

Unsere Sicht im April

5. April 2022



Rezessionssorgen nehmen zu

Steigende Preise, neue Lieferprobleme und ein Krieg in der Ukraine. Kein Wunder, sinkt die Zuversicht bei Unternehmen und Konsumenten rapide. Die Rezessionsrisiken nehmen zu, die Warnlampen sind auf rot gesprungen. Das spricht für eine defensive Portfolioausrichtung.

Russland und die Ukraine haben beide für sich genommen nur einen kleinen Anteil der Weltwirtschaft. So schrecklich der Krieg ist und so sehr er die Sicherheitspolitik seit dem Fall des eisernen Vorhangs in Frage stellt, die direkten wirtschaftlichen Konsequenzen wären eigentlich kaum der Rede wert. Aber, und das ist ein grosses «aber»: die indirekten Auswirkungen sind riesig. Das fängt bei den Energiepreisen an, geht über kleine, aber wichtige Elemente in den industriellen Lieferketten bis hin zum Agrarmarkt.

Der Preis für ein Fass Rohöl ist immer noch höher als vor der russischen Invasion und deutlich höher als noch vor einem Jahr. Das facht kurzfristig die ohnehin schon hohe Inflation

an. Dabei reagieren die Konsumenten bereits heute auf die drastisch gestiegene Inflation. Sowohl in den USA als auch in Europa hat sich die Konsumentenstimmung deutlich eingetrübt. Ausschlaggebend dafür sind eine schlechtere Einschätzung sowohl der allgemeinen wirtschaftlichen Lage als auch der eigenen finanziellen Situation. Damit dürfte der Privatkonsum als Konjunkturstütze erst einmal schwächeln.

Dass nun aber sogar eine Rezession droht, liegt an den Unternehmen. Diese schätzen die wirtschaftlichen Aussichten auch deutlich schlechter ein. Die gestiegenen Rohstoffpreise drücken auf die Marge und die Lieferprobleme werden grösser, und nicht kleiner. Damit sinkt die für den Konjunkturzyklus so wichtige Investitionsbereitschaft. Wegen der Rezessionsgefahr fühlen wir uns in der defensiven Ausrichtung im Aktienteil bestätigt. Zusätzlich reduzieren wir das starke Untergewicht bei Staatsanleihen und schliessen die Position in chinesischen Anleihen.

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

Unsere Sicht aufs Portfolio



- **Defensive Ausrichtung** des Portfolios
- Aussicht auf höhere Erträge bei **Insurance-linked Securities**
- **Bewertungsvorteile** von japanischen und Schwellenländer-Aktien



- Erhöhtes Risiko für **europäische Aktien**
- Hohe Bewertung von **US-Aktien**
- Trotz Anstieg immer noch **tiefe Zinssätze**

- ● ● ● ● 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**



- Die **hohen Ersparnisse** privater Haushalte und der **hohe Auftragsbestand** der Unternehmen mildern die wirtschaftlichen Folgen des Kriegs in der Ukraine
- Der **Energieumbau** in Europa wird forciert, was Wachstumspotenzial eröffnet



- Der Ukraine-Krieg belastet die ohnehin angespannte **Lieferkettensituation** zusätzlich
- **Hohe Energiepreise** dämpfen das weltwirtschaftliche Wachstum
- Omikron-Variante des **Coronavirus** führt zu Lockdowns in China mit negativen Folgen auf den Produktefluss

Konjunkturelle Eintrübung

Die Rezessionsrisiken sind zuletzt merklich gestiegen. Das gilt vor allem für Europa. Die Unternehmen schätzen den weiteren Geschäftsverlauf deutlich pessimistischer ein. Die höheren Energiekosten und Lieferengpässe, die sich mit dem Krieg in der Ukraine nochmals verschärft haben, belasten den wirtschaftlichen Ausblick. Der Automobilindustrie fehlen Kabelbäume, die bislang in der Ukraine hergestellt wurden. Gleichsam stockt aufgrund von neuerlichen Corona-Lockdowns in China der Materialfluss aus Asien. Von Seiten der Notenbanken ist aufgrund der hohen Inflationsraten erst einmal keine Unterstützung zu erwarten. Der geldpolitische Straffungskurs wird stattdessen fortgesetzt. Gestiegene Kapitalmarktzinsen haben jetzt schon negative Auswirkungen auf das Baugewerbe. Konjunkturell stehen wohl schwierige Quartale bevor.

Unsere Sicht auf die Geldpolitik



- **EZB** lässt sich bislang alle Optionen offen
- **Schweizerische Nationalbank** wird sich wohl erst nach der europäischen Zentralbank bewegen



- **Fed** wird in ihrer Wortwahl nahezu wöchentlich aggressiver
- **Bilanzsummenabbau** der US-Notenbank ist ein zusätzliches Risiko
- **EZB** läuft Gefahr, bei einer allzu laxen Handhabung der Geldpolitik die Inflation nicht rechtzeitig einzudämmen

Schwierige Aufgabe für die EZB

Die US-Notenbank, die Fed, wird in ihren Aussagen zur Inflationsbekämpfung von Woche zu Woche aggressiver. Entsprechend sind an den Dollar-Geldmärkten auf Sicht der kommenden zwei Jahre Leitzinserhöhungen im Umfang von 275 Basispunkten eingepreist (Leitzins derzeit: 0.25 bis 0.5 %). Gleichzeitig werden die US-Notenbanker die Bilanzsummenreduktion starten. Die Fed sammelt dabei die in den vergangenen Jahren so freizügig verteilte Liquidität wieder ein.

