

Unsere Sicht im August

10. August 2021



Erholung voraus

Die Unternehmen legen Ergebnisse über den Prognosen vor, versuchen aber die Erwartungen der Investoren in realistischere Bahnen zu lenken. Die meisten Märkte haben das bisher gut weggesteckt, genauso wie die Unsicherheit über regulatorische Eingriffe in China oder höhere Inflationsraten. Das zeigt: Die wirtschaftliche Erholung ist trotz Stolpersteinen auf Kurs.

Eine Zahl, und alles ist anders. Der monatliche Arbeitsmarktbericht der USA hat im Juli einen rasanten Aufbau von Jobs gezeigt und die Arbeitslosenquote um einen halben Prozentpunkt auf 5.4 % gedrückt. Diese Nachrichten empfanden die Anleger als derart gut, dass sie die Sorgen rund um Konjunkturrisiken plötzlich wieder vergassen. Das suggeriert jedenfalls die unmittelbare Marktreaktion.

In Situationen wie diesen lohnt es sich, sich nicht von der Hektik der Märkte anstecken zu lassen. Denn die Risiken sind nicht alle einfach so verschwunden. Genauso wenig haben wir unser Szenario des «grünen Aufschwungs»

wegen dieser Nachricht über den Haufen geworfen. Aus unserer Sicht bleibt die Erholung auf Kurs. Die Aktienmärkte können in diesem Umfeld weiter zulegen, auch wenn die Luft gemessen an den Bewertungen dünner geworden ist. Wir interpretieren die Widerstandskraft der letzten Wochen als gutes Zeichen und bleiben gemäss der strategischen Quote investiert. Im regionalen Vergleich präferieren wir weiterhin Europa.

Der Rückgang der Kapitalmarktzinsen ist aus unserer Sicht nur temporär. Der positive Konjunkturausblick und die Signale der US-Notenbank zur Rückführung der Wertpapierkäufe sprechen für steigende Kapitalmarktzinsen in den nächsten Monaten. Deshalb bleiben wir bei Staatsanleihen untergewichtet.

Nach dem jüngsten Preisrückgang erhöhen wir jedoch die Goldquote. Wir schätzen nicht nur die Diversifikationseigenschaft von Gold, sondern sehen den Goldkurs durch negative Realzinsen und einem längerfristig eher schwachen Dollar gut unterstützt.

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

Unsere Sicht aufs Portfolio



- **Konjunkturerholung** auf Kurs
- **Europa** ist Favorit unter den Aktienmärkten
- **Chinesische Anleihen** als Beimischung
- **Gold** zur Diversifikation



- Risiko **Zinsanstieg**
- Hohe **Aktienmarktbewertungen**
- Unsicherheit rund um **China** nach Wachstumszahlen und regulatorischen Eingriffen

- ● ● ● ● 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**



- **Dienstleistungssektor** profitiert von **Nachholeffekten**
- **Aufschwungsszenario** intakt
- Notenbanken bleiben vorerst auf ihrem **expansiven geldpolitischen** Kurs



- **Materialknappheit** bremst die wirtschaftliche Erholung merklich ein
- Delta-Variante des Corona-Virus macht erneut **Restriktionen** im Reiseverkehr notwendig
- Rückkehr zur Normalität wird die **Industriekonjunktur** nicht stoppen, jedoch bremsen

Zwei Risiken melden sich zurück

Wieder liegen zwei Konjunkturstolpersteine im Weg. Zum einen das Coronavirus-Infektionsgeschehen: Die rasche Ausbreitung der Delta-Variante macht erneut Restriktionen – insbesondere im Reiseverkehr – notwendig. Zum anderen belastet die Güterknappheit die Industrie weiterhin. Gerade der Mangel an Halbleitern scheint sich nicht rasch lösen zu lassen. Es handelt sich wohl eher um ein strukturelles, als ein temporäres Phänomen. Vor diesem Hintergrund muss es nicht weiter verwundern, dass Konjunkturfrühindikatoren nachgeben – auf hohem Niveau allerdings. In den Herbst- und Wintermonaten geht es deshalb in den wirtschaftlichen Normalmodus zurück. Die nachholbedingten hohen gesamtwirtschaftlichen Wachstumsraten gehören also bald der Vergangenheit an. Die wirtschaftliche Erholung wird sich jedoch weiter fortsetzen, denn die Rezessionsrisiken sind gering.

