

DAS WESEN



DER FREIHEIT



1. Gesamtwirtschaftliche Lage, Anleihen und Zinsen
2. Aktien
3. Devisen und Rohstoffe

Wesentliche Erkenntnisse

- Das allgemeine Umfeld ist nach wie vor von Liquidität im Überfluss und niedrigen Zinsen geprägt. Anleger sind von daher „gezwungen“, sich Risiken und „relativen Wachstumsaussichten“ zuzuwenden
- Teure Anlagen sind aus den oben genannten Faktoren teuer. Überzogene Bewertungen bei Aktien bleiben deswegen möglicherweise noch länger überzogen, als die meisten erwarten
- Wir empfehlen von daher, mit einer neutralen Positionierung in Aktien investiert zu bleiben. Wir halten es für schwierig, sektorielle Rotationen zeitlich zu planen. Aus diesem Grund empfehlen wir einen ausgewogenen Ansatz mit einem Engagement in Substanzwerten in Europa (z. B. Großbritannien, Deutschland) und Wachstumstiteln (Large Caps aus dem US-Technologiesektor)
- Die US-Notenbank befindet sich in einer schwierigen Situation. Sie kann keinen einfachen Ausstieg aus der aktuell lockeren Geldpolitik finden. Deswegen wird das Anwerfen der Druckerpressen noch in absehbarer Zukunft der letzte Ausweg sein
- Anzeichen für eine höhere Inflation sind zu erkennen. Ob dies eine Übergangserscheinung ist oder längere Zeit so anhält – das ist schwer zu sagen
- Auf eine Drosselung der Anleihenankäufe zu spekulieren, könnte sich als durchaus kostspielige Strategie erweisen
- Allerdings glauben wir, dass die aktuellen Inflationsanzeichen in den Köpfen von Märkten und Anlegern herumspuken werden. Zeitweilig steigende Renditen sind möglich und werden an den Aktienmärkten Chancen und Stress herbeiführen
- Treasuries und Investment-Grade-Anleihen sind extrem teuer. Leider sind liquide Mittel dort, wo Negativzinsen gelten, auch nicht wirklich eine Option
- Der Schweizer Franke wird seinen Status als sicherer Hafen dank einer vorsichtigen Haushalts- und Fiskalpolitik in der Schweiz behalten
- Nach unserer Einschätzungen werden USD, EUR und JPY im Verhältnis zueinander stabil bleiben. Schwellenländerwährungen erscheinen in diesem Umfeld nicht attraktiv

Gesamtwirtschaftliche Lage, Anleihen und Zinsen: Vorübergehende Inflation

Kurz vor dem Hochsommer beschäftigen uns drei Kernthemen: die wirtschaftliche Erholung, der vorübergehende Charakter der Inflation und die Konsequenzen der staatlichen Konjunkturpakete.

Die durch die Pandemie herbeigeführte Panik, Angst und Verzweiflung, die die Menschen erlitten haben, klingen ab. In unserer Erinnerung wird die Intensität unserer Gefühle und Ängste nachlassen.

Doch die Konsequenzen der staatlichen Reaktionen auf die Pandemie werden uns noch über unsere Generation hinaus beschäftigen. Die Auswirkungen und der Nachhall dieser Ereignisse sind enorm. In der Vergangenheit gibt es hierfür keine vergleichbaren Präzedenzfälle. Sie haben tektonisches Ausmaß, legen an Tempo zu und kommen mit großer Beständigkeit. Wir müssen uns durch die sich verändernde Dynamik von Finanzen und Wirtschaft durchkämpfen, um die Wahrheit zu erkennen.

Mit der Aufhebung der Lockdowns in den Industrieländern treten die Effekte von staatlichen Konjunkturpaketen und Impfstoffen deutlicher zu Tage. Die Transformation der Wirtschaft nach der Pandemie verspricht, mit überwältigendem Tempo und Umfang zu verlaufen.

Der Markt für Treasury Bonds bewegt sich seit zwei Monaten in einer engen Spanne. In Anbetracht der jüngsten Wirtschaftsdaten ist dies bemerkenswert: So stiegen das BIP im 1. Quartal um 6,4%, der persönliche Konsum aktuell um 11,3%, die Importpreise um 10,6%, die Produzentenpreise um 6,2% und die Verbraucherpreise um 4,2%. Diese Zahlen sprechen Bände. Zu mutmaßen, man könne sie isoliert untersuchen, ist allerdings eine falsche Annahme.

