

Anlagebericht III.Q 2021

Dr. Giuseppe Benelli
Juli 2021

www.benelli-consulting.ch

Wirtschaft

- **Weltweite Erholung**
- **China als Vorreiter**
- **In den USA ebenfalls schnelle Erholung der Wirtschaft**
- **Langsamere Erholung der Euro-Wirtschaft**
- **Nebenwirkungen immer deutlicher erkennbar**
 - Steuererhöhungen zu erwarten
 - Dauerhafter Anstieg der Inflation

Warum wird die Inflation nicht zu einem vorübergehenden, sondern zu einem dauerhaften Problem?

Heute stellt sich die Situation anders dar, denn die Liquidität kommt in der Wirtschaft an und wirkt stimulierend.

Finanzmärkte

- **Plus bei Aktien, Minus bei konventionellen Anleihen**
- **Längerfristige Nebenwirkungen der Stimulationsmaßnahmen zu beachten**
 - Risiko einer restriktiven Geldpolitik
 - Mögliche Steuererhöhungen
 - Geopolitische Risiken
- **Investitionsrisiken mit der eigenen Risikotoleranz in Einklang bringen**
- **Aktienanlagen teuer, daher selektiv vorgehen**
- **Anleihen unattraktiv, Zins- und Kreditrisiko**
Ebenfalls höheres Kreditrisiko für Unternehmensanleihen
- **Währungen: Starker Schweizer Franken mit weniger Aufwertungsdruck auf längere Sicht**
- **Alternative Anlagen in Gold und Öl als Diversifikation**
Gold weiter attraktiv bei expansiven Zentralbanken
Weitere Erholung der Rohstoffpreise

Konkurrenzvergleich: Das Anlagepanorama der NZZ II. Quartal 2021

- **Zuversichtliche Schweizer Banken, unterschätzte Inflation**

Weltweite Erholung

Die jüngsten Zahlen bestätigen unsere Annahmen und zeigen, dass sich die Weltwirtschaft schneller erholt als allgemein erwartet.



China als Vorreiter

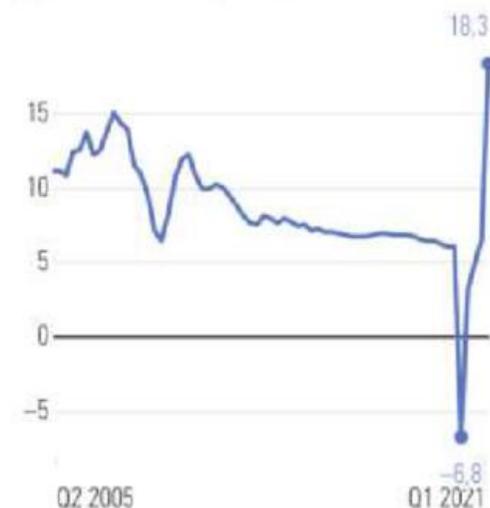
Das beste Beispiel ist China. Hier ist die Wirtschaft 2021 mit einem historisch beispiellosen Wachstum gestartet. Das Land präsentiert sich als "first in, first out" Gewinner der Corona-Krise. Auch wenn die aktuellen Zahlen teilweise verzerrt sein mögen, wuchs die Wirtschaftsleistung im ersten Quartal des laufenden Jahres real um 18,3 %. In den letzten drei Monaten des Jahres 2020 betrug das Plus 6,5 %.

Die treibenden Kräfte hinter der Erholung sind die Industrieproduktion und die Angebotsseite. China hat eine funktionierende Wertschöpfungskette und ist in der Lage, auch das Ausland mit den Produkten zu versorgen, die in der Pandemie nachgefragt werden.

Auf der Nachfrageseite erholt sich Chinas Wirtschaft etwas langsamer. Die Investitionen im verarbeitenden Gewerbe hinken hinterher und der Konsum hat noch nicht das Vorkrisenniveau erreicht.

Chinas Wirtschaft trotz Corona

Reale Veränderung der Wirtschaftsleistung gegenüber dem Vorjahresquartal, in %



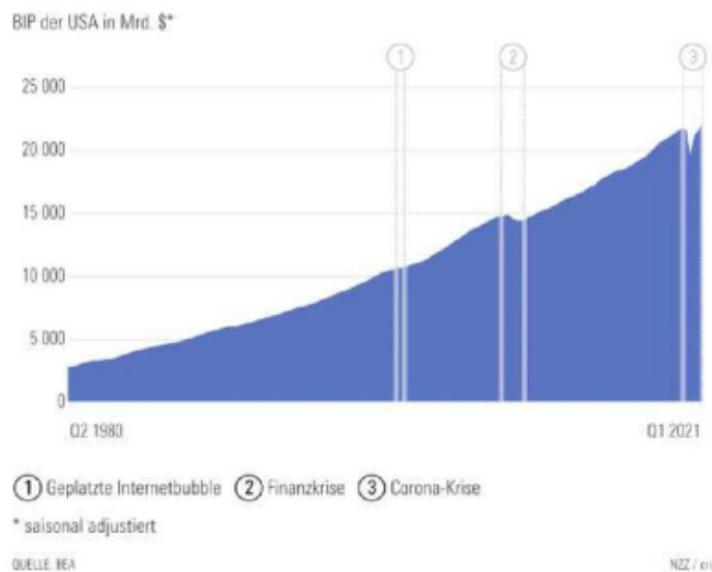
QUELLE: NATIONAL BUREAU OF STATISTICS OF CHINA

NZZ / Mue

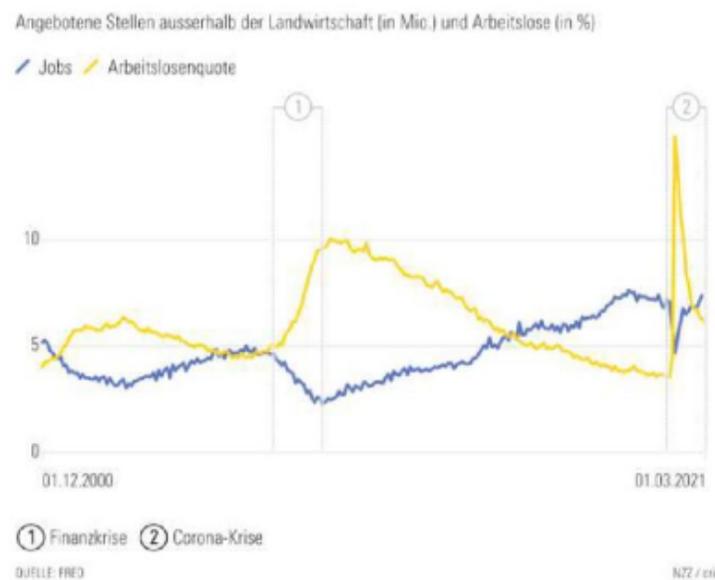
In den USA ebenfalls schnelle Erholung der Wirtschaft

In den USA heizen die Lockerungs- und Konjunkturmaßnahmen der Corona-Krise die Wirtschaft an. Tatsächlich stieg die Wirtschaftsleistung von Januar bis März annualisiert um 6,4 %. Besonders stark waren der private Konsum, die Unternehmensinvestitionen und die öffentlichen Ausgaben, während die steigenden Importe die Entwicklung statistisch bremsen.

