

Unsere Sicht im Juli

12. Juli 2022



Ständig neue Probleme

Keine Entwarnung bei der Inflation und Konjunkturmfragen, die bereits im Keller sind. Als wäre das nicht genug, tauchen laufend neue Probleme für die Konjunktur auf. Ausreichend Grund, erneut Risiken abzubauen. Wir reduzieren die Aktienquote weiter.

Haben Sie auf einem Jahrmarkt auch schon mal «Whack a mole» (deutsch: Schlag den Maulwurf) gespielt? Man kommt kaum hinterher, auf die zufällig aus den Löchern im Spieltisch auftauchenden Figuren zu hauen. Das ist auf jeden Fall stressig und mitunter frustrierend.

So kann es einem derzeit beim Blick auf die Wirtschaft und die Finanzmärkte gehen. Ständig tauchen neue Probleme auf. Erst fehlten Waren, jetzt das Personal. Das trifft nicht nur die Flugreisenden, die stundenlang an der Sicherheitskontrolle warten müssen.

Schon länger schwelt die Sorge vor einer Energiekrise in Europa. Noch sind die Gasspeicher gut gefüllt, aber das kann sich schnell ändern. Die Gaspreise jedenfalls kennen wieder einmal nur eine Richtung: nach oben.

Damit kann auch bei der Inflation noch keine Entwarnung gegeben werden. Den Zentralbanken geht die Arbeit also nicht aus. Denn eins ist klar: Mit den bisherigen Massnahmen ist es nicht getan.

Die Aktienmärkte haben in den letzten Monaten schon gehörig Federn lassen müssen. Von einer extremen Übertreibung bei den Bewertungen ist längst keine Rede mehr. Umgekehrt sind Aktien aber noch nicht günstig.

Taucht die Wirtschaft in eine Rezession – die Anzeichen dafür verdichten sich – dann werden die Unternehmensgewinne stärker unter Druck geraten, als dies Analysten derzeit erwarten.

Deshalb hat das Anlagekomitee entschieden, die Aktienquote weiter zu reduzieren. Das erreichen wir, indem wir das Übergewicht in Japan schliessen. Der japanische Aktienmarkt hat sich seit März besser entwickelt als die Regionen USA und Europa. Vor einer globalen Rezession sind aber auch japanische Aktien nicht gefeit.

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

Unsere Sicht aufs Portfolio



- **Defensive Ausrichtung** des Portfolios
- **Diversifikation** zahlt sich aus
- Gute Aussichten für **Insurance-linked Securities (ILS)**



- **Wirtschaftsabschwung** belastet Ausblick für Unternehmensgewinne
- Keine Entwarnung bei der **Inflation**
- Erhebliche **Abwärtsrisiken**

- ● ● ● ● 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**



- Grosser **Investitionsbedarf**: Staaten und Unternehmen müssen in die Energiewende und in die Digitalisierung investieren
- **Konsumenten** verspüren noch immer einen grossen Nachholbedarf



- Russland könnte die **Gaslieferungen** nach Europa dauerhaft reduzieren
- US-Notenbank dämpft mit ihrer **Geldpolitik** die konjunkturelle Entwicklung
- Hohe **Energie- und Nahrungsmittelpreise** belasten den privaten Konsum

Rezession absehbar

Eine Rezession zu prognostizieren, ist ein schwieriges Unterfangen. Doch gegenwärtig führt kaum ein Weg an einem Abschwung vorbei. Die gestiegenen Preise entziehen den Konsumenten Kaufkraft. Unternehmen leiden weiterhin unter Materialknappheiten. Gleichzeitig ist die Unsicherheit so gross, dass die Investitionslaune darunter leidet. Wenn sich Konsumenten und Unternehmen gleichzeitig in Zurückhaltung üben, dann ist der Weg in die Rezession vorgezeichnet. Darüber hinaus ist eine dauerhaft reduzierte Gaszufuhr aus Russland ein Risiko nicht nur für Europa, sondern letztlich für die gesamte Weltwirtschaft. Es müsste sehr viel Gutes geschehen, dass eine wirtschaftliche Kontraktion vermieden wird. Eine Rezession könnte aber auch das reinigende Gewitter sein, das Angebot und Nachfrage wieder in Einklang bringt. Damit wäre dann auch die Inflation wieder auf Rückzugskurs.

