

Unsere Sicht im März

9. März 2021



Warum steigende Zinsen ein gutes Signal sind

Der Zinsanstieg der letzten Wochen hat Fragen aufgeworfen. Was steckt dahinter, Wachstumsoptimismus oder Inflations Sorgen? Bremsen die höheren Zinsen den Höhenflug der Aktienmärkte? Diese Fragen werden die Diskussionen unter Anlegern in den nächsten Wochen prägen. Aus unserer Sicht wird sich am Ende die positive Lesart durchsetzen.

So schnell kann es gehen. In den USA sind die Renditen für 10-jährige Staatsanleihen auf rund 1.6 % gestiegen. Noch im August notierten sie bei 0.6 %, einen ganzen Prozentpunkt tiefer. Anleger, die solche Wertschriften in ihrem Portfolio halten, haben also Verluste erlitten. In anderen Währungen haben sich die Zinsen für langlaufende Anleihen ebenfalls nach oben bewegt, aber der Anstieg fiel verhaltener aus. Somit ist die Differenz zwischen den Renditen in Dollar und jenen in Euro und Franken gestiegen.

Die höheren Renditen gehen zum einen auf den um sich greifenden Wachstumsoptimismus zurück, der be-

sonders in den USA ausgeprägt ist. Zum anderen haben Inflations Sorgen neue Nahrung erhalten. Aus unserer Sicht wird der Inflationsanstieg aber nur vorübergehender Natur sein, da er vor allem von Basiseffekten getrieben ist. Dabei spielt der Ölpreis eine wichtige Rolle. Nach dem Kollaps vor einem Jahr steht er inzwischen höher als vor zwölf Monaten. Spätestens im Sommer sollten diese Effekte aber auslaufen und die Inflationsraten wieder sinken.

Wir glauben, dass die Inflations- und Zinsdiskussionen die Aktienmärkte nicht aus der Bahn werfen werden. Wir bestätigen daher unsere neutrale Positionierung bei Aktien. Im Anleihe teil des Portfolios schichten wir auf Kosten von Staatsanleihen in der jeweiligen Referenzwährung in USD-Anleihen um. Damit können wir von der höheren Rendite in USD profitieren. Im Falle des Schweizer Frankens beträgt der Unterschied bei 10-jährigen Staatsanleihen derzeit rund 1.8 Prozentpunkte.

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

Unsere Sicht aufs Portfolio



- Anhaltender **Risikoappetit** dank Wachstumsoptimismus
- Gestiegene Renditedifferenz macht **USD-Anleihen** attraktiver als CHF-Anleihen
- **Insurance-linked Securities** bleiben auch auf dem höheren Zinsniveau interessant



- **Hohe Zinsänderungsrisiken** bei schweizerischen und europäischen Staatsanleihen
- **Stimmungsindikatoren** signalisieren kurzzeitige Vorsicht

- ● ● ● ● 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**



- Verteilung von **Impfstoffen** verspricht im Jahresverlauf die schrittweise Rückkehr zur Normalität
- Die öffentliche Hand steht unverändert für **grosszügige Hilfen** bereit
- Das niedrige Zinsumfeld stärkt fortgesetzt die **Bauwirtschaft**



- Aufgrund der **besonderen Anatomie** der Corona-Rezession fallen Nachholeffekte schwächer aus
- **Fiskalpolitik** künftig eingeschränkt

Atlantische Wachstumsdifferenz

Zwischen der Eurozone und den USA zeichnet sich für das erste Quartal eine eklatante Wachstumsdifferenz ab. Während jenseits des Atlantiks ein Zuwachs des Bruttoinlandprodukts (BIP) gegenüber dem Vorquartal von über 2 % erwartet werden kann, wird die Wirtschaft der Eurozone erneut einbüßen: Die Eindämmungsmassnahmen werden eine Kontraktion des BIP nach sich ziehen.

Auch in China verlief der Jahresstart bislang holprig. Das Datenmaterial fiel im Reich der Mitte vielfach schwächer aus als erwartet worden war. Neuerliche Corona-Ausbrüche machten in Fernost regionale strikte Lockdowns erforderlich. Das Corona-Virus bestimmt also in weiten Teilen der Welt noch immer das wirtschaftliche Geschehen. Besserung zeichnet sich erst im zweiten Halbjahr ab. Die breitflächige Verteilung von Impfstoffen lässt eine nachhaltige wirtschaftliche Erholung zu.

