Anlagebericht IV.Q 2021

Dr. Giuseppe Benelli

Oktober 2021

www.benelli-consulting.ch

Übersicht

Wirtschaft

- **Die Wirtschaft erholt sich in den USA schneller als in Europa.**
- **Die Inflation ist zurück.**
- **Die Zentralbanken führen den falschen Krieg.**
- **Beginn der schrittweisen Beendigung der Anleihekäufe**
- **Kontrolle der Zinskurve**

Finanzmärkte

- **Finanzmärkte warten auf die Geldpolitik.**
- **Die unverständliche Reaktion der Kapitalmärkte auf Inflation und Wachstum**
- **Sachwerte als Schutz vor Inflation**
- **Aktien:**
  - **Pause nach dem Rekordlauf**
  - **Weniger grosszügige Geldpolitik**
  - **Risiko China**
- **Obligationen:**
  - **Die Inflation ist zurück und der politische Druck für niedrige Zinssätze nimmt zu**
  - **Die Kapitalmärkte werden weiterhin unter Druck bleiben.**
- **Alternative Anlagen:**
  - **Rohstoffe bleiben attraktiv, während sich die Rahmenbedingungen für Gold eintrüben.**
- **Währungen:**
  - **US-Dollar profitiert von der Aussicht auf höhere Zinsen.**

Konkurrenzvergleich

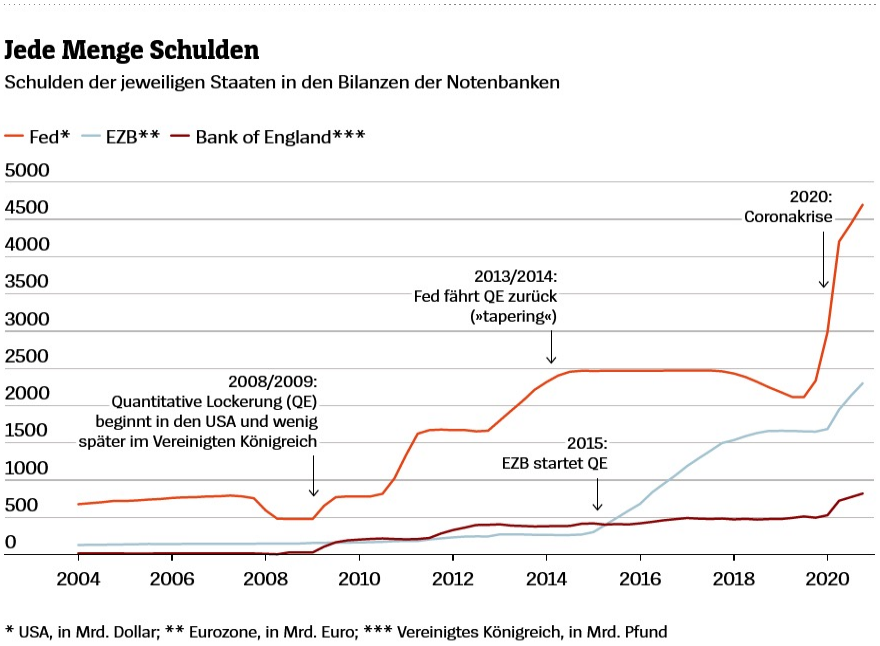
- **Das Anlagepanorama der NZZ 3. Quartal**
  - **Defensivere Positionierung der Schweizer Banken**

Die Wirtschaft erholt sich in den USA schneller als in Europa

Gemessen an der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung fällt die wirtschaftliche Erholung in den USA stärker aus als in Europa. Allerdings hat Washington eine beträchtliche Staatsverschuldung angehäuft. Mit einer prozyklischen Politik verstärkt die Regierung weiterhin den Wirtschaftsboom mit der Gefahr einer mittelfristigen Überhitzung. Der Internationale Währungsfonds (IWF) hat seine Prognose für das US-Wirtschaftswachstum im laufenden Jahr bereits deutlich nach oben korrigiert, von 4,6 % auf 7 %.

Die Wirtschaft erholt sich in den USA schneller als in Europa

Das Bruttoinlandsprodukt der Euro-Zone sank 2020 um 6,5 % und damit fast doppelt so stark wie das der USA, und die Erholung im Jahr 2021 wird mit einem Wachstum von 4,6 % wahrscheinlich noch viel bescheidener ausfallen. Europa ist jedoch in Bezug auf die Schuldenquote in einer besseren Position. In der Euro-Zone liegt die öffentliche Bruttoverschuldung bei knapp 100 % des BIP, während sie in den Vereinigten Staaten 130 % beträgt.



Die Inflation ist zurück

Die gefährlichste Folge einer wirtschaftlichen Überhitzung ist eine ausser Kontrolle geratene Inflation. Die Verbraucherpreise steigen derzeit deutlich an, auch in der Euro-Zone. In den USA lag der Verbraucherpreisindex im Juni 2021 um 5,4 % über dem Niveau vom Juni 2020. Der IWF geht davon aus, dass die Kerninflation in den USA bis Ende des Jahres bei circa 4 % liegen wird, was in etwa dem Doppelten der geldpolitischen Empfehlungen entspricht.

