

Unsere Sicht im November

9. November 2021



Die Fed hat dazugelernt

Die Fed beginnt im November, die Anleihenkäufe zu reduzieren. Wer davon überrascht war, der muss in den letzten Monaten in einer Filterblase gelebt haben. Die Märkte waren gut vorbereitet, grössere Reaktionen blieben aus.

Die Verantwortlichen der US-Notenbank Fed haben die Veränderung der Geldpolitik monatelang im voraus signalisiert. Sie haben damit offensichtlich die richtigen Lehren aus dem Jahr 2013 gezogen. Der damalige Fed-Vorsitzende Ben Bernanke hatte mit seiner Ankündigung, die Anleihenkäufe reduzieren zu wollen, die Märkte auf dem falschen Fuss erwischt.

Geradezu gelassen reagierten Finanzmarktteilnehmer auf die Aussicht von Leitzinserhöhungen im kommenden Jahr, wie sie das Fed-Führungsgremium erwartet. Die Verfallrenditen für kürzere Laufzeiten sind stark angestiegen, am längeren Ende der Zinskurve gingen die Renditen jedoch leicht zurück. Damit hat sich die Zinskurve verflacht, was in der Vergangenheit oft ein Signal für aufkommende Rezessionsorgen war. Dies spiegelt die Lieferprobleme

im internationalen Handel, die immer noch nicht behoben sind und damit die kurzfristigen Konjunkturrisiken steigen lassen. Aber von um sich greifenden Rezessionsängsten kann keine Rede sein. Die Auftragsbücher der Unternehmen sind voll und die Konsumenten sind weiter zuversichtlich und konsumieren fleissig. Deswegen erachten wir die Verflachung der Zinskurve nur als temporäres Phänomen.

An den Aktienmärkten herrscht derzeit auch alles andere als Verdruss. Die Märkte haben sich von ihrem kleinen Zwischentief erholt und eine ganze Reihe von Stimmungsindikatoren zeigen einen wieder steigenden Risikoappetit. Genährt wird diese positive Stimmung von guten bis sehr guten Unternehmenszahlen für das dritte Quartal.

Das Anlagekomitee hat vor diesem Hintergrund entschieden, an der aktuellen taktischen Positionierung festzuhalten. Bei Aktien haben wir eine Präferenz für den europäischen Markt und für chinesische Konsumtitel.

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

Unsere Sicht aufs Portfolio



- **Unternehmenszahlen** fürs dritte Quartal unterstützen Aktienmarkt
- **Kommunikation der Zentralbanken** funktioniert
- **Chinesische Anleihen** bewähren sich im Portfolio



- **Verflachung der Zinskurve** als Risikosignal
- **Schwellenländerwährungen** nach wie vor unter Druck
- Erholung des **chinesischen Aktienmarktes** lässt auf sich warten

- ● ● ● ● 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**



- **Privater Konsum** stützt Wachstum
- Mittelfristiges **Aufschwungsszenario** intakt
- **Materialmangel** verbessert den wirtschaftlichen **Ausblick 2022**



- **Materialknappheit** bremst Erholung kurzfristig
- **Erneute Corona-Welle**
- **Nachholeffekte** im Dienstleistungssektor laufen aus

Schwierige Quartale stehen bevor

Die Nachholeffekte im Dienstleistungssektor sind vorbei, sodass nun die Materialknappheit stärker zur Geltung kommt. Erschwerend dazu gesellen sich horrend gestiegene Energiepreise, vor allem für Gas und Strom. Für die Wirtschaft der Eurozone dürfte im vierten Quartal nicht mehr drin liegen als eine Nullnummer. Für die US-Wirtschaft zeichnet sich ein ähnliches Bild ab. Dort schwächte sich die konjunkturelle Entwicklung bereits im dritten Quartal merklich ab. Die Nachholeffekte im Hotel- und Gaststättengewerbe waren bereits vorüber, sodass die Materialknappheit im Spätsommer deutlicher zur Geltung kam. Das US-Bruttoinlandsprodukt wuchs lediglich mit 0.5 % gegenüber dem Vorquartal. Sollten Materialien und Zwischenprodukte jedoch wieder in ausreichendem Mass fließen, ist ein kräftiges Anziehen der Industriekonjunktur zu erwarten.

Unsere Sicht auf die **Geldpolitik**



- **Fed** reduziert Anleihekäufe ohne Störungen an den Finanzmärkten
- **EZB** macht deutlich, dass es auf absehbare Zeit zu **keinen Zinserhöhungen** kommt



- Intensivierte Diskussion über **das richtige geldpolitische Mass**
- Unerwartete schärfere Manöver der Notenbanken könnten zu **Nervosität an den Finanzmärkten** führen

