

Unsere Sicht im Februar

9. Februar 2021



Die Angst, etwas zu verpassen (Fomo)

Ob Konjunkturindikatoren, Aktienmärkte, Ölpreis, Inflation oder Zinsen: Es herrscht Zuversicht auf ganzer Linie. Etwas zu viel? Extreme Kursverläufe wie in der US-Aktie Gamestop und Ansteckungsraten der Mutationen des Corona-Virus mahnen dazu, das Portfolio auch für kurzfristige Rückschläge zu wappnen.

Die Risikobereitschaft hat im neuen Jahr wieder zugenommen. Die Aktienmärkte sind gegenüber dem Jahresbeginn im Plus, einige wie der deutsche Leitindex Dax haben sogar Höchststände erklommen. Für weltweites Aufsehen hat die Explosion der Aktien von Gamestop, eines US-Computerspiel-Detailhändlers, gesorgt. Auch wenn der Hype wieder vorbei ist, dient diese Episode als Beleg dafür, dass Finanzmärkte immer wieder zu Übertreibungen neigen.

Betrachten wir Bewertungs- und Stimmungsindikatoren, so reflektieren sie die breite und wachsende Zuversicht eindrücklich. Der amerikanische Aktienmarkt etwa handelt auf einem Kurs-Gewinnverhältnis (KGV) für 2021

von über 30 und der Risikoappetit ist gemäss einem Indikator der Investmentbank Goldman Sachs auf den höchsten Stand seit Ende 2017 geklettert. Beflügelt wird der jüngste Anstieg durch das in Aussicht gestellte neue Konjunkturprogramm in den USA.

Dieser ausgeprägte Risikoappetit hat aber eine Kehrseite: Wenn zu viele Anleger das Gefühl haben, etwas zu verpassen, kann es zu kurzfristigen Übertreibungen kommen. Im Englischen spricht man vom Fomo-Phänomen («Fear of missing out»). Deshalb sollte darauf geachtet werden, das Portfolio auch vor Rückschlägen zu schützen. Dazu haben wir im Februar die Position in Insurance-linked Securities erhöht, da diese das Portfolio erwiesenermassen widerstandsfähig machen. Zudem setzen wir regional auf europäische Aktien, da diese von der Bewertung her vergleichsweise interessant sind. Bei alledem ist aber unsere Positionierung klar: das Portfolio ist auf den Aufschwung ausgerichtet.

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

Unsere Sicht aufs Portfolio



- Das Portfolio **strategisch** für den **Aufschwung** ausrichten
- **Europäische Aktien** sind im regionalen Vergleich attraktiv
- Die Position in **Insurance-linked Securities** wird aufgestockt



- Die aktuelle **Inflationsdiskussion** belastet die Aussichten für festverzinsliche Anlagen
- **Staatsanleihen** sind aufgrund ihrer hohen Duration besonders unattraktiv

- ● ● ● ● 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**



- Die **Verteilung eines Impfstoffes** verspricht im Jahresverlauf die schrittweise Rückkehr zur Normalität
- Niedrige Zinsen stärken die **Bauwirtschaft**
- Die **öffentliche Hand** steht weiterhin mit grosszügigen Hilfen bereit



- Aufgrund der besonderen Anatomie der Corona-Rezession fallen **Nachholeffekte schwächer** aus
- Aufschwung wird durch **steigende Insolvenzzahlen** erschwert
- Ausweitung der **Budgetdefizite** engt Fiskalpolitik ein

Der Endspurt verlangt noch einmal alles ab

In den ersten Wochen des Jahres sind wir zurück auf dem Boden der Tatsachen gelandet. Die Impfstoffproduktion hinkt den Erwartungen hinterher – vor allem in Europa. Statt Impfeuphorie herrscht Tristesse in der politischen Debatte. So verspricht das erste Quartal für die Eurozone noch einmal zäh zu werden. Auch in China schlagen sich die neuerlichen Corona-Ausbrüche wirtschaftlich negativ zu Buche. In den USA wirkt inzwischen die Auszahlung der staatlichen Hilfen positiv. Nach bisherigem Stand wird die US-Wirtschaft auch im ersten Quartal ihren Erholungskurs fortsetzen. Weltweit besteht nach wie vor berechtigte Hoffnung, dass es im zweiten Halbjahr breitflächig bergauf gehen wird – dann auch für die europäische Wirtschaft. Die Immunisierung breiter Bevölkerungsschichten verspricht die Rückkehr zu einem wirtschaftlichen Normalbetrieb.

