

Unsere Sicht im Juni

8. Juni 2021



Der Sommer kann kommen

Mit hohen Impfraten und geöffneten Restaurants ist die nächste Phase der Erholung nach der Pandemie eingeläutet worden. So erfreulich diese Entwicklung ist, sie bereitet den Zentralbanken in den Industriestaaten Kopfzerbrechen. Schaffen sie eine geordnete Rückkehr zur Normalität in der Geldpolitik?

Der Konjunkturaufschwung ist in vollem Gange. War es zunächst der Industriesektor, der schnell auf Touren kam, melden nun auch Dienstleistungsunternehmen eine kräftige Belebung. Das hat viel mit den Impffortschritten zu tun, wo Europa in den letzten Wochen aufholen konnte. So können Restaurants und Hotels wieder öffnen, Sportstudios dürfen wieder Gäste empfangen. Und gerade mit Blick auf die Sommerferien darf sich die Reisebranche über mehr Buchungen freuen. Die Belebung des Dienstleistungssektors kommt gerade zur rechten Zeit, da der Industrie trotz voller Auftragsbücher Lieferengpässe zu schaffen machen.

Für die nächsten Monate sind die Konjunkturaussichten also insgesamt sehr gut. Die Lieferengpässe sind vorübergehend und werden den Aufschwung aus unserer Sicht nicht gefährden.

Damit sind die Notenbanken in den USA und in Europa herausgefordert, über ihre Notfall-Anleihenkäufe zu gehen. Wenn sie auch zum Schluss kommen, dass der Aufschwung auf eigenen Beinen stehen kann, müssen sie ihre Aktivitäten zügeln. Aber halt: Wir sprechen nicht von Zinserhöhungen, sondern nur von niedrigeren Beträgen, die für Anleihenkäufe ausgegeben werden. Wir rechnen damit, dass entsprechende Pläne im zweiten Halbjahr bekannt gegeben werden. Selbst dann bliebe die Geldpolitik insgesamt sehr grosszügig.

In unseren Mandaten sind wir für den Aufschwung positioniert. Weil das traditionell gute Zeiten für Schwellenländer waren, haben wir beschlossen, eine Position in China-Bonds einzugehen.

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

Unsere Sicht aufs Portfolio



- Übergewicht im **Geldmarkt** gegenüber Staatsanleihen senkt die Duration
- **Europäische Aktien** mit der besten Ausgangslage für nächste Aufschwungphase
- **Chinesische** Anleihen als vielversprechende Beimischung bei Schwellenländer-Anleihen



- **Staatsanleihen** weiterhin mit Gegenwind
- In Phasen, in denen Zentralbanken einen **Kurswechsel** kommunizieren, kann es zu erhöhter Volatilität kommen

- ● ● ● ● 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**



- **Grosse Fortschritte** beim Impfen in den Industrienationen und sinkende Inzidenzwerte
- **Hotels und Restaurants** profitieren von den Lockerungen der Schutzmassnahmen
- Die öffentliche Hand steht weiterhin mit **Unterstützung** bereit



- **Schwellenländer** leiden noch unter den Folgen der Pandemie
- Der **Materialmangel** in der Industrie ist eine temporäre wirtschaftliche Belastung

Virus verliert seinen konjunkturellen Schrecken

Die Konjunkturampeln in Europa und den USA stehen auf grün. Die Impfkampagnen sind in einem fortgeschrittenen Stadium. Auch in China nimmt die Anzahl der täglich verabreichten Impfdosen rapide zu. Der Rückkehr zur Normalität steht somit kaum noch etwas im Wege. Selbst die Schwierigkeiten in der Industrie mit Materialknappheiten treten in den Hintergrund, da der Dienstleistungssektor und das Freizeitgewerbe, vor allem das Hotel- und Restaurantgewerbe, die Aktivität hochfahren. Das Virus bleibt jedoch eine Belastung für viele Schwellenländer. In einer ganzen Reihe von ihnen kommt die Impfkampagne noch nicht wie gewünscht voran. Die an Fahrt gewinnende wirtschaftliche Erholung in den Industrienationen ist jedoch ein gutes Vorzeichen für die Schwellenländer.

Unsere Sicht auf die **Geldpolitik**



- Expansive Geldpolitik in Anbetracht der wirtschaftlichen Erholung **weniger wichtig**
- Notenbanken halten vorerst noch an ihrem **festgelegten Kurs** fest



- **Höhepunkt der expansiven Geldpolitik** ist erreicht
- Diskussionen über den «richtigen» **geldpolitischen Kurs**
- Risiko eines **abrupten Renditeanstiegs** am langen Ende der Zinskurve nimmt zu

Notenbanken denken über Ausstieg nach

Die Notenbanken registrieren natürlich auch, dass die konjunkturellen Schäden der Pandemie abnehmen oder sich sogar ins Gegenteil kehren. Damit kommen die Notprogramme der Notenbanken auf den Prüfstand. Klar ist, dass weder die US-Notenbank Fed noch die Europäische Zentralbank (EZB) einen allzu ruckartigen Schwenk der Geldpolitik vollziehen möchten – schliesslich soll der Aufschwung nicht gefährdet werden. Nichtsdestotrotz dürfte hinter verschlossenen Türen darüber gebrütet werden, wie den Märkten eine Rückführung der monatlichen Wertpapierkäufe schmackhaft gemacht werden kann. Allerdings antizipieren die Finanzmarktteilnehmer, dass die Geldflut nicht ewig währen kann. Eine Reduktion der Wertpapierkäufe dürfte daher wohl keine grossen Schockwellen an den Märkten auslösen.