Die Corona-Wachstums-Delle war schnell ausgebügelt



Es sind wieder viele Jobs offen



In den USA ebenfalls schnelle Erholung der Wirtschaft

Dieser Boom wird auch von der finanziellen Seite angeheizt. In der ersten Phase der Pandemie gaben die Amerikaner weniger Geld aus als sonst. Zudem konnten sie von massiven staatlichen Unterstützungsmaßnahmen profitieren. Das begann mit dem CARES Act (Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act), mit dem Präsident Trump vor etwas mehr als einem Jahr 2'200 Mrd. Dollar in die Wirtschaft pumpt. Dies geschah in Form von Krediten, Direktzahlungen oder auch verlängertem Arbeitslosengeld sowie staatlicher Unterstützung beim Kauf von Lebensmitteln oder bei Mietzahlungen. Später legte er noch ein 900 Mrd. Dollar schweres Konjunkturprogramm obendrauf.

Joe Biden hat das Konjunkturprogramm weiter verstärkt. Im März ergänzte er ein zusätzliches Hilfspaket im Wert von umgerechnet 1'900 Mrd. Dollar mit einer vergleichbaren Struktur - ohne Rücksicht auf die stark steigende Staatsverschuldung. Die Hilfsmaßnahmen kurbeln also nicht nur die US-Wirtschaft an, sondern über die Importe auch den Welthandel. Den Demokraten scheint dies offensichtlich nicht zu genügen. Inzwischen haben sie weitere Pläne für ein umfangreiches Programm zur Modernisierung der maroden Infrastruktur des Landes und den "American Families Plan" vorgestellt. Die beiden Projekte würden zusammen mehr als 4'000 Mrd. Dollar kosten und damit den New Deal von Präsident Franklin D. Roosevelt in Größe und Umfang übertreffen.

Langsamere Erholung der Euro-Wirtschaft

Auch die Wirtschaft im Euroraum erholt sich von den Rückschlägen der Corona-Krise. Nach Angaben der Europäischen Zentralbank (EZB) lag der Wendepunkt im Mai und Juni. Es wird jedoch noch einige Zeit dauern, bis das Vorkrisenniveau wieder erreicht ist. Erst um diese Zeit, im Jahr 2022, soll der Euro-Raum wieder auf dem BIP-Niveau von 2019 angekommen sein und die Politik fordert nach wie vor eine nachhaltige Unterstützung durch die Staaten und die Geldpolitik.

Nebenwirkungen immer deutlicher erkennbar

Inzwischen werden auch Stimmen laut, die die gewaltigen Konjunkturprogramme auf Kosten riesiger Defizite und hoher Schulden für überzogen halten und bezweifeln, dass diese Massnahmen zu einem nachhaltigen Aufschwung führen. Neben den möglichen inflationären Effekten wird auch deren Finanzierung in Frage gestellt.



Nebenwirkungen immer deutlicher erkennbar

Steuererhöhungen zu erwarten

Die riesigen Schuldenberge werden die Länder auch nach der Corona-Krise noch lange beschäftigen. Die Verschuldung der Industrieländer ist auf 127 % der Wirtschaftsleistung im Jahr 2020 angestiegen und wird weiter zunehmen. Allerdings war die Belastung in vielen Ländern schon vor dem Ausbruch der Pandemie zu hoch, da ihre Finanzpolitik wenig nachhaltig war. Statt nach Überwindung der Krise hier anzusetzen, plädiert nun sogar der Internationale Währungsfonds für höhere Steuern auf Vermögen. Entsprechend stehen Steuererhöhungen in vielen Ländern auf der politischen Agenda.

So einigten sich die G7 kürzlich auf einen Mindeststeuersatz für Unternehmen von 15 Prozent. In den USA will Präsident Biden u. a. die Steuern deutlich erhöhen, was bei den Republikanern auf Widerstand stoßen dürfte. Auch in Europa wird nach neuen Einnahmequellen gesucht. Kürzlich haben zwei französische Ökonomen, Gabriel Zucman und Emmanuel Saez, einen umstrittenen Vorschlag zur Finanzierung der Corona-Krise vorgelegt. Sie fordern, die Börsenkapitalisierung der Unternehmen in den G20-Staaten mit einem jährlichen Satz von 0,2 % zu besteuern. Das Geld soll über die Börsen eingezogen werden, an denen die Unternehmen gelistet sind. Sie würden die Steuer in frisch ausgegebenen Aktien bezahlen, die die Regierungen dann über die Börse verkaufen könnten. Da die Unternehmen an allen G20-Börsen zusammen einen Wert von 90 Billionen Dollar haben, würde eine 0,2%ige Abgabe jährlich 180 Mrd. Dollar einbringen.

Nebenwirkungen immer deutlicher erkennbar

Dauerhafter Anstieg der Inflation

Die Konjunkturprogramme helfen wohl, doch die daraus resultierenden Schulden werden monetarisiert, was die Inflationserwartungen erhöht. Entsprechend sind Inflationssorgen das Thema der Stunde. Die entscheidende Frage ist, wie lange die höhere Inflation anhalten wird. Während die Mehrheitsmeinung ist, dass es sich nur um einen temporären Effekt handelt, glauben wir, dass die Inflation unterschätzt wird und ein langfristiges Problem darstellt.



Nebenwirkungen immer deutlicher erkennbar

Dauerhafter Anstieg der Inflation

Warum wird die Inflation nicht zu einem vorübergehenden, sondern zu einem dauerhaften Problem?

Vor zehn Jahren hatten wir erklärt, warum die damalige expansive Geldpolitik in den USA trotz massiver Liquiditätsspritzen nicht inflationär wirkte:

...In der Realität ist die Gesamtliquidität trotz expansiver Politik der Zentralbanken noch nicht gestiegen, da die Geschäftsbanken die Liquidität durch Kreditschöpfung noch nicht voll in die Wirtschaft weitergeleitet haben. Damit bleiben das Wachstum und die Inflation schwach...die breit definierten Geldaggregate wie MZM, M1 und M2, die auch die Bankdepositen enthalten, sind weit weniger gestiegen... das Verhältnis zwischen M1 und monetärer Basis, bekannt als "M1-Geldmultiplikator", ist von etwa 1,6 auf 0,84 gefallen. (erstes Quartal 2011)

Nebenwirkungen immer deutlicher erkennbar

Dauerhafter Anstieg der Inflation

Heute stellt sich die Situation anders dar, denn die Liquidität kommt in der Wirtschaft an und wirkt stimulierend.

