

Unsere Sicht im Januar

11. Januar 2022



Unruhe im Zinsmarkt

2021 war ein fantastisches Börsenjahr. In den ersten Handelstagen des neuen Jahres haben aber steigende Renditen von US-Staatsanleihen die Aktienmärkte belastet. Die Frage ist, wie hoch sie noch gehen.

Die Renditen für Staatsanleihen sind weltweit seit Jahresbeginn gestiegen. Diejenigen der 10-jährigen US-Staatsanleihen kletterten in Richtung 1.80 %, nachdem sie am 31. Dezember noch bei 1.51 % notiert hatten. Den Schweizer Pendants gelang die Rückkehr in den positiven Bereich, was aber nur die Kehrseite der Kursbewegung darstellt. Dank unseres starken Untergewichts bei Staatsanleihen konnten wir die negativen Auswirkungen dieser Bewegung auf das Portfolio limitieren.

Anlagen mit hoher Duration, also mit grosser Zinssensitivität, sind wegen dieses Zinsanstiegs unter Druck. Bei den Aktien traf dies Wachstumsaktien ganz allgemein und Technologie-Aktien im Speziellen. Value-Aktien und Minimum-Varianz-Ansätze schlugen sich in den ersten Handelstagen dagegen wacker.

Das Anziehen der Zinsen zeigt, dass das Thema Inflation noch längst nicht vom Tisch ist. In vielen europäischen Ländern ist die Inflation im Dezember nochmals gestiegen und gemäss den jüngsten Arbeitsmarktdaten in den USA klettern nun auch die Löhne. Damit nehmen die Sorgen zu, dass zumindest in den USA die Lohn-Preis-Spirale in Gang gesetzt worden ist.

Diese Sorge schwingt auch in den jüngsten Stellungnahmen von Vertretern der amerikanischen Notenbank Fed mit. Darum werden die Anleihenkäufe seit Januar nun noch schneller zurückgefahren und bereits im März dürfte es zur ersten Leitzinserhöhung kommen. Die Fed signalisiert also unmissverständlich: Sie meint es ernst.

Mit der klaren Ansage der US-Notenbank stehen die Chancen gut, dass die Inflationserwartungen nicht aus dem Ruder laufen werden und sich die Lage an den Aktienmärkten beruhigen wird. Vor diesem Hintergrund bestätigen wir unsere taktische Positionierung.

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

Unsere Sicht aufs Portfolio



- **Auftragsbücher** der Unternehmen sind gut gefüllt
- Markterwartungen reflektieren ein hohes **Vertrauen in die Geldpolitik**
- Wichtige inflationstreibende Faktoren verlieren in den nächsten Monaten an Kraft



- Risiko einer **Lohn-Preis-Spirale** in den USA ist gestiegen
- **Lieferengpässe** und die **Omikron-Welle** bremsen die Konjunkturerholung
- Erhöhtes Risiko von **abrupten Marktreaktionen** wegen Erwartungsanpassungen

- ● ● ● ● 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**



- **Aufschwungsszenario** bleibt intakt
- Bessert sich der **Materialmangel**, rechnen wir mit einem Boom in der Industrie
- **Umbau** zu einer **klimaneutralen Wirtschaft** spricht für langanhaltenden Aufschwung



- **Materialknappheit** bremst wirtschaftliche Erholung kurzfristig
- **Omikron-Welle dämpft die konjunkturelle Entwicklung**
- **Notenbanken** könnten wegen gestiegener Inflationsrisiken überreagieren

Zweigeteilter Konjunkturverlauf - einmal mehr

Wie sich der Lauf der Dinge doch wiederholen kann. Ein neues Jahr beginnt und mit ihm eine neue Corona-Welle. Die weltweiten Corona-Neuinfektionen haben ein zuvor noch nicht gemessenes Niveau erreicht. Die hochinfektiöse Omikron-Variante macht sich bemerkbar. Darunter werden körpernahe Dienstleistungen leiden, auch ganz ohne staatlich verhängten Lockdown. Das vorsichtigere Agieren der Konsumenten belastet das Dienstleistungsgewerbe insgesamt. Die Wintermonate werden deshalb wirtschaftlich holprig verlaufen. Neuerliche Rückgänge des Bruttoinlandprodukts - besonders in den Schwellenländern aber auch in Teilen der Eurozone - sollten ins Kalkül gezogen werden. Im weiteren Jahresverlauf sollte es aber in der Industrie zu kräftigen Nachholeffekten kommen. Das Gesamtjahr 2022 dürfte trotz des schwierigen Jahresstarts aus konjunktureller Sicht erfreulich ausfallen.

