

Unsere Sicht im Juli

13. Juli 2021



Konjunkturrisiken sind nicht verschwunden

Die Impfkampagne kommt weltweit voran, nun auch in den Schwellenländern. Das nimmt der Delta-Variante des Coronavirus etwas den Schrecken. Gleichwohl werden Konjunkturrisiken wieder intensiver diskutiert. Das kennen wir: Auch im Sommer lohnt es sich, auf das Wetterradar zu schauen.

Die amerikanische Notenbank Fed ändert ihre Wortwahl, um die Märkte behutsam auf eine Nach-Corona-Welt mit weniger geldpolitischem Stimulus vorzubereiten. Doch anstatt zu steigen, fallen die Kapitalmarktzinsen. Was auf den ersten Blick erstaunt, lässt sich aber durchaus erklären. Wenn nämlich die wichtigste Notenbank der Welt kommunikativ den Hebel umlegt, müssen Anleger ihre Annahmen und Erwartungen hinterfragen. Was bedeuten etwa die Lieferengpässe in der Industrie, die höhere Inflation oder drohen neue Einschränkungen aufgrund der Delta-Variante?

Gleichzeitig schwächelten Konjunkturindikatoren wie zum Beispiel der ISM-Index, welcher das Geschäftsklima

in den USA abbildet. Das zeigt: Es gibt Risiken für den Aufschwung. Diese gab es natürlich immer. Aber die Marktpsychologie hat es so an sich, dass Risiken ausgeblendet werden. Oder umgekehrt nur noch Risiken diskutiert werden.

Die grössten Pessimisten haben als Risiko ausgemacht, dass die Fed den Konjunkturaufschwung abwürgen könnte. Das ist aus unserer Sicht derzeit kein Szenario. Wir gehen davon aus, dass Anleger ihre Erwartungen vielleicht etwas zurückschrauben. Sie dürften aber eindeutig mit der Fortsetzung des Aufschwungs rechnen, ohne die Risiken auszublenden. Das wäre für die Finanzmärkte wie ein erfrischender Sommerregen.

Unsere taktische Anlageallokation ist auf Aufschwung ausgerichtet und gleichzeitig wetterfest. Bei Aktien sind wir neutral gewichtet, bei Anleihen stark untergewichtet und bei Geldmarkt und Alternativen Anlagen behalten wir das Übergewicht.

Dr. Felix Brill, **Chief Investment Officer**

Unsere Sicht aufs Portfolio



- Auf **Aufschwung** ausgerichtet
- **Europäische Aktien** übergewichtet
- **Fokus auf alternative Anlagen** zur Diversifikation des Portfolios
- Beimischung von **chinesischen Anleihen**



- Aktuelle Marktphase birgt **erhöhtes Risiko für Stimmungsumschwünge** und abrupte Preisbewegungen
- **Staatsanleihen** aufgrund der hohen Durationsrisiken untergewichtet

- ● ● ● ● Stark übergewichten
- ● ● ○ ○ Neutral
- ○ ○ ○ ○ Stark untergewichten

Basis: Mandat CHF ausgewogen

Geldmarkt



Anleihen



- Staatsanleihen
- Unternehmensanleihen
- USD-Anleihen
- Schwellenländer



Aktien



- Schweiz
- Europa
- USA
- Japan
- Schwellenländer
- Sonderthemen



Alternative Anlagen



- Hedge Funds
- ILS
- Wandelanleihen
- Gold



Unsere Sicht auf die **Konjunktur**



- **Dienstleistungssektor** profitiert von Nachholeffekten
- Notenbanken bleiben vorerst auf ihrem expansiven **geldpolitischen Kurs**



- Rückkehr zur Normalität wird die **Industriekonjunktur** zwar nicht stoppen, aber ihre Dynamik bremsen
- Der **Materialmangel** in der Industrie ist eine temporäre wirtschaftliche Belastung
- Eingeschränkter Spielraum für **Fiskalpolitik**

Langsam kehrt die Normalität zurück

In Anbetracht einer zunehmenden Immunisierung der Bevölkerung in den Industrienationen kehrt das gesellschaftliche Leben zur Normalität zurück. Dies wirkt sich auf die wirtschaftliche Entwicklung aus. Während der Pandemie wurden weniger Dienstleistungen nachgefragt, sondern vor allem Waren gekauft, wie etwa elektronische Produkte oder Einrichtungsgegenstände. Hauptprofiteur dieser «Sondernachfrage» war China. Es muss deshalb nicht weiter verwundern, dass nun auch die chinesische Wirtschaft kleinere Brötchen backt. Damit dürfte auch die globale Industriekonjunktur etwas an Schwung verlieren. Stattdessen profitiert nun das Gastgewerbe. Es war also das veränderte Konsumverhalten, das dem verarbeitenden Gewerbe geholfen hat. Jetzt geht es schrittweise zurück zu einer wirtschaftlichen Normalität.

