



Reporting Bericht

3. Quartal 2021

Wachstum leicht weniger dynamisch
 Inflationsentwicklung im Fokus der Märkte
 Geldpolitik kontinuierlich restriktiver erwartet

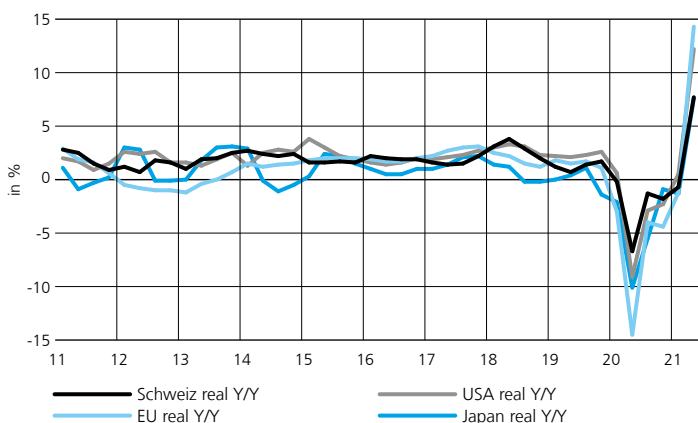
Makroökonomie Europa und Schweiz

Europa

Euro-Zone: Kräftiges Wachstum im Sommer

Das Bruttoinlandsprodukt (BIP) der Euro-Zone hat im zweiten Quartal gegenüber dem Vorjahresquartal um 14,3 % zugenommen. Das Wachstum fiel damit höher aus als erwartet. Getrieben wurde die Entwicklung vom Abbau der Pandemierestriktionen und der damit verbundenen starken Erholung des Privatkonsums. Wenig überraschend fiel die Besserung in den südeuropäischen Staaten besonders stark aus, welche im vergangenen Jahr aufgrund der grossen Bedeutung von Tourismus und Gastgewerbe aber auch einen besonders starken Einbruch erlitten hatten. In allen grossen Volkswirtschaften liegt das BIP jedoch immer noch unter dem Vorkrisenniveau von Ende 2019. Für das gesamte laufende Jahr erwarten wir eine BIP-Zunahme von rund 4,5%.

Entwicklung Bruttoinlandsprodukt (Industriestaaten)



Grossbritannien: Starke Erholung im zweiten Quartal

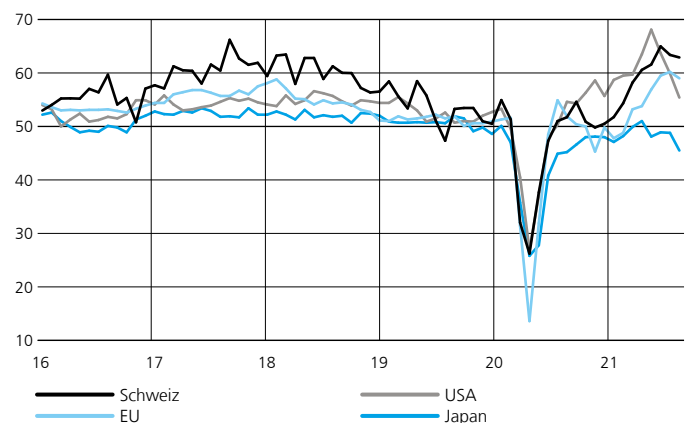
Die britische Volkswirtschaft ist im zweiten Quartal mit einer Zunahme des BIP von 22,2% gegenüber dem Vorjahr noch stärker gewachsen als die Euro-Zone. Das hohe Wachstum wurde auch hier in erster Linie vom Abbau der Coronarestriktionen und der damit verbundenen Erholung des Privatkonsums getrieben. Im Vergleich zum Vorkrisenniveau von Ende 2019 liegt das BIP aber immer noch rund 4% im Minus. Grossbritannien bildet damit weiterhin das Schlusslicht unter den sieben grössten Industrieländern. Aufgrund des immer noch hohen Aufholpotenzials rechnen wir weiterhin mit einer starken Wachstumsdynamik. Das grösste Risiko bleibt, wie in der Euro-Zone, die Pandemie. Der Abbau der allermeisten Eindämmungsmassnahmen hat bisher zwar nicht wie befürchtet zu einem unkontrollierten Anstieg der Neuinfektionen und der Hospitalisierungen geführt. Die Stimmung der Konsumenten sowie der Ausblick der Firmen haben sich jedoch jüngst leicht eingetrübt. Wegen der hohen Impfquote ist die Erholung aber nicht infrage gestellt. Die britische Wirtschaft dürfte somit 2021 um rund 7% wachsen.

Schweiz

Leicht schwächere Wachstumsdynamik

Die Schweizer Wirtschaft hat sich in den vergangenen Monaten rasch von der Coronapandemie erholt. Das BIP nahm im zweiten Quartal gegenüber dem Vorjahr um 7,7% zu. Damit liegt die schweizerische Wirtschaft, im Gegensatz zum restlichen Europa, praktisch wieder auf dem Vorkrisenniveau. Sowohl der staatliche Konsum, welcher während der Pandemie wenig überraschend sehr stark angestiegen ist, als auch der private Konsum trugen massgeblich zu dieser Erholung bei. Aber auch die Industrieproduktion hat im zweiten Quartal im Vergleich zum Vorjahr um 15,7% zugenommen. Nun zeigen sich jedoch erste Ermüdungserscheinungen. Auch unser Aargauer Konjunkturbarometer signalisiert für den weiteren Jahresverlauf einen etwas weniger dynamischen Verlauf, nichtsdestotrotz dürfte das überdurchschnittliche Wachstum aber bis ins nächste Jahr anhalten. Wir erwarten für das laufende Jahr eine Zunahme des BIP um 4% und auch 2022 dürfte die Dynamik mit rund 3% nach wie vor über dem langjährigen Potenzialwachstum der Schweizer Wirtschaft zu liegen kommen.

