

Unsere Sicht im Mai

11. Mai 2021



Zu viel des Guten?

Volle Auftragsbücher in der Industrie, ausgabefreudige Konsumenten und die Aussicht auf Lockerungen: Der Aufschwung nimmt Fahrt auf. So sehr, dass es zu Engpässen in den Lieferketten kommt und die Preise steigen. Jetzt kommt die Fed ins Spiel.

Die Konjunkturdaten könnten kaum besser sein. Unternehmen sind in Konjunkturumfragen überaus optimistisch. Kein Wunder, wenn man sich etwa die Auftragsbücher in der Industrie anschaut. Aber auch der Dienstleistungssektor freut sich über rege Nachfrage. Nach über einem Jahr Pandemie hat sich überall Nachholbedarf aufgestaut, der sich nun entlädt. Zudem scheint in Europa die dritte Corona-Welle gebrochen zu sein, sodass bald auch die Reisebranche und die Gastronomie aufatmen können.

Diese Nachholeffekte können aber zum Problem werden. Denn in vielen Branchen ist die Nachfrage zuletzt so stark gestiegen, dass es zu Engpässen gekommen ist. In der Bauindustrie etwa sind Materialien

wie Holz knapp geworden. Lange Lieferzeiten drohen Bauvorhaben zu verzögern. Und immer wenn das Angebot knapp wird, steigen die Preise.

Diese Engpässe werden sich nicht von heute auf morgen in Luft auflösen. Dennoch gehen wir davon aus, dass sie nur temporär sein werden. In vielen Fällen werden nun die Angebotskapazitäten zu sehr ausgebaut. Dieses Konjunktur-Phänomen ist bekannt und wird als Schweinezyklus bezeichnet. Als Reaktion darauf werden die Preise fallen. Bis es soweit ist, werden die Notenbanken gefordert sein, vor allem die Fed. Wir erwarten, dass sie bald eine Reduktion der Anleihenkäufe wird ankündigen müssen.

Vor diesem Hintergrund bestätigen wir unser Untergewicht und die kurze Duration bei Staatsanleihen. Bei Aktien bleiben wir neutral gewichtet mit einer regionalen Präferenz für europäische Aktien.

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

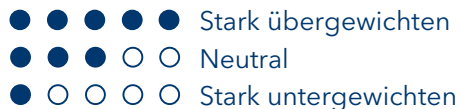
Unsere Sicht aufs Portfolio



- **Kurze Duration**
- **Europäische Aktien** im regionalen Vergleich
- **Diversifikation** durch alternative Anlagen



- **Staatsanleihen** in einem Umfeld, in dem Inflationssorgen die Märkte beschäftigen und Diskussion über den Rückzug der Notenbanken aufkommt



Basis: Mandat CHF ausgewogen

Geldmarkt

Anleihen

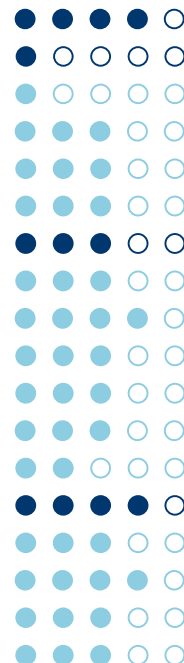
- Staatsanleihen
- Unternehmensanleihen
- USD-Anleihen
- Schwellenländer

Aktien

- Schweiz
- Europa
- USA
- Japan
- Schwellenländer
- Sonderthemen

Alternative Anlagen

- Hedge Funds
- ILS
- Wandelanleihen
- Gold



Unsere Sicht auf die **Konjunktur**



- Deutliche Fortschritte beim **Impfen** in Europa
- **Geschäftsklima** hat sich weiter verbessert
- **Auftragsboom** in der Industrie
- **Öffentliche Gelder** stehen notfalls bereit



