben die Impfkampagnen deutlich an Fahrt aufgenommen, der Abstand zu den USA hat sich verringert. Die wirtschaftliche Erholung Europas wird voraussichtlich im dritten Quartal einsetzen.
- Da die Fiskalimpulse in den USA wesentlich höher sind als in Europa, dürfte der Aufschwung jedoch weniger stark ausfallen.
- Die wirtschaftlichen Öffnungen ermöglichen, dass zuvor eingeschränkte Dienstleistungen, wie beispielsweise Reisen, wieder möglich sind. Dies wird den Wachstumschub in den Dienstleistungssektoren erhöhen, aber gleichzeitig die Geldumlaufgeschwindigkeit und die Inflationsgefahr erhöhen.
- Der US-Dollar hat seinen Abwärtstrend wieder aufgenommen.



### Fokusthema

## Was, wenn die Geldumlaufgeschwindigkeit nicht weiter sinkt?

- Seit vielen Jahren schaffen die Zentralbanken Geld, ohne dass es zu einem Inflationsproblem kam. Um eine drohende Insolvenzwelle aufgrund der Lockdowns zu verhindern, erhöhten die Zentralbanken die Liquiditätszufuhr um ein Vielfaches. Entsprechend erhöhten sich Wachstumsraten diverser Geldmengenaggregate nochmals markant.
- Die Geldumlaufgeschwindigkeit (= Häufigkeit, mit der die vorhandene Geldmenge innerhalb eines Jahres durchschnittlich umgesetzt wird) brach während und aufgrund der Lockdowns weiter ein. Dadurch kam es trotz explosionsartiger Geldvermehrung nicht zu einem Inflationsanstieg. Die Konsummöglichkeiten waren wegen der Lockdowns stark eingeschränkt. Dies galt insbesondere für Dienstleistungen, da Restaurant- und Kinobesuche, Reisen etc. «verboten» waren. Das neu geschaffene Geld wurde grösstenteils «angstgespart» oder investiert, aber kaum konsumiert.
- Werden die Lockdowns aufgrund zunehmender Durchimpfung der Bevölkerung aufgehoben, sind Ausgaben für viele Dienstleistungen wieder möglich. Vermutlich hat sich sogar ein Dienstleistungskonsumstau aufgebaut, der sich vorübergehend in besonders hohen Ausgaben entladen könnte.
- Deshalb ist es wahrscheinlich, dass die Geldumlaufgeschwindigkeit mit den Öffnungen der Wirtschaft ansteigt – oder zumindest nicht weiter sinkt.
- Gemäss der Quantitätsgleichung gilt, dass die Inflationsrate der Wachstumsrate der Geldmenge plus der Wachstumsrate der Geldumlaufgeschwindigkeit abzüglich des Wachstums des Transaktionsvolumens (approximiert durch das Realwachstum) entspricht. Somit droht ein markanter Anstieg der Inflationsraten.