Unsere Sicht auf die Geldpolitik



- Geringere Notwendigkeit für expansive Geldpolitik **wegen wirtschaftlicher Erholung**
- **Notenbanken** sprechen sich vorläufig für die Beibehaltung ihres bestehenden Kurses aus



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

Biden und Powell ergänzen sich nicht mehr

An den Finanzmärkten geht die Sorge vor Inflation um. Aus unserer Sicht ist diese Furcht jedoch überzogen. Zwar werden die Inflationsraten aufgrund einer ganzen Reihe von coronabedingten Sondereffekten über die Frühjahrsmonate hinweg deutlich anziehen. Doch bereits im Sommer ist der grösste Spuk vorbei. Die Notenbanken dies- und jenseits des Atlantiks werden deshalb durch diese Phase eines kurzzeitigen Inflationsanstiegs geflissentlich hindurchschauen. Anders verhält es sich indes mit den Wertpapierkäufen der US-Notenbank. Je grösser der fiskalpolitische Impuls des US-Präsidenten Joe Biden ausfällt, desto weniger bedarf es der grosszügigen Unterstützung der US-Notenbank. Fed-Chef Jerome Powell und Biden werden mit ihren Massnahmen zu gegenseitigen Substituten. Fiskal- und Geldpolitik sind nicht mehr als komplementär zu erachten. Die Diskussion über den Anfang des Endes der Wertpapierkäufe hat also gerade erst begonnen.



- Netto-Käufe der EZB von Staatsanleihen **decken das Netto-Angebot** im Jahr 2021
- Anleihen der **Euro-Peripherie** können davon profitieren



- Staatsanleihen bergen ein **hohes Zinsänderungsrisiko**
- **Angebot** von Staatsanleihen ist enorm gestiegen
- Steigende Staatsverschuldung spricht für **Verschlechterung der Bonität** von Staaten

Renditeanstieg passt ins Bild

Der Anstieg der Renditen von langlaufender US-Staatsanleihen wird derzeit an den Finanzmärkten mit Besorgnis beäugt. Dabei ist das, was wir derzeit sehen, durchaus üblich. Sind die Leitzinsen tief und stehen die Konjunkturampeln auf grün, nimmt der Bedarf an sicheren Häfen ab, ergo dessen verlieren Staatstitel. An den Finanzmärkten schaltet man also in den Modus «Aufschwung», was grundsätzlich als positiv zu werten ist. Die Differenz zwischen 10-jährigen US-Staatstiteln und den US-Leitzinsen lag in den Jahren 2009 und 2010 über lange Strecken bei über drei Prozentpunkten. Auch damals schalteten die Ampeln auf Aufschwung. Über einen längeren Zeitraum betrachtet ging es nach einer Rezession im Bereich der langen Zinsen stets steil nach oben. Dabei können die Bewegungen durchaus sprunghaft ausfallen. Gerade deshalb raten wir zu einem Untergewicht in Staatstiteln bei einer gleichzeitigen Präferenz für kurze Laufzeiten.



- **Renditevorteil** gegenüber Industrieländern stützt die Anlageklasse
- Der Internationale **Währungsfonds** hilft Ländern mit diversen Hilfsprogrammen
- **Höhere Preise für Rohstoffe** wie Öl helfen rohstoffexportierenden Schwellenländern



- Schwellenländeranleihen können kurzzeitig unter dem **Anstieg der US-Renditen** leiden
- Hohe **politische Risiken** in einer Reihe von Emerging Markets
- Lange Laufzeit von Schwellenländeranleihen birgt **hohes Zinsänderungsrisiko**

Höhere Renditeniveaus ungünstig

Schwellenländeranleihen haben gegenüber den Staatstiteln der grossen Industrienationen seit März 2020 profitieren können. Dies war vor allem dem risikofreudigen Marktumfeld zu verdanken. Der Renditeanstieg in US-Staatstiteln könnte kurzfristig aber zum Stolperstein werden. Zwar gibt es langfristig keinen statistisch nachweisbaren Effekt zwischen höheren US-Renditen und dem Risikoaufschlag bei Schwellenländeranleihen, allerdings kommt es kurzzeitig immer wieder zu Ausnahmen von dieser Regel. Die wirtschaftliche Situation ist in vielen Schwellenländern wegen der Corona-Pandemie nach wie vor kritisch. Höhere Renditeniveaus passen nicht in solch ein Umfeld. Deshalb dürften Schwellenländeranleihen derzeit bei steigenden Niveaus am langen Ende der Zinskurve ihre Outperformance gegenüber US-Staatstitel nicht mehr fortsetzen können.



- Kräftiges und breit abgestütztes **Wirtschaftswachstum** weltweit
- Attraktive **Finanzmarktkonditionen**
- Hohe staatliche Stimuli für die regionalen Wirtschaften



- **Hohe Bewertungen** von Technologie- und Trendaktien, vor allem **in USA und China**
- Kurzfristige **negative Stimmungsindikatoren**

Gezeitenwechsel

Zinsängste und Befürchtungen vor erneut verlängerten wirtschaftlichen Einschränkungen wegen der Mutationen des Coronavirus haben an den Börsen zu Gewinnmitnahmen geführt. Im Zentrum stehen sehr gut gelaufene Wachstums- und Trendaktien sowie China, dessen internationaler Leitindex seit dem 18. Februar bereits 13 % nachgegeben hat. Zunehmende Warnsignale seitens der Sentiment-Indikatoren stimmen weiterhin vorsichtig. Die Angst vor schneller als erwartet steigenden Zinsen scheint übertrieben. Denn mit jeder konjunkturellen Erholung geht eine Normalisierung der Kapitalkosten einher. In der Regel werden die negativen Effekte durch ein höheres Gewinnwachstum kompensiert. Aber der Übergang zu einer stabilen Wachstumsphase kann sich ruppig gestalten. Kurzfristige Rückschläge würden für mittel- bis langfristige Investoren aber gute Kaufgelegenheiten eröffnen.