- Der **Materialmangel** in der Industrie ist eine temporäre wirtschaftliche Belastung
- **Schwellenländer** werden noch länger unter den Folgen der Pandemie leiden.
- Künftig eingeschränkte **Fiskalpolitik**

Europäische Impfkampagne kommt voran

Europa liegt nun bei den täglich verabreichten Impfdosen in der Spitzengruppe der Industrieländer. Damit zeichnet sich auf Sicht der kommenden Monate eine breitere Öffnung des Dienstleistungssektors ab mit dementsprechend stimulierenden Auswirkungen auf das Wachstum. Das Bruttoinlandprodukt (BIP) der Eurozone dürfte daher in den kommenden Quartalen aufgrund der Wiederöffnung des Hotel- und Restaurantgewerbes sowie des Freizeitsektors einen kräftigen Schub erhalten. Derweil entwickelt sich jedoch die Materialknappheit in der Industrie zu einer Belastung. Der Mangel an Halbleitern und Baustoffen stellt den wirtschaftlichen Aufschwung zwar nicht in Frage, aber es kommt wohl zu einer wirtschaftlichen Bremswirkung. Es ist davon auszugehen, dass dieses Phänomen bis in das dritte Quartal 2021 anhalten wird.

Unsere Sicht auf die Geldpolitik



- Notwendigkeit für expansive Geldpolitik wird angesichts der **wirtschaftlichen Erholung** geringer
- Notenbanken sprechen sich für ein vorläufige **Beibehaltung des jetzigen Kurses** aus



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

EZB sieht keinen Handlungsbedarf

Die dritte Corona-Welle hinterliess erneut schwerwiegende wirtschaftliche Bremsspuren. Für die Europäische Zentralbank (EZB) reicht dies aus, um die ultra-expansive Geldpolitik zu rechtfertigen. Allerdings wird der Euro-Währungsraum mit fortschreitender Impfquote Stück für Stück der Corona-Rezession entkommen und zu einem wirtschaftlichen Normalzustand zurückkehren. Das Notfall-Wertpapierkaufprogramm der EZB ist indes, wie der Name schon sagt, für den Notfall konzipiert. Besteht der Tatbestand des Notfalls nicht mehr, wird die EZB folglich dieses Programm über kurz oder lang einstellen. Vor dem Hintergrund der gestiegenen Staatsverschuldung wird jegliche Reduktion des Ankaufvolumens kein leichtes Unterfangen sein. Die Währungshüter sind ein bedeutender Gläubiger der Staaten geworden. Die Zeit der grossen Herausforderung steht also noch bevor. Noch hat die EZB eine Schonfrist.

Unsere Sicht auf Staatsanleihen



Stark untergewichtet



- Das **Netto-Kaufvolumen** der EZB deckt das Netto-Angebot an Staatstiteln im Jahr 2021
- **Peripherieanleihen in Europa** können davon profitieren



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

Renditen im Aufwärtsmodus

Der Renditeanstieg hat eine Verschnaufpause eingelegt, was unseren Erwartungen entsprach. Jetzt richten sich die Blicke aber auf das zweite Halbjahr. Und weil die US-Wirtschaft auf Erholungskurs bleibt, wird die Fed die Märkte vermutlich bald auf eine Reduktion der monatlichen Anleihekäufe vorbereiten. Damit wird sich der Renditeanstieg fortsetzen. In den USA dürften in der zweiten Jahreshälfte Renditen von 2 % für 10-jährige Treasuries auf der Agenda stehen.

Die europäischen Zinskurven werden sich davon nicht abkoppeln können. 10-jährige Anleihen Deutschlands und ihre schweizerischen Pendanten könnten dann das negative Terrain verlassen. In Anbetracht des deutlich beschleunigten europäischen Impftempos und des dadurch vorgegebenen Wegs zurück zur Normalität passt dies durchaus ins Bild.