Unsere Sicht auf die **Geldpolitik**



- **Fed** verfolgt den angekündigten geldpolitischen Kurs
- **SNB** überrascht mit einer unerwartet deutlichen Zinserhöhung um 50 Basispunkte und schafft Vertrauen



- **EZB** riskiert ihre Glaubwürdigkeit, weil sie sich der Inflationsgefahr zu zögerlich annimmt
- Geldpolitik ist derzeit ein **Drahtseilakt** zwischen merklich gestiegener Rezessionsgefahr und hoher Inflation

Märkte haben schon wieder Zinssenkungen im Visier

Die Zinserwartungen kamen jüngst deutlich in Bewegung. An den Märkten wird weiterhin erwartet, dass die Fed kräftig an der Zinsschraube dreht, doch an den Terminmärkten für kurzfristige Ausleihungen wird bereits für das kommende Jahr mit Zinssenkungen gerechnet. Das Kalkül dahinter: Eine Rezession wird die US-Notenbank zu einer teilweisen Rücknahme ihrer Zinserhöhungen zwingen. Die grösste Gefahr aus unserer Sicht ist, dass die Inflationsraten trotz einsetzender Rezession hoch bleiben werden und sich die Fed zugunsten der wirtschaftlichen Entwicklung entscheiden würde. Eine dauerhaft hohe Inflation wäre nämlich langfristig mit erheblichen volkswirtschaftlichen Kosten verbunden.



- **Konjunkturelle Unsicherheit** führt zu Renditerückgang
- **Geldpolitischer Straffungskurs** ist in den Staatsanleihekursen weitgehend reflektiert, was das Potenzial für weitere deutliche Kursverluste begrenzt



- **Fed reduziert Wertpapierbestand** womit Staatstitel Unterstützung verlieren
- Auch die **EZB** stellt den Nettokauf von Staatsanleihen ein und **lanciert Zinserhöhungen** ab Juli

Rendite-Konsolidierung

Langfristige Zinsen kennen nicht nur den Weg nach oben, sondern können auch wie zuletzt in raschem Tempo fallen. Zunehmende Sorgen rund um die Konjunktur lassen Zweifel am Fed-Kurs aufkommen. An den Finanzmärkten wird damit gerechnet, dass die US-Notenbank im kommenden Jahr bereits wieder die Zinsen senken muss. Die Renditen am langen Ende der Zinskurve nehmen diese Entwicklung vorweg. Auch aus markttechnischer Sicht war ein Rückgang der Renditen zu erwarten. Staatsanleihen waren überverkauft, was eine Korrektur nahelegte. Dies zeigt aber auch, dass bei Renditeniveaus von über 3 % auf 10-jährigen US-Treasuries die Luft dünn wird. Vermutlich liegt das Renditehoch erst einmal hinter uns.



- Höhere Renditen nach **Kurseinbruch** aber noch kein Kaufniveau



- Kreditaufschläge reflektieren **steigende Rezessionsrisiken** noch ungenügend
- Längere **Laufzeiten** und mehr **Leverage** sind zusätzliche Risikofaktoren
- **Höhere Refinanzierungskosten** belasten künftige Unternehmensgewinne

Historische Verluste und trotzdem nicht attraktiv

Die Verluste in Unternehmensanleihen sind grösser als während der Finanzkrise 2007/8. Damals stand nach dem Zusammenbruch der Investmentbank Bear Stearns das Finanzsystem am Rande des Kollaps. Es gibt aber einen grossen Unterschied. Damals sind die Kreditaufschläge im Investment-Grade-Segment von 1 % auf 6 % gestiegen. Im bisherigen Jahresverlauf erhöhten sie sich lediglich von 0.9 % auf 1.5 %. Hauptverantwortlich sind die steigenden Renditen auf risikofreien Anleihen (vor allem Staatsanleihen). Die Inflationsbekämpfung der Notenbanken erhöht nun aber das Rezessionsrisiko, was auf den Renditen für Staatsanleihen lastet. Hingegen dürften sich je nach Art der Rezession die Kreditaufschläge gemessen am aktuellen Stand verdoppeln. Derzeit ist also eingepreist, dass die Inflation unter Kontrolle gebracht wird und eine Rezession vermieden werden kann. Das könnte sich als zu optimistisch erweisen.



- Notenbanken senden wichtige Signale im Hinblick auf die **Inflationsentwicklung**
- **Konjunkturprogramme** in China, Japan und Europa helfen, den aktuellen Herausforderungen zu begegnen



- Ängste um die **Energieversorgung Europas** sorgen für exzessive Gas- und Strompreise
- **USA** schaffen es nicht, wichtige Konjunkturpakete umzusetzen

Defensiv bleiben

Aufkommende Rezessionsängste haben für erneute Kursschwächen an den Kapitalmärkten gesorgt, wobei sich der US-Aktienmarkt besser halten konnte als derjenige Europas. Zwar bringt die Administration von US-Präsident Joe Biden seine in Aussicht gestellten Konjunkturprogramme nicht auf den Weg, die US-Notenbank kann aber die Marktteilnehmer beruhigen. Dies ist wichtig, da der Juli ein ereignisreicher Monat sein wird: Zwei wichtige Notenbanksitzungen (Fed und EZB), die Berichterstattung zum zweiten Quartal und die per Ende Juli erhoffte Wiederaufnahme von Gaslieferungen aus Russland werden für Diskussionen an den Aktienmärkten sorgen. Somit beschäftigen sich die Marktteilnehmer mit Krisenbewältigung und weniger mit neuen Wachstumsthemen. Es bleibt damit zu erwarten, dass die derzeitige Konsolidierung noch nicht abgeschlossen ist. Es empfiehlt sich weiterhin eine defensive Positionierung.

