

MACRO OUTLOOK 2021: Interview mit Sébastien Galy, Senior Macro Strategist

Bitte beachten Sie, dass das Webinar am 2. Dezember 2020 stattfand. Alle Marktkommentare und Informationen beziehen sich auf den davor liegenden Zeitraum

Zusammenfassung

- Die US-Zinskurve dürfte zunehmend steiler werden, mit einer gewissen Dollarschwäche – vor allem gegenüber den Schwellenländern.
- Die Spannungen rund um China werden wahrscheinlich nachlassen, da sich die Erholung von China aus im asiatisch-pazifischen Raum ausbreitet.
- Die Geldpolitik der EZB wird in den nächsten drei Jahren locker bleiben, während das politisch riskante Spiel zwischen der EU und Großbritannien bis ins kommende Jahr dauern könnte.
- Bei Investitionsschwerpunkten konzentrieren wir uns weiterhin auf den von China angeführten Aufschwung, die Infrastrukturausgaben, die fortgesetzte Regulierung und Produktentwicklung in Bezug auf ESG sowie die Notwendigkeit flexibler Anlagelösungen.

Wie beurteilen Sie die aktuelle Haushaltssituation in den USA, da die neue Regierung unter Biden wahrscheinlich große Ausgabenpläne hat?

Bidens Pläne beinhalten ein umfangreiches Steuerpaket – mit 700 Mrd. USD für die Infrastruktur im Rahmen des „Build Back Better“ Plans. Dies wird Auswirkungen auf die alte Infrastruktur des Landes sowie auf Bereiche wie Rechenzentren und Dekarbonisierung haben. Es gibt auch andere Pakete, die der Mittelschicht und Menschen mit geringerem Einkommen zugutekommen, was zu einem erhöhten Konsum führen dürfte. Die Realität ist jedoch, dass der Senat wahrscheinlich von den Republikanern gehalten werden wird, so dass der Umfang des Pakets letztendlich viel geringer sein könnte. Was wir in den USA sehen, geht jedoch über die Haushaltsausgaben hinaus. Die USA werden der Weltgesundheitsorganisation wieder beitreten und sich wieder stärker in der NATO engagieren – was im Wesentlichen den Kurs der Trump-Regierung umkehrt.

Und was ist Ihre Einschätzung, wenn Sie sich die US-Zinsstrukturkurve ansehen?

Die Zinsstrukturkurve wird steiler, d.h. die 10-Jahres-Rendite steigt gegenüber dem kurzen Ende. Sie steigt aus einer Vielzahl von Gründen, z.B. weil die Wirtschaft besser als erwartet abschneidet und die Menschen das Defizit in den USA – das etwa 5% des BIP ausmacht – als nicht nachhaltig ansehen. Falls dies wirklich der Fall ist, verlangen Anleger eine Kreditrisikoprämie, was bedeutet, dass sich das hintere Ende der Kurve gegenüber dem vorderen Ende höher bewegen muss. Die Grafik stellt im Zeitverlauf die Rendite der 10-jährigen Staatsanleihen abzüglich jener der 3-Monats-Papiere dar und zeigt eine kürzliche Umkehrung – getrieben vom hinteren Ende der Kurve, da das vordere Ende festgelegt wurde. Wenn Sie sich in die Lage Chinas oder Russlands versetzen, benötigen Sie eine steilere Kurve, um in die USA zu investieren, und eine schwächere Währung. Diese Abschwächung des Dollars ist eine gute Nachricht für Investitionen in Schwellenländer. Es werden auch Carry-Trades geschaffen, insbesondere bei chinesischen festverzinslichen Wertpapieren.