Unsere Sicht auf die **Geldpolitik**



- **Fed bereitet Ausstieg vor**, doch einen abrupten Kurwechsel gibt es nicht
- **EZB hat ihre neue geldpolitische Strategie** lanciert und macht klar, dass es auf absehbare Zeit keine Zinserhöhungen geben wird



- Diskussion über den angemessenen **geldpolitischen Kurs** wird intensiver
- Der geldpolitische Schwenk könnte zu **steigender Nervosität** an den Finanzmärkten führen

Fed wird konkreter

Die US-Notenbank Fed hielt sich zuletzt mit geldpolitischen Neuadjustierungen zurück. Die Währungshüter gaben allerdings bekannt, dass sie den Zielen der Preisstabilität und der maximalen Beschäftigung näher gekommen seien. Dies bedeutet gleichzeitig, dass das «Tapering», also eine Reduktion der Wertpapierkäufe, etwas näher rückt. Nach Angaben von Fed-Chef Jerome Powell hätten sich die Mitglieder des Offenmarktausschusses auch sehr konkret mit Ausstiegsoptionen beschäftigt. Damit ist klar: Die Weichen für ein Ende der ultra-expansiven Geldpolitik sind gestellt. Doch es dürften noch einige Monate ins Land ziehen, ehe die Fed tatsächlich mit dem Tapering beginnen wird. Das Jahresende könnte ein möglicher Startpunkt für die Reduktion der Wertpapierkäufe sein.



- EZB macht klar, dass sie von der **ultra-expansiven Geldpolitik** nicht abrückt
- In der Eurozone profitieren **Peripherieanleihen** von den EZB-Käufen



- Fed öffnet Tür für eine **Reduktion** der **Staatsanleihenkäufen** im zweiten Halbjahr
- Steigende Staatsverschuldung macht eine **Verschlechterung der Bonität** von Staaten wahrscheinlich
- Staatsanleihen bergen ein **hohes Zinsänderungsrisiko**

Renditen auf Sinkflug

Die Renditen dies- und jenseits des Atlantiks waren zuletzt mehrheitlich im Sinkflug. An den Staatsanleihenmärkten scheint man der konjunkturellen Entwicklung nicht über den Weg zu trauen. Gleichzeitig scheinen auch Ängste vor einem dauerhaft höheren Inflationsniveau verfolgt zu sein. Dem von den Notenbanken skizzierten Bild eines nur temporären Teuerungsanstiegs pflichtet man mittlerweile bei. Hält der Aufschwung in den kommenden zwei Jahren an, bestehen jedoch aus unserer Sicht wenig Zweifel, dass sich die Renditen auf den Weg in höhere Gefilde machen werden. Nach dem deutlichen und raschen Anstieg des Niveaus am langen Ende der Zinskurven ist die gegenwärtige Konsolidierung zwar ausgeprägt, jedoch nicht ungewöhnlich. Da wir an unserem Aufschwungsszenario festhalten, bleiben wir bei unserem Ausblick für einen Renditeanstieg.



- Normalisierung der Geldpolitik **nicht ohne weiteres umsetzbar**
- EZB macht deutlich, dass die **ultra-expansive Geldpolitik** noch länger anhalten wird



- **Fed nennt November** als mögliches Datum für eine erste Straffung
- Mit Rückkehr zu einer weniger expansiven Geldpolitik **drohen Verluste durch höhere Spreads und höhere Renditen**
- Unternehmensanleihen sind wegen des tiefen Zinsniveaus einem **erhöhten Zinsänderungsrisiko** (Duration) ausgesetzt

Verkehrte Welt: Renditen runter, Spreads rauf

Die Fed bereitet die Märkte auf eine Reduzierung der Anleihenkäufe («Tapering») vor. Dies wäre ein erster Schritt zur Normalisierung der Geldpolitik. Meistens fallen in der Phase des Aufschwungs Kreditaufschläge (Spreads), während die Renditen von Staatsanleihen steigen. Momentan ist es jedoch genau umgekehrt: Wenn sich die Fed zurückzieht und den Markt wieder stärker spielen lässt, sollten sich die Anleihenurse zum fundamentalen Wert bewegen. Im Falle der Spreads wäre eine Entschädigung von 2 bis 3 % über dem aktuellen Niveau angemessen. Auch bei Staatsanleihen wären angesichts der Inflations Sorgen höhere Renditen gerechtfertigt. Ein Rückzug der Fed wäre also doppelt schädlich für Unternehmensanleihen. Ob die Notenbank ihr Vorhaben aber umsetzen kann, hängt von der Reaktion der Märkte ab. Marktturbulenzen könnten schnell zu einem Umdenken führen.



- **Starke Auftragslage** in der Industrie
- **Zinsumfeld** unterstützt weiterhin Aktieninvestitionen
- **Sehr gute Gewinnausweise** für das erste Halbjahr bilden **solide Grundlage** für das Gesamtjahr



- **Regulative Massnahmen** haben **Preiskorrekturen** in wichtigen chinesischen Aktien zur Folge
- Hohe **fundamentale Bewertung**
- **Abflachende Gewinndynamik** im zweiten Halbjahr erwartet

Kräftige Aktienmärkte, doch die Luft wird dünner

Die Aktienmärkte in den USA und in Europa stecken Herausforderungen bis anhin weg. Lieferengpässe und Kostendruck heissen die bedeutenden Einflussfaktoren für die Gewinnaussichten des zweiten Halbjahres. Diese werden nicht mehr durch Basiseffekte im Vergleich zum Vorjahr unterstützt. Während das verarbeitende Gewerbe eine gute Auftragslage verzeichnet, bleiben hart betroffene Branchen - wie Flugverkehr, Gastronomie, Hotelgewerbe sowie Tourismus - noch unter Stress. Die kräftige Kursentwicklung an den Märkten sorgt dabei allerdings auch für hohe Bewertungen. Diese werden durch die hausgemachte Korrektur bei chinesischen Aktien zusätzlich herausgefordert. Vor diesem Hintergrund könnte es in den nächsten Wochen auch in anderen Märkten zu kurzfristigen Ausschlägen kommen.



