



Flash Report

März 2021

Märkte 2021 – Zwischenbeurteilung

Pandemie / Wirtschaft

Bei der Entwicklung der Pandemie hat sich der Schwerpunkt von den Neuinfektionen auf die Impfungen verlagert. Die beiden Länder USA und Großbritannien (zusammen mit einigen kleineren Ländern wie Israel oder den VAE) erzielen dabei deutlich schnellere Fortschritte als Europa und die Schwellenländer. Global gesehen ist der Trend bei den Neuinfektionen rückläufig. In Europa gibt es allerdings Anzeichen für eine mögliche dritte Welle. Die jüngsten Einkaufsmanagerindizes (PMIs) deuten darauf hin, dass die Wirtschaft über etwaige kurzfristige Schwierigkeiten aufgrund der Pandemie hinausblickt. So sind die PMIs weiterhin recht ermutigend, insbesondere für die USA. Sogenannte "Nowcast"-Schätzungen sehen sogar ein sehr starkes Wachstum kommen. Die PMIs für China signalisieren derzeit, dass die chinesische Wirtschaft die Erholung erst einmal verdauen muss. Hingegen befinden sich die Arbeitslosenzahlen weltweit immer noch auf einem hohen Niveau. Bis zur vollständigen Erholung ist es noch ein weiter Weg. Auffallend ist die Entwicklung der Sparquote der privaten Haushalte. Es wird erwartet, dass ein Teil davon in den Konsum fließt und die Wirtschaft antreiben wird (sogenannte aufgestaute Nachfrage oder "pent-up demand"). **Insgesamt beurteilen wir die konjunkturellen Aussichten aktuell als positiv.**

Finanz- und Kapitalmärkte – Alle Augen sind auf die Zinsen gerichtet

Konjunkturoffnung, das Einpreisen einer höheren Inflation und eine enttäuschend verlaufene Auktion von 7-jährigen US-Staatsanleihen haben zu **schnell steigenden langfristigen Zinsen** geführt. Dies verunsicherte die Finanz- und Kapitalmärkte und traf zinsensitive Anlagen wie Obligationen mit langer Laufzeit, Wachstums- und Technologiewerte, aber auch Gold. Ein Problem findet sich in der Zinskurve des USD. Die kurzfristigen Zinsen in den USA liegen nur knapp über 0% und Negativzinsen sind in den USA nicht opportun. Daher kann eine weitere Versteilerung der Zinskurve, die angesichts der Konjunktur- und Inflationserwartungen angemessen wäre, nur am langen Ende (längerfristige Laufzeiten) erfolgen. Interessant waren erste Reaktionen der Notenbanken in Australien und Europa, die darauf hinwiesen, dass einem "unerwünschten" Zinsanstieg entgegengewirkt werden soll. Die Zinslast wäre bei einem zu starken Anstieg für viele Staaten kaum tragbar. Infolge dieser Entwicklung ist die **Volatilität von US-Treasuries** wieder **deutlich gestiegen** und die Liquidität scheint selbst im vermeintlich liquidesten Markt der Welt nicht mehr gut zu sein. Wir bleiben **in Obligationen untergewichtet**, fokussieren auf Qualität und Liquidität und favorisieren inflationsgeschützte Obligationen. Aufgrund starker Leerverkäufe von US-Treasuries mit langer Laufzeit ist ein kurzfristiger Rückgang der Anleiherenditen jedoch durchaus möglich.

Auch die Volatilität an den Aktienmärkten hat zugenommen. Zudem ist eine **Sektorrotation von den hoch bewerteten Wachstums- hin zu Substanzaktien deutlich zu erkennen** (wir erwarten, dass sich dieser Trend, unterbrochen von gelegentlichen Gegenbewegungen, fortsetzen wird). Die Stimmung an den Aktienmärkten beurteilen wir derzeit als neutral, d.h. weder besonders euphorisch noch voller Angst. **Wir halten daher vorerst an unserer insgesamt übergewichteten Allokation** in dieser Anlageklasse fest. Der USD neigt im aktuellen Jahr zur Stärke. Wir betrachten dies als ein vorübergehendes Phänomen. Wir halten einen guten Währungsmix für angemessen mit einem klaren Fokus auf die Referenzwährung des Portfolios.