Die Notenbanker versuchen, die Inflationsgefahr herunterzuspielen und die Inflation als temporäre Erscheinung darzustellen. Wir dagegen glauben, dass die Teuerung nicht nur temporär ist und nicht so schnell wieder verschwinden wird, da die Notenbanken die Märkte mit viel Geld geflutet haben und dieses Geld bald wieder schneller umlaufen wird als in den Krisenmonaten.

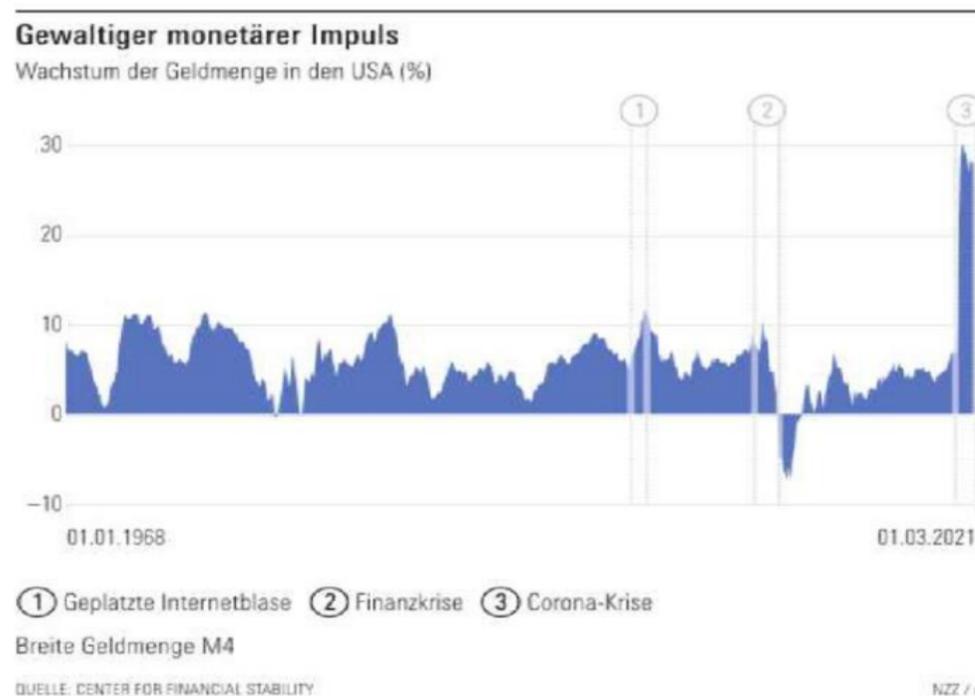
Tatsächlich ist die US-Geldmenge, gemessen an breit definierten Geldmengenaggregaten wie M4, seit der Entscheidung für extreme geld- und fiskalpolitische Stützungsmaßnahmen vor einem Jahr um ganze 31 % gestiegen und die Wachstumsrate lag zuletzt bei rund 24 %. So etwas deutet normalerweise auf steigende Inflationserwartungen oder tatsächliche Inflation hin.

Nebenwirkungen immer deutlicher erkennbar

Dauerhafter Anstieg der Inflation

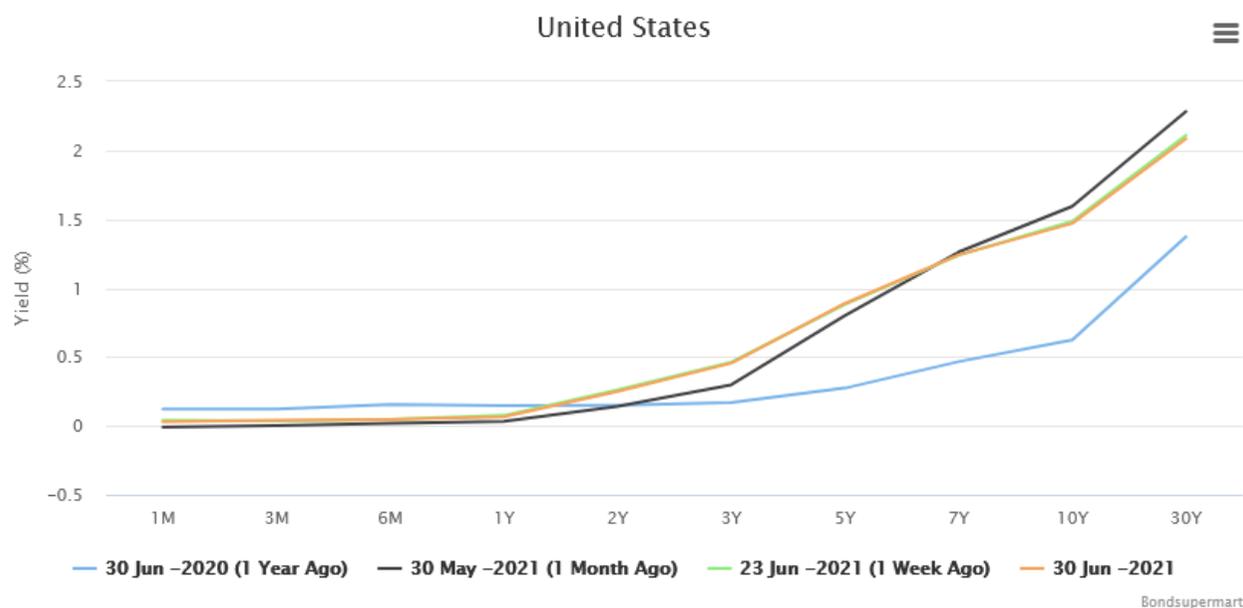
Heute stellt sich die Situation anders dar, denn die Liquidität kommt in der Wirtschaft an und wirkt stimulierend.

Kurzfristig gibt es wohl temporäre Inflationsphänomene, die sich aus Basiseffekten ergeben. Unabhängig davon werden wir in den kommenden fünf Jahren eine anhaltende Inflation erleben, die über dem Zielkorridor der Fed liegen wird.



Reaktion: Plus bei Aktien, Minus bei konventionellen Anleihen

Seit Jahresbeginn haben die Finanzmärkte weiterhin eine kräftige wirtschaftliche Erholung, einen starken Anstieg der Unternehmensgewinne und eine Zunahme des Inflationsdrucks eingepreist. Die Aktienmärkte haben sich gut erholt, konventionelle Anleihen sind gefallen, wenn auch meist in den längeren Laufzeiten, und inflationsgeschützte Anleihen haben positive Renditen geliefert.