- **Konjunkturelle Dynamik** mit einem zunehmend besseren Arbeitsmarkt
- Das **wichtige Konjunkturpaket** des Präsidenten passiert den Senat



- **Hohe fundamentale Bewertungen** senken Risikoprämien für Investoren
- **Gewinnwachstum** des Technologiesektors lässt nach
- **Relative Attraktivität** sinkt gegenüber anderen Regionen

Auf der Suche nach Mehrwert

Der US-amerikanische Aktienmarkt wurde dank einer hohen Gewinndynamik auf neue Höchstkurse gehievt. Die fundamentale Bewertung erreicht dabei extreme Niveaus, was ohne zusätzliche Beschleunigung der Unternehmensgewinne die kurzfristigen Risiken deutlich erhöht. Der wichtigste Faktor, das technologiegetriebene Wachstumssegment, sieht sich aus verschiedenen Gründen (u.a. Steuern und Fragen zur Monopolstellung) Herausforderungen ausgesetzt. Kostendruck und erhöhte Investitionsausgaben lassen dabei ein Abflachen des Gewinnwachstums im zweiten Halbjahr erwarten. Dies führt dazu, dass in der aktuellen Phase in anderen Regionen wie zum Beispiel in Europa, Risikoprämien für Investoren attraktiver sind.



- **Rücksetzer und hochbewertete Aktienmärkte** sprechen für Gold
- **Zentralbankenkäufe** stützen Nachfrage
- Niedrigzinsen bieten **Opportunitätsdividende**
- **Schutz** vor höheren Inflationsraten



- **Stärkerer USD** schmälert Kaufkraft
- **Gegenwind**, falls Anleihenrenditen steigen
- Aussicht auf **restriktivere Geldpolitik** wirkt belastend

Dollar als Spielverderber

So wie an den Aktienmärkten zurzeit die Halbjahresergebnisse das Geschehen bestimmen, so zeigt der aktuelle Bericht des World Gold Council die Entwicklung der Goldnachfrage. Diese blieb im Jahresvergleich dank der Erholung im Schmucksektor und höheren Zentralbankenkäufen unverändert. Der Goldpreis selbst profitierte zuletzt nur begrenzt von niedrigeren Renditen auf Staatsanleihen. Denn in Phasen mit höherer Inflation und der Aussicht auf eine restriktivere Geldpolitik übernimmt der US-Dollar das Steuer. Die aktuell höheren Notierungen des Greenbacks bremsen die Kaufkraft und haben den Goldpreis zuletzt belastet. Allerdings: Das Renditeniveau von Staatsanleihen spricht für höhere Goldnotierungen und wir sehen deshalb den letzten Preisrückgang als attraktive Kaufgelegenheit, um das Portfolio zusätzlich vor den hohen Bewertungen an den Aktienmärkten und einem möglichen Rückschlag zu schützen.

Unsere Sicht auf Währungen



- **Defensive Währungen** sind derzeit gefragt. Dazu zählen der **USD**, der **CHF** aber auch der **EUR**
- Der **EUR** hat gegenüber dem **CHF** und zum **USD** das Nachsehen, legt aber gegenüber den meisten anderen Währungen zu



- **High-Beta-Währungen wie die SEK**, die sich im Fahrwasser von Risk-on und Risk-off bewegen, verlieren aktuell
- **Schwellenländerwährungen** können derzeit gegenüber den Hauptwährungen keinen Boden gutmachen

Vorerst keine neue Schwäche des Greenbacks

Wenn Konjunkturrisiken wieder stärker in den Vordergrund rücken, sind defensive Währungen gefragt. Dazu zählen vor allem der US-Dollar und der Schweizer Franken, aber auch der Euro. Wobei innerhalb dieses Dreigestirns dem US-Dollar und dem Franken der Vorzug gegeben wird. Risikosensitive Devisen verlieren gegenüber diesen drei Währungen. Schwellenländerwährungen, aber auch die schwedische Krone oder der australische Dollar verzeichnen also Kursverluste. Solange davon ausgegangen werden kann, dass sich die globale Erholung mittel- bis langfristig fortsetzt, ist die gegenwärtige Phase nur ein Intermezzo gegenüber dem übergeordneten Trend, der für einen schwächeren Dollar spricht.

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