Natürlich ist ein Teil der heutigen Inflation auf die Angebotsseite zurückzuführen, z. B. die Unterbrechung der Lieferketten, und kann als zeitlich begrenztes Phänomen betrachtet werden. Aufgrund der massiven Liquiditätsausweitung durch die Zentralbanken wird die Inflation jedoch langfristig hoch bleiben. Die Inflation ist zweifellos zurück und ist kein vorübergehendes Problem!

The Economist

Die Zentralbanken führen den falschen Krieg.

Die Zentralbanken stimulieren die Wirtschaft weiterhin, obwohl die Rezession vorbei ist. Mit ihrer Intervention im vergangenen Jahr haben sie die Wirtschaft gerettet, doch seither suchen sie nach Lösungen für Probleme, die gar nicht mehr existieren. Ebenso wie ausgabefreudige Politiker greifen sie immer noch zu grosszügigen Konjunkturmassnahmen.

Es ist zu vermuten, dass die expansive Geldpolitik der Zentralbanken nicht mehr darauf abzielt, die Rezession zu bekämpfen, sondern die Zinsen an den Kapitalmärkten niedrig zu halten. Auf diese Weise können Schulden schleichend zum Verschwinden gebracht werden, wie es die USA bereits nach dem Zweiten Weltkrieg getan haben (vgl. dazu Anlagebericht Q1 2021).

Diese Politik führt jedoch zu Verzerrungen bei der Kapitalallokation, Spekulationsblasen auf den Finanzmärkten und Inflation. Die Zentralbanken stehen also vor einem Dilemma: Normalisierung der Geldpolitik oder Risiko eines Anstiegs der Preiserwartungen. Wenn sie ihre Politik normalisieren, besteht die grösste geldpolitische Herausforderung darin, den Kurswechsel zu meistern.

Beginn der schrittweisen Beendigung der Anleihekäufe

Angesichts der gigantischen Summen, die sich in den vergangenen Jahrzehnten bei den Zentralbanken angehäuft haben, sind ein sofortiger Schuldenabbau und eine Normalisierung der Geldpolitik mit höheren Zinsen kaum durchsetzbar. Es wäre jedoch schon viel gewonnen, wenn die Staaten aus den routinemässigen Anleihekäufen aussteigen würden.

Wir glauben, dass die Fed die erste sein wird, die den Kauf von Staatsanleihen einstellt. Es ist nur die Frage, wann der Ausstieg beginnen soll. Andere Notenbanken dürften der Kehrtwende der Fed folgen. Die Bank of England hat bereits einen ähnlichen Ansatz angekündigt, während die Europäische Zentralbank (EZB) sich weiterhin bedeckt hält.

Kontrolle der Zinskurve

Eine andere Möglichkeit ist die Fortsetzung der derzeitigen Politik mit einer stärkeren Kontrolle der gesamten Zinskurve, um das Zinsniveau an den Anleihemärkten bewusst unter der Inflationsrate zu halten. Diese Politik würde vermutlich das Schuldenproblem entschärfen, gleichzeitig aber die Sparer benachteiligen, die "finanzielle Repression" verstärken und langfristig weitere strukturelle Verzerrungen verursachen.

Wir gehen davon aus, dass der politische Druck, insbesondere in Europa, diese Entwicklung forcieren wird, da ein Zinsanstieg angesichts der höheren Verschuldung negative Auswirkungen auf die Mitgliedsstaaten und die Portfolios der europäischen Geschäftsbanken haben würde. So wird die EZB von der Politik gezwungen, alles zu tun, um die Zinsen in der Euro-Zone so lange wie möglich niedrig zu halten. Eine solche politische Kontrolle der Kapitalmärkte würde die Illusion einer kurzfristigen Stabilisierung des Systems erwecken, die Probleme jedoch nur aufschieben. Langfristig werden die Verwerfungen an den Kapitalmärkten das Wirtschaftswachstum untergraben und bei steigender Inflation zu einer Stagnation führen.

Finanzmärkte warten auf die Geldpolitik

Derzeit warten die Anleger auf eine Anpassung der Politik der Fed und deren Auswirkungen auf die Entwicklung der Zinssätze in den USA. Daher ist der Zeithorizont einer Reduzierung ihrer Anleihekäufe für die Finanzmärkte ausserordentlich wichtig. Dieser dürfte von der Entwicklung der US-Wirtschaft abhängen. Positive Wirtschaftsdaten sprechen für einen frühen Beginn des sogenannten Tapering, schlechte Nachrichten hingegen für eine Fortsetzung der lockeren Geldpolitik.

Tatsächlich ist jedoch nicht entscheidend, ob das Tapering im November oder ein paar Monate später angekündigt wird. Wichtiger wird sein, wie stark die Zinsen steigen und wie sie sich im Verhältnis zur Inflation oder zu steigenden Inflationserwartungen entwickeln werden. Ausschlaggebend wird sein, wie sich die Unternehmensgewinne in dem neuen Umfeld entwickeln, denn sollten sie sinken, könnten Aktien gegenüber Anleihen deutlich an Attraktivität verlieren.