Entwicklung Einkaufsmanagerindex (PMI)



Beschäftigung nur noch knapp unter Vorkrisenniveau

Der Schweizer Arbeitsmarkt überrascht weiterhin positiv. Wie die neusten Zahlen zeigen, zählte die Schweiz Ende Juni 5,126 Millionen Beschäftigte. Dies sind nur noch 33000 Stellen weniger als im Herbst 2019. Zudem sind aktuell über 80000 Stellen nicht besetzt und der Anteil der Unternehmen, die gedenken, ihren Personalbestand noch auszubauen, ist relativ hoch. Das Vorkrisenniveau dürfte also auch bei der Gesamtbeschäftigung bald übertroffen werden. Wenig überraschend liegt daher die Arbeitslosenquote im August bei 2,9% und damit nur noch gerade 0,1% über dem Stand vom März 2020, dem Zeitpunkt, als die ersten Lockdown-Massnahmen aufgrund der Covid-19-Pandemie beschlossen wurden.

Makroökonomie Nordamerika und Asien

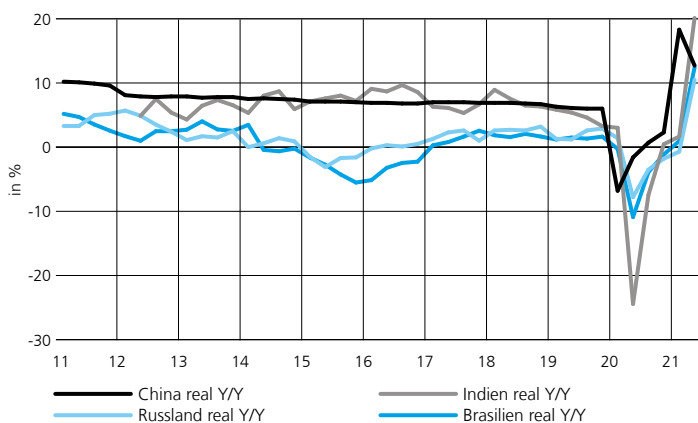
Nordamerika

Schwächere zweite Jahreshälfte erwartet

Dank einem kräftigen BIP-Zuwachs im zweiten Quartal 2021 hat die US-Wirtschaft bereits wieder ihr Vorkrisenniveau erreicht. Das gesamte BIP wuchs gegenüber dem Vorjahresquartal um 12,2%. Besonders stark war der private Verbrauch, der gegenüber dem Vorjahr um über 16% zulegen.

Für das vierte Quartal verdichten sich allerdings die Anzeichen eines schwächeren Wachstums. Insbesondere der private Verbrauch dürfte nicht mehr so stark zulegen. Immerhin wirkt sich die hochansteckende Delta-Variante bisher weniger stark aus als erwartet. Das äussert sich u. a. in den täglichen Restaurantbesuchen und Mobilitätsdaten, die zwar eine gewisse Abflachung zeigen, aber keine beunruhigend starke Verlangsamung. Ein Teil der Abschwächung dürfte zudem auf Versorgungsengpässe und steigende Preise zurückzuführen sein, bei welchen es schwierig ist abzuschätzen, wann sich diese wieder normalisieren. Wir reduzieren daher unsere Wachstumsprognose für 2021 nochmals von 6,3% auf 6,0%.

Entwicklung Bruttoinlandsprodukt (Schwellenländer)



Restriktivere Geldpolitik spätestens ab 2022

Die Mitschrift der Juli-Sitzung der US-Notenbank und die Aussagen am letzten FOMC-Meeting machten indes klar, dass in nächster Zukunft (wohl anlässlich der Meetings vom 3. November oder 15. Dezember) mit einer Reduktion der Anleihenkäufe spätestens Anfang kommenden Jahres zu rechnen ist. So könnten die Anleihekäufe sukzessive reduziert und gegen Mitte 2022 eingestellt werden. Die Inflationsszahlen zeigen weiterhin, dass der Inflationsschub vom Frühjahr weitgehend auf temporären Faktoren beruht. Deshalb dürfte die Inflationsrate im nächsten Jahr wieder deutlich fallen, wenn viele der Produktions- und Lieferengpässe überwunden sein dürften. Das FED dürfte daher weiterhin davon ausgehen, noch genügend Zeit für die angestrebte Zinswende zu haben.

Asien

Japan: Weiterhin mit wenig Dynamik unterwegs

Die japanische Wirtschaft ist im zweiten Quartal 2021 gegenüber dem Vorjahresquartal um 7,6% gewachsen, dies nach einem Minus von 1,3% im ersten Quartal 2021. Damit liegt die Wirtschaftsleistung immer noch 3,4% tiefer als im dritten Quartal 2019, also bevor zuerst die Mehrwertsteuererhöhung und dann die Coronapandemie die Wirtschaft in die Rezession stürzten. Jüngst wurde die Wirtschaft durch die verschärfte Coronalage wieder gebremst. Wegen einer deutlichen Zunahme der Neuinfektionen nach den Olympischen Spielen hatte die Regierung neue Einschränkungen verhängt. Die Belastung für das japanische Gesundheits- und insbesondere Krankenhaussystem ist dennoch beträchtlich. Entsprechend schwach sind die jüngst publizierten Stimmungsindikatoren ausgefallen. So notierte der Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor auf dem tiefsten Stand seit Mai 2020. Etwas besser stellt sich die Situation in der japanischen Industrie dar. Anhaltend lange Lieferfristen bei Vorleistungsgütern lassen jedoch darauf schliessen, dass die Industrie in den nächsten Monaten nicht mit voller Kapazität laufen wird. Wir rechnen für Japan mit einer BIP-Zunahme von 3% im laufenden Jahr. 2022 dürfte dieser Wert mit 2,5% nochmals tiefer ausfallen.