Auch die Europäische Zentralbank (EZB) verschärfte jüngst ihren Ton. Die Einstellung sämtlicher Wertpapierkäufe zum dritten Quartal ist selbst bei einem starken konjunkturellen Abschwung zu erwarten. Eine Zinserhöhung noch im laufenden Jahr ist nach jüngsten Aussagen von EZB-Offiziellen ebenfalls wahrscheinlicher geworden. In der Schweiz wartet die SNB derweil zu. Doch auch sie kommt unter Zugzwang die Negativzinsphase zu beenden.



- **Konjunkturelle Unsicherheit** dämpft das Potenzial für einen deutlichen Anstieg der Renditen am langen Ende der Zinskurve
- **Geldmarkterwartungen** gehen bereits wieder 2024 von Zinssenkung in den USA aus



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

Renditeanstieg vorerst gebremst

Der Kurswechsel der grossen Notenbanken löst weitere Umbrüche im Zinsumfeld aus. In den USA setzt sich der Verflachungstrend der Zinskurve fort. Die Renditen der zweijährigen Bonds stiegen deutlicher als die der zehnjährigen. Die aggressive Wortwahl der Fed macht deutlich, dass die Zinsen öfter als bisher erwartet erhöht werden. Dadurch nehmen gleichzeitig konjunkturelle Risiken zu. Sie dämpfen das Potenzial für einen Renditeanstieg am langen Ende der Zinskurve. Wir rechnen aufgrund des aggressiven Vorgehens der Fed und den dadurch gestiegenen mittelfristigen Rezessionsrisiken mit einem begrenzten Potenzial für einen Renditeanstieg am langen Ende der Zinskurve. Je wahrscheinlicher eine Zinserhöhung der Europäischen Zentralbank (EZB) im laufenden Jahr wird, desto deutlicher werden zweijährige Euro-Staatsanleihen mit Kursverlusten reagieren. Dies würde auch eine Verflachung der Euro-Zinskurve einläuten.



- **Positiver Ausblick** auf Unternehmensgewinne
- Hoffnung auf **Einigung** im Ukraine Konflikt hilft, Energiepreise zu stabilisieren



- Lage an den **Energiemärkten** weiter fragil - **Eskalation** nicht ausgeschlossen
- Einige Notenbanken bei der **Inflationsbekämpfung** noch zurückhaltend
- Der **Preisanstieg** wird immer breiter - es droht eine Lohnpreisspirale

Volcker-Schock 2.0?

Die zweite Erdölkrise 1979 war geprägt von der Iranischen Revolution. Die Ölexporte gingen um 7 % der Weltförderung zurück. Gleichzeitig stand dem Angebotsrückgang eine starke Nachfrage gegenüber. Die daraus resultierende Stagflation wurde vom damaligen US-Notenbank-Chef Paul Volcker mit Leitzinsen von bis zu 19 % bekämpft. Mit einer heftigen Rezession konnte dieser Zyklus durchbrochen werden. Eine weitere Parallele zur heutigen Zeit liefert die Performance an den Anleihenmärkten. Wir erleben derzeit die höchsten Quartalsverluste seit damals. Auch wenn die Renditen von US-Unternehmensanleihen seit Jahresbeginn von 2.3 % auf 3.7 % gestiegen sind, werden sie von der aktuellen Inflationsrate von 7.9 % in den Schatten gestellt. Die unter Zugzwang gekommene Notenbank dürfte den Zinsanstieg beschleunigen. Erst wenn die Teuerungsraten wieder deutlich zurückkommen, werden Unternehmensanleihen wieder attraktiver.



- **Attraktive fundamentale Bewertungen** in Europa und den Schwellenländern
- Intensive **fiskalpolitische Unterstützung** hilft, negative Kosteneffekte des Kriegs in der Ukraine zu mildern



- Deutlich erhöhte **Prognoseunsicherheit** wegen noch nicht spürbarer Zweit- und Drittrundeneffekte (u.a. Lieferengpässe, hohe Energie- und Rohstoffpreise)
- Der **Angriffskrieg** Russlands auf die Ukraine ist nicht zu Ende, weitere Folgen noch nicht absehbar

Aktienmärkte suchen Orientierung

Auf den ersten Schock wegen steigender Energie- und Rohstoffpreise sowie zusätzlichem Stress in den Liefer- und Produktionsketten der Industrie folgte eine erste Erholung. Genährt wird sie von den Hoffnungen auf ein baldiges Ende des Kriegs in der Ukraine und von der weiterhin soliden Entwicklung der Unternehmensgewinne. Es wird jedoch für europäische und weitere betroffene Länder nicht möglich sein, in nur wenigen Quartalen den gesamten Energie- und Rohstoffimport aus Russland mit anderen Lieferanten zu ersetzen. Es fehlen schlichtweg die Förder-, Verarbeitungs- und Transportkapazitäten. Zusätzlich erfordert die dringende Ausrichtung der Industrie auf ökologische Nachhaltigkeit weiteren Mittelbedarf. Der Druck auf die Gewinnmargen steigt, wobei die neue ökonomische Realität erst mit Verzögerung zu spüren sein wird.