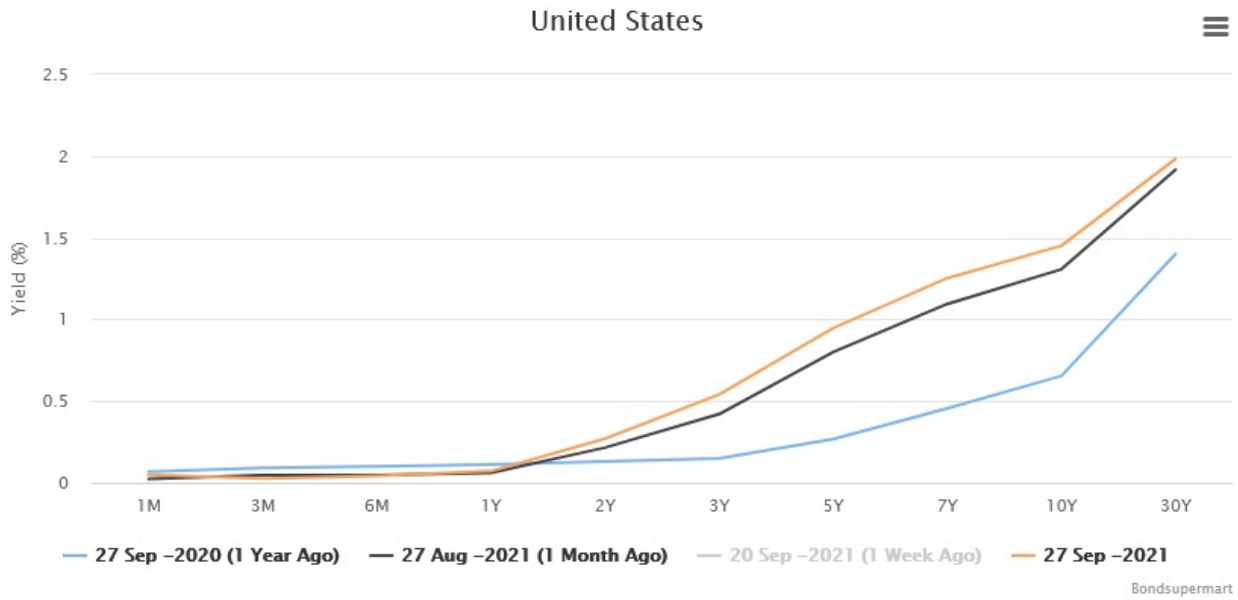
Eine Drosselung der Anleihekäufe würde zu einem Anstieg der US-Zinsen führen und US-Anleihen erneut unter Druck setzen. Für Aktien hingegen wären die Folgen weniger eindeutig, da höhere Gewinne die negativen Auswirkungen steigender Renditen ausgleichen könnten. Dies ist dann der Fall, wenn die Zinsen im Einklang mit der Inflation steigen, d. h. wenn die Zinsen nur nominal steigen und die Unternehmen die höheren Produktionskosten durch Preiserhöhungen an die Verbraucher weitergeben können. Eine zu deutliche Änderung der Geldpolitik der Fed würde jedoch vor allem die kurzfristigen Zinsen deutlich erhöhen und damit einen realen Zinsanstieg auslösen, der insbesondere die Refinanzierungskosten vieler Unternehmen erhöhen und damit auch die Aktienmärkte unter Druck setzen würde.

Die unverständliche Reaktion der Kapitalmärkte auf Inflation und Wachstum

Aufgrund einer unerwartet starken wirtschaftlichen Erholung und Inflation hatten wir seit langem eine Normalisierung der Renditekurve in den USA vorausgesagt. Diese Entwicklung hat sich seit dem vergangenen Jahr tatsächlich durchgesetzt. Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen in den USA sind jedoch seit März vorübergehend gesunken. Die Renditekurve hat sich also trotz höherer Inflation und starkem Wachstum etwas abgeflacht, was eigentlich kein gutes Zeichen für die Wirtschaft ist.

Diese Entwicklung war umso verwunderlicher, als die Inflation im zweiten Quartal weiter angestiegen ist und die Normalisierung der Wirtschaft bereits weit fortgeschritten war. Die geld- und fiskalpolitischen Anreize wurden fortgesetzt, der US-Arbeitsmarkt verbesserte sich weiter, so dass viele Marktbeobachter damit rechneten, dass die US-Notenbank Ende des Jahres die geldpolitischen Zügel anziehen würde. All dies sprach eher für steigende als für niedrige Zinssätze.

