

Unsere Sicht im April

13. April 2021



Impffortschritt gibt Geschwindigkeit vor

Ein Jahr Corona-Pandemie: Noch immer bestimmt sie unser Leben und die Einschätzung an den Finanzmärkten. Jetzt kommt es auf die Impfrate an. Je schneller geimpft wird, desto besser.

Die USA geben ein flinkes Tempo vor: Bereits 20 % der Bevölkerung sind vollständig geimpft. In Europa und in der Schweiz geht es jetzt richtig los mit den Impfkampagnen. Das, sowie die Verbreitung von neuen Virusmutationen, hat Auswirkungen auf die Lockerungsaussichten.

Während in den USA eine Rückkehr zur Normalität immer näher rückt, wird etwa in Deutschland derzeit wieder über die «Notbremse» diskutiert. Zu hoch sind weiterhin die Neuinfektionen, zu gross ist die Sorge, dass die Betten in den Intensivstationen der Krankhäuser in der laufenden dritten Welle knapp werden.

Und die Finanzmärkte? Sie strotzen vor Optimismus. Der S&P 500, der Leitindex für amerikanische Aktien, zieht von Rekord zu Rekord. Innerhalb eines Jahres ist er

um rund 50 % gestiegen. Die Aktienmärkte erwarten also, dass die Pandemie bald überwunden sein und die Weltwirtschaft sich vom Schock erholen wird.

Aus unserer Sicht ist der Optimismus grundsätzlich gerechtfertigt. Verschiedene Impfstoffe konnten in Rekordzeit entwickelt werden, die Herdenimmunität ist in greifbare Nähe gerückt und die Konjunkturindikatoren zeigen auf breiter Front nach oben.

Bei allem berechtigten Optimismus gilt es aber eines nicht auszublenden: Märkte neigen zu Übertreibungen. Betrachten wir einige Stimmungsindikatoren, dann wirkt es so, als würden viele Investoren die Risiken derzeit ausblenden. Immer wenn das der Fall ist, steigt die Wahrscheinlichkeit für kurzfristige Rückschläge.

Wir lassen uns davon nicht aus der Ruhe bringen und sind überzeugt, derzeit richtig positioniert zu sein. Zudem verfügen wir über genügend Liquidität, um bei allfälligen Kursdämpfern zuzukaufen.

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

Unsere Sicht aufs Portfolio



- **Europäische Aktien** haben Aufholpotential wenn die Impfkampagne in Fahrt kommt
- **Insurance-linked Securities (ILS)** bieten Diversifikation fürs Portfolio
- Währungsgesicherte **USD-Anleihen** sind attraktiver als EUR- und CHF-Staatsanleihen



- **Anleihen spüren Gegenwind**, wenn die Zinskurve steiler wird
- **Stimmungsindikatoren** signalisieren gewisse kurzfristige Übertreibungen an den Aktienmärkten

- ● ● ● ● 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**



- Der Impffortschritt verspricht im Jahresverlauf **schrittweise Rückkehr** zur Normalität
- Niedrige Zinsen **stärken die Bauwirtschaft**
- Die öffentliche Hand steht weiterhin mit **grosszügiger Unterstützung** bereit



- Gewisse **Schwellenländer** werden noch lange Zeit unter den Folgen der Pandemie leiden
- Aufschwung wird durch **steigende Insolvenzzahlen** erschwert
- **Hohe Neuverschuldung** engt die Fiskalpolitik zukünftig ein

Schwellenländer leiden noch lange unter Corona

Der Internationale Währungsfonds weist in seinem jüngsten weltwirtschaftlichen Ausblick auf die unterschiedlichen Erholungstendenzen hin. Während in den Industrienationen zum Jahresende 2021 wohl alle impfwilligen Bürger mindestens eine Impfung erhalten haben werden, wird dies in vielen Schwellenländern nicht vor Ende 2022 der Fall sein. Damit wird dort die konjunkturelle Erholung erschwert. Gleichzeitig stärken die grossen Industrienationen ihre Wirtschaft mit stattlichen Konjunkturprogrammen. In einigen Schwellenländern sind die finanziellen Ressourcen hingegen erschöpft. Die Weltwirtschaft als Ganzes wird also noch längere Zeit die Folgen der Pandemie spüren. Für Unternehmen gilt es daher, die Erholungs- und Wachstumspotenziale der Emerging Markets differenziert zu betrachten.