- Unterstützung für Umsatz und Gewinn für die **Energie-, Agrar- und Rüstungsbranche**
- **Geringe unmittelbare Belastungen** durch den Krieg in der Ukraine



- Höhere **Rohstoffpreise und steigende Löhne** setzen Gewinnmargen unter Druck
- **Fundamentale Bewertung** preist die bestmögliche Entwicklung für die Aktienmärkte ein

Performance als Täuschung

Der US-Aktienmarkt hat sich seit Beginn des Kriegs in der Ukraine besser als die globale Benchmark geschlagen. Die Marktteilnehmer erwarten, dass die USA deutlich weniger von negativen Auswirkungen (u.a. inflationäre Tendenzen und Lieferketten-Probleme) betroffen sind als andere Regionen. Zusätzlich ist zu erwarten, dass Bereiche wie die Agrar-, Energie- oder Rüstungsbranche durch die jüngsten Entwicklungen sogar Auftrieb erhalten. Die erhöhte Prognoseunsicherheit, gestiegene Anleiherenditen und weiterhin historisch hohe Bewertungen führen zu einem Tief in der Rendite-Risikoprämie für Anleger. Während das strategische Untergewicht in US-Aktien weiterhin opportun erscheint, eröffnen die Preisfluktuationen Opportunitäten in Einzeltiteln. Empfohlen werden aber nur Unternehmen mit stabilen Geldflüssen und hoher Preissetzungskraft. Defensive Investitionen sollten dabei Vorzug genießen.



- **Nicht vom Krieg** in der Ukraine tangiert
- Profitiert von **steigenden Geldmarktsätzen**
- **Unabhängig von Finanzmärkten**



- **Naturkatastrophen**, die **grösser** sind als **modelliert**, können jederzeit zu Performanceverlusten führen
- **Inflation** nagt an der realen Performance

Es winken höhere Erträge

Der Krieg in der Ukraine hat die Volatilität an den Finanzmärkten hochschnellen lassen. Steigende Energiepreise und zusätzlich gestörte Lieferketten sind die Gründe dafür. Auch wenn zuletzt die Hoffnungen auf eine diplomatische Lösung zugenommen haben, könnte die Lage jederzeit eskalieren. Gleichzeitig gehen die Notenbanken nun entschlossen gegen die Inflation vor.

Praktisch alle Anlageklassen sind von diesen Entwicklungen negativ betroffen. Insurance-linked Securities bilden eine grosse Ausnahme: Sie konnten in den letzten zwölf Monaten um 4.7 % zulegen, was ziemlich genau der Entwicklung der Vorjahre entspricht. Da die Versicherungsgelder am Geldmarkt investiert sind, profitieren sie zusätzlich von steigenden Zinsen. Die wieder vorhandenen Anlagealternativen dürften auch die Versicherungsprämien weiter steigen lassen. Alles in allem winken somit künftig tendenziell höhere Erträge als in der Vergangenheit.

Unsere Sicht auf Währungen



- Der **Euro** hat gegenüber dem Dollar und dem Schweizer Franken Aufholbedarf
- **High-Beta-Währungen** können im Fahrwasser einer De-Eskalation im Krieg in der Ukraine zulegen, dies gilt besonders für die SEK



- **Russischer Rubel bleibt angeschlagen**
- **Erholungspotenzial von Schwellenländerwährungen** bleibt in Anbetracht von Inflationsrisiken begrenzt

Euro mit Aufholpotenzial

Auf den ersten Blick scheint nur wenig für den Euro zu sprechen. Der Krieg auf dem europäischen Kontinent erhöht die konjunkturellen Risiken erheblich. Gleichzeitig bleibt die EZB in Anbetracht der merklich gestiegenen Teuerungsraten im Verhältnis zur US-amerikanischen Notenbank Fed relativ gelassen, was ebenfalls nicht für deutliche EUR-Aufwertungen spricht. Allerdings ist mit der Rückkehr der Euro-Zinsen in den positiven Bereich mit einem überproportionalen starken Anstieg der Kapitalzuflüsse zu rechnen. Darüber hinaus haben spekulative Anleger USD-Terminverkäufe in hohem Ausmass vorgenommen. Letzteres ist ein verlässlicher Kontraindikator, der für schwächere Notierungen des US-Dollar spricht. Wir bleiben aus diesem Grund bei unserer Einschätzung und erwarten höhere EUR/USD-Notierungen auf Sicht der kommenden Wochen.

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