### Umlaufgeschwindigkeit des Geldes in den USA seit 2007



Quelle: Refinitiv, Thomson Reuters Datastream

# US-Fiskalpolitik gibt weiter Vollgas

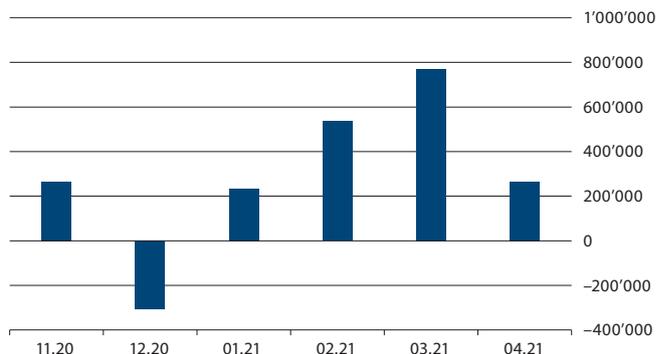
- Wir erwarten für 2021 ein Weltwirtschaftswachstum von +5.0%. USA: +5%, EU: +3.5%, Japan: +2.5%, China: +8%, UK: +5.5%, Schweiz: +3%.
- Im ersten Quartal hinkte Europa den USA deutlich hinterher. Im zweiten und insbesondere im dritten Quartal sollte sich auch in Europa ein überzeugender Aufschwung zeigen. Somit dürfte die Wachstumslücke zu den USA bald geschlossen werden.
- Die Rezession im letzten Jahr war keine normale Rezession, sie wurde durch die Lockdowns künstlich ausgelöst. Der Aufschwung ist die Konsequenz des Zurückfahrens der Lockdown-Massnahmen und aussergewöhnlich aggressiver fiskal- und geldpolitischer Stimuli. Deshalb wird der Aufschwung Zeichen von Abnormalitäten aufweisen.
- Aufgrund der generösen zusätzlichen Arbeitslosenunterstützungszahlungen in den USA haben nicht wenige Tieflohnbezieher beschlossen, statt zu arbeiten, lieber die höheren Unterstützungszahlungen zu beziehen. Deshalb ist die Arbeitslosenquote aufgrund der expansiven Fiskalpolitik ironischerweise weniger stark gesunken, als sie es hätte tun können. Da gleichzeitig der Konsum der Unterstützungsbezieher hoch blieb, entlud sich ein Teil des Fiskalimpulses in einem höheren Aussenhandelsdefizit der USA. Die Haushalte erhöhten ihre Importe von Konsumgütern aus dem Ausland markant, nicht zuletzt auch aus China, während Teile der US-Konsumgüterindustrie gleichzeitig im Tieflohnsektor unter Arbeitskräftemangel litten.
- Generell sind die Vertrauensindikatoren weiter angestiegen und zeigen an, dass die Haushalte mit besseren Zeiten rechnen. Auch die Inflationserwartungen stiegen weiter an und erreichten mehrjährige Höchststände.
- Es gibt aber leider bereits wieder weniger gute Wirtschaftsnachrichten aus den USA. Beispielsweise fielen die Immobilienverkäufe (Häuser und Wohnungen) im April um 2.7% gegenüber dem Vormonat. Enttäuschend fielen auch die Werte für die Industrieproduktion, die Kapazitätsauslastung der Industrie und die Anzahl der neu geschaffenen Stellen aus.
- Der US-Arbeitsmarkt hat lediglich 266'000 Stellen neu geschaffen, statt wie erwartet rund 1 Million. Dies stellt eine der grössten Negativüberraschungen in der Geschichte der Arbeitsmarktstatistik dar. Spätestens mit dem Auslaufen der zusätzlichen Arbeitslosenunterstützungszahlungen werden aber auch Arbeitnehmer in Tieflohnsektoren sich wieder um eine neue Arbeitsstelle bemühen. Deshalb messen wir dieser sehr schlechten Zahl zum jetzigen Zeitpunkt etwas weniger Bedeutung bei.

USA: Industrieproduktion, 10 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

USA: neu geschaffene Stellen pro Monat, letzte 6 Monate

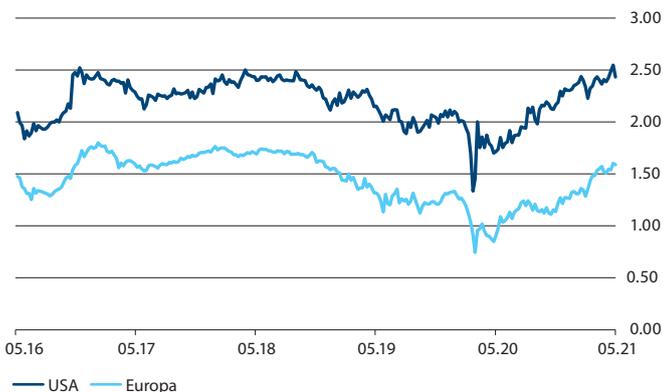


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

# Steigende Inflationsraten

- Im April verzeichneten die USA einen kleinen Inflationschock: Die Konsumentenpreise stiegen gegenüber dem Vorjahr um 4.2% (März: 2.6%). Auch der weniger volatile Kernindex, welcher Ausgaben für Nahrungsmittel und Energie ausschliesst, stieg um 3.0% (März: 1.6%). Der Konsensus unterschätzte in beiden Fällen den Inflationsanstieg deutlich.
- Von offizieller Seite versucht die US-Notenbank (Fed) die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer «nach unten zu drücken». Der Anstieg wird als lediglich temporär bezeichnet. Schon bald dürfte die Fed nach weiteren Erklärungen suchen müssen.
- Die US-Wirtschaft wie auch der US-Staatshaushalt können keine hohen Realzinsen vertragen. Es ist schwierig eine genaue Grenze zu beziffern. Im Bereich von 2–3% dürfte die Schmerzgrenze erreicht sein. Die Fed muss dafür sorgen, dass die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer nicht in die Nominalzinsen eingebaut werden.
- Die Kommunikation der grossen Zentralbanken in Bezug auf die Inflationserwartungen sind mit grosser Vorsicht zu geniessen. Den Investoren wird kommuniziert, dass sie sich auf ultraexpansive Geldpolitik verlassen können und gleichzeitig trotz dieser Geldpolitik keine Inflationsprobleme auftreten werden.
- Der Vertrauensgrad in die Versicherungsfunktion der Zentralbanken ist derzeit hoch. Die Investoren rechnen damit, dass die Fed bei einer allfälligen Korrektur an den Finanzmärkten noch aggressiver Anleihen und gegebenenfalls auch Aktien aufkaufen wird. Dies zeigt sich darin, dass viele Investoren aggressiv in riskante Anlagen mittels Kreditaufnahme investiert haben und viele Aktienindizes gemessen an historischen Bewertungskennzahlen hoch bewertet sind.
- Eine Deflationskraft, der Arbeitskräfteüberschuss Chinas verliert an Wirkung: Die Anzahl Arbeitskräfte und die Bevölkerung wachsen nicht mehr, sondern beginnen aufgrund der ehemaligen Ein-Kind-Politik zu schrumpfen. Somit sind Arbeitskräftemangel und Lohninflation in China trotz voranschreitender Automatisierung nicht mehr ausgeschlossen.
- Die Statistiken der Fed werden mit Absicht unvergleichbar gemacht. So hat die Fed erst vor kurzem die Methode zur Berechnung der Geldmenge M1 geändert (breitere Berechnungsbasis). M2 wächst derzeit mit fast 30%. In dem Augenblick, in dem die Geldumlaufgeschwindigkeit nicht mehr sinkt, droht ein markanter Inflationsanstieg.
- Besonders problematisch wäre, wenn die Lohnkosteninflation ebenfalls in Gang gesetzt werden würde. Aufgrund der noch hohen Arbeitslosigkeit sind die Lohnforderungen noch «gemässigt». Dies könnte sich jedoch ändern.