- Japans Wirtschaft erholt sich von der konjunkturellen Krise mit **grossem Willen für Reformen**
- Sehr gute Marktpositionierung weltweit im Bereich der **Automatisierung und elektrischer Mobilität**



- Hoher Anteil **traditioneller Industriesektoren** mit Fokus auf Produktion
- **Altersstruktur der Gesellschaft** wirkt wachstumshemmend

Langsame Erholung

Japans Wachstumsstrategie basiert wie in Europa, den USA oder China stark auf einer grünen Erholung. Die digitale Transformation und eine Reform für kleinere und mittlere Unternehmen befinden sich dabei im Fokus. Das Reformpaket beinhaltet JPY 2 Mrd. für die Dekarbonisierung, JPY 10 Mrd. für die digitale Transformation und maximal JPY 100 Mio. pro Mittelstandsunternehmen für Reformveränderungen. Dabei strebt die Regierung in Japan an, das künftige Wirtschaftswachstum durch industriellen Wandel zu erreichen. Japanische Unternehmen zeigten im letzten Quartal eine kräftige Erholung der Profitabilität, diese Dynamik dürfte noch etwas anhalten. Die Hürden für ein überdurchschnittliches Wachstum darüber hinaus sind jedoch hoch. Zu deutlich war die Überproduktion vor der Krise. Wirtschaftsinvestitionen werden mittelfristig geringer zu erwarten sein und lassen dabei (noch) ein klares Bekenntnis zu den Möglichkeiten der Digitalisierung vermissen.



- Wandelanleihen **profitieren von steigenden Aktienmärkten**, aber mit kontrolliertem Risiko
- Psychologische **Fallstricke** wie Panikverkäufe lassen sich so **vermeiden**



- Die Performance der letzten 12 Monate war die beste in der Geschichte von Wandelanleihen. Sie sind inzwischen **nicht mehr günstig**.
- **Kreditrisiko** ist aufgrund von Covid-19 auch bei Wandelanleihen **erhöht**

Investieren mit Airbag

Die Corona-Impfung wird in den meisten Ländern in den Sommermonaten schon weit mehr als die Risikogruppen abdecken. Es stellt sich nun die Frage, ob die geld- und fiskalpolitischen Stimuli nicht zu viel des Guten sind. Die positiven Konjunkturindikatoren, der anziehende Arbeitsmarkt und die boomenden Rohstoffmärkte sorgen erstmals seit langem wieder für Inflationsdiskussionen. Die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihen lag vor einem Jahr noch bei 0.5 %, heute bei 1.6 %. Wandelanleihen konnten trotz dieses Zinsanstiegs um 68 % zulegen. Wir gehen davon aus, dass sich die Zinsfront kurzfristig beruhigt. Der Aktienmarkt sollte ein leicht höheres Zinsniveau dank steigender Unternehmensgewinne wegstecken können. Wandelanleihen sind eine gute Alternative, falls es doch anders kommt. Anleger partizipieren von einer positiven Marktentwicklung deutlich mehr als bei fallenden Märkten (siehe auch [Investmentidee Wandelanleihen - Investieren mit Airbag](#)).

Unsere Sicht auf Währungen



- **USD:** Die Abwertung des Greenbacks spricht kurzfristig für eine Gegenreaktion
- **AUD:** Profitiert von besserer wirtschaftlichen Situation in China



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

Schweizer Franken gibt nach

Der Franken gab gegenüber dem Euro zuletzt spürbar nach. Damit werden wir in unserer schon seit längerem geäußerten Erwartung höherer Wechselkursnotierungen beim Paar EUR/CHF bestätigt. Die Nachfrage nach sicheren Häfen sinkt. Dies zeigt sich nicht nur zinsseitig mit Verlusten im Bereich von längerlaufenden Staatstiteln, sondern eben auch in einem schwächeren Franken gegenüber dem Euro.

Der Franken dürfte sich auf Sicht der kommenden Wochen weiter verbilligen. Wir rechnen mit Notierungen im Bereich von 1.12 EUR/CHF. Gleichzeitig gab die eidgenössische Währung auch gegenüber dem Dollar nach. Der Greenback übersprang wieder die Marke von 90 Rappen. Die US-amerikanische Währung dürfte nach den deutlichen Kursverlusten der vergangenen Monate gegenüber dem CHF wieder etwas Boden gut machen können.

Autoren und Disclaimer

Autoren:

Dr. Felix Brill, Dr. Thomas Gitzel, Bernhard Allgäuer, Harald Brandl

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