- Das Netto-Kaufvolumen der EZB deckt das Netto-Angebot an Staatstiteln im Jahr 2021
- **Peripherieanleihen** können davon profitieren



- **Angebot** von Staatsanleihen hat sich enorm ausgeweitet
- Steigende Staatsverschuldung macht eine **Verschlechterung der Bonität** von Staaten wahrscheinlich
- Staatsanleihen bergen **hohes Zinsänderungsrisiko**

Renditen: In Europa aufwärts

Die interessantesten Entwicklungen am Markt für Staatsanleihen waren zuletzt in Europa beobachtbar. Während langlaufende US-Staatstitel seitwärts tendierten, verloren deutsche Bunds oder auch Eidgenossen. Europäische Staatstitel führten also ein Eigenleben und orientierten sich nicht nur an ihren Pendants aus den USA. Die gutlaufende Impfkampagne und niedrige Inzidenzwerte machen eine breitflächige Öffnung im Dienstleistungssektor möglich. Das Wachstum kommt damit kräftig in Fahrt. Ob hierzu das Pandemie-Notfallprogramm der Europäischen Zentralbank (EZB) noch passt, wird an den Finanzmärkten zunehmend bezweifelt. Die geringeren Negativzinsen am langen Ende der deutschen Bund-Kurve spiegeln also auch ein Stückweit eine leicht restriktivere EZB. Aus unserer Sicht ist die weitere Richtung vorgezeichnet. Deutsche Bunds, aber auch 10-jährige Eidgenossen werden im zweiten Halbjahr in Richtung der Nullmarke tendieren.



- Attraktive (Real-) **Renditen**
- Klare **Diversifikationsvorteile**
- **Kapitalzuflüsse** aufgrund von Indexaufnahme



- **Marktstruktur** in der Aufbauphase
- **Geopolitische Risiken des Reichs der Mitte** mit Themen Taiwan, Hong Kong, Handel, Klimawandel
- **Währungsrisiken**

Chinas Anleihenmarkt ist erwacht

Mit 27.2 Billionen USD ist Chinas Anleihenmarkt der zweitgrößte hinter den USA (33.3 Bio. USD). Nach einem weiteren Liberalisierungsschritt des Finanzsystems 2017 können Ausländer uneingeschränkt am lokalen Anleihenmarkt investieren. In der Folge nahmen die meistverwendeten Indizes von Bloomberg Barclays, J.P. Morgan und ab Oktober auch FTSE China-Bonds auf. Allein die Aufnahme durch FTSE wird laut Schätzungen für Zuflüsse von 110-170 Mrd. USD sorgen. Im Gegensatz zu Europa und den USA bietet der Markt positive reale Renditen (Rendite nach Abzug der Inflation). Die 10-jährigen Staatsanleihen Chinas rentieren derzeit 3.5 %, die aktuelle Inflationsrate liegt bei rund 1 % (2.3 % in den letzten zehn Jahren). Gegenüber anderen Anleihenmärkten ist die Korrelation extrem tief, was eine Bereicherung im Portfoliokontext ermöglicht. Zu berücksichtigen ist das Währungsrisiko vor allem bei europäischen Investoren, weil die Zentralbank für den Renminbi-Kurs den USD im Blick hat.



- Ländern der Europäischen Union fließt bis 2023 EUR 750 Mrd. an **fiskalischer Unterstützung** zu und sorgt für starke Wirtschaftsimpulse
- Die **fundamentale Bewertung** in Europa und in Schwellenländern ist weiter sehr attraktiv
- **Japans Unternehmen** überzeugen mit hohem Gewinnwachstum



- Der Aktienmarkt USA wird durch die Konsolidierung im **Technologiesegment** gebremst
- Expansive Geldpolitik der Notenbanken kommt in Anbetracht der starken Konjunkturbelebung auf den **Prüfstand**

Aktienmärkte im Findungsprozess

Der Wertaufholungseffekt durch die Wiederbelebung der Konjunktur ist wohl zum grossen Teil in den Aktienmärkten eingepreist. Die zentrale Frage ist nun, in welchen Branchen neues, langfristiges Trendwachstum entsteht und ob dabei Inflationseffekte und höhere Kapitalkosten (etwa durch eine restriktivere Geldpolitik) mehr als nur kompensiert werden. Die Antwort darauf findet man in den fiskalpolitischen Massnahmen zur anvisierten Klimaneutralität. Diese bringen - im Gegensatz zur Geldpolitik - nicht nur günstige Liquidität, sondern Auftragseingänge für die globale Wirtschaft. Die aktuelle Konsolidierung an den Märkten stellt aus dieser Perspektive einen Übergang von schnellen Kurserholungen zu nachhaltigem Trendwachstum dar. Aktuell hat Europa aus unserer Sicht die beste Ausgangssituation.



