

Unsere Sicht im Mai

10. Mai 2022



Die Nebenwirkungen von Inflation

Zentralbanken versuchen, Entschlossenheit zu demonstrieren. Mit Leitzinserhöhungen und dem Verkauf ihrer Anleihenbestände soll die hohe Inflation bekämpft werden. Das bleibt nicht ohne Folgen für die Konjunktur. Wir halten daher an unserer defensiven Portfolioausrichtung fest.

Derzeit vergeht fast kein Tag, an dem nicht irgendeine Zentralbank neue Massnahmen zur Eindämmung der Inflation bekannt gibt. Die grösste Aufmerksamkeit hat Anfang Mai die amerikanische Notenbank Fed auf sich gezogen. Sie hat nicht nur die Leitzinsen um weitere 50 Basispunkte erhöht, sondern auch den Startschuss für den Verkauf von Staatsanleihen und hypothekenbesicherten Wertpapieren gegeben. Die Botschaft ist klar: Die Inflation muss sinken.

Das wird aber nicht von heute auf morgen passieren. Die Inflationsdynamik hat, zusätzlich angefacht durch den Krieg in der Ukraine, an Breite gewonnen. Zwar werden manche Effekte, welche die Inflation in die Höhe getrieben

haben, in den nächsten Monaten schwächer. Aber selbst wenn keine neuen preistreibenden Effekte hinzukommen, werden sich die Jahresinflationsraten nur langsam zurückbilden.

Die Zentralbanken stecken damit in einem Dilemma. Wollen sie den Prozess beschleunigen, müssen sie noch aggressiver vorgehen. Damit riskieren sie jedoch eine Rezession. Unternehmen sie zu wenig, besteht die Gefahr, dass sich die hohe Inflation verfestigt und so die Kaufkraft der Konsumenten für längere Zeit erodiert. Die Konsumentenstimmung ist in den letzten Wochen ohnehin schon spürbar gesunken.

Für die Finanzmärkte verhält es sich derzeit fast so wie bei den Lieferproblemen bei Unternehmen: Gute Nachrichten sind Mangelware. Und eine schnelle Besserung scheint nicht in Sicht. Deshalb bestätigen wir unser Untergewicht bei Aktien und setzen unverändert auf eine defensive Portfolioausrichtung.

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

Unsere Sicht aufs Portfolio



- **Defensive Ausrichtung** des Portfolios
- **Japanische Aktien** profitieren von der Abwertung des Yen
- Insurance-linked Securities als **konjunkturunabhängiger** Portfoliobaustein



- Anhaltende **Inflationssorgen**
- Steigende **Rezessionswahrscheinlichkeit**
- Zentralbanken unter **Zugzwang**

- ● ● ● ● Stark übergewichten
- ● ● ○ ○ neutral
- ○ ○ ○ ○ Stark untergewichten

Basis: Mandat CHF ausgewogen

Geldmarkt



Anleihen



- Staatsanleihen
- Unternehmensanleihen
- USD-Anleihen
- Schwellenländer



Aktien



- Schweiz
- Europa
- USA
- Japan
- Schwellenländer
- Welt und Themen



Alternative Anlagen



- Hedge Funds
- ILS
- Wandelanleihen
- Gold



Unsere Sicht auf die Konjunktur



- **Hohe Ersparnisse** der Haushalte und der **reichliche Bestand an Aufträgen** mildern wirtschaftliche Folgen des Kriegs in der Ukraine
- **Energieumbau** in Europa wird forciert, was Wachstumspotenzial eröffnet



- Ukraine-Krieg lastet auf der ohnehin schwierigen **Lieferkettensituation**
- **US-Wirtschaft** ist im ersten Quartal geschrumpft
- **Gestiegene Energie- und Nahrungsmittelpreise** belasten den privaten Konsum

Konjunkturelle Eintrübung

Die Wachstumsraten für das erste Quartal belegen einmal mehr, dass die Weltwirtschaft derzeit in schwierigem Fahrwasser unterwegs ist. In den USA schrumpfte das Bruttoinlandprodukt (BIP) überraschend deutlich. Ein hohes Defizit im Aussenhandel und ein Lagerabbau waren die wesentlichen Gründe dafür. In der Eurozone verbuchte die italienische Wirtschaft ein Minus, die französische Volkswirtschaft stagnierte. Deutschland hob sich mit einem Plus von 0.3 % gegenüber dem Vorquartal positiv ab. Beunruhigend ist das in Anbetracht der hohen Inflationsraten sinkende Verbrauchervertrauen rund um den Globus. Deutlich höhere Preise für Energie und Nahrungsmittel schmälern das Budget für anderweitigen Konsum. Die Rezessionsrisiken für die Eurozone bleiben vorerst hoch. Das US-Wachstum wird schwach ausfallen.

