

THE ESSENCE

OF FREEDOM



1. Makro, Anleihenmärkte und Zinsen
2. Aktienmärkte
3. Devisen und Rohstoffe

Das Wichtigste in Kürze

- Die Unterstützung durch die Zentralbanken, niedrige Zinsen und die Hoffnung auf eine wirtschaftliche Erholung veranlassen Investoren, höhere Risiken einzugehen.
- Die Aktienmärkte bieten nach wie vor attraktive Dividendenrenditen (USA 1,5%, Europa 2,4%, Schweiz 2,8%) und dies bei intakten Wachstumsaussichten
- Angeführt von den grossen Big-Caps haben die USA haben wieder in den Modus «Tech führt» zurückgefunden. Dies bietet eine Möglichkeit, die Risiken noch vor dem Sommer etwas zu reduzieren und in weniger volatilen Segmenten investiert zu bleiben.
- Europäische Aktien profitieren von einer Umschichtung in Value-Titel (Zykliker). Der DAX führt die europäischen Märkte an - obwohl er kurzfristig etwas übergekauft aussieht.
- Der Bondmarkt wird das Potential der US-Renditen nach oben für den Rest des Jahres weiter testen, was für eine höhere Volatilität an den globalen Aktienmärkten sorgen könnte.
- Unternehmensanleihen mit Investmentgrade sind eine attraktive Anlagemöglichkeit, speziell in der aktuellen Situation, die stark von den Aktivitäten der Zentralbanken beherrscht wird.
- Wir sind der Meinung, dass Investoren in High Yield- und Emerging Market Bonds auf Basis des aktuellen Niveaus nicht angemessen entschädigt werden.
- Inflationsgeschützte US-Anleihen (TIPS) sind teuer. Deren Outperformance wird typischerweise von einem Anstieg der wichtigsten Elemente der Kerninflationsrisiken (PCE) begleitet, welche aber gegenwärtig fehlt. Ausserdem schützen TIPS die Investoren nicht vor einem der wichtigsten Treiber von Inflation: Risikoanlagen.
- Gold als Absicherung vor Inflation oder einer Abwertung von Währungen drängt sich aktuell etwas weniger auf als noch in vergangenen Zyklen, auch wenn die aktuellen Erwartungen an die Inflation in den USA etwas hoch erscheinen. Wir sollten daher weitere relevante Daten abwarten um zu sehen, ob diese einen Trend zu einer steigenden Inflation bestätigen. In der Zwischenzeit bestimmen eher die Zinssätze die Richtung bei Edelmetallen.
- Aufgrund der aktuellen Konsolidierung der Zinsen in den USA wird erwartet, dass der US-Dollar sich zumindest vorübergehend abschwächen wird.

Makro, Anleihenmärkte und Zinsen: Die Fed und die Inflation

Für die Fed stellt ein dynamischer Finanzsektor eine wichtige Voraussetzung für eine dauerhafte inflationäre Erholung dar. Wir sind deshalb überzeugt, dass sie ihr Ankaufprogramm für Bonds auf dem derzeitigen Niveau weiterführen und für eine angemessene Liquidität am Geldmarkt sorgen wird.

Die angeschobenen Corona-Konjunkturpakete in den USA waren aussergewöhnlich, und auch die Unterstützung des globalen US-Dollar Handelssystem durch die Fed beeindruckte. Eine direkte Folge dieser Bemühungen ist die Rallye an den Aktienmärkten sowie ein wiedererstarkter Dollar.

Die von der neuen Administration angestossenen politischen Initiativen stellen einen wichtigen Wendepunkt der US-Wirtschaftspolitik dar.

Die der Agenda zugrundeliegende Theorie beruht auf dem Glauben, dass die Regierung Wachstum als primärer Treiber anstossen kann. Die Debatte darüber ob dies möglich ist, hat erst begonnen.

Der US-Aktienmarkt bleibt bis auf weiteres einer der günstigsten Märkte der Welt. Und er wird weiterhin globales Kapital anziehen, welches nach Anlagemöglichkeiten in einigen der weltweit besten Firmen sucht.