Unsere Sicht auf die Geldpolitik



- Notwendigkeit für **expansive Geldpolitik wird geringer** in Anbetracht der wirtschaftlichen Erholung
- Notenbanken **behalten den eingeschlagenen Kurs** fürs Erste bei



- In den kommenden Monaten dürfte die **Diskussion um das richtige geldpolitische Mass** an Intensität gewinnen
- **Spitze der expansiven Geldpolitik** ist erreicht
- **Risiko eines abrupten Renditeanstiegs** am langen Ende der Zinskurve

Türkischer Präsident diktiert Zinspolitik

In den vergangenen Wochen stand für einmal nicht die US-Notenbank im Rampenlicht, sondern die türkische. Staatspräsident Recep Tayyip Erdogan entliess den Notenbankpräsidenten Naci Agbal nach nicht einmal fünf Monaten im Amt. Das Vertrauen in die türkische Geldpolitik und deren Unabhängigkeit nahm mit der Intervention weiteren Schaden. Erdogan war die konjunkturell notwendige Hochzinspolitik ein Dorn im Auge, deshalb ersetzte er Agbal mit Sahap Kavcioglu. Dieser befürwortet eine Niedrigzinspolitik. Doch das Vertrauen der internationalen Märkte wird er mit einer lockeren Geldpolitik kaum zurückgewinnen. Währungsabwertungen und dadurch ausgelöste höhere Inflationsraten würden eigentlich eine deutlich straffere Geldpolitik erfordern. Das Beispiel Türkei zeigt unterdessen, wie anfällig derzeit einige Schwellenländer sind. Eine Zahlungsbilanzkrise am Bosphorus bleibt ein nicht zu unterschätzendes Risiko.



- 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 ein **hohes Zinsänderungsrisiko**

Renditeanstieg pausiert

Der Renditeanstieg scheint vorerst beendet zu sein. Selbst die Vorstellung eines grossvolumigen Infrastrukturprogramms der neuen US-Administration unter Joe Biden löste keine zusätzlichen Inflations Sorgen und somit auch keinen neuerlichen Anstieg der Renditen am langen Ende der US-Zinskurve aus. Auch wenn vorerst eine Konsolidierung wahrscheinlich ist, perspektivisch wird sich der Renditeanstieg fortsetzen. In Phasen einer konjunkturellen Erholung wird die US-Zinskurve steiler. Konkret bedeutet dies: Die Renditen von 10-jährigen Staatsanleihen gehen stärker nach oben als bei Anleihen mit kürzeren Laufzeiten. Diese Entwicklung setzt sich fort, bis die Fed erstmalig an der Zinsschraube dreht. Deshalb gilt: Auch wenn der Zinsanstieg im langlaufenden Anleihebereich pausiert, sollte auf Sicht des zweiten Halbjahres eine Fortsetzung des Aufwärtstrends ins Kalkül gezogen werden.



- **Lange Laufzeiten** im USD wieder attraktiver
- **Währungsabsicherungen günstiger**
- **Inflationsängste verflüchtigen sich**, wenn Basiseffekt ausläuft
- **Schutz** vor negativen Konjunkturüberraschungen



- Nach Überwinden der Pandemie werden **Notenbankkäufe zurückgefahren**
- Restrisiko, dass **Inflation auf den Dienstleistungssektor** überspringt
- Enorme **Verschuldung** von Staaten und Unternehmen

Schlechtestes Quartal seit 40 Jahren

Das erste Quartal stand im Zeichen des Impffortschritts und damit der anstehenden Konjunkturerholung. Während im USD das kurze Ende der Zinskurve noch tiefer ging, stiegen die langen Laufzeiten um rund 70 Basispunkte. Es resultierte der grösste Quartalsverlust in 30-jährigen Staatsanleihen in der Geschichte, und das obwohl die Fed für 253 Mrd. USD Staatsanleihen kaufte. Im Gesamtmarkt für USD-Anleihen war das erste Quartal das schlechteste seit 40 Jahren. Im EUR war das lange Ende weniger betroffen und die Renditen sind in den kurzen Laufzeiten sogar gestiegen. Währungsabsicherungen kosten aus Euro-Sicht daher rund 1.5 % p.a. weniger als noch im Januar 2020. Für den Fall, dass der Zinsanstieg im USD vorerst beendet ist, respektive ein künftiger Anstieg weniger ausgeprägt ausfallen wird als im EUR, sind währungsgesicherte USD-Anleihen attraktiver geworden.



- Anhaltende **Staatsunterstützung** zur Ankurbelung der Wirtschaft
- Attraktives **Umfeld für Finanzierungen**
- Gestiegenes **Verbrauchervertrauen**



- Gestiegene **fundamentale Bewertungen** in zahlreichen Sektoren
- **Euphorische Marktstimmung-Indikatoren**
- **Niedrige Risikoprämien** lassen das künftige Potenzial von Aktien aktuell wenig attraktiv erscheinen

Industrietrends überwiegen hohe Bewertungen

Die seit März 2020 währende Erholung an den Aktienmärkten erfährt seit Mitte Februar eine gewisse Konsolidierung. Schnelle Rotationen zwischen Wachstums- und Substanzwerten sind zu beobachten, während sich Japan, USA und Europa in diesem Jahr ein Kopf-an-Kopf-Rennen liefern. Zurück bleiben defensive Schweizer Aktien und die volatilen Aktienmärkte der Schwellenländer. Eine durchaus euphorische Marktstimmung und bereits hohe fundamentale Bewertungen mögen auf eine baldige Korrektur hinweisen. Starke, technologiegetriebene Industrietrends, dringender Investitionsbedarf zur Verbesserung bestehender Infrastrukturen und enorm hohe, staatsgetriebene Infrastrukturinvestitionen sollten aber nicht unterschätzt werden. Die aktuelle Konsolidierung verbessert dabei die Diversifikation an den Aktienmärkten und eröffnet den Anlegern dadurch auch neue Opportunitäten.