China: Enttäuschende Wirtschaftsdaten

Die chinesische Wirtschaft hat in den letzten Monaten deutlich an Schwung verloren. Eine geringere Ausweitung der Industrieproduktion war zwar zumindest teilweise zu erwarten. Doch auch die Detailhandelsumsätze trübten sich überraschend deutlich ein, wofür primär regionale Virusausbrüche und Überschwemmungen verantwortlich waren. Auch für die kommenden Quartale gehen wir von einem für chinesische Verhältnisse eher moderaten Wachstum aus, dies nicht zuletzt aufgrund der Tatsache, dass das BIP bereits Ende 2020 sein Vorkrisenniveau wieder erreicht hat, die Erholung von dem pandemiebedingten Einbruch also praktisch abgeschlossen ist. Dazu kommt eine deutlich restriktivere Geldpolitik, um die sich stetig verschlechternde Verschuldungssituation bei den Unternehmen zu stabilisieren. Dies hemmt zwar die Investitionstätigkeit, gewisse Aufholeffekte dürften mit dem Abebben der jüngsten Viruswelle aber für eine leichte Beschleunigung gegen Jahresende hin sorgen können. Wir gehen unverändert in diesem Jahr von einem Wachstum von rund 8% aus, im kommenden Jahr dürfte das BIP allerdings nur unterdurchschnittlich um rund 5,5% zulegen.

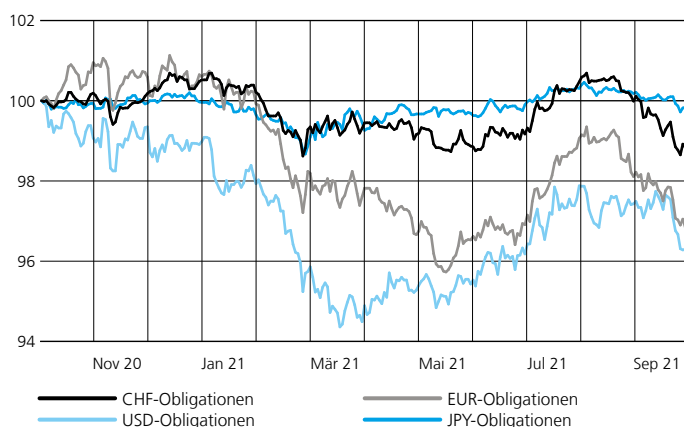
Geldmarkt und Obligationen

Geld- und Kapitalmärkte im Überblick

Resistenter Preisauftrieb

Die Teuerungsraten hielten sich über die Sommermonate hartnäckig auf hohen Niveaus. Insbesondere in der Euro-Zone legte die Inflation im Jahresvergleich nochmals zu. Dies ist einerseits dem Wegfall der temporären Reduktion der Mehrwertsteuer in Deutschland geschuldet, die aufgrund der Coronapandemie 2020 zur Entlastung der Konsumenten gesenkt wurde. Andererseits wirken steigende Energiekosten aufgrund der hohen Nachfrage preistreibend. In Grossbritannien herrscht in der Transport- und Logistikbranche ein Mangel an Arbeitskräften. Dabei sieht sich die stark vom Güterimport abhängige Volkswirtschaft zunehmend mit einer Warenknappheit konfrontiert. Erschwerend kommt hinzu, dass die Windkraftwerke im Sommer unterdurchschnittlich wenig Elektrizität produzierten, was den Bedarf an Erdgas erhöhte und eine Verdreifachung der Preise im dritten Quartal mit sich zog. Die USA als Energie-Selbstversorger sind nicht mit denselben Problemstellungen konfrontiert. Zwar hielt sich der offizielle Konsumentenpreisindex im Jahresvergleich über 5,0%, schwächte sich aber seit dem Höchst von Ende Juni ab. Die Kernteuerungsrate, welche volatile Komponenten ausklammert, fiel sogar ein wenig stärker. Die Preisbeschleunigung ist zudem überwiegend auf coronasensitive Kategorien zurückzuführen. Der daraus resultierende Nachholeffekt dürfte mit der Zeit abebben und zu einer Beruhigung des allgemeinen Preisanstiegs beitragen. Weiter ist aufgrund der höheren Basis in diesem Jahr mit einer Teuerungsmilderung im nächsten Kalenderjahr, verstärkt in der zweiten Jahreshälfte 2022, zu rechnen.

Entwicklung Obligationenmärkte 1 Jahr (indexiert)



Zinsmärkte reagieren mit Verzögerung

Die Zinsmärkte nahmen die zu erwartende Preisbeschleunigung aufgrund der im Vorjahr tieferen Vergleichswerte im ersten Quartal bereits vorweg, als beispielsweise 10-jährige US-Staatsanleihen einen Renditesprung von über 85 Basispunkten verzeichneten. Die von vielen Investoren heraufbeschworene Zinswende traf allerdings

nicht ein – im Gegenteil: Bis Anfang August sanken die langfristigen Renditen von Anleihen in den Haupthandelswährungen entgegen der Logik, dass eine anziehende Inflation in der Folge auch höhere Nominalzinsen mit sich ziehen würde. Mitverantwortlich dafür waren die kontinuierlich hohen Anleihenkäufe seitens des Federal Reserve sowie der Europäischen Zentralbank, die gleichzeitig auf ein dürftiges Angebot trafen, da sich die Anleihe-Emissionstätigkeit während den Sommermonaten in Grenzen hielt. Zudem dürfte sich aufgrund der relativen Marktbewegung ein gewisser Rebalancing-Effekt eingestellt haben, der die Nachfrage nach Anleihen zusätzlich belebte. Die Märkte scheinen nun jedoch aufgrund der weiter anziehenden Inflation und Inflationsprognosen abzuleiten, dass in einem solchen Umfeld höhere Nominalzinsen gerechtfertigt sind. Seit Mitte August sind steigende Renditen beobachtbar.