Die unverständliche Reaktion der Kapitalmärkte auf Inflation und Wachstum



Die unverständliche Reaktion der Kapitalmärkte auf Inflation und Wachstum

Während in der Finanzpresse als Gründe für diese unverständliche Entwicklung verschiedene technische Faktoren und vor allem die Geldströme angeführt wurden, sind wir der Meinung, dass sie in dem umfangreichen Anleihekaufprogramm der US-Notenbank liegen. Die Fed hat ihre Kontrolle über die Renditekurve verschärft und besitzt nun fast ein Viertel der ausstehenden Staatsanleihen, verglichen mit etwa 15 % vor der Pandemie. Die monatlichen Käufe in Höhe von 120 Milliarden Dollar haben die langfristigen Renditen unter Druck gesetzt. Unterdessen wurde die Zinskurve wieder steiler. Wir glauben jedoch, dass der politische Druck auf die Zentralbanken, die Zinsen niedrig zu halten, das grösste Risiko für die künftige Entwicklung der Finanzmärkte darstellt.

Sachwerte als Schutz vor Inflation

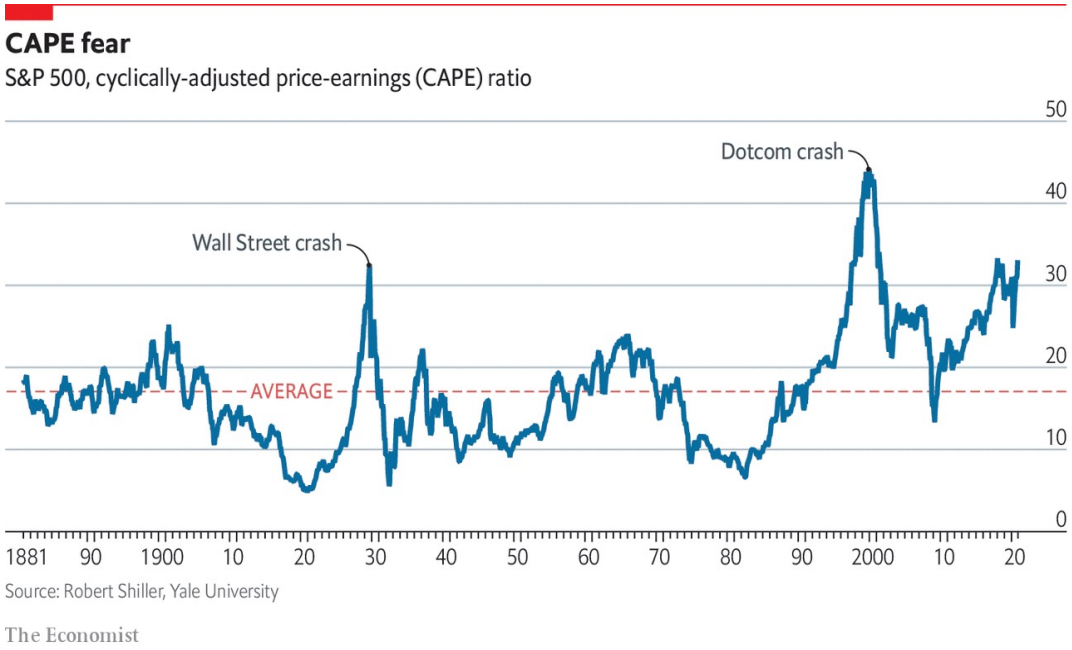
Obwohl die Geld- und Fiskalpolitik in den wichtigsten Industrieländern vorerst expansiv bleiben dürfte, sollten sich die Anleger der Inflationsrisiken bewusst sein und ihre Anlagen durch "reale" Vermögenswerte wie Immobilien, Infrastruktur und Grundstücke ergänzen. Inflation geht häufig mit einem Anstieg der Preise für diese Vermögenswerte einher. Ein wirtschaftlicher Aufschwung führt in der Regel zu einem Anstieg der Verbraucherpreise und der Nachfrage nach Grundstücken und Verkehrs- oder Energieinfrastruktur.

Sachwerte können nicht das gesamte Portfolio eines Anlegers vor Inflation schützen, doch sie behalten ihren Wert, wenn die Inflation hoch ist. Bei den traditionellen Anlagen bleiben wir neutral gegenüber Aktien, übergewichtet bei inflationsgebundenen Anleihen (in den USA und Europa) und untergewichtet bei Zins- und Kreditrisiken. Immobilienanlagen mit höherem Leverage sind zu vermeiden.

Aktien

Pause nach dem Rekordlauf

Die Aktienmärkte profitierten von einer idealen Kombination nach dem Ende der Corona-Rezession. Während die Unternehmensgewinne infolge der wirtschaftlichen Erholung stiegen, blieben die Zinssätze, insbesondere die Realzinsen, sehr niedrig. Dies hat viele Börsenindizes auf Rekordhöhen getrieben und die Bewertungen vieler Unternehmen sind stark angestiegen. Dies zeigt sich zum Beispiel am Shiller-Kurs-Gewinn-Verhältnis, das derzeit bei etwa 38 liegt und damit nicht weit von seinem Allzeithoch von 44,2 Ende 1999 entfernt ist.