- Notenbanken haben **unlimitierte Mittel**, um Anleihen zu kaufen
- Das **Niedrigzinsumfeld** dürfte noch lange anhalten
- Weitere **Staatshilfen** werden fließen, sofern nötig



- **Fundamentaldaten** haben sich aufgrund der Pandemie deutlich verschlechtert
- **Konkurse** dürften mit Verzögerung auftreten
- Unterstützung der Notenbanken wird mit **aufkommenden Inflationsrisiken** irgendwann in Frage gestellt

Tiefzinsumfeld erhöht Zinsänderungsrisiko

Die massiven Kursverluste bei langlaufenden Anleihen im ersten Quartal verdeutlichen das erhöhte Risiko bei Anleihen. Die Duration (Zinsänderungsrisiko) bei 30-jährigen US-Staatsanleihen betrug 1981 bei Zinsen von 15 % rund sechs Jahre. Aktuell sind es mit 22 Jahren fast viermal soviel. Bei Unternehmensanleihen wird dieser Effekt durch die Verlängerung der Laufzeiten durch die Emittenten sogar noch verschärft. Jüngstes Beispiel ist der Softwarekonzern Oracle. Das Unternehmen legte Anleihen im Umfang von USD 15 Mrd. und Laufzeiten mit bis zu 40 Jahren auf, um damit kurzlaufende Papiere abzulösen. Durch die geringe Zinslast wird in der Tendenz auch eine höhere Verschuldung verkraftbar, was sich künftig auf das Ausfallrisiko niederschlägt. Andere Beispiele für höhere Verschuldung sind Canadian Pacific Railway oder Rogers (Kanada). Beide legten zur Finanzierung von Multi-Milliarden-Akquisitionen neue Anleihen auf.



- Starke Entwicklung der **Unternehmensgewinne** im ersten Quartal 2021
- Rückkehr zur **Normalität** in vielen Ländern in greifbare Nähe gerückt
- **Dienstleistungssektor in Europa** sollte mit Lockerungen Impulse erhalten



- Pläne für **Steuererhöhungen** in den USA und in Europa nehmen Gestalt an
- **Knappheit** an Rohstoffen und Halbfertigprodukten sorgt für Beeinträchtigungen bei den Unternehmen
- **Gewinnmitnahmen im Wachstumssegment** beginnt Verunsicherung zu nähren

Abgeschwächte Dynamik

Das positive Momentum im März hielt noch bis Mitte April an, jedoch flacht seitdem die Preisdynamik an den Aktienmärkten deutlich ab. Schwellenländer schaffen es, den MSCI World um 1.1 Prozentpunkte zu schlagen. Alle anderen Regionen liegen nahe der globalen Benchmark. Japan hingegen verliert relativ betrachtet 4 %, obwohl Gewinnrends nach oben revidiert wurden. Generell war im Rahmen der Berichterstattung eine Aufwärtsrevision der Gewinnerwartungen zu beobachten. Vor allem die Netto-Gewinnmargen entwickelten sich dabei sehr erfreulich. Trotz einer Fülle an positiven Nachrichten nahm die Preisdynamik ab. Dies trifft vor allem Trendwerte in den Segmenten erneuerbarer Energien und Elektromobilität. Allerdings verlieren auch Asien, die Schweiz und Japan stärker an Momentum. Der Mai kann sich in diesen Regionen als Pausenzone für Kursgewinne entpuppen.

Unsere Sicht auf **Substanzwerte** (Value-Aktien)



Im Portfolio enthalten



- **Auftragseingang** sorgt für hohe Auslastung im verarbeitenden Gewerbe
- Lockerungen im Einzelhandel und Tourismus löst **Erholungstendenz** aus
- Hohe fiskalpolitische Infrastrukturausgaben **begünstigen vor allem Substanzwerte**



- «Value-Segment» ist mit wenigen Ausnahmen **nicht günstig** bewertet
- Mehrere Sub-Industrien – wie der Automobilsektor, der Einzelhandel aber auch Airlines – befinden sich in einem kostenintensiven **Transformationsprozess**

Treten Substanzwerte aus ihren Schatten?