Unsere Sicht auf Aktien Japan

● ● ● ○ ○
neutral



- Starke **fiskal- und geldpolitische Unterstützung** seitens Staat und Notenbank
- **Schwacher Yen** unterstützt die export-sensitive japanische Wirtschaft



- Die expansive Geldpolitik Japans wirft Fragen bezüglich der hohen **Schulden** im Land auf
- Trotz hohem wirtschaftlichen Erholungspotenzial im laufenden Geschäftsjahr ist das durchschnittliche **Gewinnwachstum** bis 2025 gegenüber anderen G7-Staaten tief

Zurück auf neutral

Der Aktienmarkt in Japan erweist sich mit einem Verlust von 7 % im laufenden Jahr als eine der besten Regionen. Japan profitierte von einer expansiven Geldpolitik sowie von der Ankündigung eines über 600 Mrd. Euro grossen Konjunkturprogramms. Dieses begünstigt die inländische Industrie und private Haushalte gleichermaßen. Eine gemässigte Inflationsrate (Kerninflation: 2 %) und ein deutlich abgewerteter Yen boten bisher zusätzliche Unterstützung. Die wegen geopolitischer Spannungen ausgelösten Rotationen globaler Produktions- und Lieferketten wirken gleichfalls stimulierend. Denn Japan bietet als G7-Nation internationalen Unternehmen eine sichere Alternative im asiatisch-pazifischen Wirtschaftsraum. Das meiste davon dürfte aber bereits in den Kursen reflektiert sein. Von einem globalen Abschwung kann sich aber auch Japan nicht abkoppeln.



- Überdurchschnittliche **Hurricane-Aktivität** in den kommenden Monaten eingepreist
- Liegen Schäden im Rahmen der Erwartungen, kann mit einem **starken zweiten Halbjahr** gerechnet werden



- Trifft ein Hurricane eine Stadt wie Miami, verzeichnet die Anlageklasse **grosse Verluste**
- **Erdbeben** können ganzjährig auftreten
- Einzelne Risikopositionen können durch **Kumulation von Schäden** über mehrere Jahre getriggert werden

Diversifikation zahlt sich aus

Insurance-linked Securities und Cat-Bonds bewegen sich unabhängig von Konjunkturdaten und konnten so Aktien- und Anleihenmärkte schlagen. Die Performance unserer Produktempfehlungen (nach Kosten) lag in der ersten Jahreshälfte zwischen -0.5 % und +0.5 %. So eine Performance ist in dieser Periode typisch. Auf's ganze Jahr gesehen ist aber die transatlantische Hurricane-Saison entscheidend, welche von Juni bis Ende November dauert. Es wird für 2022 mit einer leicht überdurchschnittlichen Aktivität gerechnet, vergleichbar mit den letzten drei Jahren. Dies ist auch der Grund für steigende Spreads (schwächere Gesamtrendite) im ersten Halbjahr. Blieben die Hurrikan-Schäden unter der Erwartung, ergibt sich dadurch zusätzliches Performance-Potenzial. Entscheidend bleibt, ob Hurricanes auf Land und ob sie dort auf dicht besiedeltes Gebiet treffen. Wir rechnen mit einem deutlich positiven Beitrag im zweiten Halbjahr.

Unsere Sicht auf Währungen



- **Schweizer Franken** könnte Kurszuwachs verbuchen, solange die EZB weiterhin zögerlich reagiert
- Sollte Russland die Gaslieferungen nach Europa kappen, würde der **Dollar** als sicherer Hafen gefragt bleiben



- **Russischer Rubel** bleibt angeschlagen
- Japanische Notenbank bleibt bei ihrem expansiven Kurs, was den **Yen** belastet
- Wegen Inflationsrisiken ist das Erholungspotenzial von Währungen von **Schwellenländern** begrenzt

Franken notiert zum Euro um die Parität

Die jüngste Aufwertung des Frankens hat ihre Berechtigung. Die von uns berechnete Kaufkraftparität anhand von Produzentenpreisindizes legt ein faires Wechselkursniveau gegenüber dem Euro von gegenwärtig 0.90 nahe. Der Franken ist also gemessen am aktuellen Wechselkurs sogar unterbewertet. Gerade deshalb ist die Schweizerische Nationalbank (SNB) nicht davor zurückgeschreckt, den Leitzins vor der Europäischen Zentralbank (EZB) um 50 Basispunkte zu erhöhen. Die SNB hat dies auch mit einer veränderten Formulierung untermauert und erachtet die eidgenössische Währung nicht mehr als hoch bewertet. Mehr noch, die Schweizer Währungshüter behalten sich zudem einen Abbau ihrer Devisenreserven vor, was sogar zu einer weiteren Stärkung des Frankens führt ([mehr dazu hier](#)).

Autoren und Disclaimer

Autoren:

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

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