Key Takeaways

- Wirtschaft und Märkte blicken über verbleibende Schwierigkeiten und Risiken in der Pandemie hinaus
- Kurzfristig sehr starke wirtschaftliche Entwicklung erwartet
- Sehr schneller Anstieg der langfristigen Zinsen schafft Probleme für hoch bewertete Anlageklassen
- Sektorrotation von Technologie zu "Old Economy" gewinnt an den Aktienmärkten an Dynamik
- Phase der USD-Stärke und der Unterperformance von Gold vermutlich im Endstadium



Wussten Sie?

Vor 10 Jahren verursachte ein Tsunami lang anhaltende Schäden in Fukushima, Japan.

- Tsunamis werden durch Erdbeben verursacht, ein Ereignisrisiko.
- Die Flutwelle eines Tsunamis kann alles in ihrem Weg zerstören und sich über viele Kilometer landeinwärts fortsetzen.
- Einem Tsunami geht in der Regel eine sehr niedrige Flut voraus, da das Wasser zum Epizentrum des Unterwasser-Erdbebens gezogen wird.
- Die eigentlichen Auswirkungen dauern oft noch viele Jahre nach der Naturkatastrophe an.
- Nur Risikomanagement kann die schweren Folgen eines Tsunamis begrenzen.

Mögliches Wirtschaftsszenario / „Yield Curve Control“

Mehrere mögliche Szenarien existieren, wie sich die Wirtschaft und die Finanz- und Kapitalmärkte in Zukunft entwickeln. Das Beispiel der USA in den 1940er/1950er Jahren könnte ein solches Szenario darstellen. Heute wie damals ist das **primäre Ziel der Geld- und Fiskalpolitik die Erholung des Arbeitsmarktes und der Konjunktur**. Die **Bewältigung der enormen Verschuldung und der potentiell (sehr) hohen Inflation wird auf später verschoben**. Die US-Notenbank stellt sich immer mehr in den Dienst der Politik. Ein weiterer staatlicher Stimulus in der Größenordnung von USD 3,6 - 6,2 Billionen dürfte finanziert werden (Pandemiehilfe, Infrastruktur, Erlass von Studentenkrediten). In der Folge ist zumindest kurzfristig ein Boom zu erwarten (manche erwarten sogar eine längere Phase starken Wirtschaftswachstums), der die Inflation ansteigen oder sogar überschüssig lässt. Die **Inflation wird irgendwann zu deutlich steigenden Zinsen führen**. Um dieser Entwicklung entgegenzuwirken, dürfte die **US-Notenbank wie in den 1940er Jahren auf die so genannte Zinskurvensteuerung (yield curve control, "YCC") zurückgreifen** müssen, um einen zu starken Anstieg am langen Ende der Zinskurve entgegenzuwirken. Dies bedeutet eine weitgehende Aufgabe der Unabhängigkeit der US-Notenbank, ein weiteres Wachstum der Zentralbankbilanz (wahrscheinlich auf über USD 10 Billionen) und eine Verlagerung der Anlagen von kurz- zu langfristigen US-Staatsanleihen. Da YCC unpopulär ist, **wird es wahrscheinlich eines Ereignisses irgendeiner Art bedürfen** (Crash am Obligationenmarkt, Crash am Aktienmarkt, Käuferstreik bei US-Treasuries etc.), **um eine nächste Interventionsstufe zu rechtfertigen**. Wir denken, dass die Märkte eine solche Entwicklung schnell antizipieren (was sie wahrscheinlich bereits tun). Aus Sicht der Anlageklassen **dürften in einem solchen Umfeld Rohstoffe, Edelmetalle, Grundstoffe, zyklische Konsumgüter** (einschließlich Unternehmen, die von der wirtschaftlichen Wiederbelebung profitieren), **Energie, Finanzwerte, Industriewerte und Schwellenländer profitieren**, während hoch bewertete Aktien von Wachstumsunternehmen, Aktien aus den Segmenten Basiskonsum und Gesundheit, die als Obligationenersatz gehalten wurden, oder langlaufende Obligationen leiden dürften, zumindest bis die US-Notenbank eingreift. Der USD könnte vorübergehend von höheren Zinsen profitieren, aber mit überschießender Inflation und angesichts des anhaltend hohen Doppeldefizits ist danach ein (sehr) schwacher USD zu erwarten. Es muss davon ausgegangen werden, dass andere Regionen der Welt einen ähnlichen Weg einschlagen könnten. Zudem ist YCC in Japan oder Australien bereits Realität. **YCC und steigende Inflation sollten zu sinkenden Realzinsen führen**, was den Schuldenabbau unterstützt.