Unsere Sicht auf die Geldpolitik



- **Fed** reduziert Anleihenkäufe früher, ohne Störungen an den Finanzmärkten
- **EZB** macht deutlich, sie werde vorerst **keine Zinserhöhungen** vornehmen
- **SNB** lässt sich mit einer strafferen Geldpolitik Zeit



- Die **hohen Inflationsraten** engen den Handlungsspielraum der Notenbanken ein
- Schnelle Richtungswechsel der Notenbanken könnten zu **Nervosität an den Finanzmärkten** führen

Notenbanken legen den Schalter um

Die grossen Notenbanken haben noch vor dem Jahreswechsel Pflöcke eingeschlagen. In den USA verdoppelt die Fed die Reduktion der monatlichen Wertpapierkäufe (Tapering) ab Januar von 15 Mrd. USD auf 30 Mrd. USD. Somit ist bereits im März Schluss mit den Wertpapierkäufen, drei Monate früher als ursprünglich angekündigt. Während das beschleunigte Tapering nach einigen Hinweisen von Fed-Chef Jerome Powell mit Ansage kam, waren die in den Projektionen des Fed-Führungsgremiums vorgesehenen drei Zinserhöhungen 2022 eine Überraschung.

Auch die Europäische Zentralbank (EZB) macht die Geldschleusen sachte dicht. Das pandemiebedingte Notfallankaufprogramm PEPP wird im März eingestellt. Das noch existierende Kaufprogramm APP wird kurzzeitig von 20 Mrd. EUR auf 40 Mrd. EUR erhöht, doch die EZB plant dessen Einstellung. Die Geldpolitik wird also auf beiden Seiten des Atlantiks restriktiver.



- Markterwartungen gehen nicht von einem **langen Zyklus** steigender **Leitzinsen** aus
- Staatsanleihen **diversifizieren** ein Portfolio



- Die **Fed** reduziert die Staatsanleihenkäufe schneller als ursprünglich angekündigt
- Auch die **EZB** wird angesichts deutlich höherer Inflationsraten ihre **Wertpapierkäufe** reduzieren
- Staatsanleihen bergen ein **hohes Zinsänderungsrisiko**

Renditen von Markterwartungen geprägt

Die US-Notenbank wird im laufenden Jahr vermutlich drei Mal den Leitzins um jeweils 25 Basispunkte anheben. Selbst eine Reduktion der Bilanzsumme wird laut Protokoll der Dezember-Sitzung des Offenmarktausschusses von einzelnen Fed-Mitgliedern in Betracht gezogen. Doch selbst dieser Ausblick auf eine restriktivere Geldpolitik verhalf den US-Renditen nicht zu deutlich höheren Niveaus. Die Marktteilnehmer scheuen sich derzeit davor, 10-jährige US-Staatstitel auf ein Renditeniveau von 2 % zu schicken. An den Zinsmärkten erwartet man auf Sicht der kommenden Jahre mit Leitzinserhöhungen bis in den Bereich von 1.5 %. Solange die Marktteilnehmer nicht von einem längeren Zinserhöhungszyklus ausgehen, bleibt das Potenzial für deutlich höhere Renditen begrenzt.



- **Renditevorteil** gegenüber Industrieländern stützt die Anlageklasse
- Höhere Rohstoffpreise helfen grundsätzlich **Rohstoffexporteuren**
- **Chinesische Anleihen** diversifizieren das Schwellenländersegment



- **Renditeanstieg in US-Anleihen** kann Anleihen aus Schwellenländern kurzzeitig zusetzen
- Hohe **politische Risiken** in einer Reihe von Emerging Markets
- Lange Laufzeit von Schwellenländeranleihen birgt **hohes Zinsänderungsrisiko**

Türkei belastet

Die Risikoaufschläge von Hartwährungsanleihen emittiert von Schwellenländern gegenüber US-Staatstiteln oder auch deutschen Bundesanleihen sind zuletzt wieder gestiegen. Dahinter steht vor allem die Situation in der Türkei. Trotz einer Inflationsrate von 36 % hat die türkische Notenbank zuletzt den Leitzins gesenkt. Dies führt zu einem massiven Vertrauensverlust der Anleger und zu einer deutlichen Abschwächung der türkischen Lira. Damit nehmen auch die Risiken eines Zahlungsausfalls zu. Türkische Staatstitel, die auf US-Dollar oder auch Euro lauten, büssen ein. Gerade aufgrund der bestehenden Einzelrisiken herrscht bei Anlegern Vorsicht hinsichtlich Anleiheninvestments in Schwellenländern. Wir setzen bei unserem Engagement in diesem Segment auf die Beimischung von chinesischen Anleihen. Letztere zeigen eine wesentlich geringere Volatilität und bieten eine zusätzliche Diversifikation.



- Unternehmen können bisher gut mit **Engpässen** und **Preiserhöhungen** umgehen
- Angesichts eines soliden Umfelds sollte der Markt die **Abkehr von der ultra-expansiven Geldpolitik verkraften** können



- **Abnehmende Liquidität** dürfte mit **höheren Schwankungen** einhergehen
- Bewertungen spiegeln hohe Markterwartungen und lassen **wenig Spielraum für Enttäuschungen**

