

Unsere Sicht im März

8. März 2022



Weitreichende Auswirkungen

Der Krieg in der Ukraine hält die Welt in Atem. Und die Folgen reichen weit über die Ukraine und Russland hinaus. Die Energiepreise kennen kein Halten, was die Inflation weiter anfach und das Rezessionsrisiko steigen lässt. Im Portfolio zählt jetzt Vorsicht.

Es herrscht Krieg in Europa. Die Situation in der Ukraine ist dramatisch. Verlässliche Vorhersagen über die weitere Entwicklung sind derzeit kaum möglich, die Lage muss stattdessen laufend neu beurteilt werden.

Die Finanzmärkte haben in den letzten Tagen zum Teil heftig auf neue Nachrichten reagiert. Positive Nachrichten waren dabei Mangelware. Immerhin: Auf einen Medienbericht, wonach die EU neue Anleihen zur Finanzierung der Energieversorgung und der Erhöhung des Verteidigungshaushalts in den 27 Mitgliedstaaten begeben soll, haben die europäischen Aktienmärkte mit Gewinnen reagiert. Das impliziert, dass die Anleger bis jetzt das Handtuch noch nicht geworfen haben.

Diese Finanzierungszusicherung allein wird allerdings noch nicht ausreichen, damit sich die Kurse beruhigen. Ein Ende des Kriegs ist noch nicht absehbar. Die Folgen davon werden über die involvierten Länder und Osteuropa hinaus zu spüren sein. Sei es in der Sicherheits- und Energiepolitik, sei es in der Wirtschaft.

Der starke Anstieg der Energiepreise heizt die Inflation an. Das Tanken an der Zapfsäule zehrt am Portemonnaie und das umso mehr, da immer mehr Menschen aus dem Home Office zurück ins Büro kommen. Keine einfache Situation für die Notenbanken, da sich zu den Inflationsorgen nun noch Rezessionsrisiken gesellen.

Aus unserer Sicht überwiegen kurzfristig die Risiken an den Aktienmärkten. Deshalb hat das Anlagekomitee an seiner monatlichen Sitzung entschieden, europäische Aktien weiter zu reduzieren. Insgesamt senken wir damit die Aktienquote taktisch von neutral auf untergewichtet. Wir bekräftigen also die ohnehin bereits defensive Portfolioausrichtung.

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

Unsere Sicht aufs Portfolio



- **Diversifikation** ist Trumpf
- **ILS** und **Gold** bewähren sich als Stabilisatoren
- **Risikooptimierte Aktienausswahl** schlägt sich besser als kapitalmarktgewichtete Benchmarks



- Stark gestiegene **Energiepreise** belasten den Wirtschaftsausblick
- Hohe **Volatilität** dämpft Risikobereitschaft
- **Unsicherheiten** über die weitere Entwicklung in der Ukraine belasten Märkte

- ● ● ● ● 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



- **Ersparnisse** privater Haushalte und der **hohe Auftragsbestand** 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 Situation bei **Lieferketten**
- **Erhöhte Energiepreise** dämpfen das weltwirtschaftliche Wachstum
- Unsicherheit könnte zu einer Zurückhaltung bei **Investitionen** führen

Krieg in der Ukraine dämpft Wachstumsdynamik

Für die europäische aber auch für die globale Wirtschaft wird der Krieg in der Ukraine nicht folgenlos bleiben. Für die Weltwirtschaft sind die gestiegenen Energiepreise eine Belastung. Der Krieg legt auch offen, wie komplex die Produktionsprozesse in der Industrie sind. Die Ukraine mag aus wirtschaftlicher Sicht für die westeuropäischen Staaten insgesamt keine grosse Rolle spielen, doch das Land liefert beispielsweise Kabelbäume für die Automobilherstellung, ein essentieller Schlüsselbauteil. Fehlt dieser, stehen bei europäischen Autobauern die Fertigungsbänder still. Der Blick auf die aggregierten Daten verschleiert also die tatsächlichen Abhängigkeiten. Wir rechnen nicht damit, dass die wirtschaftliche Erholung zum Erliegen kommt. Dies wäre erst dann der Fall, wenn es zu einem Stopp russischer Gaslieferungen käme. Die Wachstumsraten werden jedoch deutlich geringer ausfallen, als ursprünglich zu erwarten war.