**Inflationserwartungen USA und Europa, 5 Jahre**



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

**Bilanzsumme der EZB in Millionen Euro, seit 1999**



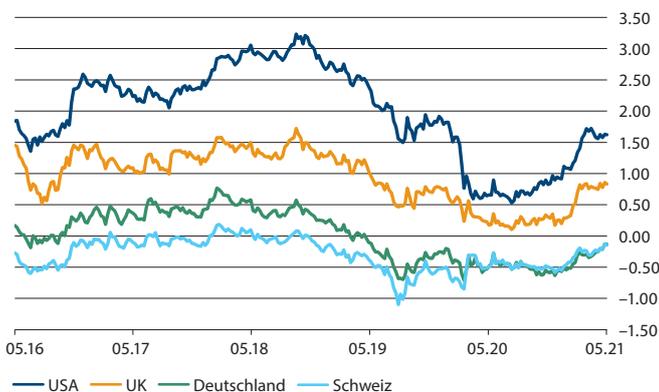
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

# Anleihen / Aktien

## Wann beginnt die Fed mit dem Tapering?

- Die Renditen der Staatsanleihen der wichtigsten Regionen konsolidieren weiter nach dem Anstieg im Verlauf des zweiten Quartals, welcher einerseits mit dem guten Konjunkturverlauf und andererseits mit steigenden Inflationsraten begründet wird.
- Deshalb hat auch die Diskussion begonnen, wann die Fed ihre Kaufprogramme zurückfahren wird. Jede Äusserung von FOMC-Mitgliedern (Offenmarktausschuss in den USA) wird deshalb auf die Goldwaage gelegt. Die Fed ist sich der anforderungsreichen Situation aber bewusst: Ein abruptes Anziehen der Renditen aufgrund geringerer Käufe würde an der Börse zu einem Erdbeben führen und das Konsumentenvertrauen erschüttern (da dieses unter anderem auf höheren Aktienkursen beruht).
- Schlussendlich wird es aber darum gehen, in welcher Form und auf welchen Renditeniveaus die Zinskurvenkontrolle eingeführt wird. Langfristig sind die Zentralbanken im Zusammenspiel mit den Finanzministerien daran interessiert, die immensen Staatsschulden «wegzuinflationieren».