Gold

Die **zuletzt sinkende relative Attraktivität** von Gold aufgrund steigender Zinsen und wirtschaftlichen Optimismus überwiegt derzeit noch die oben beschriebenen Aussichten auf steigende Inflation, weiter wachsende Zentralbankbilanzen, negative Realzinsen und einen potenziell anhaltenden Vertrauensverlust in Papierwährungen. Bitcoin gewinnt derzeit viele Befürworter als Alternative zu Gold. Wir sehen diese beiden Anlagemöglichkeiten nicht unbedingt als Konkurrenten, sondern als koexistierende Alternativen zu Papierwährungen. Wir haben jedoch eine klare Präferenz für das physische Edelmetall aufgrund seiner **sehr langen und tadellosen Geschichte als Wertaufbewahrungsmittel** und seiner Unabhängigkeit von Elektrizität. Physisches Gold spielt nach wie vor eine sehr wichtige Rolle bei der langfristigen Erhaltung der realen Kaufkraft eines Portfolios, weshalb wir an unserer übergewichteten Allokation in Gold festhalten. Bedenken Sie, dass nicht nur Inflation den Realwert zerstören kann, sondern auch eine deflationsbedingte Konkurswelle. Gold hat sich in beiden Fällen bewährt. Es lässt sich aber nicht leugnen, dass diese Positionierung derzeit die Wertentwicklung eines Portfolios belastet. Wir **betrachten dies als eine vorübergehende Entwicklung**; es bleibt abzuwarten, wann sie endet, aber die Stimmung und die Kapitalflüsse deuten darauf hin, dass wir uns dem Ende dieser Phase nähern, die bereits mehr als sieben Monate andauert hat. **Für uns ist die Situation bei Inflation und Gold vergleichbar mit dem Tsunami-Effekt, bei dem sich das Meer zurückzieht, bevor die Flutwelle das Land erreicht**.



Risiken

- Eine stärker als erwartete Konjunktur führt zu wesentlich höheren Zinssätzen, die sich negativ auf hoch bewertete Anlageklassen auswirken.
- Die US-Fed braucht ein Ereignis, um mit Zinskurvensteuerung zu beginnen. Starke Marktkorrekturen boten jeweils den Anlass dafür.
- Insolvenzphase der Pandemiekrise kann noch nicht vollständig ausgeschlossen werden.
- Covid-19-Impfstoff nicht so effektiv oder zu spät. Neue Mutationen.



Kontakt

Bank von Roll AG
Bleicherweg 37
CH-8027 Zürich

Tel. +41 44 233 32 00
Fax +41 44 233 32 90

Disclaimer

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen dienen lediglich der allgemeinen Information und sollten nicht als Grundlage für wesentliche Geschäftsentscheidungen verwendet werden, ohne dass zuvor mit der Bank von Roll AG Kontakt aufgenommen wurde, um genauere und aktuellere Informationen zu erhalten. Insbesondere werden sämtliche Marktdaten, einschliesslich der Preise von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten, in annähernder und/oder vereinfachter Form dargestellt und können sich im Laufe der Zeit ändern. Die Preise und Werte der beschriebenen Anlagen können schwanken. Dies ist weder ein Angebot noch eine Aufforderung durch oder im Auftrag der Bank von Roll AG zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten. Die verwendeten Informationen stammen aus oder basieren auf Quellen, welche die Bank von Roll AG als zuverlässig erachtet. Die Bank von Roll AG übernimmt keine rechtliche Verantwortung oder Haftung für die Genauigkeit, Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen, die über dieses Dokument zugänglich sind. Jegliche Schlussfolgerungen, die der Benutzer aus den hier dargestellten Informationen zieht, sind seine eigenen und können nicht der Bank von Roll Ltd. zugeschrieben werden. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für die zukünftige Entwicklung einer Anlage. Die Kommerzialisierung oder Verteilung dieses Dokuments ist nicht erlaubt.