10 Year Treasury - 3 Month T-Bill



Quelle: Nordea Investment Funds S.A. und Macrobond

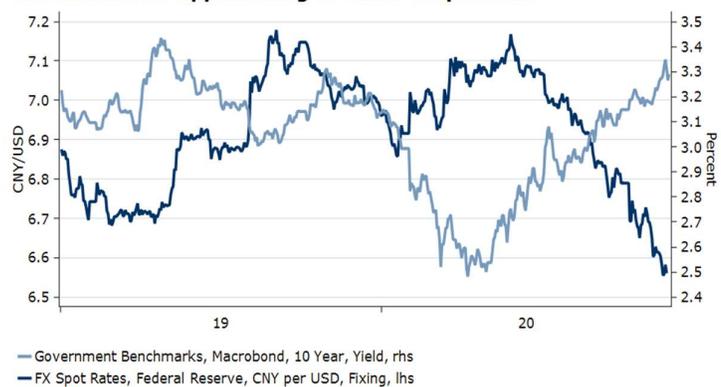
Mit Blick auf China, sehen wir hier einen zyklischen Aufschwung während sich die Wirtschaft strukturell verlangsamt. Sind Sie positiv im Hinblick auf die chinesischen Erholung?

Die chinesische Wirtschaft verlangsamt sich seit einigen Jahren strukturell. Dafür gibt es viele Gründe wie die alternde Bevölkerung und den Wunsch, mehr serviceorientiert zu werden. Es gibt auch andere Faktoren, wie ineffiziente Staatsunternehmen und -einheiten und die Kreditblase. Im Rahmen der strukturellen Abkühlung sehen wir jedoch einen zyklischen Aufschwung der Wirtschaft, bei dem das Wachstum im nächsten Jahr bis zu 8% betragen könnte. Dies ist im Vergleich zu anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften unglaublich stark. Der Konsum war nicht schwach, aber auch nicht sehr stark. Dies sollte sich in den nächsten Quartalen verbessern und das Wachstum unterstützen, das derzeit durch Exporte und Infrastruktur getragen wird.

Wie beurteilen Sie Chinas Renminbi-Währung und die breiteren Möglichkeiten für Investitionen im Land?

Der Renminbi hat deutlich zugelegt. Wie bereits erwähnt, ist dies teilweise auf den schwächeren Dollar zurückzuführen. In China können Sie jedoch auch höhere Renditen bei geringer Volatilität erzielen. Das Währungsrisiko ist im Verhältnis zum Euro / Dollar oder Dollar / Yen moderat. Ein weiteres wichtiges Element ist das starke Wachstum. Allerdings ist nicht alles ein Kauf. Zum Beispiel haben wir bei einigen Staatsunternehmen und -einheiten Ausfälle festgestellt. Wenn Sie sich in Unternehmen einkaufen möchten, ist natürlich ein erheblicher Forschungs- und Analyseaufwand erforderlich. So sind chinesische Aktien historisch betrachtet derzeit gemäß einiger Kennzahlen teuer, im Vergleich zu Europa oder den USA jedoch billig. Auch haben Schwellenländer-Aktien dazu tendiert, eine Outperformance zu erzielen, da der Dollar schwächer wurde.

The renminbi is appreciating as China outperforms



Quelle: Nordea Investment Funds S.A. und Macrobond

Wenn Sie nach Europa schauen, was erwarten Sie von der EZB-Sitzung in der kommenden Woche?

Generell werden im Rahmen des Pandemie-Notfallkaufprogramms (PEPP) zusätzliche Ausgaben in Höhe von 500 Mrd. EUR erwartet. Sollten wir diese nicht bekommen, wäre das schon sehr überraschend und würde von den Märkten sicher nicht begrüßt werden. Trotzdem sind die Renditen in der Peripherie unglaublich niedrig – die EZB hat den Krieg also im Wesentlichen gewonnen, wenn man so will. Wir könnten auch andere Ankündigungen sehen, wie zum Beispiel eine Versüßung bei den gezielten, längerfristigen Refinanzierungsgeschäften ("Targeted Longer-Term Refinancing Operation" TLTRO).