Unterstützte Kreditmärkte trotz Warnsignalen

Auch wenn die chinesische Regierung ohne Vorwarnungen die Spielregeln für inländische Branchen ändert und ihre Politik stärker auf einen sozialistischen Wohlfahrtskurs ausrichtet, werden solche tiefgreifenden Veränderungen vom Gesamtmarkt nach wie vor als isolierte Ereignisse betrachtet. Ein Überschwappen der Unsicherheiten auf Firmen in den Industriestaaten blieb vorerst aus. Seit August ist aber eine leichte Tendenz zu höheren Kreditrisikoprämien für Unternehmensanleihen auszumachen. Inskünftig dürfte vermehrt mit Kreditausfällen bei bonitätsschwachen Schuldern zu rechnen sein.

Notenbanken erwidern die Signale

An ihrem jüngsten Notenbanktreffen kündigte der Offenmarktausschuss des FED ein Zurückfahren der monatlichen Anleihenkäufe an. Sofern das duale Mandat von Vollbeschäftigung und Preisstabilität in absehbarer Zeit erreichbar scheint, werden ab dem kommenden November bis Mitte des nächsten Jahres die Anleihenkäufe schrittweise auf null reduziert. Zudem dürften Leitzinsanhebungen früher als erwartet eintreten. Das Entscheidungsgremium der Bank of England projizierte an ihrem letzten Treffen eine mögliche Leitzinsanhebung bereits im ersten Halbjahr 2022. Als erste Notenbank in Europa hat die norwegische Zentralbank die Leitzinsen wie erwartet um 0,25 Prozentpunkte angehoben, nachdem sie diese 2020 pandemiebedingt auf 0% senken musste. Mit der Reserve Bank of New Zealand dürfte eine weitere geldpolitische Entscheidungsträgerin im Herbst mit einer Leitzinsanhebung folgen. Auch in Neuseeland hat sich die Wirtschaft stark erholt, und die Immobilienpreise verzeichnen rekordhohe Anstiege. Das vierte Quartal dürfte also aus geldpolitischer Sicht interessant bleiben. Nach dem jüngsten Anstieg sehen wir jedoch beschränktes Aufwärtspotenzial an den Zinsmärkten, wobei uns bezogen auf die Hauptmärkte das Potenzial für eine weitere Aufwärtsbewegung in den USA und Grossbritannien am grössten erscheint.

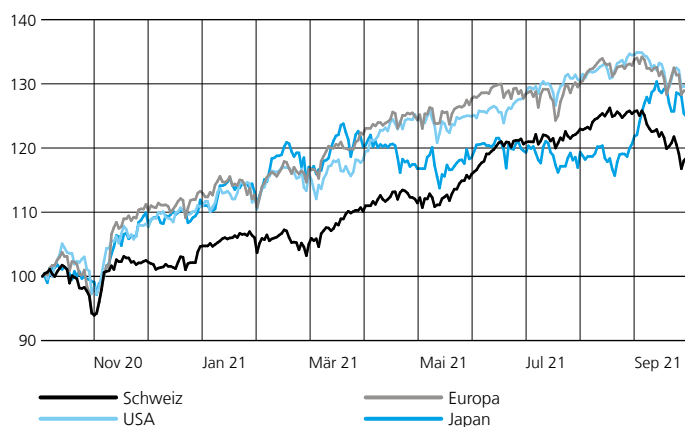
Aktien

Aktienmärkte im Überblick

Ist der Markt überhitzt?

Es gibt immer deutlichere Anzeichen, dass die Aktienmärkte in einigen Sektoren etwas überhitzen. In diesem Jahr jedoch eilten die wichtigsten Indizes weiter von Rekord zu Rekord. Zum einen konnten sich die Investoren an der starken Gewinnentwicklung der Aktiengesellschaften erfreuen, zum anderen scheinen Anlagealternativen nach wie vor wenig attraktiv zu sein. Zwischenzeitlich versetzte die sich in vielen Ländern wieder verschlechternde Coronasituation der guten Stimmung kurzfristig einen Dämpfer. Ebenfalls mit Abgaben quittierten die Anleger die Veröffentlichung des Sitzungsprotokolls der US-Notenbank, in dem eine bereits in diesem Jahr beginnende Reduktion der Anleihenkäufe (Tapering) thematisiert wurde. Die darauf folgende Gegenbewegung widerspiegelte das altbekannte «Buy the dip»-Muster. Auf die Jackson-Hole-Rede von FED-Chef Jerome Powell reagierten die Finanzmärkte positiv. Die wenig spezifischen Aussagen bezüglich Tapering und der Hinweis, dass die Bedingungen für eine Leitzinserhöhung noch nicht gegeben seien, gaben den Aktienkursen weiteren Auftrieb. Nichtsdestotrotz, die Zentralbanker scheinen sich primär auf die Vollbeschäftigung zu fokussieren und betrachten die aktuelle Inflation lediglich als ein temporäres Phänomen. Die stetigen Prognoseerhöhungen der Finanzanalysten, gekoppelt mit der eher mauen Kursentwicklung der vergangenen Wochen, lassen die Aktien mittlerweile wieder etwas günstiger erscheinen. Die Konjunkturindikatoren deuten auf ein ungebrochen günstiges Wirtschaftsumfeld hin, auch wenn der Wachstumshöhepunkt hinter uns liegen dürfte sowie die Lieferengpässe in einigen Bereichen das Umsatzwachstum kurzfristig limitieren.