- Wirtschaftliche Erholung **unterstützt Kreditwachstum** und senkt zyklische Risiken
- Hoher Anteil am Retailgeschäft in Europa ist Basis für **stabile Erträge**
- **Erhöhte Risikovorsorge bewährt** sich in der aktuellen Krise



- **Risiko** von **unerwartet hohen Kreditausfällen** aufgrund der Pandemie
- **Niedrige Profitabilität** mit geringer Aussicht auf baldige Besserung
- Hochkomplexe **Bankenregulierung** benachteiligt europäische Banken gegenüber internationale Peers

Europäische Banken sind besser als ihr Ruf

Die weltweite Pandemie sorgte für den Einbruch von global vernetzten und auch stark kreditfinanzierten Wertschöpfungsketten. Potenziell hohe Kreditrisiken traten bis anhin nur punktuell und nicht branchenspezifisch auf. Im Gegenteil, die robuste Geschäftsentwicklung und solide Kapitalausstattung lässt die Banken in Europa deutlich besser aus der Krise starten als zunächst erwartet. Diese Entwicklung begann bereits 2019, wobei im Krisenjahr 2020 die operativen Erträge nochmals an Dynamik gewannen und lediglich durch erhöhte Rückstellungen gedämpft wurden. Im Falle einer voranschreitenden Normalisierung des Wirtschaftsgeschehens ist sogar mit Sonderdividenden oder punktuellen Aktienrückkäufen zu rechnen. Die fundamentale Bewertung ist fair und im Vergleich zu anderen Industriesektoren sogar attraktiv.



- Hedgefonds können **Rolle von Staatsanleihen** in gemischten Portfolios übernehmen
- **Gebühren** sind in den letzten Jahren **deutlich gesunken**
- Solider **Leistungsausweis**



- **Performanceerwartungen** meist überzogen
- Nicht alle Hedgefonds-Stile **diversifizieren gegenüber Aktien**
- Gesamtheit aller Hedgefonds **enttäuschte im Bärenmarkt**
- Nicht alles, was sich Hedgefonds nennt, ist es auch

Hedgefonds ist nicht gleich Hedgefonds

Der spektakuläre «Margin Call» des Hedgefonds Archegos hat im März die Finanzmärkte aufgeschreckt. Negative Nachrichten verkaufen sich in den Medien eben immer besser. Auf der Strecke blieben die meist positiven News. Angesichts des Tiefzinsumfeldes hat sich das globale Anlagevolumen in Hedgefonds in den letzten zehn Jahren auf aktuell 3'380 Mrd. USD verdoppelt, was gleichzeitig ein neuer Höchststand ist. Die Performance war im März positiv und damit von dem Einzelfall Archegos nicht tangiert. Einzelne Hedgefonds-Strategien sind ohnehin nur für qualifizierte und professionelle Anleger zugänglich. Für Privatanleger kommen diversifizierte Fund-of-Funds Strategien in Frage. Diese konnten in der liquideren Form in den vergangenen 12 Monaten um rund 16 % zulegen, in der weniger liquiden Form sogar um 25 %. Eine Alternative dazu bieten regulierte Fonds, mit ähnlichen Charakteristiken wie Hedgefonds.

Unsere Sicht auf Währungen



- **USD:** Die zeitweise Aufwertung des Dollars könnte noch etwas anhalten
- **AUD:** Profitiert von der besseren wirtschaftlichen Situation in China



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

EUR/USD: Analysten sind sich uneinig

Unter Analysten herrscht derzeit Uneinigkeit, was die weitere Entwicklung von EUR/USD anbelangt. Tatsächlich kämpft das Währungspaar derzeit mit der 200-Tagelinie und damit auf kurze Sicht mit einer wichtigen markttechnischen Marke. Unser langfristiger Ausblick bleibt unverändert: Wir rechnen mit einer mittel- bis langfristigen USD-Schwäche. Es geht also derzeit mehr um die kommenden drei bis sechs Monate. Noch ist die Positionierung spekulativer Anleger, die in hohem Ausmasse auf eine fortgesetzte USD-Schwäche setzten, noch nicht bereinigt. Letzteres dient uns als Kontraindikator. Zwar wurden die Kontrakte aufgrund der jüngsten Dollar-Aufwertung abgebaut, aber eben noch nicht vollständig. Gerade deshalb sollte kurzfristig weiterhin mit Aufwertungen des Greenbacks gerechnet werden.

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