Anleger, die in Anleihen investiert sind, sind jedoch mit der durch die neue Regierung verfolgten Agenda der modernen Geldtheorie (MMT) höchst unzufrieden, stellt doch der Anleihenmarkt so etwas wie das Herz des freien Marktes und des Kapitalismus dar. Auch wenn viele ahnten, dass MMT kommen würde, herrscht doch allgemein Fassungslosigkeit darüber, wie rasch und aggressiv dies geschah. Das Resultat ist ein Bärenmarkt.

Dieses enorme Stimulierungsprogramm ist ein sehr riskantes Experiment. Die Vorstellung, eine Regierung könne Geld klug ausgeben oder Kapital umsichtig zuweisen ist schon unzählige Male widerlegt worden.

Die Fed ist sich dessen bewusst, stürmt aber trotzdem voran. Der Anleihemarkt hat deshalb Recht, wenn er die Fed testet.

Die Pandemie hat zu einer Zunahme von staatlichen Interventionen geführt und die Schere bei den Einkommen weiter geöffnet. Trotz der grundsätzlich positiv zu wertenden sozialen Auswirkungen stellen die steigenden Kosten und die rasch steigenden Staatsdefizite das grösste Risiko für die Kapitalmärkte dar.

Equity % Change	Price	MTD	YTD	EST P/E
S&P 500	3 973	4.24	5.77	20
Nasdaq	13 247	0.41	2.78	27
Russell 2000	2 221	0.88	12.44	27
Euro Stoxx 50	3 919	7.78	10.32	17
Stoxx 600 EUR	430	7.66	7.66	16
FTSE 100	6 714	3.92	3.92	13
SMI	11 047	3.21	3.21	16
NIKKEI 225	29 179	6.32	6.32	21
CSI 300 China	5 048	-3.13	-3.13	13
MSCI EM Index	1 316	1.95	1.95	13

Equity % Change	Price	MTD	YTD	EST P/E
S&P 500	3 973	4.24	5.77	20
UTILITIES	325	10.13	1.94	17
ENERGY	370	2.69	29.27	16
TELECOM	239	3.10	7.82	20
CONS STAPLES	699	7.71	0.45	20
REAL ESTATE	247	6.35	8.38	47
CONS DISCRET	1 341	3.59	2.94	27
MATERIALS	495	7.29	8.56	19
HEALTH CARE	1 360	3.74	2.74	16
INFO TECH	2 331	1.64	1.74	24
FINANCIALS	566	5.62	15.35	14
INDUSTRIALS	832	8.82	11.00	21

Currency % Change	Price	MTD	QTD	YTD
DXY	93.232	2.59	3.66	3.66
EUR-USD	1.1730	-2.86	-3.98	-3.98
USD-JPY	110.72	3.89	7.23	7.23
USD-CHF	0.9436	3.86	6.60	6.60
EUR-CHF	1.1070	0.90	2.38	2.38
GBP-USD	1.3783	-1.08	0.83	0.83
EUR-GBP	0.8511	-1.84	-4.78	-4.78
JP EM FX Index	56.14	-1.08	-3.08	-3.08

10 yr Yield Bps Change	Price	MTD	QTD	YTD
US	1.74	34	83	83
Germany	-0.29	-32	28	28
UK	0.85	2	65	65
SWITZERLAND	-0.28	-8	28	28
Japan	0.10	-7	7	7
US IG Spread	98	0	-4	-4
US High Yield spread	249	-35	-78	-78
EUR High Yield spread	323	-1	-8	-8

Commodity % Change	Price	MTD	QTD	YTD
BBG Commo Index	83.4	-2.15	6.91	6.91
Gold Spot \$/OZ	1707.7	-1.52	-10.04	-10.04
Crude Oil WTI	59.2	-3.80	21.93	21.93

Volatility	Price	MTD	QTD	YTD
VIX	19.4	-30.59	-14.73	-14.73

Source Bloomberg: 31.03.2021

Makro, Anleihenmärkte und Zinsen: Die Fed und die Inflation

In diesem Kontext haben denn auch die meisten Ökonomen ihre Prognosen für das reale BIP-Wachstum 2021 bereits nach oben korrigiert. Angeführt wird das Feld von Schwellenländern wie China und Indien.