Entwicklung Aktienmärkte 1 Jahr (indexiert)



Lageraufbau dürfte auch im letzten Quartal anhalten

Die Lagerbestände liegen 10% unter dem Normalwert. Die aktuell zu beobachtenden Investitionen in den Lageraufbau werden das Wachstum im kommenden Quartal mitprägen resp. tragen. Diese werden aufgrund der robusten Konjunktur- und Nachfragedynamik vermehrt nachgeholt. Bisher haben die Delta-Variante sowie Liefer- und Kapazitätsengpässe die Expansion teilweise noch behindert.

Verbesserung der pandemischen Lage

Dank weiteren Impffortschritten sind die Neuinfektionen und Todesfälle global gesehen rückläufig. Einzelne Ausbrüche können schnell eingedämmt werden und Länder mit hohen Impfquoten konnten bereits viele Einschränkungen aufheben. Deshalb reagieren die Märkte je länger je mehr lediglich marginal auf Neuigkeiten von der Pandemiefrent. Wichtig wird nun, dass die Ansteckungen in den kalten Wintermonaten im Zaum gehalten werden können. Zudem muss vermutlich der grundsätzlich hohe Impfschutz mit einer dritten Impfung aufgefrischt werden, da er mit der Zeit an Wirksamkeit verliert.

Volatilität steigt

Obwohl die Unsicherheit über den Konjunkturverlauf und die Geldpolitik etwas zugenommen hat, bewegt sich die Volatilität am Aktienmarkt – trotz höchstem Stand seit Februar – im historischen Vergleich auf niedrigen Levels. Sieht man sich allerdings die Schwankungsbreite des Volatilitätsindex an, so erkennt man, dass diese gestiegen ist, was in der Vergangenheit oftmals als Vorbote für nachfolgend grössere Kursschwankungen an den Aktienmärkten gedeutet werden konnte. Das ändert aber nichts daran, dass ein die Fundamentaldaten beeinflussender Auslöser auftauchen muss. Ohne einen exogen herbeigeführten Grund wird die Volatilität nicht ansteigen. Ein Komplettausfall des hoch verschuldeten chinesischen Immobilienentwicklers Evergrande (und eines daraus entstehenden Dominoeffekts) könnte ein solches Ereignis darstellen.

Optimismus überwiegt

Anlässlich der Publikationen der Halbjahreszahlen sowie an den vielen Investorenkonferenzen haben sich die CEOs im Grundton positiv bezüglich der kommenden Gewinnentwicklung geäußert. Die Auftragsbücher sind weiterhin prall gefüllt und die gestiegenen Inputkosten können in den überwiegenden Fällen problemlos an die Kunden überwältigt werden. Es wird allgemein erwartet, dass die Zunahme dieser Kosten in den nächsten Wochen und Monaten abflacht und daher keine Bedrohung für das Wachstum darstellen sollte. Der Aktienmarkt dürfte aber weiterhin im Spannungsfeld zwischen Wachstumshoffnungen und Inflationssorgen hin und her pendeln.

Nicht traditionelle Anlagen

Immobilien Schweiz

Abnehmender Schwung

Nach einer sehr erfreulichen Entwicklung der Schweizer Immobilienfonds in der ersten Jahreshälfte ist der Aufwärtsschwung im dritten Quartal etwas verloren gegangen. Es ist vor allem das stetig wachsende Angebot, welches von den Anlegern nicht mehr gleichermaßen einfach absorbiert wird, wie das in den Monaten zuvor der Fall war. Verschiedene Gefässe nützen den momentanen Anlagezustand aus und haben mit Kapitalerhöhungen weitere Mittel am Kapitalmarkt aufgenommen oder einen solchen Schritt angekündigt. Zudem werden neue Kollektivanlagen mit Fokus auf den Schweizer Immobilienmarkt für das breite Publikum geöffnet. Das mittlerweile sehr hohe Bewertungsniveau scheint aber die Investoren zusehends vorsichtiger werden zu lassen. Mit einem durchschnittlichen Aufgeld zum inneren Wert von deutlich über 40% liegt die Bewertung der Schweizer Immobilienfonds mittlerweile auf einem Rekordniveau. Zusätzlich droht aufgrund der geldpolitischen Diskussionen zukünftig weniger Unterstützung von der Zinsseite. Das tiefe Renditeniveau wurde lange Zeit zur Rechtfertigung der hohen Kurse herangezogen. Kurzfristig nimmt damit der Gegenwind für die Schweizer Immobilienfonds zu. Aufgrund des stabilen Realmarktes, des robusten Konjunkturverlaufs und der attraktiven Ausschüttungsrendite bleiben die mittel- und langfristigen Ausichten jedoch unverändert interessant.

Entwicklung Immobilienfonds Schweiz 1 Jahr (indexiert)



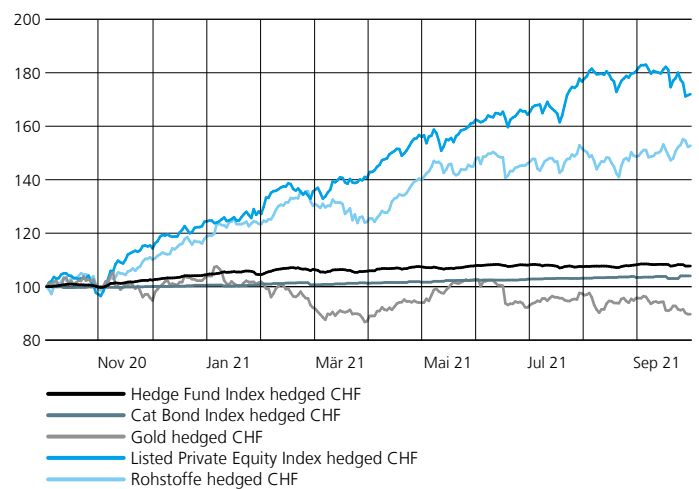
Übrige Anlagen

Viel Flexibilität beim Investieren

Unter anderem zählen Anlagen in gemischte **Rohwaren** zur Gruppe der Übrigen Anlagen. Die Organisation erdölexportierender Staaten und ihre Verbündeten (OPEC+) erhöhen die Förderquote ab Oktober um weitere 400 000 Barrel (Fass zu 159 Liter) am Tag. Die Erdölstaaten tragen damit der Erholung der Wirtschaft Rechnung.