Reaktion: Plus bei Aktien, Minus bei konventionellen Anleihen

Die Entwicklung der Zinsstrukturkurve zeigt deutlich, was auf den Kapitalmärkten passiert ist. Am kurzen Ende der Zinskurve sind die Zinssätze niedrig geblieben, da die Zentralbanken zur Finanzierung der öffentlichen Defizite beitragen und Vermögenswerte vom privaten Sektor kaufen (quantitative Lockerung). Diese zusätzlichen Geldspritzen können die Preise von Vermögenswerten wie Aktien und Immobilien weiter in die Höhe treiben, führen aber letztlich zu einem zu schnellen Wirtschaftswachstum und höherer Inflation. Dementsprechend sind die Zinsen für längere Laufzeiten aufgrund der Inflationserwartungen gestiegen. Die Zinskurven sind also, wie von uns erwartet, steiler geworden.

Längerfristige Nebenwirkungen der Stimulationsmaßnahmen zu beachten

Während die Finanzmärkte weiterhin mit der Frage der Zinswende und der Wahrnehmung der Inflationsproblematik beschäftigt sind, möchten wir auf die bereits erwähnten Nebenwirkungen dieser Entwicklung hinweisen, die möglicherweise längerfristig eine Gegenreaktion auslösen könnten:

- Risiko einer restriktiven Geldpolitik: Dies würde zu einer Verflachung der Zinskurve und höheren Realzinsen führen. In diesem Fall würden Aktien benachteiligt werden.
- Mögliche Steuererhöhungen zur Finanzierung von Staatsausgaben: Diese würden das Wachstum schwächen und zu niedrigeren Unternehmensgewinnen führen und ebenfalls Aktienanlagen, aber auch Unternehmensanleihen benachteiligen.
- Geopolitische Risiken als weiterer Belastungsfaktor für Aktien, was bestenfalls Anleihen wieder stützen könnte.

Obwohl für das laufende Jahr sowohl die Geld- als auch die Fiskalpolitik in den großen Industrieländern zunächst expansiv bleiben werden, sollten sich Anleger dieser Themen bewusst sein und die derzeit günstige Entwicklung der Finanzmärkte nutzen, um das Anlagerisiko unter Kontrolle zu halten und nicht längerfristig von einer Korrektur überrascht zu werden. Unsere aktuelle Anlagestrategie ist neutral gegenüber Aktien, Übergewichtet in inflationsgebundenen Anleihen (in den USA und Europa) und untergewichtet in Zins- und Kreditrisiken. Diversifizierung, auch mit alternativen Anlagen, bleibt extrem wichtig.

Investitionsrisiken mit der eigenen Risikotoleranz in Einklang bringen

Negativzinsen und die massiven Hilfsmaßnahmen der verschiedenen Regierungen haben Anleihen unattraktiv gemacht und gleichzeitig die Aktienmärkte gestützt. So kam es zu einer Rotation von Anleihen zu Aktien, was wiederum zu einem Anstieg der Risiken in den Anlegerportfolios geführt hat. In den letzten etwa zehn Jahren ist der Aktienanteil allein aufgrund der Marktentwicklung gestiegen. Wer diese Quote nicht regelmäßig an den Wert anpasst, der der eigenen Anlagestrategie entspricht, geht schnell höhere Risiken ein als ursprünglich beabsichtigt.

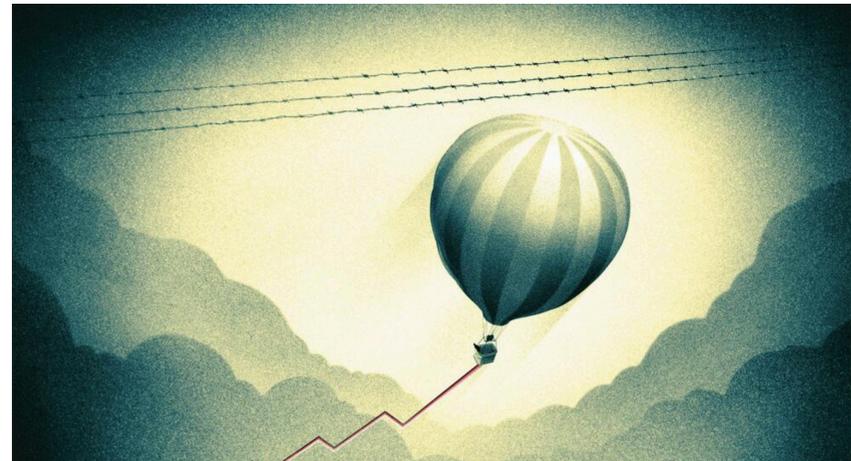
Darüber hinaus konnten viele Anleger mit Hilfe von Krediten investieren, was zu einer weiteren Erhöhung des Risikos führte. Genau das passiert gerade in den USA. Im März betrug dort die Summe der Kredite auf sogenannten Marginkonten mehr als 820 Mrd. Dollar nach nur 480 Mrd. Dollar im Jahr zuvor. Bei einer Korrektur kann es jedoch wie ein Brandbeschleuniger wirken, wenn viele auf Kredit investieren.

Auf ein solches Ereignis sollten Anleger jederzeit vorbereitet sein. Da es alles andere als einfach ist, ein Portfolio günstig gegen Verluste abzusichern, sollten sie Anlagerisiken mit ihrer eigenen Risikotoleranz abwägen.

Aktienanlagen teuer, daher selektiv vorgehen

Die meisten Aktienmärkte haben in diesem Jahr bisher gute Renditen geliefert, angetrieben von positiven Nachrichten über Impfprogramme, Wirtschaftswachstum und Unternehmensgewinne. Die Unternehmensgewinne in den USA lagen im ersten Quartal über den Erwartungen. Auch die Wirtschaftsdaten waren im Allgemeinen besser als erwartet, was darauf hindeutet, dass die Konsens-Wachstumsprognosen für 2021 weiterhin nach oben korrigiert werden. Das BIP-Wachstum in den USA könnte bis zu 8 % und in der Euro-Zone vielleicht 6 % betragen.