Die sich langsam aufbauende Schuldenkrise, könnte zum schlimmsten Bärenmarkt in unserer Karriere führen.

10-jährigen Treasury Bonds rentieren aktuell 1,73%. Die Renditen haben sich verglichen mit ihrem Tief von 0,5% im letzten August damit mehr als verdreifacht. Gleichzeitig sind die Zinssätze von T-Bills auf 0 % gefallen. Die Renditekurve ist also bemerkenswert steil.

Dies zeigt, dass Investoren in Anleihen trotz ihrer Wut darüber, dass die Fed die von der Regierung betriebene fiskalische Ausgabenprogramme monetarisiert, davon überzeugt sind, dass die Fed an ihrem Kurs festhält.

Gemessen an geläufigen Standards und historischen Vergleichen scheint die Inflation eher zahm. Die Kerninflation (PCE) ist sogar rückläufig. Berichte und Hinweise bestätigen die Ansicht der Fed, dass der Preisdruck aufgrund von Engpässen in der Versorgungskette nur vorübergehend ist. Wäre das Gegenteil der Fall, wäre die Gesamtrendite der TIPS positiv. Sie ist es aber nicht.

Anleiheinvestoren sind jedoch zu Recht besorgt über die massive Erhöhung der Defizit Ausgaben durch die neue Regierung. Im Markt für Treasury-Papiere waren denn auch die Verkäufer gegenüber den Käufern stark in der Überzahl. Trotz dem Fehlen von Käufern stellen wir fest, dass auch die Verkäufer etwas vorsichtiger geworden sind.

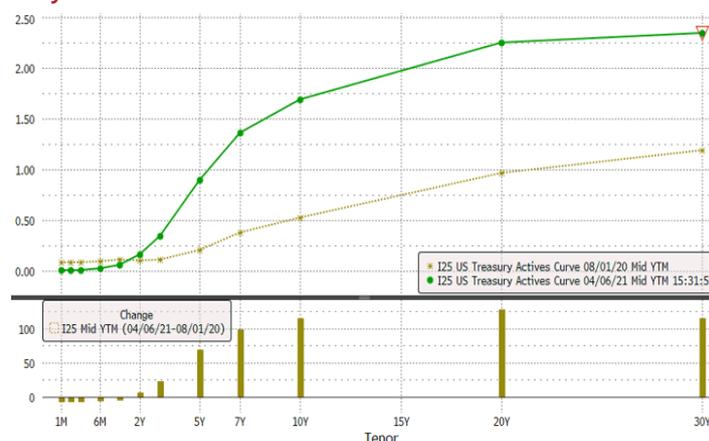
Anleihen mit langer Duration entwickeln sich besser als solche mit einer mittleren Laufzeit. Auch gestalten sich die Verkäufe am langen Ende etwas weniger aggressiv. Der Abwärtstrend hat sich verlangsamt und versucht einen vorläufigen Boden zu finden. Wir glauben, dass dies auch daran liegt, dass die Inflation weniger bedrohlich erscheint, als es die allgemeine Marktmeinung vermuten liesse.

Bald wird die Zeit kommen, Anleihen mit langer Duration zu kaufen.