Aktien

Pause nach dem Rekordlauf

Nach dem vergangenen Rekordlauf sind vorübergehende Konsolidierungen zu erwarten, da der Höhepunkt des Wirtschaftswachstums wahrscheinlich im zweiten und dritten Quartal 2021 erreicht wurde. Der Basiseffekt des letztjährigen Lockdowns geht zu Ende. China ist den USA und Europa in diesem Normalisierungsprozess bereits voraus. Hier fielen die Wirtschaftsdaten im Juli stärker als erwartet.

Auch das Gewinnwachstum könnte sich verlangsamen. Die Erträge haben in letzter Zeit auch von dem Basiseffekt des letztjährigen Lockdowns und dem starken Anstieg der Nachfrage in diesem Jahr profitiert. In den USA haben fast 90 % der Unternehmen den Markt mit ihren Ergebnissen positiv überrascht. Für das dritte Quartal dieses Jahres wird erwartet, dass die Unternehmensgewinne nicht so gut ausfallen werden wie noch im zweiten Quartal. Angesichts höherer Rohstoffpreise sollte man bei der Aktienauswahl darauf achten, inwieweit die jeweiligen Unternehmen die höheren Kosten an ihre Kunden weitergeben können.

Aktien

Weniger grosszügige Geldpolitik

Zudem sorgt die Diskussion über eine möglicherweise nicht mehr so grosszügige Geldpolitik der Zentralbank für Nervosität. Ab September dürfte die US-Notenbank die Finanzmärkte auf eine Reduzierung ihrer monatlichen Anleihekäufe vorbereiten (Tapering).

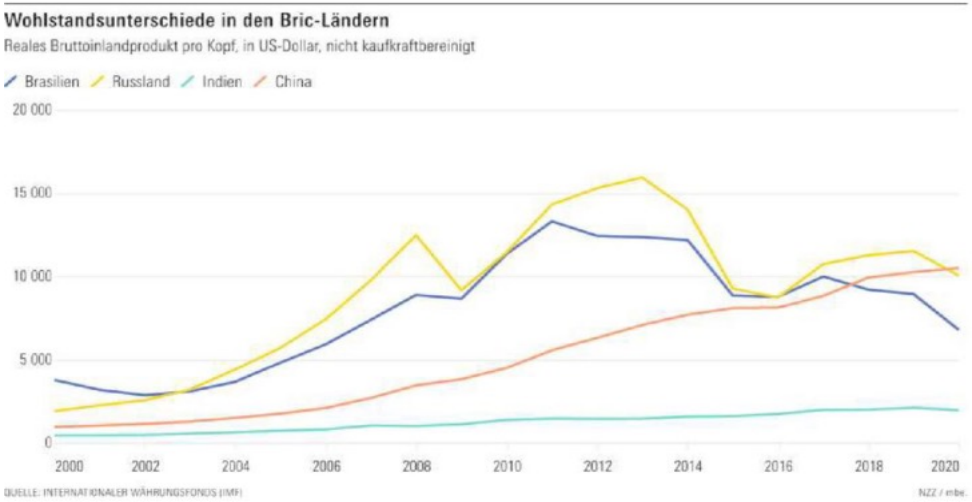
Während die Unternehmensgewinne von der Inflation profitieren können, dürften die Zentralbanken eine Korrektur der Aktienkurse auslösen, wenn sie durch eine Straffung der Geldpolitik (Normalisierung) die Realzinsen (definiert als Nominalzinsen abzüglich der Inflation) erhöhen. In diesem Fall würden höhere Realzinsen die realen Refinanzierungskosten der Unternehmen erhöhen und das Gewinnwachstum dämpfen, was eine Korrektur der Aktienbewertungen auslösen könnte.

So weit sind wir wahrscheinlich noch nicht, nicht einmal in den USA. Eine vorübergehende Kurskorrektur könnte daher neue Einstiegsmöglichkeiten bieten, da Aktien nach wie vor attraktiver sind als Anleihen. Das Umfeld für Aktien bleibt gut, solange die Zentralbanken mit einer Straffung der Geldpolitik warten. Viele Investitionen aus staatlichen Programmen zur Unterstützung der Wirtschaft stehen noch aus.

Aktien

Risiko China

In der Vergangenheit haben Investitionen in Schwellenländer zur Portfoliodiversifikation beigetragen. Während andere Märkte seit Jahresbeginn stark gestiegen sind, ist der chinesische Aktienmarkt um rund 8 % gefallen. Die Furcht vor einer Verschärfung des regulatorischen Umfelds nimmt zu und viele Anleger verabschieden sich aus China. Neben der Verschärfung der Vorschriften hat die Regierung auch eine restriktive Steuer- und Geldpolitik verfolgt. Die Sorgen wegen der Krise am chinesischen Immobilienmarkt in Zusammenhang mit den Finanzproblemen von Evergrande haben die Börsen belastet. Ein ungeordneter Zusammenbruch des Evergrande-Konzerns hätte weitreichende Folgen und würde das Wachstum der stark verschuldeten chinesische Wirtschaft beeinträchtigen. Kurz- bis mittelfristig ist mit weiteren Turbulenzen auf dem chinesischen Markt zu rechnen, die jedoch langfristig orientierten Anlegern gute Chancen bieten könnten.