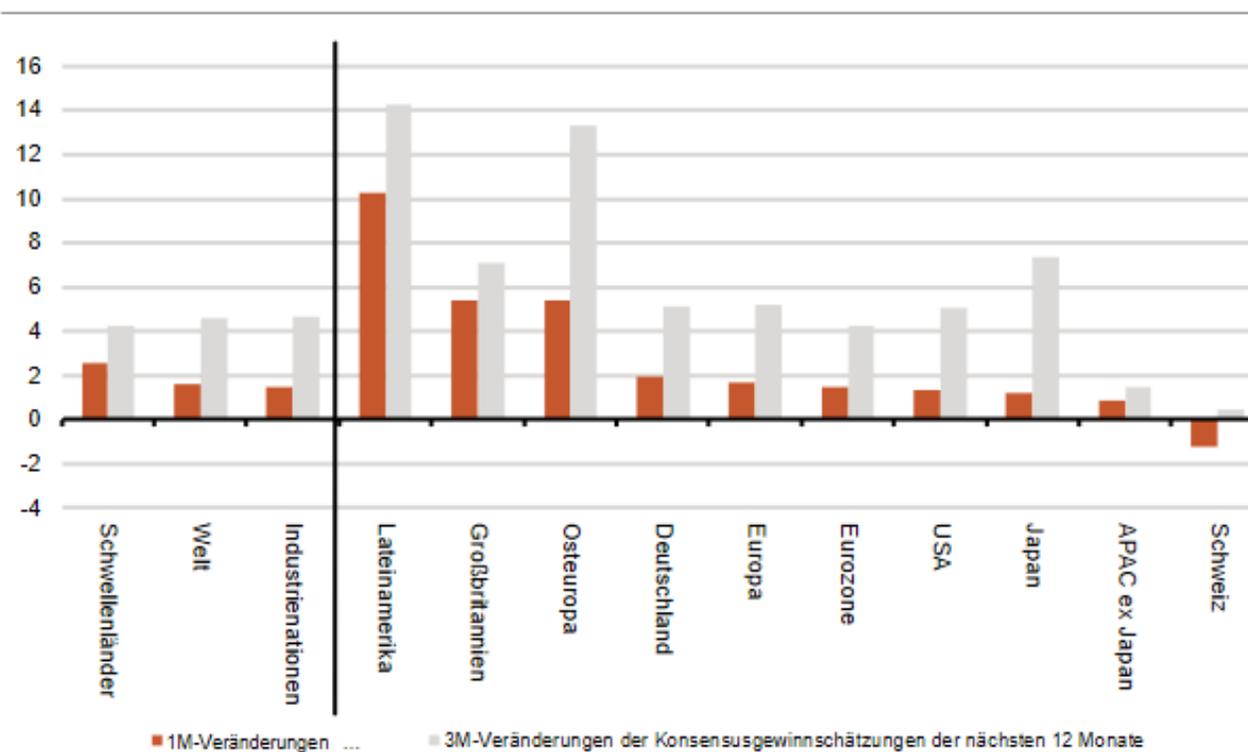
Nach der vergangenen starken Aktienperformance wäre eine Phase der Kurskonsolidierung über den Sommer durchaus möglich. Die Bewertungen von US-Aktien sind auf einem sehr hohen Niveau, selbst auf Basis der Gewinne von 2021, doch die Anleger bleiben positiv und die Risikobereitschaft scheint hoch zu sein. Vielleicht können im späteren Verlauf dieses Jahres neue Höchststände bei Aktien erreicht werden, insbesondere wenn das Gewinnwachstum der Unternehmen stabil bleibt.



Quelle: WirtschaftsWoche

Aktienanlagen teuer, daher selektiv vorgehen

Veränderungen der Konsensus-Gewinnschätzungen



Quelle: Berenberg

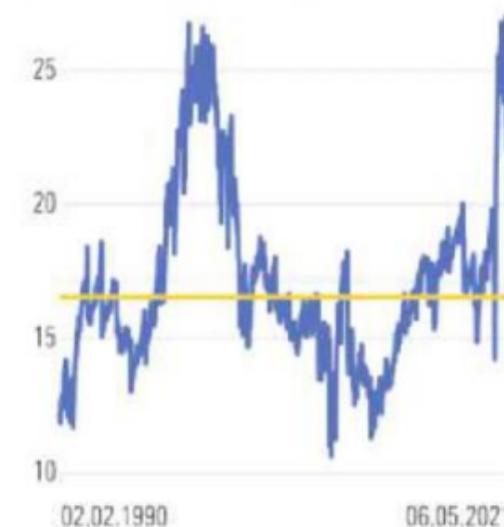
Aktienanlagen teuer, daher selektiv vorgehen

Unsere neutrale Haltung zu Aktien spiegelt zum einen die Bedenken hinsichtlich der Bewertungen wider, zum anderen die Risiken für die Aktienmärkte, wenn die Inflation zu einem Problem wird und die Zentralbanken dann längerfristig ihre Politik abrupt straffen müssen. Für die zweite Jahreshälfte erwarten wir nach wie vor, dass sich Substanztitel besser entwickeln werden als Wachstumswerte.

Der Aktienmarkt ist sehr teuer

Bewertung der Aktien im S&P-500 gemessen an den Gewinnschätzungen

— S&P-500-Forward P/E — Median

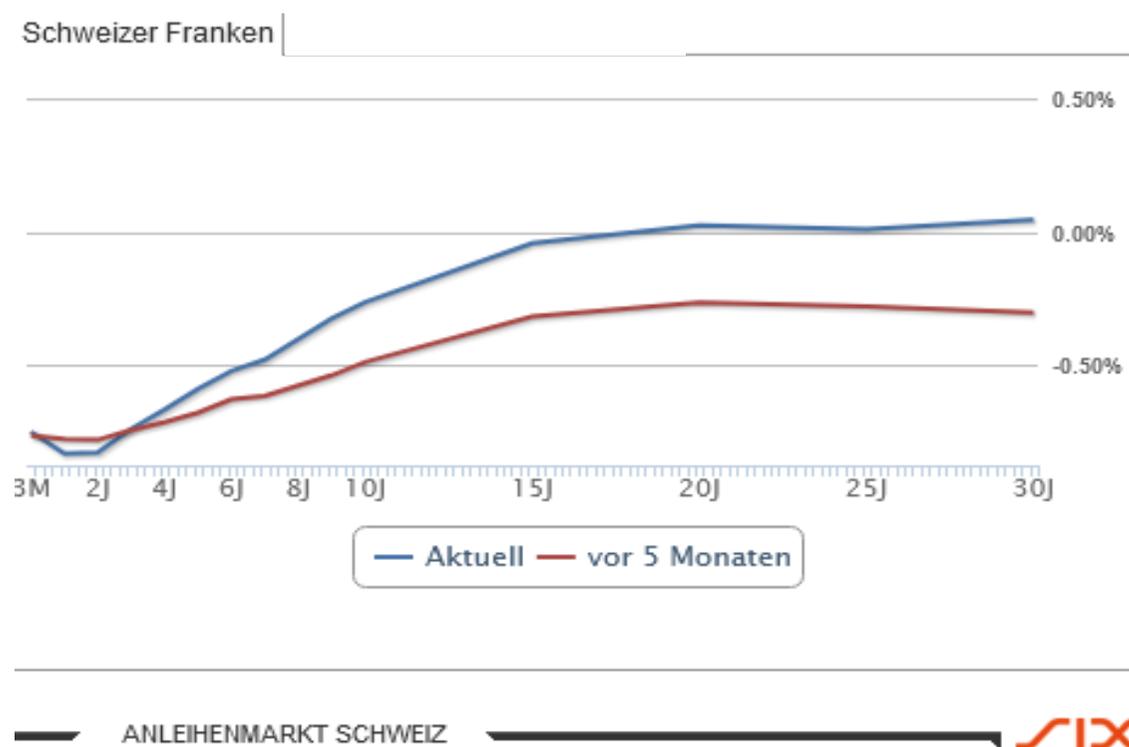


QUELLE: BLOOMBERG

NZZ / cfr.