Bei den Aktivitäten der globalen Zentralbanken steht die finanzielle Stabilität im Mittelpunkt. Dies verlangt extrem - und auf Dauer - niedrige Zinsen. Die US-Notenbank wird in absehbarer Zukunft weiter einen unterstützenden Einfluss auf die Zinsen haben.

Betrachten wir nur das Beispiel Japan. Die BoJ versucht seit 30 Jahren, in der Wirtschaft Inflation herbeizuführen. Trotz erstaunlicher Konjunkturpakete und einer fast kompletten Beherrschung des JGB-Marktes sowie einer enormen und steigenden prozentualen Beteiligung am japanischen Aktienmarkt kann ihr Kurs nur als totaler Fehlschlag angesehen werden. Die Wirtschaft schwächt sich ab, und die Preise fallen weiter.

Hat US-Notenbank-Chef Powell Recht, wenn er den Inflationsdruck als vorübergehende Erscheinung bezeichnet?

Die deflatorischen gesamtwirtschaftlichen Trends, die seit 1980 bestehen, begleiten uns nicht nur immer noch...sie beschleunigen sich auch. Oberflächliche Vergleiche mit der realen strukturellen Inflation, die wir in den 1970er Jahren erlebten, halten einer strengen Prüfung nicht Stand.

Als Unterstützung für das Argument des deflatorischen langsamen Wachstums dienen vor allem die Aussichten für die Beschäftigung. Eine Besserung der Probleme am US-Arbeitsmarkt ist das klare und erklärte Ziel der US-Notenbank.

Des Weiteren wird es der US-Notenbank zudem unmöglich sein, ihre Bilanz zu reduzieren. Die Wirtschaft braucht mehr Fremdkapital. Wir erleben zurzeit die größte Umverteilung von Schulden in der Geschichte. Auf US-Bundesebene steigen die Schulden, während sie in den privaten Haushalten und den Unternehmen sinken. Dies ist gewollt. Der Multiplikator in der Relation zwischen Schulden und Wirtschaftsleistung nimmt mit besorgniserregendem Tempo ab. Das weiß auch die US-Notenbank. Die Reduzierung der Fördermaßnahmen könnte problematisch enden: in einer Finanzkrise und einer wahrscheinlichen Rezession.

Die US-Notenbank ist bereit, mit Verzerrungen und Einkommensungleichheiten zu leben, für das, was sie als das große Ganze ansieht. Wir sind nicht sicher, dass dies richtig ist. Richtig ist sicherlich, dass wir in absehbarer Zukunft mit sehr stabilen und sehr niedrigen Zinsen bei Kreditaufnahmen rechnen können. Kurzfristig sind daher Episoden mit einer leicht höheren Inflation möglich.

Ungeachtet dessen geht die US-Notenbank davon aus, weitere Anleihen zu kaufen und mehr Unterstützung zu bieten, falls der Markt in Panik gerät. Bei einem etwaigen verkürzten fehlinterpretierten Anstieg der Renditen werden clevere Anleger einsteigen.

Unternehmensanleihen bieten nach unserer Auffassung kein Potenzial. Aufgrund der Risiko- und Renditeprofile werden Anleger, die diese Titel halten, mit hoher Wahrscheinlichkeit verlieren.