Unsere Sicht auf die Geldpolitik



- Notwendigkeit für expansive Geldpolitik sinkt dank **wirtschaftlicher Erholung**
- **Zinserhöhungen vorerst nicht zu erwarten**



- Die Fed bereitet die Märkte auf einen etwas **restriktiveren Kurs** vor
- Schwierige **Diskussion über das richtige geldpolitische Mass** gewinnt an Intensität
- Der geldpolitische Schwenk könnte zu **steigender Nervosität** an den Finanzmärkten führen

Fed sucht den Weg zum Ausstieg

Die US-Notenbank Fed schlägt einen anderen Ton an. Die Märkte werden auf eine straffere Geldpolitik vorbereitet. Die vierteljährlichen Prognosen zeigten zuletzt, dass 13 von 18 Fed-Offiziellen mindestens eine Zinserhöhung bis Ende 2023 befürworten. Im März waren es erst sieben. Die Fed vollzog damit einen Wandel. Sie sucht den Weg aus der expansiven Geldpolitik. Die Inflationsraten sind höher als ursprünglich zu erwarten gewesen war. Zwar spielen dabei vor allem Basiseffekte eine Rolle, also die niedrige Vergleichsbasis des Vorjahres. Doch gleichzeitig legt die US-Wirtschaft kräftig zu. Für eine ultra-expansive Geldpolitik besteht keine Notwendigkeit mehr – ganz unabhängig von der Inflationsentwicklung. Die mittlerweile gut laufende US-Wirtschaft benötigt die Geldinjektionen der Fed nicht mehr. In den nächsten Monaten wird die Notenbank deshalb einen Fahrplan vorlegen, wie die Wertpapierkäufe verringert werden.



- Notenbanken werden bei einer Straffung der Geldpolitik sehr **behutsam** vorgehen
- In der Eurozone profitieren **Peripherieanleihen** von den EZB-Käufen



- Ein fortgesetzter Aufschwung spricht für einen weiteren **Renditeanstieg**
- Steigende Staatsverschuldung macht eine **Verschlechterung der Bonität** von Staaten wahrscheinlich
- Staatsanleihen bergen ein **hohes Zinsänderungsrisiko**

Steigende Renditen erwartet

Der deutliche Renditerückgang US-amerikanischer Staatstitel war im Monatsvergleich eine der grössten Überraschungen an den Finanzmärkten. Dies vor allem wegen des Zeitpunkts: Die Nachfrage nach US-Staatstiteln erhöhte sich just mit der veränderten Wortwahl der Fed, die die Marktteilnehmer damit auf eine zukünftig wieder restriktivere Geldpolitik einstellte. Wie passt das aber zusammen? An den Finanzmärkten befürchten einige, dass die US-Währungshüter mit einer strafferen Geldpolitik den Aufschwung abwürgen könnten. Gleichzeitig kamen auch Sorgen um die chinesische Wirtschaft auf. Die chinesische Notenbank bremst die Kreditvergabe. Wenn nun die Zentralbanken der zwei grössten Wirtschaftsräume auf die Bremse drücken, so jedenfalls das Kalkül einiger Marktteilnehmer, könnte dies die Konjunktur belasten. Doch bei allen berechtigten Bedenken: Der Aufschwung setzt sich fort und damit auch der Renditeanstieg.