Dies obwohl zwischendurch immer wieder neue coronabedingte Wachstumsängste aufkommen. Gemäss einem Grundsatzbeschluss soll auch eine weitere Ausweitung der Produktion in den Folge-monaten geprüft werden. Der Preis für ein Fass der Nordseesorte Brent erhöhte sich im Quartalsvergleich um 4,5% und schloss bei 78.52 USD je Barrel.

Entwicklung Übrige Anlagen CHF 1 Jahr (indexiert)



Beim **Gold** gewichten Anleger die Angst vor steigenden Zinsen höher als die klassische Funktion als Inflationsschutz. Deshalb bleibt das Interesse an einem Goldinvestment derzeit überschaubar. Dies könnte in Zukunft ändern, falls fundamentale Aspekte wie Inflation, negative Realzinsen und Schuldenberge stärker in den Fokus rücken. Wir rechnen im weiteren Jahresverlauf mit einem volatilen Kursverlauf des gelben Edelmetalls.

Nicht nur die Unwetter- bzw. Hochwasserereignisse in Europa, sondern auch der Landeinschlag von Hurrikan «Ida» im US-Bundesstaat Louisiana und die darauffolgenden Wassermassen setzten den Fonds mit **versicherungs-basierten Anleihen (Cat Bonds) und Rückversicherungsverträgen** zu. Im Juli wurde Mitteleuropa von wochenlangen Regenfällen heimgesucht, dies nach einer bemerkenswerten Hitzewelle im Juni, die mancherorts in Europa zu den wärmsten seit Beginn der Aufzeichnungen im Jahr 1850 zählt. Hurrikan «Ida» war am 16. Jahrestag von Hurrikan «Katarina» als Sturm der Stärke vier von fünf in der Nähe von New Orleans auf Land getroffen. Ohne die in der Zwischenzeit getätigten Investitionen in den Hochwasserschutz wäre eine Katastrophe unvorstellbaren Ausmasses entstanden. Der Wirbelsturm hat im Nordosten der USA weite Landstriche verwüstet. Auch in der Metropole New York kam es zu verheerenden Sturzfluten mit Rekordregenfällen, überschwemmten U-Bahn-Stationen und zerstörten Häusern.

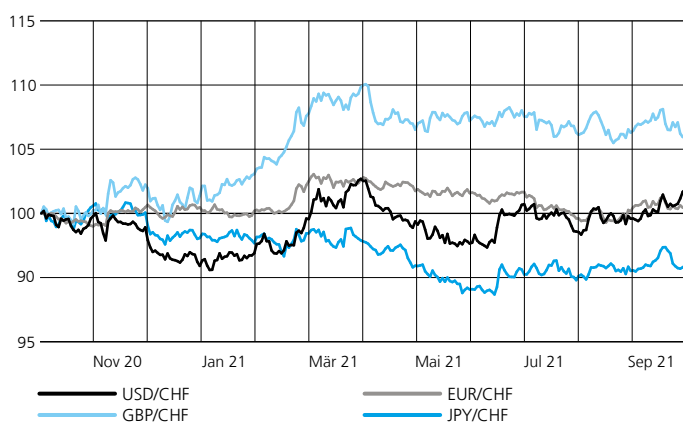
Währungen

Währungen im Überblick

Volatiler Verlauf

Das vergangene Quartal zeichnete sich an den Devisenmärkten durch eine stark schwankende Risikostimmung aus. So fiel der Fokus der Märkte im August zunehmend auf die geldpolitischen und konjunkturellen Unsicherheiten, was zwischenzeitlich für eine merkliche Aufwertung des Schweizer Frankens sorgte, während zyklische Währungen weniger gesucht waren. Der Aufwertungsdruck rief erneut die Schweizerische Nationalbank SNB auf den Plan. Die im Verlauf des August gestiegenen Sichtguthaben der SNB deuten auf die getätigten Interventionen am Devisenmarkt hin. Die SNB hat weiterhin einen beschränkten Spielraum. Zum einen ist aus heutiger Sicht in der Schweiz nicht mit einem raschen und anhaltenden Inflationsanstieg zu rechnen. Zum anderen hängt der Handlungsspielraum der SNB weiterhin in erster Linie von den Vorgaben der Europäischen Zentralbank ab. Wenig überraschend hielt die SNB bei ihren Lagebeurteilungen an der bisherigen expansiven Politik fest. Im weiteren Verlauf des Quartals hat sich die Lage an den Devisenmärkten zunehmend entspannt. Die Aufmerksamkeit der Anleger hat sich weg von den direkten Auswirkungen der Pandemie hin zur Inflationsentwicklung und den politischen Entscheidungen verschoben.