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

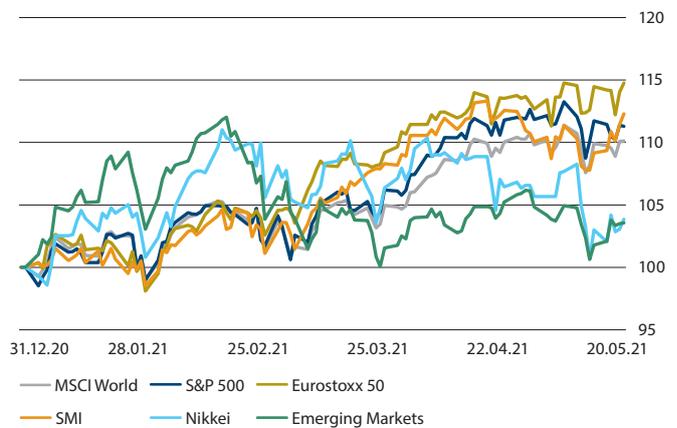


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

## Erhöhte Nervosität an den Aktienmärkten

- Die Diskussionen bezüglich Inflationsverlauf und einem möglichen Tapering haben auch an den Aktienmärkten zu einem Aufflackern der Volatilität geführt. Insbesondere wurde auch sichtbar, dass die Anleger Qualität bevorzugen: Aktien von Firmen mit guten Gewinnen und starken Bilanzen waren die Outperformer.
- Weiter muss auch erneut erwähnt werden, dass verschiedene Indikatoren in den Aktienmärkten rekordverdächtig sind: Leverage bei Hedgefonds, Positionen auf Kredit, Risikoappetit, gehebelte Partizipation von Kleinanlegern, Korrelationen innerhalb der Anlageklassen, tiefe Volatilitäten und auch die Bewertungen insgesamt befinden sich allesamt auf Niveaus, welche zur Vorsicht mahnen. Ein Störfaktor könnte zu starken Reaktionen an den Märkten führen. Dabei spielt es wohl nicht einmal eine grosse Rolle, wo sich dieser manifestieren würde.
- Die jüngsten Skandale (Greensill, Archegos) hätten beispielsweise von ihrer Grössenordnung her durchaus mehr negative Reaktionen auslösen können.
- Wir bleiben aber trotz allem weiterhin positiv für Aktien, denn mittelfristig bleibt die Attraktivität als Realwerte und als Ertragsquelle ungebrochen. Rücksetzer an den Aktienmärkten würden wir folglich als Gelegenheit für Zukäufe interpretieren.

## Aktienmärkte: Performance 2021, indexiert



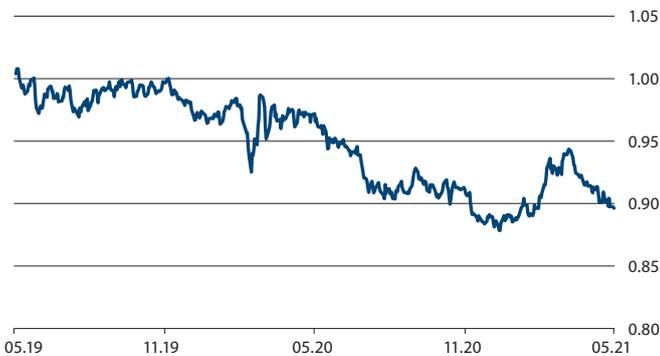
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

# Währungen und andere Anlagen

## USD schwächelt wieder

- Der US-Dollar ist jüngst wieder unter Druck geraten. Makrozahlen aus den USA, welche unter den Erwartungen lagen (Arbeitsmarkt), haben die USD-Zinsstruktur leicht gedrückt und somit die relative Attraktivität des USD geschwächt.
- Eine interessante Entwicklung zeigt sich bezüglich der Kaufprogramme für Staatsanleihen. So haben die Bank of Canada und auch die Bank of England bekannt gegeben, ihre Kaufprogramme jeweils um einen Viertel zu reduzieren. Diese doch eher überraschenden Ankündigungen haben auch dazu geführt, dass Druck auf den US-Dollar entstanden ist. Die Anleihenmärkte in der Euro-Zone signalisieren etwas ähnliches seitens der EZB. Wir gehen aber nicht davon aus, dass die EZB (und auch die SNB) bald etwas an ihrer Politik ändern.
- Die chinesische Zentralbank bleibt restriktiv und wird voraussichtlich weiter die Liquidität im Renminbi verringern und so ihre Rolle im «Tandem» Fed/PBoC weiter spielen. Der USD handelt zum Yuan äusserst stabil. Allerdings muss die sich zuspitzende Rhetorik zwischen den Vertretern der beiden Supermächte genau beobachtet werden. Die Zeichen stehen aktuell nicht auf Entspannung.

## USD/CHF, 2 Jahre

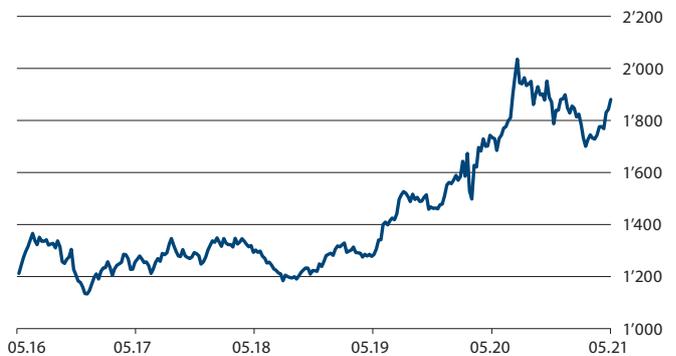


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

## Gold legt deutlich zu

- Wir rechnen mittelfristig 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.
- Kurzfristig hat der Goldpreis wieder deutlich zugelegt. Dies wird durch den wieder schwächelnden US-Dollar plausibilisiert, und auch die technische Analyse erkennt einen anhaltenden Aufwärtstrend im Gold.
- 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 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.

## 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.