Unsere Sicht auf die Geldpolitik



- **Fed** startet ihren geldpolitischen Straffungskurs, lässt wegen des Kriegs in der Ukraine jedoch Vorsicht walten
- **EZB** beansprucht für sich ein hohes Mass an Flexibilität ein
- **SNB** lässt sich mit einer straffen Geldpolitik ebenfalls Zeit
- Fragen nach dem **richtigen geldpolitischen Mass** gewinnen an Bedeutung
- Als Risiko bleibt der **Bilanzsummenabbau** der Fed
- **EZB läuft Gefahr**, bei einer zu laxen Geldpolitik die Inflation nicht rechtzeitig einzudämmen



Schwierige Aufgabe für die EZB

In Anbetracht deutlich gestiegener Ölpreise klettern die Inflationsraten weiter in die Höhe. In der Eurozone stieg die Teuerungsrate im Februar mit 5.8 % auf ein Rekordhoch. In den USA stehen Inflationsraten im Bereich von 8 % zu Buche. Da die US-Wirtschaft weniger stark von den Folgen des Kriegs betroffen ist, misst die Fed den Inflationsrisiken das stärkste Gewicht zu. Der geldpolitische Straffungskurs nimmt damit an Fahrt auf. Wesentlich schwieriger gestaltet sich die Aufgabe für die EZB: Die konjunkturellen Folgen des Kriegs in der Ukraine sind in Europa wesentlich prägnanter, gleichzeitig besteht aber auch in der Eurozone die Gefahr einer nachhaltig hohen Inflation. Vermutlich werden die europäischen Währungshüter eine hohe Flexibilität für sich beanspruchen. Eine Zinserhöhung der EZB noch im laufenden Jahr ist inzwischen jedoch sehr unwahrscheinlich geworden.



- Geopolitische Unsicherheit lässt Nachfrage nach **langlaufenden Staatstiteln** steigen
- Staatsanleihen **diversifizieren** ein Portfolio
- Erste **US-Zinssenkung** basierend auf Geldmarkterwartungen bereits wieder für 2024 erwartet



- Die **Fed** stellt ihre Netto-Wertpapierkäufe im März ein. Staatstitel bekommen damit weniger Unterstützung
- Auch die **EZB** dürfte Bereitschaft zu einer Reduktion von Staatsanleihekäufen zu erkennen geben
- **Hohes Zinsänderungsrisiko**

Renditeanstieg vor allem am kurzen Ende

Langlaufende Staatstitel vollzogen in den vergangenen Wochen eine Kehrtwende. Der Krieg in der Ukraine lässt Sorgen vor einem wirtschaftlichen Einbruch aufkommen. In den USA setzte sich die Verflachung der Zinskurve fort. Die Differenz zwischen den 10- und den 2-jährigen US-Treasuries lag zuletzt nur noch bei rund 0.3 Prozentpunkten. An den Bondmärkten setzt man auf eine Reihe von Leitzinserhöhungen durch die US-Notenbank Fed bei sich gleichzeitig eintrübenden konjunkturellen Perspektiven. Vieles wird vom weiteren Kriegsverlauf in der Ukraine abhängen. Da letzterer wiederum nur schwer abschätzbar ist, werden die Finanzmärkte vorerst bei ihrer vorsichtigen Haltung bleiben. Das Potenzial für einen erneut deutlichen Renditeanstieg ist derzeit begrenzt.