Obligationen

Die Inflation ist zurück und der politische Druck für niedrige Zinssätze nimmt zu

Inflation ist in der Regel eine schlechte Nachricht für Anleihen, da sie den Barwert der Kupons verringert und meist mit höheren Zinssätzen einhergeht. Eine Reduzierung der Anleihekäufe durch die Fed würde auch zu einem Anstieg der US-Zinsen führen und Anleihen weiter unter Druck setzen.

Auf einem freien Markt preisen die Anleihemärkte die Inflation ein, aber die Zinsentwicklung auf den Kapitalmärkten nimmt zunehmend eine politische Dimension an. Die Anleiherenditen werden bereits heute durch die Kaufprogramme der Zentralbanken niedrig gehalten. Die Politiker werden immer mehr Druck auf die Zentralbanken ausüben, damit diese den Geschäftsbanken und der Wirtschaft billige Kredite und Kreditgarantien gewähren. Insbesondere in Europa, aber nicht nur hier, werden die politischen Entscheidungsträger versuchen, die Zinskurve stärker zu beeinflussen als die Zentralbanken. Dies könnte die Anleiherenditen auf Dauer niedrig halten, sie von der Inflation abkoppeln und so eine Normalisierung der Zinskurve verhindern.

Obligationen

Die Kapitalmärkte werden weiterhin unter Druck bleiben.

In Erwartung höherer Inflationsraten und möglicherweise auch steilerer Renditekurven, insbesondere in den USA, empfehlen wir nach wie vor, die Laufzeiten der Anleihen kurz zu halten, traditionelle Anleihen zu verkaufen und Geld in inflationsgeschützte Staatsanleihen (TIPS) oder sogar Floating Rate Notes (FRN) umzuschichten.

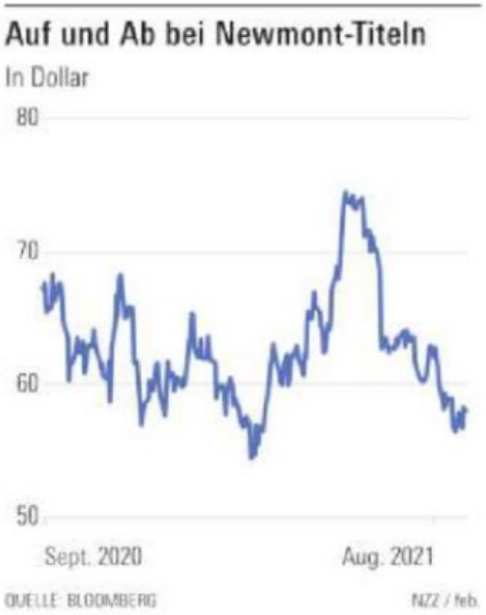
Alternative Anlagen

Rohstoffe bleiben attraktiv, während sich die Rahmenbedingungen für Gold trüben.

Gold und andere Edelmetalle gelten als Krisenwährungen und sollten daher Investitionen gegen grosse Katastrophen absichern. Zugleich sprechen die ultralockere Geldpolitik der Zentralbanken und die Staatsverschuldung für Edelmetalle und Rohstoffe. Tatsächlich sollten beide davon profitieren, während niedrige reale Renditen, d. h. Anleiherenditen abzüglich der Inflationsrate, die Opportunitätskosten von Goldanlagen verringern. Die reale Rendite von US-Staatsanleihen und die Dividendenrendite des US-Aktienmarktes (S&P 500) sind derzeit negativ.

All dies sollte eigentlich für Gold sprechen, doch der Goldpreis konnte in diesem Jahr nur bedingt profitieren. Während die Erholung der Weltwirtschaft die Entwicklung der Rohstoffpreise begünstigt hat, befindet sich der Goldpreis in einer Konsolidierungsphase. Die jetzt von der US-Notenbank erwarteten Massnahmen werden wahrscheinlich zu einer Belastung werden, denn das Tapering würde zu höheren Renditen führen, was andere Anlagen wie Anleihen oder Aktien wieder attraktiver machen würde als Gold. Höhere reale Renditen sind Gift für Gold, da es keine laufenden Erträge abwirft.

Goldaktien sind im Vergleich zum Goldpreis derzeit günstig.



Währungen

US-Dollar profitiert von Aussicht auf höhere Zinsen.

Im Gegensatz zum Gold stützen die erwarteten Massnahmen der US-Notenbank den US-Dollar. Die darauffolgende Zinserhöhung dürfte sich positiv auf die Entwicklung des Dollar gegenüber dem Euro und dem Yen auswirken.

Dies könnte auch den Aufwertungsdruck auf den Schweizer Franken verringern. Langfristig bleibt das Potenzial des Dollar gegenüber dem Schweizer Franken jedoch begrenzt, da eine starke Abwertung des Franken der Schweizerischen Nationalbank gleichzeitig die Möglichkeit geben würde, ihre Bilanz zu reduzieren und ihre Geldpolitik zu normalisieren.