Wie gehen die Volkswirtschaften mit dem zweiten Lockdown um, den wir derzeit in ganz Europa beobachten?

Rückblickend auf den ersten Schock war es unglaublich brutal für viele Länder, aber im Falle Deutschlands sehr kurzlebig – zumal wir eine starke Nachfrage aus China sahen. Die derzeitigen Lockdowns sind für einige Länder nicht so streng wie die ersten, sodass die erwarteten Auswirkungen wahrscheinlich viel geringer sein werden.

Wie besorgt sind die Anleger im Hinblick auf einen „No Deal“-Brexit von Großbritannien?

Wenn Sie sich die Volatilität des Euro / Pfund Sterling ansehen, scheint der Markt zu glauben, dass wir einen Deal sehen werden. Der Covid-19-Schock und die Unsicherheit über den Brexit waren jedoch für den britischen Verbraucher brutal. Wenn diese Risiken gelöst werden, sollte es in Großbritannien zu einer deutlichen Erholung der Aktivitäten kommen, da das Vertrauen zurückkehrt. Trotzdem ist von einer Kontraktion der öffentlichen Finanzen die Rede, die absolut nicht hilfreich wäre. Bei den Brexit-Verhandlungen haben wir ungefähr acht Monate lang über mehr oder weniger dieselben Themen gestritten - nämlich die Fischerei und gleiche Wettbewerbsbedingungen. Wir müssen eine Lösung für diese Probleme finden, aber es bleibt nicht viel Zeit.