Anleihen unattraktiv, Zins- und Kreditrisiko

Seit Beginn des Jahres haben höhere Inflationserwartungen die langfristigen Renditen nach oben getrieben. Infolgedessen sind die Renditekurven, wie von uns erwartet, steiler geworden. Der Anpassungsprozess begann in den USA und griff dann auf die internationalen Kapitalmärkte über. So haben sich die Zinskurven auch in Europa und in der Schweiz verjüngt.



Anleihen unattraktiv, Zins- und Kreditrisiko

Die Anpassung an den Kapitalmärkten bleibt volatil, wird sich aber fortsetzen und kann durchaus schmerzhaft werden. In Erwartung höherer Inflationsraten und einer Vertiefung der Zinskurven empfehlen wir nach wie vor, die Anleihenstrategie anzupassen und insbesondere die Duration von Anleihen zu reduzieren, traditionelle Anleihen zu verkaufen und Geld in inflationsgeschützte Wertpapiere (Treasury Inflation-Protected Securities, TIPS) oder Anlagen mit variablen Zinsen (Floating Rate Notes, FRN) umzuschichten.

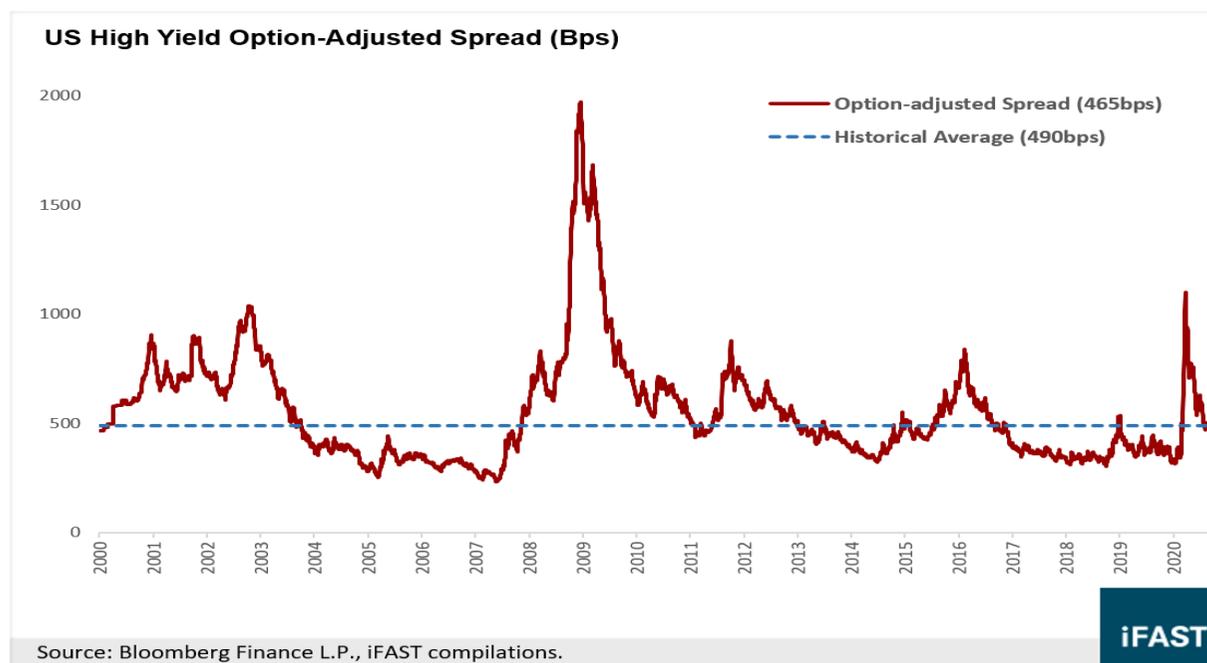
Ebenfalls höheres Kreditrisiko für Unternehmensanleihen

In der Regel zahlen Unternehmen mit hohen Risiken höhere Kreditzinsen als solide Gesellschaften. Mit der expansiven Liquiditätspolitik der Zentralbanken wurde diese Regel jedoch außer Kraft gesetzt und hat zu Verzerrungen an den Finanzmärkten geführt. Damit steigt die Gefahr einer "Zombifizierung" der Unternehmenswelt. Gemeint ist damit, dass viele Unternehmen, die langfristig kaum überlebensfähig sind, künstlich am Leben erhalten werden, weil sie ihre Schulden dank des billigen Geldes weiterhin bezahlen können.

Anleihen unattraktiv, Zins- und Kreditrisiko

Ebenfalls höheres Kreditrisiko für Unternehmensanleihen

Allerdings hat sich das Problem im Zuge der Corona-Pandemie verschärft. Die Zinsdifferenzen (Spreads) zwischen Unternehmen unterschiedlicher Bonität fielen weiter auf historisch niedrige Niveaus. De facto gibt es kaum noch eine Unterscheidung zwischen guten und schlechten Unternehmen. Und das, obwohl das Ausfallrisiko bei Zombie-Unternehmen natürlich größer ist und damit auch das Risiko, dass Kredite irgendwann notleidend werden und abgeschrieben werden müssen.



Währungen: Starker Schweizer Franken mit weniger Aufwertungsdruck auf längere Sicht

Die extreme Politik der Fed und der EZB während der Corona-Krise übte zusätzlichen Druck auf den US-Dollar und den Euro aus und zwang die SNB zu ständigen Interventionen, um den Aufwertungsdruck auf den Schweizer Franken unter Kontrolle zu halten. Inzwischen wird die SNB vom US-Finanzministerium jedoch nicht mehr als Manipulator der eigenen Währung angesehen.

Längerfristig könnten die verbesserten Konjunkturaussichten in den USA und Europa den Aufwertungsdruck auf den Schweizer Franken verringern. Wenn die Wirtschaft in den USA tatsächlich schneller wächst als in anderen Ländern, wird der Dollar gegenüber dem Euro weiter steigen, auch weil die Fed früher oder später gezwungen sein wird, restriktiver zu werden. In geringerem Maße wird auch der Euro vom Wachstum profitieren, allerdings weniger als die US-Währung. Längerfristig bleibt das Potenzial beider Währungen gegenüber dem Schweizer Franken jedoch begrenzt, da eine starke Erholung der SNB gleichzeitig die Möglichkeit geben würde, ihre Bilanz zu reduzieren und ihre Geldpolitik zu normalisieren.