Das Anlagepanorama der NZZ 3. Q 2021

Defensivere Positionierung der Schweizer Banken

Mit Ausnahme von Raiffeisen Schweiz blieben alle Banken im dritten Quartal in Aktien übergewichtet, wobei sie ihre Positionen leicht reduziert haben.

Sieben von zehn Instituten verringerten ihre Beteiligungen und realisierten so einen Teil der erzielten Gewinne. Lombard Odier beliess sie praktisch unverändert und nur Credit Suisse und Rothschild & Co erhöhten sie leicht. Vontobel, Pictet und UBS haben ihre Risiken stärker reduziert. Im Durchschnitt sanken die Aktiengewichte aller zehn Teilnehmer um 1,9 % und liegen immer noch 2 % über der neutralen Gewichtung.

Bei der Aktienallokation bevorzugen Julius Baer, ZKB und J. Safra Sarasin defensive Qualitätsaktien gegenüber zyklischen Titeln. UBS und Rothschild & Co dagegen favorisieren weiterhin Aktien des Finanzsektors, die vom starken Wirtschaftswachstum profitieren dürften.

Das Anlagepanorama der NZZ, 3. Q 2021

Portfoliostrukturen für private Franken-Anleger (Beginn 3. Quartal 2021)[1]

(Zahlenwerte in % des Depotbestands; mit Farben unterlegte Werte: Veränderung in Prozentpunkten gegenüber Empfehlung zu Beginn des 2. Quartals 2021)