Unsere Sicht auf die **Geldpolitik**



- **Fed** hat ihren geldpolitischen Kurs für dieses Jahr weitgehend abgesteckt
- **SNB** kann sich mit einer Straffung der Geldpolitik noch etwas Zeit lassen
- **EZB** nimmt sich der Inflationsgefahren an. Eine erste Zinserhöhung im Juli wird wahrscheinlicher



- Geldpolitik ist derzeit ein **Drahtseilakt** zwischen gesteigener **Rezessionsgefahr** und **hoher Inflation**

Fed klotzt - EZB (noch) in Wartestellung

Die US-Notenbank Fed hat Anfang Mai den Leitzins um 50 Basispunkte erhöht. Das Zielband für die Federal Funds Rate liegt nun zwischen 0.75 % und 1 %. Gleichzeitig entschied sich der Offenmarktausschuss für einen Bilanzsummenabbau. Der Bestand an Staats- und Hypothekenanleihen soll ab Juni monatlich um 30 bzw. 17.5 Mrd. US-Dollar reduziert werden. Nach drei Monaten steigt das monatliche Verkaufsvolumen auf die zuvor bereits kommunizierten 95 Mrd. USD. Dabei entfallen 60 Mrd. USD auf den Bestand von US-Staatsanleihen und 35 Mrd. USD auf hypothekenbesicherte Anleihen. Der geldpolitische Staffelstab geht nun an die Europäische Zentralbank (EZB). Hier deuten jüngste Aussagen von EZB-Mitgliedern darauf hin, dass eine erste Zinserhöhung nun bereits im Juli erfolgen könnte.



- **Konjunkturelle Unsicherheit** verringert das Potenzial für einen deutlichen Anstieg der Renditen am langen Ende der Zinskurve
- Der **geldpolitische Straffungskurs** ist in den Staatsanleihekursen nun weitgehend reflektiert, was das Risiko für weitere deutliche Kursverluste begrenzt



- **Fed baut Wertpapierbestände** ab, Staatstitel verlieren damit Unterstützung
- Auch die EZB bereitet **das Ende der Staatanleihekäufe** vor

Gipfel der Entschlossenheit

Der Renditeanstieg setzt sich fort. 10-jährige US-Staatsanleihen notieren im Bereich von 3 %. Die europäische 10-jährige Benchmark-Rendite kratzt an der Marke von 1 %. Selbst in der Schweiz sind am langen Ende der Zinskurve Renditen von über 0.80 % anzutreffen. Die Luft wird jetzt dünner. Die US-Notenbank kann hinsichtlich ihrer Wortwahl kaum aggressiver werden. Mittlerweile ist die Rede von «Peak Hawkishness» (Gipfel der Entschlossenheit, Zinsen anzuheben). Auch die markttechnische Situation zeigt, dass der Bogen überspannt ist. Darüber hinaus dürften die Inflationsraten in den kommenden Monaten fallen, was der gegenwärtigen Inflationsdebatte zumindest etwas an Schärfe nehmen dürfte. Zwar verlieren US-Staatstitel mit dem Bilanzabbau an Unterstützung, doch der Blick in den Rückspiegel zeigt: Wird dem Markt Liquidität entzogen, nehmen Rezessionsrisiken zu, was wiederum Staatstiteln als sicherer Hafen Auftrieb geben kann.



- **Positiver Ausblick** auf Unternehmensgewinne
- **Überschiessende Erwartungen** an die Zinsschritte der Fed



- Fragile Lage an den **Energiemärkten** – eine Eskalation kann nicht ausgeschlossen werden
- **Verzögert reagierende Notenbanken** (Behind the curve)
- **Inflation** beisst sich immer breiter fest
- Risiko der Zulieferkettenverzögerungen wegen **Lockdowns in China**

Unternehmensanleihen doppelt betroffen

Von der Ausweitung der Notenbankbilanzen haben Unternehmensanleihen gleich doppelt profitiert. Erstens durch die fallenden risikofreien Renditen und zweitens durch die damit ausgelöste Suche nach Mehrrendite. Damit sind die Kreditaufschläge weit unter das Niveau gefallen, das auf einem freien Markt erzielt worden wäre. Bei einer Normalisierung der Geldpolitik sind Unternehmensanleihen damit stärker betroffen als Staatsanleihen. Erschwerend kommt der hohe Einsatz von Fremdkapital (Leverage) hinzu – seit der Finanzkrise 2007 haben sich die Unternehmensschulden in den USA mehr als verdoppelt. Steigende Zinsen und Kreditaufschläge schmerzen damit noch stärker. Durch die Verzerrung der Kreditpreise dürfte es auch zu Fehlallokationen gekommen sein. Schuldner, die zu Marktpreisen keine Kredite erhalten hätten, dürften in einem adversen Umfeld als erste ins Wanken geraten.