Fed läutet die geldpolitische Wende ein

Die Fed wird noch im November das Tempo ihrer Anleihekäufe drosseln. Die Wertpapierkäufe werden um USD 15 Mrd. pro Monat zurückgefahren. Dabei entfallen USD 10 Mrd. auf Staatstitel und USD 5 Mrd. auf hypothekenbesicherte Wertpapiere. Die Fed behält sich aber vor, abhängig von der wirtschaftlichen Entwicklung das Tapering anzupassen. Der Plan sieht bislang vor, die Anleihekäufe bereits bis Mitte 2022 ganz einzustellen. Das wäre schneller als beim letzten Mal. Die zuletzt im September publizierten Projektionen der Mitglieder des Offenmarktausschusses sehen bereits für 2022 eine erste Zinserhöhung vor. Das hiesse, dass nur kurze Zeit nach Einstellung der Wertpapierkäufe eine erste Zinserhöhung erfolgen würde. Die Finanzmärkte reagierten indes gelassen, da die Schritte gut kommuniziert waren. Hält sich die Fed an ihren Fahrplan, wird von der Geldpolitik vorläufig keine Störung ausgehen.



- **Materialmangel** bremst kurzfristig die **konjunkturelle Entwicklung**, was **gegen** einen **abrupten Anstieg der Renditen** spricht
- Staatsanleihen **diversifizieren** ein Portfolio



- **Fed** beginnt mit der Drosselung ihrer monatlichen Staatsanleihenkäufe
- Auch die **EZB** wird wegen deutlich gestiegenen Inflationsraten **Wertpapierkäufe** etwas reduzieren müssen
- Staatsanleihen bergen ein **hohes Zinsänderungsrisiko**

Inflations- und Konjunkturrisiken im Gleichtakt

Kaum ein Finanzmarktsegment zeigt derzeit den Zwiespalt zwischen Inflations- und Konjunkturrisiken so gut wie Staatsanleihen. Wegen merklich gestiegener Teuerungsrisiken müssten langlaufende öffentliche Schuldverschreibungen deutlich nachgeben. Doch die Rendite der 10-jährigen US-Treasuries fiel zuletzt zwischenzeitlich unter 1.60 %. Ganz anders wiederum die 2-jährigen US-Staatstitel: Dort stiegen die Renditen im Zeitraum September bis Oktober in der Spitze um 30 Basispunkte. Damit verflachte sich die US-Zinskurve. Längerfristig scheinen die Marktteilnehmer also Konjunkturrisiken zu sehen. Tatsächlich rufen die Materialknappheiten gleichermassen Inflations- und Konjunkturrisiken hervor. Wird der Knoten hingegen beim Materialfluss gelöst, bewegt sich die Lage ins Gegenteil. Die Konjunktur wird anspringen, was Renditen am langen Ende der Zinskurve wieder nach oben hieven dürfte.



- **Niedrigzinsumfeld** ist auch nach Ende der Anleihenkäufe Mitte nächsten Jahrs noch nicht am Ende
- Auf absehbare Zeit ist nicht mit einem Anstieg der **Kreditausfälle** zu rechnen



- **Inflationsrisiken**, besonders wenn Notenbanken die Lage falsch einschätzen
- **Exogene Schocks** sind in den aktuellen Risikoprämien nicht berücksichtigt
- Ein **Übergreifen** der **Turbulenzen in China** wird derzeit nicht erwartet, kann aber nicht ausgeschlossen werden

Reduktion der Anleihenkäufe - Party geht weiter

Die US-Notenbank reduziert die Anleihenkäufe (vgl. Unsere Sicht auf die Geldpolitik). Trotz der Reduktion wird sie bis zum Ende der Käufe Mitte 2022 weitere USD 420 Mrd. Anleihen gekauft haben, ehe die erste Leitzinssenkung vorbereitet wird. Die Märkte wurden früh genug auf dieses Szenario vorbereitet, die Nachricht wurde freundlich aufgenommen.

Das Tiefzinsumfeld ist für Unternehmen auch nächstes Jahr noch vorteilhaft. Vorausblickend ist mit abnehmenden Kreditausfällen und weiteren Verbesserungen der Ratings zu rechnen. Allerdings scheint dies auch mit extrem tiefen Kreditaufschlägen von unter 3 % für High Yield in den Kursen enthalten zu sein. Kurssprünge nach oben sind damit nicht zu erwarten. Verluste aufgrund von exogenen Schocks beispielsweise wegen des Pandemieverlaufs, einer Verschärfung der Energiekrise oder bei den Lieferengpässen sind aber jederzeit möglich.