- Chinas Wirtschaft wächst langsamer, gewinnt jedoch an Qualität und erreicht in einzelnen Segmenten eine **globale Marktführerschaft**
- China ist unter den Schwellenländern **am fortschrittlichsten** (71 % des MSCI China zählt zu digitaler Ökonomie)



- Der **Handelsdisput** mit USA stellt weiterhin eine Herausforderung dar
- **Schrumpfende Bevölkerung** Chinas als Hürde fürs Wachstum

Steigender Wohlstand im Reich der Mitte

Chinas Wirtschaft profitierte in den vergangenen Quartalen durch eine frühe Lockerung der Quarantäne-Massnahmen. Die aktuelle Verlangsamung der Wirtschaftsdynamik stellt eine Übergangsphase dar. Der Weg zu einem qualitativ besseren Wachstum ist geebnet. Der Fokus liegt dabei auf der Förderung der Klimaneutralität bis 2060, dem Aufbau lokaler Technologiekompetenzen und der Förderung der Urbanisierung. Dies hebt die Qualität des Arbeitsmarktes und fördert auch das qualitative Konsumwachstum, das gleichermassen durch die älter werdende Bevölkerungsstruktur eine stabilere Entwicklung erfährt. Lebensqualität und Konsum werden für Chinas wirtschaftliche Zukunft einen höheren Stellenwert haben.



- **Positives Preismomentum**
- **Nettozuflüsse in börsennotierte Goldfonds** nach zuvor sieben Monaten mit Nettoabflüssen
- Niedrigzinsen bieten eine **Opportunitätsdividende**



- **Gegenwind**, falls Anleihenrenditen steigen
- Diskussion um **Rückführung der Anleihenkäufe der Notenbanken**

Geldpolitik als Zünglein an der Waage

Nachdem der Goldpreis zuletzt die 200-Tageslinie durchbrochen hat, hat sich das Stimmungsbild etwas aufgehellt. Börsennotierte Goldfonds (ETF) durften sich nach siebenmonatiger Durststrecke endlich wieder über Nettozuflüsse freuen. Angetrieben von einem schwächelnden US-Dollar, weiterhin stabilen Realzinsen sowie dem Einbruch an den Kryptomärkten suchten Investoren wieder vermehrt Gold. Rückenwind kommt zudem aus China, denn die dortige Zentralbank hat den Geschäftsbanken höhere Importquoten zugeteilt, was sich in höheren Goldimporten widerspiegelt. Allerdings könnte der Aufwärtstrend der letzten Wochen ein jähes Ende finden, falls die Anleihenrenditen stärker als erwartet ansteigen sollten. Hinzu kommt, dass die Diskussionen rund um die Rückführung der Anleihenkäufe der Notenbanken den Goldpreis in den nächsten Monaten belasten könnte.

Unsere Sicht auf Währungen



- **EUR:** Starke Wirtschaftsdaten stützen die Gemeinschaftswährung
- **AUD:** Profitiert von besserer wirtschaftlicher Situation in China



- **Schwellenländerwährungen** profitieren wegen der fundamentalen Situation nur bedingt von der USD-Schwäche
- Die **türkische Lira** bleibt angeschlagen
- **CHF:** Wir rechnen mit einem schwächeren Franken gegenüber dem Euro

Selektivere Wahrnehmung

Wenn von einem richtungslosen Handel die Rede ist, dann trifft dies derzeit besonders auf das wichtigste Währungspaar der Welt zu, nämlich auf den Kurs des Euro gegenüber dem US-Dollar. Es fehlt derzeit an neuen Impulsen. Dass der Aufschwung kräftig in Fahrt kommt, ist mittlerweile bekannt, genauso, dass die Notenbanken über kurz oder lang kürzer treten werden. Nach einer Phase, in der sich die Märkte auf die positiven Nachrichten stürzten, könnten nun Dinge ins Visier geraten, die weniger rund laufen. So kommt etwa in den USA die Impfkampagne in Anbetracht einer hohen Anzahl von Nicht-Impfwilligen ins Stocken. Darüber hinaus kann US-Präsident Joe Biden die oppositionellen Republikaner von seinem billionenschweren Infrastrukturprogramm nicht überzeugen. Es ist also durchaus denkbar, dass dem US-Dollar wegen negativer Nachrichten kurzfristig Gegenwind droht.

Autoren und Disclaimer

Autoren:

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

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