- **Zahlungsausfall** Russlands ist bereits im Schwellenländerindex reflektiert
- **Höhere Preise für Öl & Co** helfen rohstoffexportierenden Schwellenländern
- **Chinesische Anleihen** diversifizieren das Schwellenländersegment



- Schwellenländeranleihen können kurzzeitig weiter unter **hoher Risikoaversion** leiden
- Erhöhte **politische Risiken** in einer Reihe von Emerging Markets
- Lange Laufzeit von Schwellenländeranleihen birgt **hohes Zinsänderungsrisiko**

Zahlungsausfall Russlands eingepreist

Die Risikoaufschläge (Spreads) von Schwellenländeranleihen haben zuletzt merklich zugelegt. Gegenüber US-amerikanischen Staatstiteln stieg der Spread in den vergangenen Wochen auf Grundlage des Bloomberg-Schwellenländerindex (USD) um rund 100 auf nun über 440 Basispunkte. Der Teilindex für russische USD-Staatstitel verlor rund 90 % seines Wertes. Letzteres erklärt die Entwicklung des Gesamtindex. Da russische Staatstitel bereits einen Zahlungsausfall reflektieren, ist die «Causa Russland» im breiten Schwellenländerindex bereits nahezu vollständig eingepreist. Die weitere Entwicklung von Schwellenländeranleihen hängt damit nunmehr von der allgemeinen Risikostimmung ab und weniger vom Bonitätsrisiko Russlands. Solange die Nervosität an den Aktienmärkten erhöht bleibt, werden die Risikoaufschläge von Schwellenländeranleihen nicht wieder auf Rückzugskurs gehen.



- **Starke Industrietrends**, volle Auftragsbücher und Fachkräftemangel bieten solides Fundament
- Verschiebungen von **Produktionsketten** lösen zusätzliche Geschäftsimpulse aus
- Erhöhte **Verteidigungsausgaben** in Europa geben Impulse für den Maschinenbau
- **Emotionale Marktbewegungen** können zu weiteren Kursverlusten führen, auch in Regionen, die sich bis anhin besser hielten
- Eine erhöhte **Länderrisikoprämie** wird mittelfristig auf den Kapitalmärkten lasten
- Der Entwicklung der **Profitabilität** stehen zusätzliche Herausforderungen im Weg



Zuviel des Guten

Erst eine globale Pandemie, jetzt ein Krieg. Beide Herausforderungen überschatten dabei zwei weitere Themen, die die Kapitalmärkte beschäftigen. Einerseits eine strategische Konsolidierungsphase nach dem Aufleben digitaler Wachstumstrends, andererseits die Straffung der Geldpolitik. Die einzelnen damit einhergehenden Probleme wie Finanzierungskosten, Lieferketten-Unterbrüche, neues Sicherheitsdenken (unter anderem bei Crypto-Assets und Datenschutz) nähren sich zum Teil gegenseitig. Es ist davon auszugehen, dass in den aktuellen fundamentalen Bewertungen dieser Krisenkomplex noch nicht verarbeitet ist. Weder im Hinblick auf die konsolidierende Technologiebranche und möglicher Auswirkungen auf Kapitalkosten, noch im Hinblick auf das Risikobudget strategischer Investoren.



- **Volle Auftragsbücher** stützen die Wirtschaft
- Die jüngste **Euro-Abwertung** erhöht die internationale Wettbewerbsfähigkeit europäischer Unternehmen
- Umdenken bei **Verteidigungsausgaben** ist vorteilhaft für den Maschinenbau



- **Emotionale Marktbewegungen** können zu weiteren Kursverlusten führen
- Die mittelfristigen **Kosten des Kriegs** sind noch nicht vorauszusehen