Richtungsweisende Wochen

Am Aktienmarkt warten die Investoren auf wichtige Signale von der Preisfront. Von den makroökonomischen Daten werden Zeichen einer Trendumkehr bei der Inflationsentwicklung erwartet. Die anstehenden Jahresabschlüsse sollten mehr Aufschluss darüber geben, wie die Unternehmen den starken Anstieg der Produzentenpreise bewerkstelligen konnten. Bisher haben die grösseren Unternehmen die zahlreichen Herausforderungen erfolgreich gemeistert. Aktionäre können höhere Ausschüttungen und mehr Aktienrückkäufe erwarten. Wichtige Notenbanken wie die Fed und die Europäische Zentralbank (EZB) signalisieren, die Normalisierung der Geldpolitik vorantreiben zu wollen. Angesichts positiver Konjunkturaussichten, einer expansiven Fiskalpolitik und günstigen Finanzierungsbedingungen sind die Schritte bisher für Aktien verkraftbar. Dennoch dürfte ein weniger liquiditätsgetriebenes Marktumfeld zu höheren Schwankungen an den Aktienmärkten führen.



- Starke Erholung der **Unternehmensgewinne** und stagnierende Kurse führen zu **attraktiveren Bewertungen**
- Anstieg der Rohstoffpreise **begünstigen Rohstoff-Experteure**



- **Politische Kursanpassung Chinas** verunsichert Anleger
- **Inflation** ist ein noch grösseres Thema als für Industrienationen und **erfordert ein stärkeres Gegenlenken**

China belastet

Während Aktien aus den Industriestaaten 2021 ordentlich zulegen konnten, traten die Schwellenländer auf der Stelle. Ausgerechnet das Index-Schergewicht China, das die Pandemie wirtschaftlich als erstes Land vorübergehend überwinden konnte, entpuppte sich als Belastungsfaktor.

Die Kursschwäche widerspiegelt in erster Linie die Verunsicherung der Anleger bezüglich der politischen und teilweise auch wirtschaftlichen Entwicklung im Reich der Mitte. Operativ konnten die Unternehmen aus den aufstrebenden Märkten ein stärkeres Wachstum verzeichnen als ihre Mitbewerber aus den Industrieländern. Aus einer reinen Bewertungsperspektive hat sich somit ihre Attraktivität erhöht.



- Hedgefonds **gewinnen im Portfoliokontext an Bedeutung**, auch weil Anleihen im Tiefzinsumfeld riskanter geworden sind
- Bei der **Selektion** von Managern und Hedgefonds-Segmenten sollte auf **Marktunabhängigkeit** geachtet werden



- Die breite Masse an Hedgefonds ist marktabhängig und **wird bei einer Aktienmarktkorrektur verlieren**
- Speziell bei Relative-Value-Strategien wie **Fixed Income Arbitrage** besteht Event Risk
- Als Events kommen **unerwartete Notenbankentscheide** in Frage, was zu massiven Verlusten führen kann

Gutes Jahr für Hedgefonds

Wenn in Medien über Hedge Funds berichtet wird, dann geht es in der Regel um milliardenschwere Zusammenbrüche, wie es im letzten Frühjahr bei Archegos der Fall war. 2021 war für das Hedgefonds-Universum dennoch ein erfolgreiches Jahr. Dank 24 Mrd. Netto-Neugeld ist das gesamte Volumen von Hedgefonds auf rund 4'000 Mrd. USD gestiegen. Die Performance war mit 8.9 % respektabel. Verglichen mit 27 % des US-Aktienmarktes stellt sich aber die Frage, wieviel davon marktabhängig (Beta) und wieviel marktunabhängig (Alpha) war. Eindeutig wird dies erst, wenn die Börsen korrigieren. Wir empfehlen daher Segmente wie CTAs (Managed Futures) oder Global Macro, welche eine generell tiefere Marktabhängigkeit aufweisen.

Unsere Sicht auf Währungen



- Defensive Währungen wie **USD, CHF und EUR** sind derzeit gefragt
- **EUR** gegenüber **CHF** und **USD** schwächer, aber gegenüber den meisten anderen Währungen stärker



- **High-Beta-Währungen** leider unter Risk-on und Risk-off und verlieren aktuell, wie die **SEK**
- **Schwellenländerwährungen** bleiben angeschlagen

Keine grosse Gegenwehr der SNB

Der Schweizer Franken hat gegenüber dem Euro weiter an Stärke gewonnen. Zu grosser Gegenwehr der Schweizerischen Nationalbank (SNB) kam es dabei nicht. Die eidgenössischen Währungshüter tolerieren derzeit eine weitere Aufwertung. Würde die SNB intervenieren, wäre dies gleichbedeutend mit einer ultra-expansiven Geldpolitik. Doch die auch in der Schweiz gestiegenen Inflationsraten sprechen gegen allzu lockere geldpolitische Zügel. Der Franken dürfte vorerst wohl noch gut unterstützt bleiben. Es bedarf eines generellen Richtungswechsels des Euro. Wir rechnen mittelfristig mit einer Stärke der europäischen Gemeinschaftswährung gegenüber dem US-Dollar. In diesem Falle würde auch das Währungspaar EUR/CHF zu höheren Niveaus tendieren.

Autoren und Disclaimer

Autoren:

Dr. Felix Brill, Dr. Thomas Gitzel, Bernhard Allgäuer, Bernd Hartmann

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