Aufstockung Reduktion

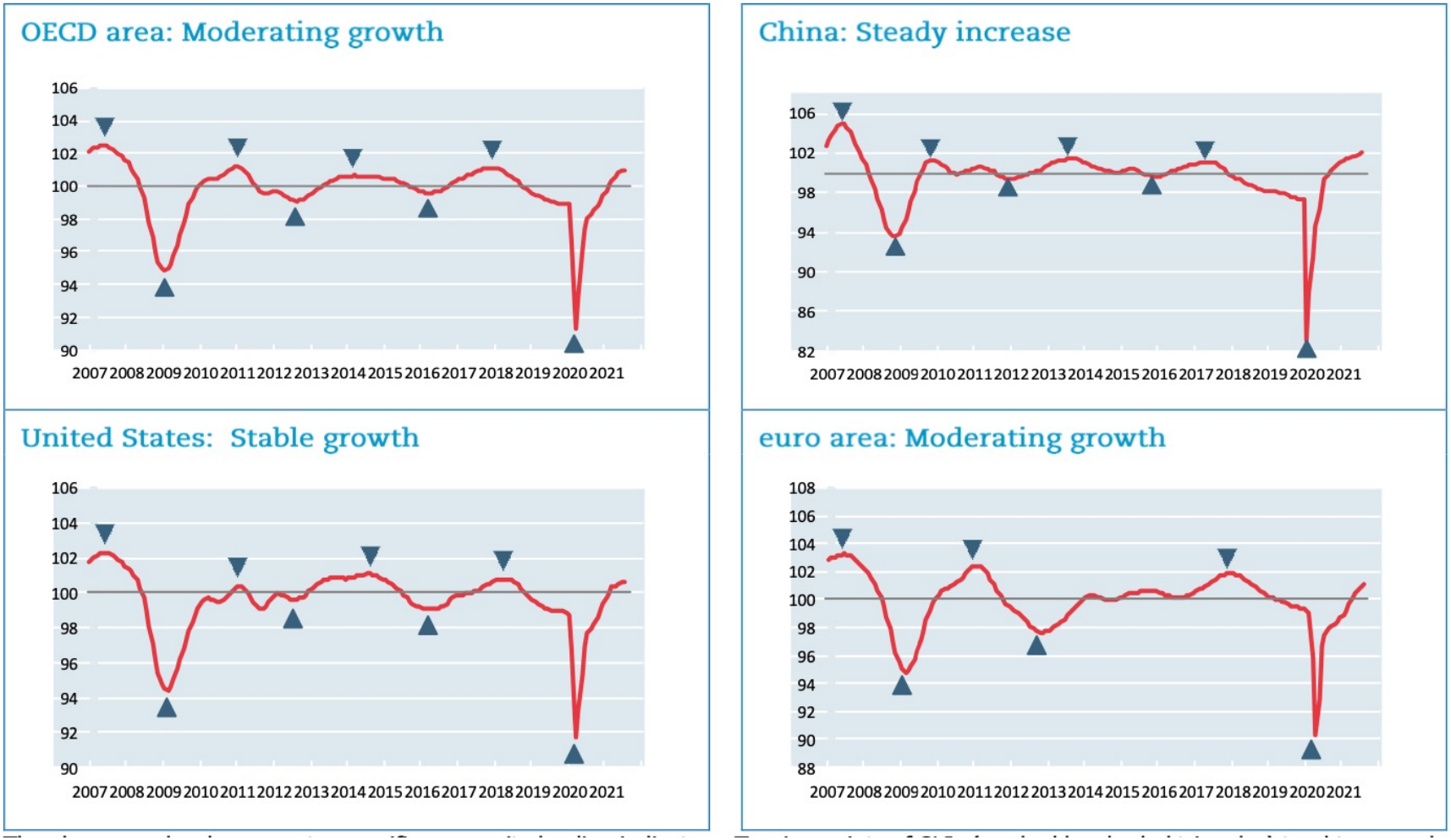
	Credit Suisse		J. Safra Sarasin		Julius Bär		Lombard Odier		Pictet		Raiffeisen		Rothschild & Co Bank		UBS		Vontobel		ZKB		Veränderung in Punkten (%)
Anlagekategorie																					
Aktien	51,0	0,5	47,5	–2,5	49,0	–1,0	47,2	–0,1	45,0	–3,7	42,5	–2,5	55,2	0,5	52,0	–3,0	47,0	–5,0	50,0	–2,0	–1,9
Obligationen	25,0	–2,0	34,5		39,0	3,0	34,5		26,5	–0,9	33,5		35,7	–2,6	30,0		36,0	3,0	36,0		0,1
Geldmarkt	8,5	2,0	6,5		5,0	–1,0	1,3	0,1	3,7	3,2	10,0	2,5	7,0	2,5	5,0	3,0	7,0	4,0	4,0	2,0	2,0
Immobilien	3,0				2,0	–1,0	5,5		6,4	2,2	8,0				5,0		3,0		5,0		0,6
Hedge-Funds	12,5	1,0			5,0		8,0		16,6	–0,7					4,0		2,0				0,2
Edelmetalle							1,5		1,7		6,0		1,9				3,0		5,0	2,0	2,0
Sonstige Rohstoffe		–1,5															2,0	–2,0		–2,0	–1,8
Übrige			11,5	2,5			2,0						0,3	–0,4	4,0						1,0
Aktienstruktur																					
Schweiz	17,5	0,5	26,0		15,0		20,5		21,8	1,1	23,5		17,3	1,2	20,0		16,0		20,0	2,0	1,2
Übriges Europa	6,0	–0,5	5,0	–1,5	7,0		9,0		4,8	–3,5	5,0	–1,5	5,4	0,9	5,4	–1,0	4,0		11,0	1,0	–0,9
USA/Kanada	18,5	0,5	9,5	–1,5	19,0		12,2	–1,4	12,2	–1,0	9,0		23,5	0,6	15,3	–2,0	18,0	–2,0	11,0	–1,0	–1,0
Japan/Pazifik	2,0			–2,0	2,0		1,2	0,5	2,9	–0,3			3,0	–0,8	8,3	3,0	4,0		4,0	–2,0	–0,3
Schwellenländer	7,0		7,0	2,5	6,0	–1,0	4,3	0,8	3,3		5,0	–1,0	6,0	–1,3	3,0	–3,0	5,0	–3,0	4,0	–2,0	–1,0
Obligationenstruktur																					
Staatsobligationen	5,0	–0,5	5,5		3,0		2,0		8,9	–0,4	7,5		10,0	2,1	7,0		8,0		16,0	1,0	0,5
Unternehmensobligationen	12,0	–1,0	17,0		17,0		15,5	–2,0	14,3	–0,5	21,0		18,8	–5,6	18,0		17,0	3,0	12,0		–1,2
Hochzinsobligationen	2,5		5,0	1,0	9,0	3,0	3,0				2,0		3,1	0,8	5,0		5,0		4,0	1,0	1,5
Schwellenländerobligationen	5,5	–0,5	7,0	–1,0	10,0		14,0	2,0	3,3	–0,1	3,0		3,8				6,0		4,0	–2,0	–0,3
Währungsstruktur																					
Franken	66,5	1,5	66,0	1,5	67,0		68,7	0,7	73,5	4,9	75,0	2,5	69,3	1,7	71,0	–3,0	54,0	5,0	54,0	4,0	2,1
Euro	3,0		9,5	–1,0	2,0		7,1	0,4	3,9	–0,2	5,0	–1,5	4,4	2,3		–3,0	5,0		10,0	3,0	0,0
Dollar	11,0	0,5	16,5	0,5	16,0		5,7	1,0	12,3	–0,9	20,0	–1,0	12,5	–2,7	23,0	3,0	26,0	–1,0	15,0	–2,0	–0,3
Übrige Währungen	19,5	–2,0	8,0	–1,0	15,0		18,5	–2,1	10,3	–3,8			13,8	–1,2	6,0	3,0	15,0	–4,0	21,0	–5,0	–2,0
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: JEWEILIGE BANK

Anhang 1

OECD Composite Leading Indicators 14 September 2021



	Interest rates, %	
	3-month latest Libor	10-years gov't bonds, latest
United States	0.132 (0.146)	1.30 (1.50)
Japan	-0.071 (-0.079)	nil (nil)
Euro area	-0.556 (-0.546)	-0.30 (-0.20)
Switzerland	-0.751 (-0.753)	-0.20 (-0.20)

( ) 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