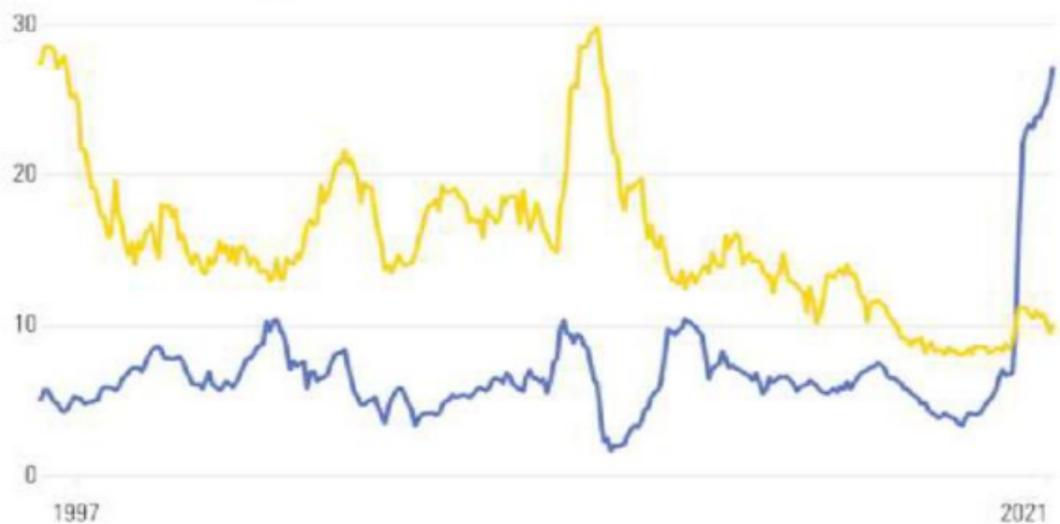
Währungen: Starker Schweizer Franken mit weniger Aufwertungsdruck auf längere Sicht

Wir bleiben bezüglich des EUR/CHF-Kurses neutral, während der Schweizer Franken im Verhältnis zum USD im Einklang mit einer allgemeinen USD-Stärke abwerten sollte.

Die USA haben China bei der Zunahme der breiten Geldmenge überholt

Wachstum der Geldmenge M2 (jährliche Veränderung), in %

Wachstum M2 USA Wachstum M2 China



NZZ / feb.

Alternative Anlagen in Gold und Öl als Diversifikation

Gold weiter attraktiv bei expansiven Zentralbanken

Die Liquiditätsschwemme der Notenbanken und die steigenden Inflationserwartungen stützen den Goldpreis. Lediglich ein restriktiver geldpolitischer Kurs mit höheren Realzinsen würde das Edelmetall belasten.

Weitere Erholung der Rohstoffpreise

Die Rohstoffpreise sind zuletzt gestiegen und profitieren weiterhin von der aktuellen Wachstumsphase. Ähnlich wie bei Gold bieten Rohstoff-Engagements eine gewisse Diversifikation von Anlageportfolios. Gleichzeitig reduziert die deutliche Preiserholung mit Blick auf die Zukunft das weitere Renditepotenzial.

Das Anlagepanorama der NZZ, II. Q 2021

Zuversichtliche Schweizer Banken, unterschätzte Inflation

Fast alle Banken hatten vor drei Monaten die Aktienquoten erhöht. Dagegen wurden Anleihepositionen gehalten, da die Banken die Inflation oder das Risiko höherer Zinsen unterschätzten. Dies belastete die Bestände an langlaufenden Anleihen von sicheren Schuldern.

Nach dem deutlichen Anstieg der Aktienkurse im ersten Quartal haben acht der zehn Institute ihre Aktienpositionen erhöht. Im Durchschnitt liegt die Aktienquote in den Mandaten mit ausgewogener Strategie nun bei 50,5 % und damit zwei Punkte über dem Wert zu Jahresbeginn und sogar vier Punkte über der langfristig neutralen Allokation. Vor allem UBS, Rothschild und Credit Suisse haben ihre Allokation noch einmal deutlich erhöht. Deutlich vorsichtiger dürften J. Safra Sarasin und Raiffeisen sein, die auf jeden Fall mit einer Konsolidierung rechnen. J. Safra Sarasin bevorzugt Value-Titel, während Julius Bär nach dem jüngsten Anstieg nun eine Pause in dieser Hinsicht erwartet.

Konkurrenzvergleich

Das Anlagepanorama der NZZ, II. Q 2021

Portfoliostrukturen für private Franken-Anleger (Beginn 2. Quartal 2021)¹

Zahlenwerte in % des Depotbestands, Veränderungen in Prozentpunkten gegenüber Empfehlung zu Beginn des 1. Quartals 2021

● Aufstockung ● Reduktion

	Credit Suisse	J. Safra Sarasin	Julius Bär	Lombard Odier	Pictet	Raiffeisen	Rothschild & Co Bank	UBS	Vontobel	ZKB	Veränderung in Punkten (%)
Anlagekategorie											
Aktien	50,5 3,5	50,0	50,0 1,0	47,3 2,3	48,7 2,1	45,0	54,6 3,9	55,0 3,0	52,0 2,0	52,0 2,0	2,0
Obligationen	27,0	34,5 -1,5	36,0 -2,0	34,5 2,5	27,4 -1,4	33,5 1,0	38,3 -0,4	30,0 1,0	33,0 -2,0	36,0 -2,0	-0,5
Geldmarkt	6,5 -2,5	6,5 1,5	6,0	1,2 0,2	0,5 -2,5	7,5 -1,0	4,5 -2,7	2,0 -1,0	3,0	2,0	-0,8
Immobilien	3,0		3,0	5,5 -3,5	4,2 -0,1	8,0		5,0	3,0	5,0	-0,4
Hedge-Funds	11,5 1,5		5,0 1,0	8,0	17,3 2,2			4,0	2,0		0,5
Edelmetalle				1,5 -1,5	1,7 -0,4	6,0	1,8 0,9	-3,0	3,0 -2,0	3,0 -2,0	-0,8
Sonstige Rohstoffe	1,5 -2,5								4,0 2,0	2,0 2,0	0,2
Übrige		9,0		2,0			0,7 -1,8	4,0			-0,2
Aktienstruktur											
Schweiz	17,0	26,0	15,0 -1,0	20,5	20,7 0,4	23,5 1,0	16,2 0,3	20,0	16,0 1,0	18,0	0,2
Übriges Europa	6,5 0,5	6,5 1,0	7,0	9,0	8,3 0,5	6,5 -1,0	4,5 1,5	6,4 -2,1	4,0	10,0 1,0	0,1
USA/Kanada	18,0 4,5	11,0 2,0	19,0 1,0	13,6 1,6	13,2 0,8	9,0	22,9 0,9	17,3 1,5	20,0 1,0	12,0 2,0	1,5
Japan/Pazifik	2,0	2,0	2,0	0,7 0,3	3,2 0,2		3,8 0,6	5,3 0,6	4,0	6,0 1,0	0,3
Schwellenländer	7,0 -1,5	4,5 -3,0	7,0 1,0	3,5 0,4	3,3 0,2	6,0	7,3 0,7	6,0 3,0	8,0	6,0 -2,0	-0,1
Obligationenstruktur											
Staatsobligationen	5,5	5,5 -1,5	3,0	2,0	9,3 -0,4	7,5 1,0	7,9 -1,6	7,0 1,0	8,0 1,0	15,0	0,0
Unternehmensobligationen	13,0	17,0 -2,0	17,0	17,5 1,0	14,8 1,3	21,0	24,4 1,1	18,0	14,0 -3,0	12,0 -3,0	-0,5
Hochzinsobligationen	2,5	4,0	6,0 -1,0	3,0		2,0	2,3 0,3	5,0	5,0	3,0 1,0	0,0
Schwellenländerobligationen	6,0	8,0 2,0	10,0 -1,0	12,0 1,5	3,4 -2,2	3,0	3,8 -0,1		6,0	6,0	0,0
Währungsstruktur											
Franken	65,0 -9,0	64,5 -2,0	67,0 1,0	68,0 -2,0	68,6 1,7	72,5 1,0	67,7 -4,4	74,0 3,0	49,0 -2,0	50,0	-1,3
Euro	3,0 -2,0	10,5	2,0 -2,0	6,7 0,1	4,1	6,5 -1,0	2,1 0,7	3,0	5,0 1,0	7,0 -2,0	-0,5
Dollar	10,5 5,5	16,0 3,0	16,0 1,0	4,7 1,0	13,2 0,8	21,0	15,2 3,3	20,0 -3,0	27,0 3,0	17,0 2,0	1,7
Übrige Währungen	21,5 5,5	9,0 -1,0	15,0	20,6 0,9	14,1 -2,5		15,1 0,4	3,0	19,0 -2,0	26,0	0,1
Neutraler Aktienbestand	50,0	45,0	45,0	45,0	44,0	45,0	50,0	49,0	45,0	48,0	