Unsere Sicht auf die Geldpolitik



- Notwendigkeit für expansive Geldpolitik wird in Anbetracht einer **wirtschaftlichen Erholung** geringer
- Notenbanken sprechen sich für die **vorläufige Beibehaltung** des eingeschlagenen Kurses aus



- In den kommenden Monaten dürfte die schwierige Diskussion über das **richtige geldpolitische Mass** an Intensität gewinnen
- Risiko eines **abrupten Renditeanstiegs** am langen Ende der Zinskurve nimmt zu

Ausstiegsgespräche nur kurz unterbrochen

US-Präsident Joe Biden macht zusammen mit seiner Finanzministerin Janet Yellen im Kongress Werbung für ein neuerliches Rettungspaket im Umfang von USD 1.9 Billionen. Zwar ist es unwahrscheinlich, dass das gesamte Programm bewilligt wird, doch Teile davon dürften verabschiedet werden. Je grösser das Volumen, desto weniger bedarf es der Unterstützung durch die Fed. Es muss deshalb nicht verwundern, dass an den Finanzmärkten ein möglicher Ausstieg aus der ultra-expansiven Geldpolitik heftig diskutiert wird. Allerdings pfuschen der US-Notenbank solche Spekulationen ins Handwerk, führen sie doch zu einem Zinsanstieg am langen Ende der Zinskurve. Auch wenn US-Notenbankpräsident Jerome Powell einem möglichen baldigen Ausstieg aus den Wertpapierkäufen öffentlich ein «Nein» erteilt hat, werden die Diskussionen darüber an den Finanzmärkten weitergehen. Für Spannung ist in den kommenden Wochen gesorgt.



- Das Netto-Kaufvolumen der EZB **deckt das Netto-Angebot** an Staatstiteln im Jahr 2021
- **Peripherieanleihen** können davon profitieren
- Staatsanleihen **diversifizieren** das Portfolio



- **Angebot** von Staatsanleihen hat sich enorm ausgeweitet
- Steigende Staatsverschuldung macht eine **Verschlechterung der Bonität** von Staaten wahrscheinlich
- Staatsanleihen bergen ein **hohes Zinsänderungsrisiko**

Transatlantik-Spread nimmt wieder zu

Die Renditen dies- und jenseits des Atlantiks entwickeln sich divergent. In den USA wird in Anbetracht einer gut gestarteten Impfkampagne und erwarteter zusätzlicher öffentlicher Hilfen auf eine rasche Erholung der Wirtschaft gesetzt. Die US-Renditen nehmen deshalb frühzeitig die Nach-Corona-Zeit vorweg. In der Eurozone herrscht wegen der fortwährenden Eindämmungsmassnahmen Furcht vor einer grösseren Insolvenzwellen und einem langen wirtschaftlichen Echo der Corona-Krise. Vermutlich wird die Fed vor der Europäischen Zentralbank (EZB) die ultra-expansive Geldpolitik beenden können. Der wieder zunehmende Transatlantik-Spread ist also durchaus gerechtfertigt. Für die US-Renditen könnte es durchaus bis auf 1.5 % gehen. Trotz des bereits beobachteten Anstiegs gäbe es also noch Luft nach oben.



- Notenbanken haben **unlimitierte Mittel**, um Unternehmensanleihen zu kaufen
- Das **Niedrigzinsumfeld** dürfte noch lange anhalten
- Erneute **Staatshilfen** werden, falls nötig, fließen



- **Fundamentaldaten** haben sich aufgrund der Pandemie deutlich **verschlechtert**
- **Herabstufungen von Ratings** haben sich 2020 gegenüber dem Vorjahr verdoppelt und dürften weitergehen
- Die Unterstützung der Notenbanken wird mit **aufkommenden Inflationsrisiken** irgendwann in Frage gestellt

Gamestop auch für Spreads?

Dass der Aktienkurs eines Unternehmens ohne zukunfts-fähiges Geschäftsmodell von Kleinanlegern von weniger als USD 5 auf 500 getrieben wurde, wirft einige Fragen auf. Eine davon ist, ob die Notenbankliquidität neue Preisblasen und damit neue Risiken entstehen lässt. Die Notenbanken sind sich dieser Risiken bewusst. Am jüngsten Treffen des Fed-Offenmarktausschusses wurde das Thema der extrem tiefen Kreditaufschläge von Unternehmensanleihen diskutiert. Die Schulden von US-Unternehmen haben in den letzten 10 Jahren um 80 % zugenommen, das nominelle Bruttoinlandprodukt nur um 40 %. Die Anzahl Unternehmen, welche die Schuldzinsen nicht mehr aus dem Cash-Flow erwirtschaften können, steigt. Die Fed hat nicht zuletzt deshalb mahndend auf ihre gemachten Erfahrungen bei der letzten Bilanzverkürzung verwiesen. Vor diesem Hintergrund könnten schon bald höhere Spreads anstehen.



- Europäische Aktien bieten weiterhin **Aufholpotential**
- Politische Veränderungen in **Italien** senden positive Signale



- US-Aktien sind zum Teil **hoch bewertet**
- Ein technisches Aufbäumen des **US-Dollar** würde die Erholung der Aktienmärkte in den Schwellenländern belasten

Aller Anfang ist schwer

Das neue Börsenjahr startet mit einer gemischten Bilanz. Lediglich die Schwellenländer können den ersten Handelsmonat mit einem klaren Plus abschliessen. Europa, die USA und die Schweiz schlossen leicht negativ, wobei die Handelsaktivität durchaus hoch war und die ersten Februartage viele Märkte schon wieder ins Plus haben drehen lassen. Der Jahresauftakt war zunächst von aufkommenden Befürchtungen geprägt, dass die Bewertungen vielerorts nun zu hoch seien. Hinzu kamen die Gamestop-Kapriolen. Wir gehen davon aus, dass solche Episoden die Ausnahme bleiben werden. Europa wurde unterdessen für ein schlecht koordiniertes Management rund um die Impfstoffverteilung abgestraft. In einem stabiler werdenden wirtschaftlichen Umfeld eröffnet dies jedoch Opportunitäten. Wir sehen weiterhin Aufholpotential bei europäischen Aktien und bestätigen daher unser regionales Übergewicht.