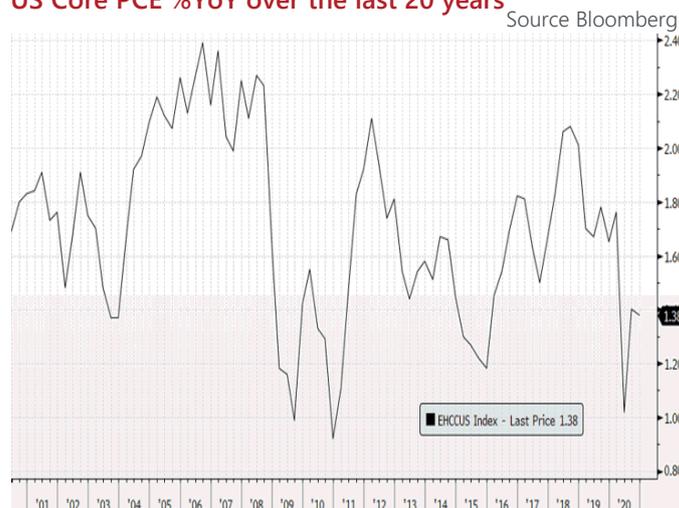
Obwohl Europa in Bezug auf die wirtschaftliche Erholung, die Impfrate sowie dem Rückgang der Arbeitslosen hinter den USA zurückliegt, haben sich die Renditen von deutschen Staatsanleihen im Gleichschritt mit denen von US-Treasuries entwickelt: Die Rendite von 10-jährigen Bunds ist von -0,6% zu Jahresbeginn auf -0,3% gestiegen. Die deutsche Breakeven-Inflationsrate steigt ebenfalls stetig an und liegt nun bei 1,26%

Die Diversifizierung in verschiedene Schuldpapiere ist also nicht nur eine Option, sondern ein Muss für Euro-basierte Portfolios.

US yield curve 1.8.2020 vs. 6.4.2021



US Core PCE %YoY over the last 20 years



German 5-year breakeven inflation



Source Bloomberg

Aktien: Reite die Welle!

Aktien blicken 6 Monate in die Zukunft. Und sie sehen eine Erholung. Sie sehen ein Wachstum des US-BIP von 6% für 2021. Und sie sehen überfüllte Flughäfen, Rekordbuchungen für Kreuzfahrten in die Karibik und eine schier unersättliche Nachfrage nach elektronischen Gadgets. Vielleicht ist dies übertriebener Optimismus aber Aktionäre sind in der Regel optimistische Menschen.

Sicherlich besteht die Gefahr, dass die Notierungen eine plötzliche Korrektur auf ein tieferes Niveau erfahren. Jede organisatorische oder operative Fehlleistung eines Unternehmens oder ein Fehler beim Gewinn wird vom Markt abgestraft. Hohe Schulden und Leverage-Ratios verstärken das Risiko. Fest steht aber, dass sich das Ertragswachstum erholt. Der Umbau der US-amerikanischen Wirtschaft in eine noch stärker auf Technologie ausgerichtete Ökonomie hat sich beschleunigt. Dies ist eine beeindruckende Entwicklung, die sich fortsetzen wird.

Mit der Steigerung der Produktivität steigen auch die Ersparnisse und damit auch die Vermögen der Haushalte. Es erstaunt daher nicht, dass die Konsumentenstimmung sich wieder erholt hat. Und so wächst auch der frei verfügbare Cashflow bei vielen amerikanischen Firmen und insbesondere bei den führenden Unternehmen immer rascher.

Die Frage stellt sich: Wie hoch ist der Netto-Barwert solcher Cashflows? Sind sie tatsächlich so viel wert?

Seit der Korrektur im letzten März befinden wir uns wieder im "alten» Modus, nämlich dass die Tech- und Halbleiterwerte den Gesamtmarkt der USA schlagen. Und dies könnte im April und auch Mai durchaus so weitergehen. Vorerst könnten die Schlagzeilen über die Pandemiefront sowie zum Infrastrukturprogramm das Marktgefühl etwas antreiben. Hier stellt sich die Frage: Wie viel von all den guten Nachrichten ist bereits schon eingepreist?

Wir müssen uns bewusst sein, dass die Anleihenmärkte in den nächsten Monaten nach höheren Renditen suchen werden. Auch steigende Aktienbewertungen können das Risiko erhöhen, dass es irgendwann zu einer Korrektur kommt speziell, wenn die diskontierten erwarteten Cashflows aufgrund höhere Marktzinsen an Wert verlieren. Unser Rat: Bleiben Sie vorerst investiert, aber erhöhen Sie das Risiko der Portfolios nicht. Wenn Sie unbedingt was tun wollen, sollten Sie Gewinne auf Positionen sichern, die stark von der Erholung seit März 2020 profitiert haben.