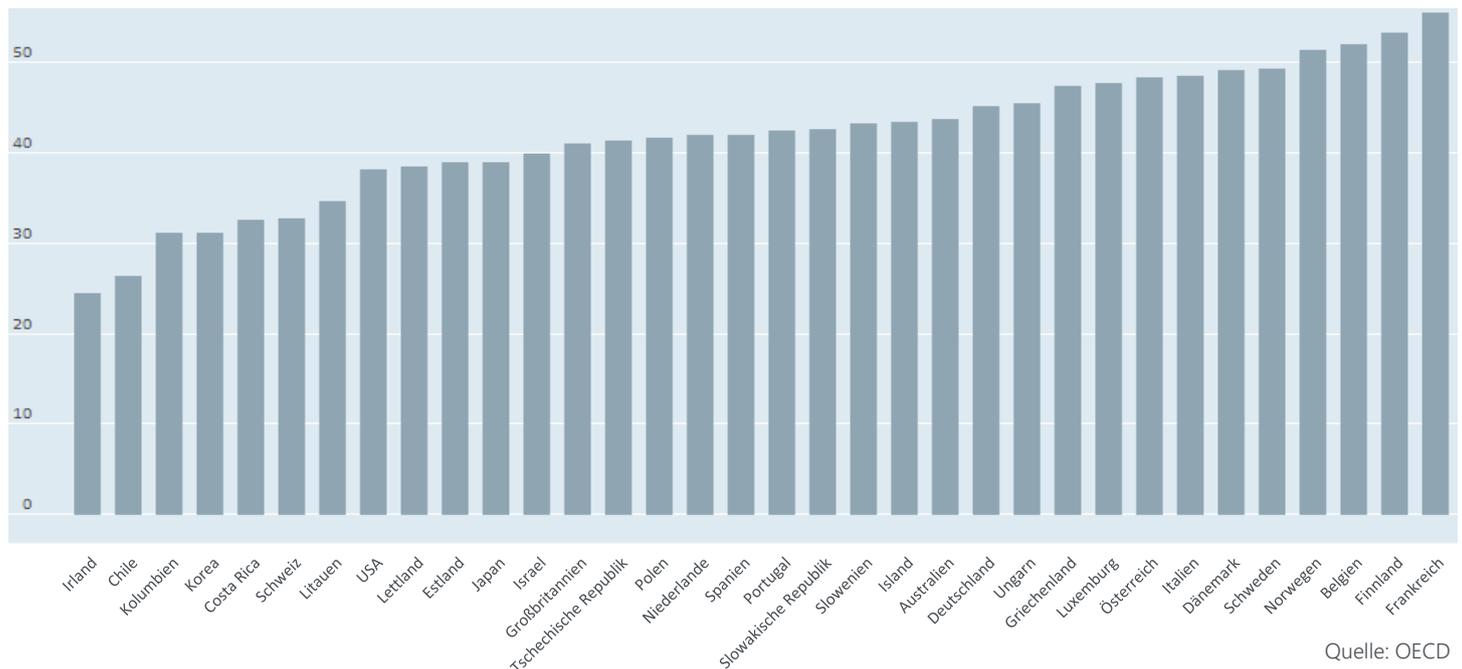
Aktien: „Goldlökchen“ mit Risiken

Der Aktienmarkt bewegt sich seit drei Monaten in einer engen Spanne. Dies ist bemerkenswert, denn Gewinne und Gewinnmargen amerikanischer Unternehmen waren noch nie so hoch wie jetzt.

Dämpfende Faktoren sind die erwartete deflatorische Abschwächung und der bremsende Effekt auf die Wirtschaftsleistung, der auf höhere Steuern zurückzuführen ist. Durch die höheren Preise für Lebensmittel und Energie in den meisten privaten Haushalten verringert sich das verfügbare Einkommen. Sofern die geplanten staatlichen Ausgaben Gesetz werden, müssen sie durch höhere Steuern finanziert werden. Dies wird eindeutig zu einem größeren und deutlich weniger produktiven Beitrag des Staats zur Gesamtleistung der US-Wirtschaft führen. Eine Rückkehr zu einem hinter dem Trend zurückbleibendem Wachstum ist das kalkulierte Resultat.

Viele halten die progressiven Pläne der neuen US-Regierung für gerecht und politisch attraktiv. Dies ist zumindest zum Teil richtig. Anderswo sehen wir, was eine solche Politik angerichtet hat, z. B. in Europa. Einst eine wirtschaftliche Lokomotive, entwickelt sich die EU zum weltweiten konjunkturellen Schlusslicht. Europäer sagen oft, dass in den USA nur 35% der Staatseinnahmen aus Steuern stammen und dieser Anteil daher steigen sollte. In Europa fließen annähernd 50% der Wirtschaftsleistung in die Staatskasse. Noch viel mehr zu verlangen, wird für Regierungen schwierig sein.

Allgemeine Staatsausgaben (Summe, % des BIP, 2020 oder letzte verfügbare Angaben)



Geschäfte in den USA sind einzigartig. Amerikanische Geschäftsleute gehen insgesamt hohe Risiken ein, weil Risiken „gerechtfertigte“ Belohnungen bedeuten. Amerikanische Geschäftsleute gehen aufs Ganze und haben keine Angst zu scheitern.

Das europäische Staatsführungsmodell, das höhere Einkommensteuern, Körperschaftsteuern, Spekulationssteuern und Erbschaftsteuern verlangt, würde die amerikanische Ausprägung des freien Marktkapitalismus zunichte machen.