- **Robuste Gewinne** im ersten Quartal
- Solide **Arbeitsmarktsituation** in Europa sowie USA
- **Attraktive Bewertungen** in Europa und den Schwellenländern



- **Technologiewerte** bleiben unter Druck
- **Inflation** zeigt noch keinen spürbaren Trend zur Besserung
- **Steigende Kapitalkosten** lassen Kreditrisiken steigen

Weiterhin volatile Märkte

Obwohl die Unternehmen im ersten Quartal zu einem grossen Teil sehr gut wirtschafteten, überträgt sich dies nicht auf die Aktienkurse. Zu tief sitzt die Angst vor den negativen Folgen einer restriktiver werdenden Geldpolitik. Bis anhin konnten die Unternehmen sowohl gestiegene Kapitalkosten als auch die durch die Inflation ausgelösten höheren Produktionskosten gut absorbieren. Die zentrale Frage ist: Wie lange noch? Zu allem Ungemach enttäuschen gerade diejenigen Unternehmen, die mehr als eine Dekade lang den Aufwärtstrend anführten. Es hat den Anschein, dass die aktuelle Konsolidierung einen neuen Trend auslösen wird, dieser jedoch von anderen, neuen Themen getragen wird. Dabei ist zu erwarten, dass die Orientierungsphase noch etwas anhalten wird und Schwankungsrisiken erhöht bleiben. Weiterhin ist eine defensive Positionierung angebracht.



- Robuster **Arbeitsmarkt**
- **Taktische Vorteile** durch eine erhöhte Nachfrage in den Sektoren Energie, Rohstoffe, Nahrungsmittel und Rüstung



- Fortschreitende **Korrektur** bei globalen Wachstumswerten
- Weiterhin **hohe fundamentale Bewertungen** im Vergleich zu anderen Regionen

Defensive Positionierung

Die guten Arbeitsmarktdaten signalisieren eine gewisse Widerstandskraft der US-Wirtschaft gegen die hohe Inflation. Der Grund, warum US-Aktien nicht steigen, liegt an der Korrektur globaler Wachstumswerte. Diese begann in Februar 2021 in China und erreicht nun auch grosskapitalisierte US-Unternehmen. Protagonisten wie Amazon, Netflix und Spotify, aber auch Hoffnungswerte aus der Elektromobilität wie Rivian, Lucid oder Nikola verlieren massiv und erreichen Kursverluste, die der Entwicklung in China in nichts nachstehen. Diese Korrektur scheint aktuell noch nicht abgeschlossen und wird durch Ängste vor den Auswirkungen der restriktiver werdenden US-Notenbankpolitik zusätzlich befeuert. Eine defensive Positionierung mit Fokus auf Geschäftsmodelle mit stabilen Geldflüssen, gutem Bilanzmanagement und überdurchschnittlichen Renditen scheint weiterhin angebracht.



- Bei geopolitischen Unsicherheiten und erhöhter Volatilität in Aktien gilt Gold als **sicherer Hafen**
- **Nettozuflüsse** in Gold ETFs wirken preistreibend
- **Zunehmende Rezessionsorgen**



- **Stärkerer USD** schmälert die Kaufkraft
- **Steigende Anleiherenditen**
- **Fallende Schmucknachfrage** in China und Indien

Zwischen höheren Zinsen und Rezessionsrisiken

Gold wirft keine laufende Rendite ab. Steigen die Zinsen, nehmen die Opportunitätskosten zu. Das würde aktuell eigentlich gegen Gold sprechen. Der Goldpreis hat in der Vergangenheit jedoch in den Monaten nach der ersten Zinserhöhung der Fed im Durchschnitt deutlich besser abgeschnitten als der amerikanische Aktienmarkt. Dies trifft auch auf den letzten Zinserhöhungszyklus in den Jahren 2017 und 2018 zu. Trotz zunehmendem Gegenwind von steigenden Zinserwartungen, höherem Realzins und stärkerem US-Dollar erwies sich der Goldpreis auch in den letzten Monaten resilient. Das bestärkt uns in der Einschätzung, dass Gold ein wichtiger Baustein für die Portfoliokonstruktion darstellt. Gerade in Zeiten, in denen die Unsicherheit an den Finanzmärkten besonders ausgeprägt ist.

Unsere Sicht auf Währungen



- Der **Euro** hat gegenüber dem US-Dollar und dem Schweizer Franken Aufholbedarf
- **High-Beta-Währungen** könnten infolge einer Deeskalation des Kriegsgeschehens in der Ukraine zulegen



- **Russischer Rubel** bleibt angeschlagen
- Erholungspotenzial von **Schwellenländerwährungen** bleibt wegen Inflationsrisiken begrenzt
- Japanische Notenbank bleibt bei ihrem expansiven Kurs, was den **Yen belastet**

Euro mit Aufholpotenzial

Der Dollar hat einen starken Lauf und legte gegenüber nahezu allen Währungen zu. Gegenüber dem Euro verbesserte sich der Greenback auf 1.05. Aus markttechnischer Sicht weist das Währungspaar EUR/USD aber mittlerweile eine eklatante Abweichung zur 200-Tagelinie aus, sodass eine Korrektur überfällig ist. Gleichzeitig setzen spekulative Anleger mittels Termingeschäft in hohem Ausmass auf eine weitere Stärke des Dollar. In der Vergangenheit passierte in solchen Fällen stets das Gegenteil, der Greenback wertete ab. Und noch etwas: Der Saldo aus dem staatlichen Haushalt und der Leistungsbilanz (Zwillingsdefizit) der USA weist einen Nachkriegsrekord aus. Dies zeigt einmal mehr, es gibt genügend Gründe für eine Abwertung des USD.

Autoren und Disclaimer

Autoren:

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