Europäische Aktien konnten sich behaupten und schnitten wegen der weltweiten Rotation hin zu Value und zyklischen Titeln besser ab als ihre US-Pendants. Der DAX befindet sich in einem ununterbrochenen Aufwärtstrend, obwohl er zum jetzigen Zeitpunkt überkauft erscheint.

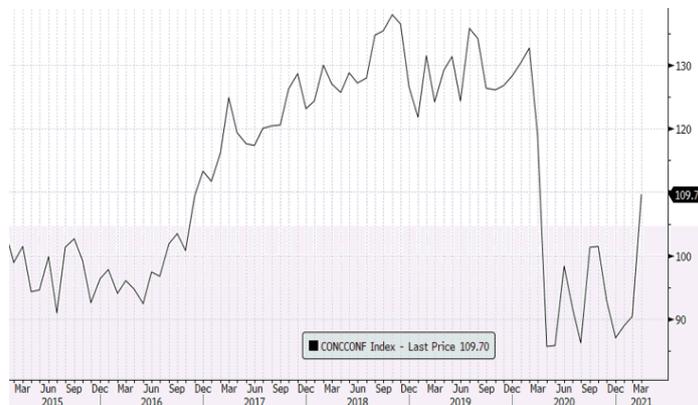
Schwellenländer (wir bevorzugen den asiatisch-pazifischen Raum) könnten bis zum Sommer Kandidaten für einen Wiederaufschwung sein, dies aufgrund des schwächeren Dollars.

S&P 500 consensus earnings per share



Source: Bloomberg

US Conference Board Consumer Confidence



Source: Bloomberg

Euro Stoxx 50 (red), S&P 500 (blue) and Nasdaq Composite (green) since 1.3.2021



Source: Bloomberg

Devisen und Rohstoffe: Verliert Gold seinen Glanz?

Unterschiedliche Zinsen und Daten bezüglich der wirtschaftlichen Erholung sprechen weiterhin für eine taktische Long-Position in US-Dollar, insbesondere gegenüber dem Euro. Strategisch betrachtet weist der Dollar jedoch einige Unsicherheiten auf.

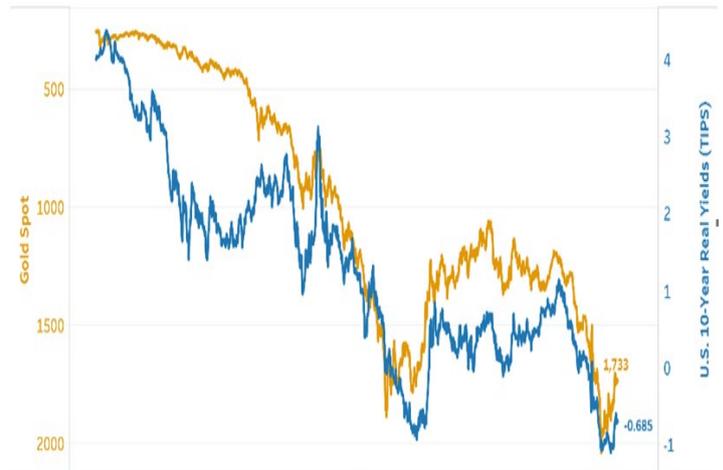
Investoren machen sich zu Recht Sorgen um die Kreditwürdigkeit des Landes angesichts eines sich möglicherweise verdoppelnden Defizits der Leistungsbilanz.

Für Personen, die ihre Vermögen sichern möchten, bietet sich als Fluchtpunkt allein der Schweizer Franken oder Gold an.

Gegenwärtig bestehen hinsichtlich Gold einige wichtige und ernstzunehmende Hindernisse. Da die realen Renditen in den USA seit Januar gestiegen sind ist der Goldpreis gefallen. Die (negative) Korrelation ist hoch und nimmt zu.