- **Renditevorteil** gegenüber Industrieländern stützt die Anlageklasse
- Die **Impfkampagne** kommt nun auch in den grossen Schwellenländern voran
- Höhere Preise für Öl und Rohstoffe helfen **rohstoffexportierenden Schwellenländern**



- Schwellenländeranleihen können kurzzeitig unter **Renditeanstieg in US-Anleihen** leiden
- Hohe **politische Risiken** in einer Reihe von Emerging Markets
- Lange Laufzeit von Schwellenländeranleihen birgt **hohes Zinsänderungsrisiko**

Höhere Renditeniveaus ungünstig

Auch in den grossen Schwellenländern kommt die Impfkampagne nun voran. Dies verspricht eine positive wirtschaftliche Entwicklung. Hält darüber hinaus die globale Erholung an, ist dies grundsätzlich ein gutes Umfeld für Emerging Markets. Allerdings sind die Risikoaufschläge während der Corona-Pandemie nur in begrenztem Ausmass gestiegen. Mittlerweile liegt der Zinsvorteil von Schwellenländeranleihen, die in US-Dollar notieren, unter dem Vorkrisenniveau. Schwellenländeranleihen in US-Dollar sollten aus unserer Sicht fester Bestandteil eines gut diversifizierten Portfolios sein. Wir raten dabei zu einem breiten Engagement. Vor Einzelrisiken in Form von Investments in einzelnen Ländern raten wir ab.

Hinweis: Mehr zu Schwellenländern und unserer Einschätzung gibt es in der aktuellen Ausgabe des Investmentmagazins Teleskop.



- **Berichterstattung für das zweite Quartal 2021** sollte positiv ausfallen
- Volle Auftragsbücher und sinkende Arbeitslosigkeit sind Zeichen für eine **Wiederbelebung des Konsums**



- Erhöhte Inflation und Lieferengpässe setzen **Gewinnmargen** unter Druck
- Verschärfte Regulierung Chinas wirkt sich negativ auf **chinesische Aktien** aus
- Hohe fundamentale Bewertungen in den USA reduzieren **Risikoprämien** immer mehr

Gezeitenwechsel an den Aktienmärkten

Seit März 2020 sind die Aktienmärkte weltweit getrieben von Wertaufholungen mit Blick auf die Intensität der Wiedereröffnung oder neuen Lockdown-Massnahmen. Die starke Erholung mündet nun in eine Konsolidierung, verbunden mit den Sorgen, ob steigende Zinsen und eine erhöhte Inflation die positive Entwicklung stoppen werden.

Die künftige Entwicklung wird verstärkt davon abhängen, welche Trendimpulse sich nun herauskristallisieren und das daraus entstehende Wachstum die höheren Kosten überkompensiert. Die Aussichten stehen sehr gut, wobei staatliche Infrastrukturprojekte zur Bekämpfung des Klimawandels eine zentrale Rolle spielen werden. Die Sommermonate werden somit zu einem taktischen Prüfstein für die Aktienmärkte. Erhöhte Wachsamkeit ist geboten

Unsere Sicht auf Europäische Aktien

● ● ● ● ○
übergewichtet



- Starke **Positionierung Europas** im Bereich Nachhaltigkeits-Technologie
- **Fiskalpolitische Impulse der EU** vor allem für strukturell schwache Regionen
- Der für Europa wichtige Automobilmarkt ist in der **Elektromobilität** angekommen



- **Exportabhängigkeit** von China und den USA
- Schwache Positionierung im für die Zukunft wichtigen Feld **digitale Ökonomie**
- Hohe Doppelbelastung bezüglich der **Neuausrichtung der Industrie** mit Blick auf Klimaneutralität und Digitalisierung

Europa ist immer noch unser Favorit

Die Kursentwicklung hat jüngst an Dynamik verloren, während sich die relativen Gewinnaussichten erneut verbessert haben. Diese Kombination aus höheren Gewinnerwartungen und stabiler Preisentwicklung hat die Bewertung gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis leicht verbessert. Die anstehenden Resultate für das zweite Quartal werden somit nicht nur Prüfstein hoher Erwartungen sein, sondern auch ein Seismograph für die nächsten Monate. Denn mit einer drohenden vierten Welle der Corona-Pandemie wird genau beobachtet, wie eine mögliche weitere Prävention gestaltet wird. Ein erneuter harter Lockdown würde die Märkte sicher deutlich nervöser werden lassen.

Die strategische Ausrichtung Europas ist hervorragend. Die hohen staatlichen Klima-Investitionen werden vor allem ab kommendem Jahr die Unternehmen unterstützen. Schwächephasen stellen dabei gute Gelegenheiten für mittel- bis längerfristige Positionierungen dar.