Währungsentwicklung 1 Jahr (indexiert)



Inflationsentwicklung entscheidend für den US-Dollar

Die Aussagen der US-Notenbank FED hinsichtlich der geldpolitischen Wende werden immer konkreter. Die Aussicht auf eine Drosselung der Wertpapierkäufe und anstehende Zinserhöhungen könnten die Realzinsen in den USA erhöhen. Dies würde dem Greenback zumindest kurzfristig Rückenwind beschern. Die strukturellen Probleme innerhalb der USA, etwa das hohe Haushalts- und Handelsdefizit, bleiben jedoch weiterhin bestehen. Entscheidend wird die weitere Entwicklung der Inflation sein. Sollte diese markanter abnehmen als erwartet, fallen auch die Zinserhöhungen

des FED geringer aus, was den Dollar schwächen würde. Ein zusätzliches Spannungsfeld ergibt sich auch aus der weiteren Pandemieentwicklung. Momentan deutet alles auf eine Entspannung der Situation und somit auf eine weitere konjunkturelle Stabilisierung hin. Sollten wieder vermehrt Unsicherheiten über den weiteren Pandemieverlauf auftreten, könnte eine Flucht in den USD stattfinden. Ende des dritten Quartals lag der Wechselkurs USD/CHF bei 0.93.

Schweizerische Nationalbank interveniert

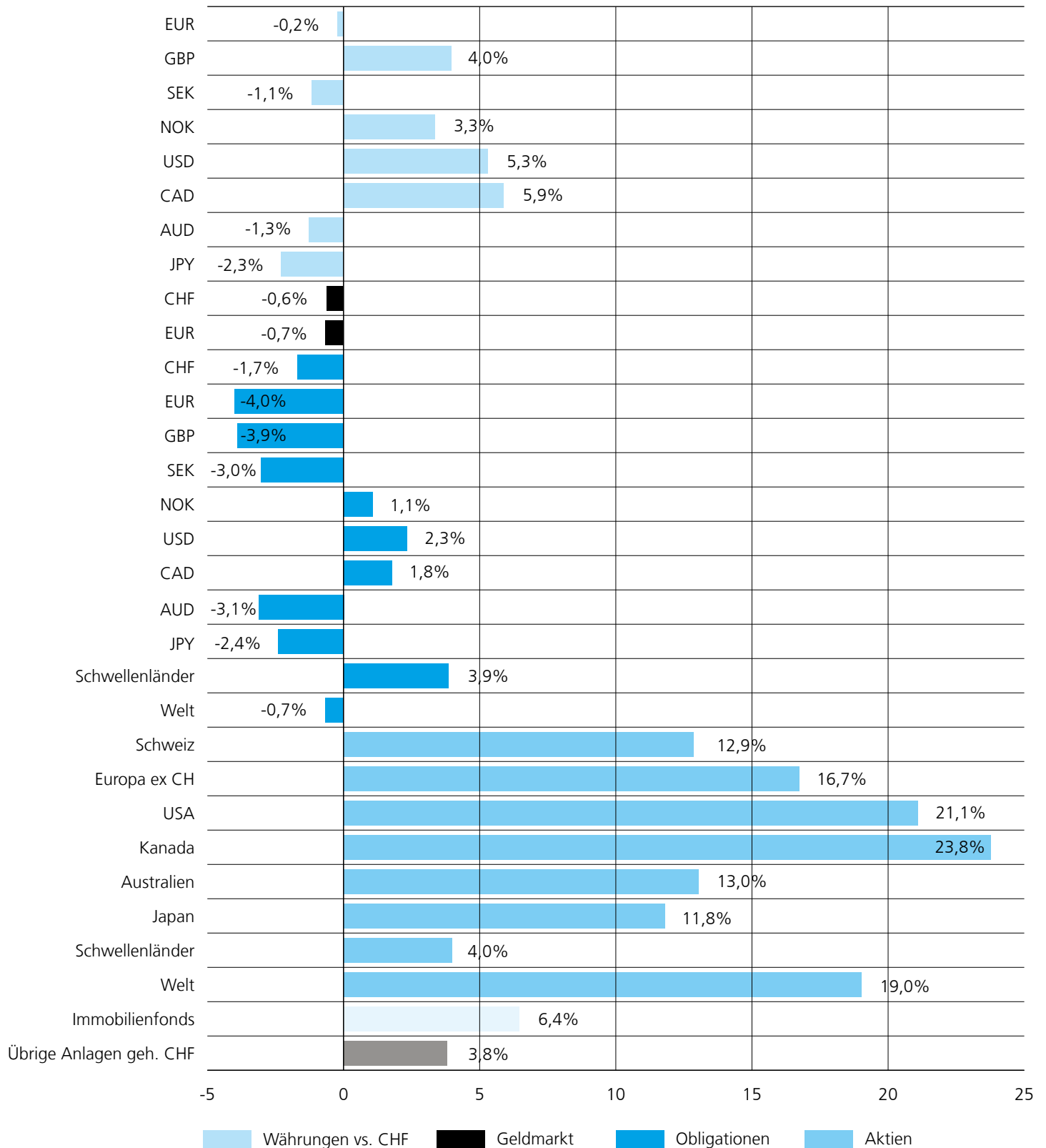
Wie bereits eingangs erwähnt, musste die SNB dem Euro-Kurs im vergangenen Quartal unter die Arme greifen. Im Verlauf des August fiel der Wechselkurs auf den Schwellenwert von 1.07, der von der SNB durch Interventionen erfolgreich verteidigt wurde. Zudem unterstrich die SNB, bei Bedarf auch in Zukunft am Markt einzugreifen. Der Wechselkurs EUR/CHF ist somit weiterhin nach unten durch die Interventionen der SNB abgesichert. Die Wahlen in Deutschland sorgten im Vorfeld ebenfalls für einige Unsicherheiten. Unklar war beispielsweise, wie es nach der Ära Merkel mit dem Corona-Wiederaufbaufonds weitergeht. Die Regierungsbildung ist zwar noch im Gange. Vieles deutet jedoch darauf hin, dass die gemeinsame europäische Schuldenaufnahme weiterhin Bestand hat. Dies dürfte zur Stabilität beitragen und die wirtschaftliche Erholung in Europa weiter unterstützen. Für eine anhaltende Stärkung der europäischen Gemeinschaftswährung fehlt jedoch momentan die Aussicht auf eine klare Ausweitung der Zinsdifferenzen, weshalb im EUR/CHF-Wechselkurs von einer Seitwärtsbewegung ausgegangen werden kann. Zum Quartalsende hin erholte sich der EUR/CHF-Kurs auf 1.08. Der EUR/USD-Wechselkurs lag Ende September bei 1.16.