Höhere staatliche Abgaben in den USA würden nicht nur die Aussichten für den Arbeitsmarkt zerstören, sondern auch das verfügbare Einkommen deutlich verringern, Innovationen ersticken und unternehmerischer Initiative entgegenwirken. Auf der Suche nach Aktionären, Finanzierungspartnern und einem wettbewerbsfähigeren Steuersystem müssten Unternehmen Chancen im Ausland ausfindig machen.

Diese progressive Agenda der US-Regierung, das Vermögen umzuverteilen, wird von mindestens der Hälfte der Bevölkerung als Angriff auf die Freiheit verstanden. Durch das nicht wirtschaftsorientierte fortschrittliche Programm, das von der neuen US-Regierung propagiert wird, werden Investitionen und Beschäftigungschancen zurückgehen. Das wird für geringere Steuereinnahmen in den US-Bundesstaaten und -Kommunen sorgen. Unverzichtbare öffentliche Dienste werden in Kernstädten sehr viel schwerer zu finanzieren sein. Zur Folge haben kann dies einen Abbau von öffentlichen Diensten, eine Zunahme der Kriminalität, eine noch größere Abwanderung von Steuerzahlern aus den Städten und noch mehr soziale Härten für besonders bedürftige Bevölkerungsgruppen.

Interessanterweise berichtete das National Bureau of Economic Research in dieser Woche, dass 30% der Arbeit in der postpandemischen US-Wirtschaft künftig außerhalb der Firmen verrichtet werden. Durch Remote Work wird die US-Wirtschaft verwandelt, umgebaut und revolutioniert. Für Gewerbeimmobilien in den Innenstädten und Kleinunternehmen ist dies negativ, für disruptive Innovationen und transformative Technologien jedoch positiv.

Beim Blick auf die Aktienmärkte müssen wir anscheinend wohl über die Schlagzeilen hinaus blicken und uns fragen, wie neue wirtschaftliche, technologische und gesellschaftliche Kräfte sich auf die Fähigkeit eines Unternehmens auswirken, Werte zu schaffen, zu fördern und zu erschließen.

Ein solches Beispiel ist Amazon, das für die Übernahme der MGM-Filmstudios 8,5 Mrd. US-Dollar zahlt. Welche Beweggründe hat Amazon hierfür? Amazon wird künftig in der Lage sein, seinen 200 Mio. Prime-Abonnenten eine Sammlung von 4.000 Filmen und 17.000 TV-Episoden zu einer Investition von weniger als 50 US-Dollar pro Prime-Kunde zu bieten. Amazon erweitert seine Fähigkeit, sich Werte zu erschließen. Im Bereich der Unterhaltung wird Amazon das Gleiche wie im Einzelhandel bewirken: „Die Anderen aus dem Geschäft drängen.“

Wachstumsaktien könnten wieder ins Rampenlicht rücken, sofern Ruhe bei den Zinsen herrscht.

In Europa ist der deutsche DAX der von uns bevorzugte Index. Allerdings notiert er am oberen Ende der Handelsspanne. Spanien und Großbritannien liegen noch im Hintertreffen.

Während Anleger investiert bleiben müssen, deutet rückläufige Volatilität auf zunehmende Selbstgefälligkeit hin.

Hauptpositionen des ETF „Direxion Work From Home“ und dessen geschätztes KGV bzw. bereinigtes EV/EBITDA. In grünen Positionen, die bei Cité Gestion SA empfohlen werden

	KGV	EV/EBITDA
Proofpoint Inc	81,4	198,2
Box Inc	31,7	34,5
Fortinet Inc	58,0	38,7
Facebook	22,0	17,8
NetApp Inc	17,7	12,9
Oracle Corp	17,8	11,1
IBM	13,3	8,9
Cisco	16,3	11,0
Alphabet	24,8	18,8
America Movil	13,4	k. A.
Nutanix Inc Class A	k. A.	k. A.
VMware Inc	23,9	17,5
Adobe Inc	42,1	44,4
Hewlett Packard	8,8	5,4
Microsoft Corp	31,3	21,8
Slack Technologies	701,9	k. A.
Progress Software Corp	13,8	11,6
Amazon.com Inc	46,7	31,1
Marvell Technology Inc	35,8	51,4
DocuSign Inc	139,7	k. A.
Palo Alto Networks Inc	54,4	197,1
Broadcom Inc	16,3	15,4
Vonage Holdings Corp	54,9	32,7
Ping Identity Holding Corp	170,4	142,2
Inseego Corp	k. A.	260,5
Atlassian Corp PLC Class A	176,3	394,6
Zscaler Inc	379,0	k. A.
Zoom	77,2	147,5
CrowdStrike Holdings Inc	495,4	k. A.
FireEye Inc	47,2	k. A.
Avaya Holdings Corp	8,7	5,9
Xerox Holdings Corp	11,4	8,8
Workday Inc	77,2	148,7
Alibaba Group Holding Ltd	21,7	37,9
Plantronics Inc	10,9	13,7
Okta Inc Class A	k. A.	k. A.
Upland Software Inc	21,4	29,5
RingCentral Inc Class A	189,5	k. A.
8x8 Inc	408,7	k. A.
Aurora Mobile Ltd	k. A.	k. A.