- Insurance-linked Securities profitieren von **steigenden Zinsen**
- Starke **Outperformance** im Vergleich zu traditionellen Anleihen im laufenden Jahr
- Trend zu **höheren Versicherungsprämien**



- **Extremschäden** können nicht prognostiziert werden
- Relativ **teure Anlageklasse**, da nur über Kollektivanlagen abdeckbar
- **Spannweite der Produkte** geht von sehr defensiv bis hochspekulativ

Die Hurricane-Saison ist eröffnet

Offiziell beginnt die atlantische Saison für Hurrikane und Tropenstürme am 1. Juni und endet am 30. November. Bereits im vornherein werden jeweils die alphabetisch sortierten Namen festgelegt, die die Stürme erhalten, der erste hiess Ana, dann kam Bill. Mit Elsa registrieren wir derzeit bereits den fünften Sturm, aber den ersten der Kategorie 1 - also ein Hurrikan. Aufgrund der Meeresoberflächen-Temperaturen gehen die Vorhersagen von 15-19 Tropenstürmen, 7-9 normalen und 2-4 schweren Hurrikane im laufenden Jahr aus. Zu einem Versicherungsfall werden sie nur, wenn der Sturm auf Land trifft, das Land besiedelt ist und dort Versicherungen abgeschlossen sind. ILS sind auch dann erst betroffen, wenn Versicherungen einen Teil des Risikos rückversichert haben. Negativ für die Assetklasse wird es zudem erst, sofern diese Schäden die vereinnahmten Prämien übertreffen.

Unsere Sicht auf Währungen



- **USD:** Die Fed ging mit einer veränderten Wortwahl aus der Deckung, was den USD vorerst unterstützt.
- **AUD:** Profitiert von besserer wirtschaftlichen Situation in China



- Die **türkische Lira** bleibt angeschlagen
- **CHF:** Wir rechnen mit einem schwächeren Franken gegenüber dem Euro

Vorerst keine neuerliche Schwäche des Greenbacks

Die veränderte Wortwahl der US-Notenbank Fed brachte dem US-Dollar Gewinne. Die Washingtoner Währungshüter bereiten die Märkte auf eine veränderte Geldpolitik vor. Damit prescht die Fed als erste grosse Notenbank vor. Da die Europäische Zentralbank (EZB) diesen Vorgaben so schnell nicht folgen wird, dürfte der Greenback vorerst gegenüber dem Euro gut unterstützt bleiben. Mit einer raschen Rückkehr zu einer Schwäche des Dollar ist nicht zu rechnen. Vermutlich bedarf es hierfür der klaren Erkenntnis, dass die derzeit beobachtbaren höheren Inflationsraten temporärer Natur sind und die Fed eine geldpolitische Straffung nicht übereilen muss. Kommt dies an den Märkten an, sollte sich die von uns erwartete längerfristige Schwäche des US-Dollar fortsetzen.

Autoren und Disclaimer

Autoren:

Dr. Felix Brill, Dr. Thomas Gitzel, Bernhard Allgäuer, Harald Brandl

Wichtige rechtliche Hinweise

Diese Dokumentation wurde von der VP Bank AG (nachfolgend Bank) erstellt und durch die Gesellschaften der VP Bank Gruppe vertrieben. Diese Dokumentation stellt kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Die darin enthaltenen Empfehlungen, Schätzungen und Aussagen geben die persönliche Auffassung des betreffenden Analysten der VP Bank AG im Zeitpunkt des auf der Dokumentation genannten Datums wieder und können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Dokumentation basiert auf Informationen, welche als zuverlässig eingestuft werden. Diese Dokumentation und die darin abgegebenen Einschätzungen oder Bewertungen werden mit äußerster Sorgfalt erstellt, doch kann ihre Richtigkeit, Vollständigkeit und Genauigkeit nicht zugesichert oder gewährleistet werden. Insbesondere umfassen die Informationen in dieser Dokumentation möglicherweise nicht alle wesentlichen Angaben zu den darin behandelten Finanzinstrumenten oder deren Emittenten.

Weitere wichtige Informationen zu den Risiken, welche mit den Finanzinstrumenten in dieser Dokumentation verbunden sind, zu den Eigengeschäften der VP Bank Gruppe bzw. zur Behandlung von Interessenkonflikten in Bezug auf diese Finanzinstrumente sowie zum Vertrieb dieser Dokumentation finden Sie unter http://www.vpbank.com/rechtliche_hinweise