Europäische Aktien besonders unter Druck

Der Krieg in der Ukraine löst eine Schwächephase an den europäischen Märkten aus. Höhere Rohstoffpreise, Lieferkettenprobleme, aber auch niedrigere Bewertungen sind die Treiber der Kursverluste. Bis anhin wurden die wegen des Kriegs und seinen Folgen zu erwartenden Gewinnschmälerungen aber noch nicht in den Erwartungen berücksichtigt. Es gilt somit in den kommenden Wochen zu beobachten, wie diese Entwicklung seitens der Marktteilnehmer bewertet wird. Die derzeit deutlich gesunkenen Bewertungen könnten daher trügerisch sein. Das Aussetzen und Verlangsamten der Produktion wie etwa in der Automobilindustrie wird durch Rückkopplungseffekte im ersten Quartal Spuren hinterlassen. Die derzeitige Lage bleibt somit angespannt und die Verunsicherung an den Märkten wird hoch bleiben.

Unsere Sicht auf **Alternative Anlagen - Gold**

● ● ● ○ ○
neutral



- Bei geopolitischen Unsicherheiten und erhöhter Volatilität in Aktien gilt Gold als **sicherer Hafen**
- **Inflationsschutz**
- Exportprobleme Russlands könnten das **Angebot verknappen**



- **Stärkerer USD** schmälert die Kaufkraft
- **Steigende Anleiherenditen**
- Aussicht auf **restriktivere Geldpolitik**

Zeit zu glänzen

Steigt die geopolitische Unsicherheit, erfreuen sich sichere Häfen grosser Beliebtheit. Aufgrund der hohen Liquidität, Stabilität und exzellenten Diversifikations-eigenschaften profitiert Gold in einem solchen Umfeld besonders. Angetrieben vom Krieg in der Ukraine verzeichneten börsennotierte Goldfonds wieder Nettozuflüsse und hielten die Goldnotierung deutlich über die Marke von USD 1'900 pro Unze. Neben der erhöhten Risikoaversion von Anlegern könnte ein weiterer Anstieg auch fundamental getrieben werden. Denn gemäss World Gold Council gilt Russland als zweitgrösster Goldproduzent (10 % des jährlichen Angebots). Weitere Sanktionen oder eine geringere Exportbereitschaft Russlands könnten somit das Angebot verknappen. Da Gold zudem als Inflationsschutz gilt, wirken auch die steigenden Energie- und Rohstoffpreise unterstützend.

Unsere Sicht auf Währungen



- **Sichere Häfen** sind derzeit gefragt
- **EUR** hat gegenüber dem CHF und dem US-Dollar das Nachsehen



- **Russischer Rubel verliert massiv und ist de facto nicht mehr handelbar**
- **High-Beta-Währungen** wie SEK verlieren aktuell
- **Erholungspotenzial von Schwellenländerwährungen** ist wegen der geopolitischen Entwicklung aktuell begrenzt

Sichere Häfen gefragt

Der Franken und der US-Dollar sind begehrte Fluchtwährungen, die auch jetzt wieder als sichere Häfen gefragt sind. Der Euro hat gegenüber diesen beiden Währungen zwar das Nachsehen, kann aber gegenüber einer Vielzahl von Währungen zulegen. Die Geopolitik ist jedenfalls der zentrale Treiber an den Devisenmärkten. Wie lange dies noch der Fall sein wird, ist nur schwer abschätzbar. Käme es jedoch in den kommenden Monaten zu einer gewissen Entspannung in der Ukraine, könnten sich die jüngsten Bewegungen an den Devisenmärkten in ihr Gegenteil umkehren. Aus diesem Grund halten wir an unserer Sicht fest und rechnen mit Zugewinnen des Euro sowohl gegenüber dem Franken als auch gegenüber dem US-Dollar. Wir ziehen dabei jedoch kurzfristig den weiter zu Stärke neigenden Dollar und den Franken sehr wohl ins Kalkül.

Die detaillierte Sicht dazu gibt hier: [Link](#)

Autoren und Disclaimer

Autoren:

Dr. Felix Brill, Dr. Thomas Gitzel, 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