Die starke Erholung des verarbeitenden Gewerbes sorgt für überdurchschnittliche Kursgewinne im Segment der sogenannten «Value»-Aktien. Da gleichzeitig heissgelaufene Wachstumsaktien gewisse Gewinnmitnahmen erfahren, rentieren Substanzwerte aktuell deutlich besser. Diese Situation kann durchaus anhalten, da wichtige Bereiche wie Finanzwerte, Telekomaktien aber auch Energieaktien noch Erholungspotenzial aufweisen. Ebenso wird vor allem das verarbeitende Gewerbe durch fiskalpolitische Massnahmen begünstigt. Eine Situation, die aus taktischer Sicht zu einer Veränderung bezüglich dem Muster der vergangenen Jahren führen kann. Vor allem Europa hat dabei eine attraktive Ausgangsposition.



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



- **Negatives Sentiment** führt zu Abflüssen aus ETFs und weniger bullischen Positionierungen am Terminmarkt
- **Steigende Infektionszahlen** in Indien bremsen die Schmucknachfrage
- **Potentieller Gegenwind**, falls Anleihenrenditen steigen, der US-Dollar an Stärke gewinnt oder es zu Liquiditätsengpässen an den Märkten kommen sollte

Indien bremst starke Schmucknachfrage

Dank eines schwächeren US-Dollars, stabileren Anleihenrenditen und einer deutlich stärkeren Schmucknachfrage aus den wichtigsten Abnahmeländern China und Indien konnte sich der Goldpreis von seinen Tiefs im März wieder erholen. Gemäss World Gold Council interessierten sich Konsumenten im ersten Quartal nicht nur für goldene Schmuckstücke (+52 % im Jahresvergleich), sondern auch für Barren und Münzen (+36 %). Allerdings dürfte die Erholung nur von kurzer Dauer sein, da die steigenden Infektionszahlen auf dem indischen Subkontinent sich im laufenden Quartal negativ niederschlagen werden. Trotz temporärer Inflationsrisiken und einer Güterknappheit, die die Wirtschaft bremsen könnte, ist keine Verbesserung des Stimmungsbildes in Sicht. Während börsennotierte Goldfonds weiterhin mit Abflüssen zu kämpfen haben, sind die spekulativen Positionen auf einen Anstieg zuletzt abgebaut worden.

Unsere Sicht auf Währungen



- **EUR:** Die Wirtschaftsdaten der Eurozone sind derzeit unerwartet stark, was die Gemeinschaftswährung stützt
- **AUD:** Profitiert von besserer wirtschaftlichen Situation in China



- **Schwellenländerwährungen** profitierten 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

Euro-Stärke braucht noch immer Verschnaufpause

Der Euro konnte gegenüber dem US-Dollar zuletzt Boden gutmachen. Dies ist unter anderem auf die in Fahrt gekommene europäische Impfkampagne zurückzuführen. Impferfolge, Zins- und Währungsentwicklungen stehen derzeit in einem engen Zusammenhang. Allerdings ist die markttechnische Situation nach den starken Euro-Aufwertungen der vergangenen Monaten noch immer nicht vollständig bereinigt. Gleichzeitig fallen europäische Wirtschaftsdaten immer besser aus und lassen sogar auf einen Boom im verarbeitenden Gewerbe schliessen. Dies war in solch einem Ausmass nicht erwartet worden. Der Euro sitzt also derzeit zwischen zwei Polen, so dass wir vorerst eine Seitwärtsbewegung beim Währungspaar EUR/USD erwarten. Dabei ziehen wir aber auch ins Kalkül, dass es innerhalb dieser Bewegung kurzzeitig durchaus wieder unter die Marke von 1.20 gehen kann.

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