Bank of England hält am Fahrplan fest

Die Wachstumsdynamik der britischen Wirtschaft ist weiterhin überdurchschnittlich. Die schnelle Impfkampagne und der Abbau der Beschränkungen, die durch die Pandemie auferlegt wurden, konnten die Wirtschaft wiederbeleben. Durch die aktuell bestehenden Liefer- und Personalengpässe wurden die Inflationserwartungen jedoch in die Höhe getrieben. Die Bank of England hält trotzdem am bisherigen Fahrplan fest und stellt die Staatsanleihenkäufe voraussichtlich Ende Jahr vollständig ein. Bedingt durch die persistent hohe Inflationsrate wird in England bereits Anfang 2022 mit einer Zinserhöhung gerechnet. Auch das Pfund neigte im August zur Schwäche und konnte sich bis Mitte September graduell erholen. Ende Quartal stand der Wechselkurs GBP/CHF bei 1.25. Aufgrund der absehbaren Ausweitung der Zinsdifferenz und der weiterhin gut laufenden Wirtschaft könnte das Pfund in der momentanen Situation in der Gunst der Anleger weiter steigen.

Marktpformance

1. Januar bis 30. September 2021 (Basis CHF)



Anlagestrategie

Konjunktur

	BIP (vs. Vorjahr)		Inflation (Jahresdurchschnitt)	
	2021	2022	2021	2022
Schweiz	4,0	3,0	0,7	1,1
Euro-Zone	4,5	4,0	2,0	1,5
USA	6,0	4,0	4,2	2,9
Japan	3,0	2,5	0,2	0,6
China	8,0	5,5	1,5	2,3
Schwellenländer	6,5	5,0	3,8	3,9

Währungen und Zinsen

Trend (3 Monate)

Zinsen	Geldmarkt	Kapitalmarkt
CHF	→	→
EUR	→	→
USD	→	→↗
JPY	→	→

Währungen	
EUR / CHF	→
USD / CHF	→
JPY / CHF	→
GBP / CHF	→↗

Aktien

Trend (3 Monate)

Schweiz	→
Europa	→
USA	→
Japan	→
Schwellenländer	→

Nicht traditionelle Anlagen

Trend (3 Monate)

Immobilien Schweiz	→↘
--------------------	----

Anlagepolitik aktuell

Die Risiken an den Finanzmärkten haben deutlich zugenommen. Vor allem die anhaltenden Diskussionen um eine zukünftige Reduktion der geldpolitischen Lockerungsmassnahmen beschäftigen die Marktteilnehmer. Schliesslich waren die im Zuge der Pandemie auf ein rekordtiefes Niveau gesenkten Zinsen eines der Hauptargumente für einen anhaltenden Aufwärtstrend an den Börsen. Zusätzlich scheint die Weltwirtschaft ihren Wachstumszenit im aktuellen Erholungszyklus bereits zu überschreiten. Der aufgestaute Konsum- und Investitionsdrang von Privaten und Unternehmen lässt mittlerweile nach und sorgt für eine abnehmende Dynamik des Konjunkturwachstums. Material- und Personalengpässe sorgen zusätzlich für eine verminderte Auslastung im produzierenden Gewerbe. Der Dienstleistungsbereich spürt dagegen die erneute Zurückhaltung der Konsumenten aufgrund der raschen Ausbreitung der Delta-Mutation. Aufgrund der weltweit stetig steigenden Impfquote ist allerdings nicht mit einer erneuten Rezession der Globalwirtschaft zu rechnen. Wahrscheinlicher ist eine Fortsetzung des Aufschwungs mit einer gemächlicheren Wachstumsrate.

Steigende Zinsen führen bei den **festverzinslichen Anlagen** momentan zu sinkenden Preisen. Höhere Inflationsraten, positive Konjunkturaussichten und die Erwartung einer abnehmenden geldpolitischen Unterstützung haben die Renditen steigen lassen. Wir gehen davon aus, dass dieser Trend sich noch einige Zeit fortsetzen wird. Jedoch werden insbesondere die Notenbanken bei der zukünftigen Anpassung der Geldpolitik äusserst behutsam vorgehen. Zu gross ist die Gefahr, die Erholung der Wirtschaft zu gefährden. Die Renditeaussichten für Anleihen bleiben deshalb bescheiden und rechtfertigen das aktuelle Untergewicht in unserer taktischen Ausrichtung.

Die Luft an den internationalen **Aktienmärkten** wird zunehmend dünner. Die Belastungsfaktoren haben in den letzten Monaten zugenommen und das Gewinnwachstum wird voraussichtlich in Zukunft tiefer ausfallen. Die hohe Bewertung der Beteiligungspapiere macht sie zudem anfälliger für Enttäuschungen. Es ist kurzfristig mit einer volatilen Kursentwicklung zu rechnen. Die Anleger werden aufgrund der stolzen aufgelaufenen Kursgewinne verstärkt mit Gewinnmitnahmen auf schlechte Nachrichten reagieren. Mittel- und langfristig bleibt der aktuelle Aufwärtstrend aufgrund einer weiterhin wachsenden Wirtschaft bestehen. Wir tragen den steigenden Unsicherheiten mit einer taktischen Untergewichtung der Aktienquote Rechnung. Zudem sichern wir einen Teil des Aktienrisikos mit einer Put-Option gegen starke Kurseinbrüche ab.

Nähere Informationen zur aktuellen Anlagestrategie finden Sie monatlich unter www.akb.ch/pm.