Devisen und Rohstoffe: Der Schweizer Franke ist König

Der Schweizer Franke gilt als Zufluchtwährung im Strudel von Zentralbankexzessen. Von daher überrascht es nicht, dass die Währung um knapp 400% zugelegt hat, seit US-Präsident Nixon im Jahr 1971 die Goldbindung des Dollars aufhob.

Die schockierende Realität der modernen Geldtheorie und schwindelerregende staatliche Ausgabeninitiativen lassen sich schwer rückgängig machen. Es handelt sich weitaus mehr um eine „Non-Fiat-Währung“ als die handelbaren „Leitwährungen“. Auf Schweizer Regulierungs-, Compliance- und Governance-Verfahren kann man sich auf eine Weise verlassen, die in den meisten anderen Ländern nicht zu finden ist.

Da der Schweizer Franke im März 2020 den US-Dollar geschlagen hat, rechnen wir damit dass er alle anderen Währungen übertreffen wird, sofern sich eine Volatilitätsphase einstellen sollte.

Nach unserem Dafürhalten werden der US-Dollar, der Euro und der Yen angemessen stabil im Verhältnis zueinander bleiben. Die unheilige G-3-Allianz aus Bilanzexpansionismus aufseiten der Zentralbanken und eine exzessive Verschuldung bindet sie in der Schwäche aneinander.

Schwellenländerwährungen werden generell zurückbleiben, weil sich die Wirtschaft in Schwellenländern unterdurchschnittlich entwickelt und das Geld weg aus Schwellenländern fließt.

Die Schwäche des US-Dollars gegenüber dem Yen hat unsere Aufmerksamkeit geweckt.

Dies ist wesentlich, weil sich der Yuan in den letzten 12 Monaten um 11% gegenüber dem US-Dollar verteuert hat. Natürlich spielen Zinsdifferenziale eine wichtige Rolle bei Bewertungen von Währungen. Die PBoC hat in diesem Monat die Zinsen um 2% auf 7% erhöht. Die US-Zinsen verharren seit 18 Monaten bei 0%. Einige wenige Anleger werden sich daher für Einlagen von flüssigen Mitteln in China statt in den USA entscheiden. Doch einige Chinesen optieren vielleicht für eine Kryptowährung statt Dollar.

Der feste Trend des Yuan gegenüber dem US-Dollar gibt Anlass zu einiger Besorgnis: Statt Deflation zu exportieren, wie China dies jahrzehntelang praktiziert hat, könnte das Land tatsächlich erstmals Inflation importieren. In den kommenden Jahren muss dies genau im Auge behalten werden, weil sich dadurch die Rahmenbedingungen komplett verändern würden.

Schweizer Franke: 50 Jahre Kurssteigerungen ggü. US-Dollar.



Quelle: Cité Gestion

Bei Rohstoffen fließen Lebensmittel und Energie aus gutem Grund nicht in die Kerninflationzahlen ein.

Bei diesen Rohstoffen ebenso wie bei vielen anderen Einsatzmaterialien kommt es routinemäßig zu Versorgungsstörungen. Das ist auch dieses Mal nicht anders. Die Märkte werden sich anpassen.