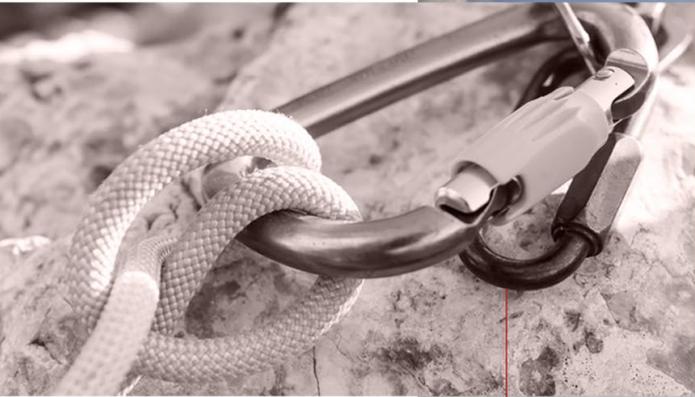
Dies entspricht auch dem Linksdraht der neuen US-Administration.

Gold korreliert negativ mit realen Renditen, die negativ sind. Drehen diese ins Positive, wird Gold fallen.



Source: Arborresearch

THE ESSENCE



OF FREEDOM



Die Kunden von Cité Gestion profitieren von einem einmaligen Geschäftsmodell, das uns von den meisten Vermögensverwaltern unterscheidet.

Mehr dazu finden Sie auf unserer Webseite: www.cité-gestion.com



[Folgen Sie uns auf LinkedIn](#) und bleiben Sie informiert zu Einschätzungen und Entwicklungen an den Märkten.

Haftungsausschluss und wichtige Informationen

Dieses Dokument wurde in der Schweiz von Cité Gestion SA, Genf, einer Depotbank und Effekthändler, der der Regulierung und Aufsicht durch die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA) unterliegt, veröffentlicht. Es ist nicht zur weiteren Veröffentlichung oder Verwendung in einer Rechtsordnung bestimmt, in der eine solche Verteilung, Veröffentlichung oder Verwendung verboten wäre, und ist nicht an Personen oder Einrichtungen gerichtet, an die die Versendung eines solchen Dokuments rechtswidrig wäre. Alle in diesem Dokument enthaltenen Informationen, insbesondere Meinungen und Analysen, dienen ausschliesslich Informationszwecken und stellen weder ein Angebot, Ratschlag oder eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf eines bestimmten Wertpapiers oder zum Abschluss einer Transaktion dar. Diese Veröffentlichung stellt zudem keine Werbung für ein bestimmtes Finanzinstrument dar und sollte auch nicht als solche verstanden werden. Die mit einigen Anlagen verbundenen Risiken sind nicht für alle Anleger geeignet und es muss eine genaue Einschätzung des Risikoprofils vorgenommen werden. Dieses Dokument darf auch nicht als Rechtsberatung oder Beratung in steuerlichen Angelegenheiten ausgelegt werden. Obwohl die Cité Gestion SA alle zumutbaren Anstrengungen unternimmt, um zuverlässige und vollständige Informationen zu verwenden, übernimmt die Cité Gestion SA keine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der in diesem Dokument enthaltenen Informationen. Jede Entscheidung, die auf der Grundlage dieser Informationen getroffen wird, erfolgt auf eigenes Risiko des Anlegers, und Cité Gestion SA lehnt jede Verantwortung für Verluste oder Schäden ab, die sich direkt oder indirekt aus der Verwendung dieser Informationen ergeben können. Vereinigte Staaten: Weder dieses Dokument noch Kopien davon dürfen in die Vereinigten Staaten versandt, mitgenommen oder dort verteilt oder an eine US-Person ausgehändigt werden. Dieses Dokument darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung der Cité Gestion SA weder ganz noch teilweise vervielfältigt, übertragen, verändert oder für öffentliche oder kommerzielle Zwecke verwendet werden.