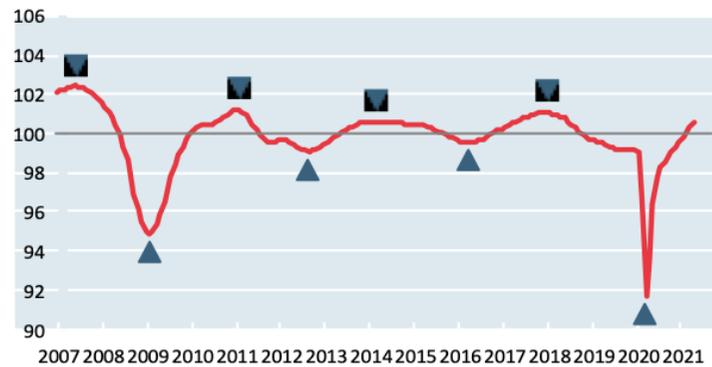
¹ Ausgewogene Risikoprofile.

QUELLEN: JEWELIGE BANK

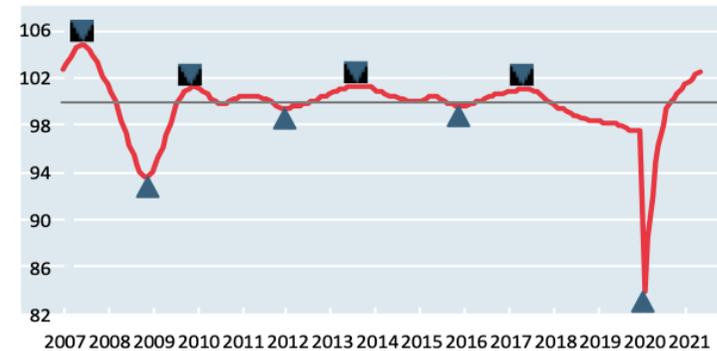
Anhang 1

OECD Composite Leading Indicators 9 June 2021

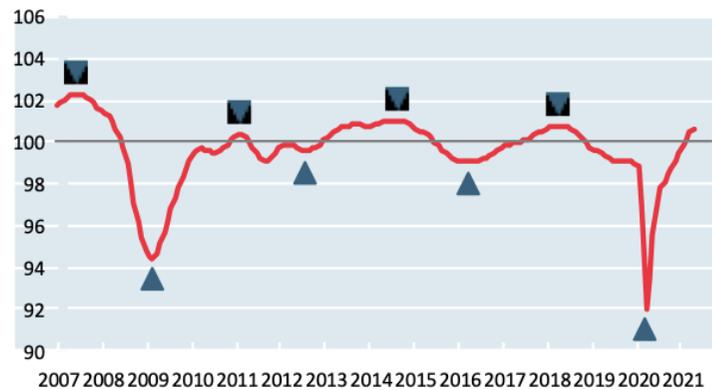
OECD area: Steady increase



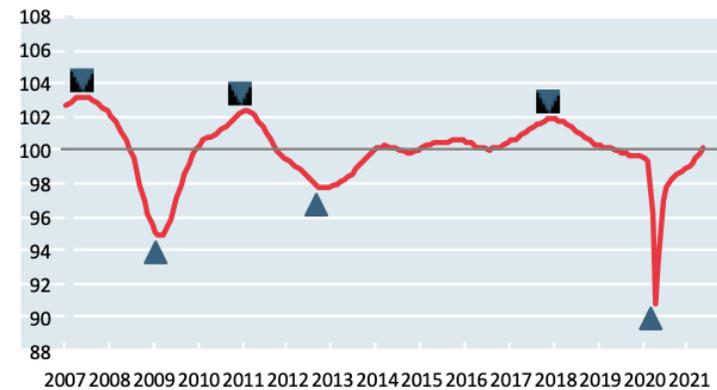
China: Steady increase



United States: Steady increase



euro area: Steady increase



Anhang 1

	Interest rates, %	
	3-month latest Libor	10-years gov't bonds, latest
United States	0.146 (0.199)	1.50 (1.60)
Japan	-0.079 (-0.074)	nil (nil)
Euro area	-0.546 (-0.549)	-0.20 (-0.40)
Switzerland	-0.753 (-0.709)	-0.20 (-0.30)

() previous quarter

Der Inhalt dieser Ausarbeitung ist vertraulich und nur zur Nutzung durch den Adressaten bestimmt. Die Informationen beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Gewähr für die Richtigkeit des Inhaltes und vollständige Darstellung aller wesentlichen Gesichtspunkte kann jedoch nicht übernommen werden. Bei Nachdruck – auch auszugsweise – bitten wir um Quellenangaben.

Einige Beiträge zu aktuellen Themen aus den verschiedenen Anlageberichten sind auf unserer Website unter der Rubrik "Current Topics" zu finden:

www.benelli-consulting.ch