- Dynamischer Start der **neuen Regierung** hebt die Stimmung bei den Anlegern
- **Starke Positionierung** bei wichtigen globalen Industrietrends



- **Preisexzesse** in wirtschaftlich schwachen Unternehmen schüren die Besorgnis einer Markteuphorie
- Trotz **Abkühlung** ist die fundamentale Bewertung US-amerikanischer Aktien weiterhin hoch

Hohe Bewertungen

In den USA überzeugen die Unternehmen weitgehend mit soliden Gewinnausweisen für das vierte Quartal des abgelaufenen Geschäftsjahres. Gleichzeitig sorgen die Impfmassnahmen und fiskalpolitische Initiativen für einen positiven Grundton bei den Anlegern. Dennoch bestätigte der Januar seine saisonale Statistik und brachte eine negative Rendite, was in der Vergangenheit oft Vorbote für ein schwieriges Börsenjahr war. Erneut bevorzugten die Marktteilnehmer das Wachstumssegment, das in den vergangenen vier Wochen um über 6 % die sogenannten Value-Aktien schlug. Dabei stellten sich zum Teil exzessive Preisbewegungen ein. Zudem sind die fundamentalen Bewertungen bei immer mehr Aktien durchaus hoch. In Anbetracht dessen könnte es kurzfristig zu Gegenbewegungen kommen. Der strategische Ausblick für US-Aktien ist aber weiterhin intakt.



- **Wirtschaftliche Unsicherheit** schlägt sich oft in höherer Goldnachfrage nieder
- Niedrigzinsen bieten eine **Opportunitätsdividende**
- Ausgewiesene **Diversifikationseigenschaft** im Portfolio



- Die **Geldflüsse** in Richtung ETFs haben sich zuletzt verlangsamt
- **Potentieller Gegenwind**, falls Anleihenrenditen steigen

Abflüsse belasten Preis

Seit Jahresanfang bröckelt die Goldnotierung. Massgeblich dafür verantwortlich war die Abschwächung der für Gold positiven Risiken. Dies führte unter anderem dazu, dass börsennotierte Goldfonds überwiegend mit Abflüssen zu kämpfen hatten. Damit es zu einem erneuten Kursanstieg kommen kann, bedarf es der Rückkehr der Investmentnachfrage. Dem wirken bisher eine mangelnde Inflationsphantasie sowie ein überverkaufter US-Dollar entgegen. Dennoch erachten wir eine Allokation in Gold zur Portfoliostabilisierung weiterhin als attraktiv. Aufgrund der Pandemie bleibt die wirtschaftliche Situation kurzfristig angespannt. Zudem sollten sowohl eine anziehende Schmucknachfrage, die stabilen Zukäufe von Zentralbanken als auch das Niedrigzinsumfeld unterstützend für den Goldpreis wirken. Insgesamt halten sich die positiven und negativen Einflussfaktoren damit die Waage.

Unsere Sicht auf Währungen



- **USD:** Die Abwertung des Greenbacks spricht kurzfristig für eine Gegenreaktion
- **GBP:** Der Brexit-Deal öffnet die Tür für weitere Pfund-Aufwertungen
- **AUD:** Profitiert von besserer wirtschaftlicher Situation in China



- **Schwellenländerwährungen** profitierten aufgrund einer schwierigen fundamentalen Situation nur bedingt von der USD-Schwäche
- Die **türkische Lira** bleibt angeschlagen
- **CHF:** Wir rechnen mit einem schwächeren Franken gegenüber dem Euro

Die Korrektur der Dollar-Korrektur

Das jüngste Aufbäumen des USD gegen den Abwertungstrend ist noch nicht zu Ende. An den Devisenmärkten spielen aktuell Impferfolge eine zentrale Rolle. Die EU ist im Gegensatz zu den USA bei der Verteilung des Impfstoffes im ersten Quartal noch mit angezogener Handbremse unterwegs. Damit wird vermutlich auch das Zurück zum wirtschaftlichen «Normalzustand» im Vergleich zu den USA etwas länger dauern. Auch die bereits schon wieder durchaus beachtliche Zinsdifferenz spricht aktuell für den Greenback. Mehr noch: In Anbetracht dessen besteht aufgrund der grossvolumigen Wetten auf eine fortgesetzte USD-Schwäche das Risiko eines sogenannten «Short Squeeze». Spekulative Anleger müssten ihre Positionen schliessen und sich mit Dollar eindecken. Dies würde dem Greenback zu weiteren Kursgewinnen verhelfen.

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