Quelle: Nordea Investment Funds S.A. und Bloomberg

Nordea Asset Management ist der funktionelle Name des Vermögensverwaltungsgeschäftes, welches von den rechtlichen Einheiten Nordea Investment Funds S.A. und Nordea Investment Management AB ("rechtliche Einheiten") sowie ihrer jeweiligen Zweigniederlassungen, Tochtergesellschaften und/oder Repräsentanzen betrieben wird. Dieses Dokument bietet dem Leser Informationen zu den spezifischen Expertise-Feldern von Nordea. **Dieses Dokument (bzw. jede in diesem Dokument dargestellte Ansicht oder Meinung) kommt keiner Anlageberatung gleich** und stellt keine Empfehlung dar, in ein Finanzprodukt, eine Anlagestruktur oder ein Anlageinstrument zu investieren, eine Transaktion einzugehen oder aufzulösen oder an einer bestimmten Handelsstrategie teilzunehmen. Dieses Dokument ist weder ein Angebot für den Verkauf noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots für den Kauf von Wertpapieren oder zur Teilnahme an einer bestimmten Handelsstrategie. Ein solches Angebot kann nur durch einen Verkaufsprospekt oder eine ähnliche vertragliche Vereinbarung abgegeben werden. Daher werden die in diesem Dokument enthaltenen Informationen vollständig durch einen solchen Verkaufsprospekt oder eine solche vertragliche Vereinbarung in seiner/ihrer endgültigen Form ersetzt. Jede Anlageentscheidung sollte deshalb ausschließlich auf den endgültigen gesetzlich vorgeschriebenen Dokumenten beruhen, darunter sofern zutreffend der Verkaufsprospekt, die vertragliche Vereinbarung, jeder sonstige maßgebliche Prospekt und das aktuelle Dokument mit wesentlichen Informationen für den Anleger (sofern anwendbar), ohne darauf beschränkt zu sein. Die Angemessenheit einer Anlagestrategie steht in Abhängigkeit der jeweiligen Umstände des Anlegers sowie dessen Anlagezielen. Nordea Investment Management AB empfiehlt daher seinen Anlegern spezielle Investments und Strategien entweder unabhängig zu beurteilen oder, sofern der jeweilige Anleger dies als notwendig erachtet, einen unabhängigen Finanzberater zu konsultieren. Produkte, Wertpapiere, Anlageinstrumente oder Strategien die in diesem Dokument behandelt werden eignen sich gegebenenfalls nicht für alle Anleger. Dieses Dokument enthält Informationen, die aus einer Reihe verschiedener Quellen stammen. Auch wenn die hierin enthaltenen Informationen für richtig gehalten werden, kann keine Zusicherung oder Gewährleistung im Hinblick auf ihre letztendliche Richtigkeit oder Vollständigkeit abgegeben werden, und die Anleger können weitere Quellen verwenden, um eine sachkundige Anlageentscheidung zu treffen. Potenzielle Anleger oder Kontrahenten sollten sich in Bezug auf die potenziellen Auswirkungen, die eine Anlage, die sie in Betracht ziehen, haben kann, einschließlich der möglichen Risiken und Vorteile dieser Anlage, bei ihrem Steuer-, Rechts-, Buchhaltungs- oder sonstigem/sonstigen Berater(n) erkundigen. Potenzielle Anleger oder Kontrahenten sollten außerdem die potenzielle Anlage vollständig verstehen und sich vergewissern, dass sie eine unabhängige Beurteilung der Eignung dieser potenziellen Anlage vorgenommen haben, die ausschließlich auf ihren eigenen Absichten und Ambitionen beruht. Investments in Derivate und in ausländischen Währungen denominierte Transaktionen können erheblichen Wertschwankungen unterliegen, die den Wert eines Investments beeinflussen können. **Engagements in Schwellenländer gehen mit einem vergleichsweise höheren Risiko einher. Der Wert eines solchen Investments kann stark schwanken und wird nicht garantiert. Anlagen in von Banken begebenen Aktien oder Schuldtiteln können gegebenenfalls in den Anwendungsbereich des in der EU Richtlinie 2014/59/EU vorgesehenen Bail-in-Mechanismus fallen (d.h. dass bei einer Sanierung oder Abwicklung des rückzahlungspflichtigen Instituts solche Aktien und Schuldtitel abgeschrieben bzw. wertberichtigt werden, um sicherzustellen, dass entsprechend ungesicherte Gläubiger eines Instituts angemessene Verluste tragen).** Nordea Asset Management hat beschlossen, die Kosten für Research zu tragen, das heißt, diese Kosten werden von bestehenden Gebührenstrukturen (wie Management- oder Verwaltungsgebühren) gedeckt. Veröffentlicht und erstellt von den rechtlichen Einheiten der Nordea Asset Management. Die rechtlichen Einheiten sind ordnungsgemäß von den jeweiligen Finanzaufsichtsbehörden in Schweden und Luxemburg zugelassen und reguliert. Zweigniederlassungen, Tochtergesellschaften und/oder Repräsentanzen der rechtlichen Einheiten sind durch ihre lokalen Finanzaufsichtsbehörden in ihren jeweiligen Domizillierungsländern ebenso ordnungsgemäß zugelassen und reguliert. Quelle (soweit nicht anders angegeben): Nordea Investment Funds S.A. Sofern nicht anderweitig genannt, entsprechen alle geäußerten Meinungen, die der rechtlichen Einheiten der Nordea Asset Management und die all ihrer jeweiligen Zweigniederlassungen, Tochtergesellschaften und/oder Repräsentanzen. Dieses Dokument darf ohne vorherige Erlaubnis weder reproduziert noch veröffentlicht werden und ist nicht für Privatanleger bestimmt. Es enthält Informationen für institutionelle Anleger und Anlageberater und ist nicht zur allgemeinen Veröffentlichung bestimmt. In diesem Dokument genannte Unternehmen werden zu rein illustrativen Zwecken angeführt und stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der jeweiligen Werte dar. Der Grad der individuellen Steuerbelastung ist unterschiedlich und kann sich in der Zukunft ändern. © Der rechtlichen Einheiten der Nordea Asset Management und jeder ihrer jeweiligen Zweigniederlassungen, Tochtergesellschaften und/oder Repräsentanzen.