- **Solide Gewinnentwicklung** im dritten Quartal 2021
- **Gute Auftragseingänge und robuster Einzelhandel** stützen mittelfristiges Wachstum



- **Potenzieller Druck auf Gewinnmargen** in den nächsten Quartalen wegen steigender Produzentenpreise, Energiekosten und der zu erwartenden Steuererhöhungen in den USA
- **Spekulative Exzesse in Trendthemen** wie Elektromobilität und alternative Antriebsstoffe

Positiv dem Jahresende entgegen

Die solide Gewinnentwicklung der Unternehmen im dritten Quartal gibt den Aktienmärkten auf hohem Niveau etwas Luft. Zwar verweisen viele Unternehmen auf ein schwierigeres Umfeld in den kommenden Monaten wegen Lieferproblemen, steigenden Energie- und Produktionskosten sowie höheren Lohnaufwänden. Dennoch bleibt der Ausblick auf erwarteten Niveaus und wird vereinzelt sogar erhöht. Marktteilnehmer reagieren aber empfindlich auf Enttäuschungen. Das hat die Anzahl Aktien, die nach der Berichterstattung deutliche Kursverluste erlitten, merklich ansteigen lassen. Die Luft nach oben scheint insgesamt dünner zu werden. Während der US-Markt in diesem Umfeld deutliche Verzerrungen ausweist, bieten Europa und Japan freundlichere Bewertungen. In beiden Regionen wirken die Konjunkturprogramme für die kommenden Jahre stützend. Planbarkeit wird in unsicheren Marktphasen belohnt.



- Ökologische Wende wirkt wie ein **Konjunkturprogramm**
- **Attraktive Bewertungen** sowohl im Ländervergleich als auch bei den Sektoren
- **Italien und England** bieten Investoren mit Fokus auf Dividendenrenditen qualitativ attraktiv bewertete Opportunitäten



- **Hohe Exportsensitivität** Europas gegenüber Schwellenländern mit grossen **wirtschaftlichen Herausforderungen**
- **Steigende Produzentenpreise** sowie **Zulieferprobleme** wirken dämpfend auf Umsätze und Margen

Nachhaltig gut

Die hohe fundamentale Bewertung globaler Aktien verdeckt teilweise das Potenzial europäischer Aktien. Im Hinblick auf den ökologischen Strukturwandel der Industrie bietet Europa bis anhin das beste öffentliche Unterstützungspaket. Dieses ist bereits verabschiedet und befindet sich im Umsetzungsprozess. Vor allem für Peripheriestaaten wird dies auf Sicht der kommenden Jahre zu hohen Wirtschaftsimpulsen führen. Die fundamentale Bewertung europäischer Länder und des Finanz-, Automobil-, Industrie- aber auch Energiesektors sind im weltweiten Vergleich gemässigt, bis attraktiv. Trotz Lieferengpässen sowie steigenden Energie- und Lohnkosten kann die tiefe Erwartungshaltung der Marktteilnehmer für 2022 durchaus zu positiven Überraschungen führen. Die Ampeln stehen für Europa somit weiterhin auf Grün.



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



- Wandelanleihen sind inzwischen **nicht mehr günstig** nach enormer Performance seit Ausbruch der Pandemie
- Wandelanleihen werden oft für **Sanierungszwecke** ausgegeben, ein Boom bei grosskapitalisierten Unternehmen etwa wird verpasst

Nicht mehr günstig, aber andere Vorteile

Wandelanleihen sind die heimlichen Gewinner der Pandemie. Wenn auch in geringerem Ausmass als Aktien, erlitten sie zu Beginn der Krise ebenfalls deutliche Verluste (-16 %). Aktien verloren mehr als das Doppelte. Da Wandelanleihen im Gegensatz zu normalen Anleihen nicht direkt von Notenbankkaufprogrammen profitierten, übertraf ihre Verfallsrendite zwischenzeitlich diejenige von Anleihen ohne Wandlungsrecht. Die Option zur Wandlung in Aktien gab es quasi gratis dazu. Bisher war diese Situation nur einmal verzeichnet worden - auf dem Höhepunkt der Finanzkrise im Jahr 2009. So wie damals hat sich diese Extremsituation als Kaufgelegenheit erwiesen (Performance seither 45 %).

Somit sind Wandelanleihen nicht mehr günstig. Dennoch sind sie in unsicheren Zeiten sinnvoll, da sie in Korrekturphasen - so die Faustregel - nur zu einem Drittel an den Aktienkursen partizipieren, in Erholungsphasen aber zu zwei Dritteln.

Unsere Sicht auf Währungen



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



- **High-Beta-Währungen** wie die **SEK** verlieren
- **Schwellenländerwährungen** bleiben angeschlagen, besonders die **türkische Lira**

Dollar weiter fest, Schwellenländer unter Druck

Mit Blick auf globale Unsicherheiten, Lieferengpässe und gestiegene Inflationsrisiken sind defensive Währungen gefragt. Der Dollar profitiert, auch wegen der Aussicht auf einen Rückzug der Fed aus der expansiven Geldpolitik. Hält die globale Erholung an, wovon wir ausgehen, rechnen wir nach wie vor mittel- bis langfristig mit einem schwächeren US-Dollar.

Besondere Aufmerksamkeit erhielt einmal mehr die türkische Lira. Die Währung leidet unter den Zinssenkungen der türkischen Notenbank. Anstatt dem gestiegenen Inflationsdruck und der Währungsschwäche mit Zinserhöhungen zu begegnen, übt die Regierung Druck auf die Notenbank aus. Präsident Recep Tayyip Erdogan forciert Zinssenkungen zur Stimulierung der Wirtschaft. Der Vertrauensverlust wird in den kommenden Wochen schwer auf der Lira lasten.

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