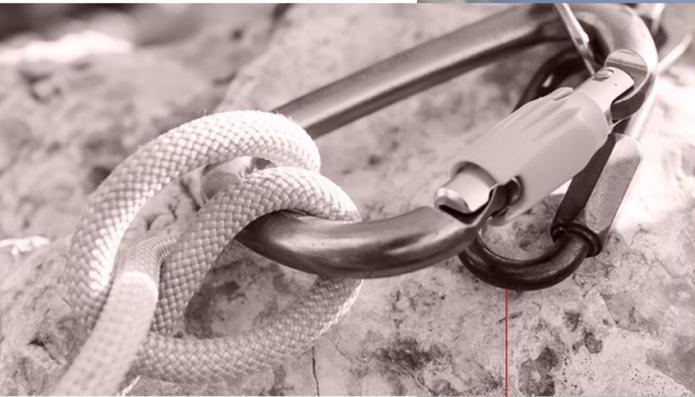
Ein Sprichwort sagt, dass man hohe Preise am besten mit noch höheren Preisen bekämpft.

Möglicherweise dauert es länger, als sich einige wünschen, aber der Knebel in der Lieferkette, der die Lieferung von Waren (die von den Menschen eiligst verlangt werden) behindert, wird sich lösen und so eine Rückkehr zu den Mittelwerten bewirken.

Die gesamte Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen wird deutlich unter dem Niveau liegen, das vor der Pandemie herrschte. Das Gleiche gilt für die gesamten Löhne und für die gesamte Nachfrage nach Geld (das schon deutlich vor Beginn der Pandemie schwach aus dem Bankensystem - in die Wirtschaft - tröpfelte).

Bis sich das BIP wieder auf das gleiche Niveau wie in den Zeiten vor der Pandemie einpendelt, werden Jahre vergehen.

DAS WESEN



DER FREIHEIT



Mit Ihrer Entscheidung für Cité Gestion profitieren Sie von unserem einzigartigen Geschäftsmodell, das uns von den meisten traditionellen Vermögensverwaltern unterscheidet. Mehr hierüber erfahren Sie auf unserer Website: www.cité-gestion.com



[Folgen Sie uns auf LinkedIn](#), damit Sie bei allen Marktneuigkeiten und -perspektiven auf dem Laufenden bleiben.

Haftungsausschluss (Disclaimer) und wichtige Informationen

Das vorliegende Dokument wurde in der Schweiz von Cité Gestion SA, Genf, ein Verwahrer und ein Effektenhändler, der von der Schweizer Finanzmarktaufsichtsbehörde FINMA reguliert und beaufsichtigt wird, veröffentlicht. Das Dokument ist nicht für eine Verteilung, Veröffentlichung oder Verwendung in Staaten bestimmt, in denen eine solche Verteilung, Veröffentlichung oder Verwendung untersagt ist, und es richtet sich nicht an natürliche oder juristische Personen, an welche die Weitergabe dieses Dokuments rechtswidrig ist. Alle Angaben in diesem Dokument, insbesondere Meinungen und Analysen, erfolgen ausschließlich zu Informationszwecken und sind nicht als Angebot, Beratung oder Empfehlung für den An- oder Verkauf eines bestimmten Wertpapiers oder den Abschluss einer Transaktion aufzufassen. Außerdem stellt diese Publikation keine Werbung für ein bestimmtes Finanzinstrument dar und ist nicht als solche aufzufassen. Die mit verschiedenen Anlagen verbundenen Risiken sind nicht für alle Anleger geeignet, und das Risikoprofil bedarf einer genauen Beurteilung. Des Weiteren ist dieses Dokument nicht als Beratung in Rechts-, Rechnungslegungs- oder Steuerangelegenheiten aufzufassen. Auch wenn sich Cité Gestion SA mit allen angemessenen Kräften bemüht, zuverlässige und vollständige Informationen heranzuziehen, werden von Cité Gestion SA keinerlei Zusicherungen oder Garantien gegeben, dass die Informationen in diesem Dokument richtig, vollständig oder aktuell sind. Entscheidungen auf Basis dieser Informationen haben auf Risiko des Anlegers zu erfolgen. Cité Gestion SA schließt jegliche Haftung für Verluste oder Schäden aus, die unter Umständen direkt oder indirekt aus der Nutzung dieser Informationen entstehen. USA: Weder ein Versand oder eine Mitnahme oder Verteilung dieses Dokuments oder etwaige Kopien hiervon in den Vereinigten Staaten oder noch die Weitergabe an eine US-Person sind zulässig. Dieses Dokument darf ohne vorherige schriftliche Einwilligung von Cité Gestion SA weder ganz noch teilweise reproduziert, weitergegeben, geändert oder für öffentliche oder kommerzielle Zwecke verwendet werden.