

Unsere Sicht im Oktober

12. Oktober 2021



Die nächste Runde an Nachholeffekten wartet schon

Steigende Energiepreise bestimmen derzeit die täglichen Schlagzeilen. Die in die Höhe geschellten Gaspreise haben inzwischen sogar die Politik auf den Plan gerufen. Die Zentralbanken lassen sich davon jedoch noch nicht aus der Ruhe bringen.

Die einmonatigen Gas Terminkontrakte haben sich in Europa binnen eines Jahres mehr als versechsfacht. Das sorgt für Aufsehen und hat Inflations Sorgen befeuert. Die höheren Energierechnungen drohen auch auf die Stimmung der Konsumenten und Unternehmen zu drücken. Letztere leiden ohnehin unter Materialknappheit und Lieferengpässen. Wenig überraschend daher, dass zuletzt das Schreckgespenst einer Stagflation, also der unheilvollen Kombination aus stagnierender Wirtschaft und steigender Inflationsentwicklung, die Runde gemacht hat. Aus unserer Sicht ist die Gefahr einer stagflationären Entwicklung jedoch gering. Kurzfristig werden die Inflationsraten zwar hoch bleiben und die Wachstumszahlen fürs vierte Quartal werden aufgrund der Materialknappheit tatsächlich schwächer ausfallen. Aber

bereits zu Beginn des nächsten Jahres sollte die Wachstumsdynamik wieder anziehen. Dafür sprechen die leergefegten Lager und die vollen Auftragsbücher in der Industrie. Wenn sich die Material- und Liefersituation zu entspannen beginnt, wartet also bereits die nächste Runde an Nachholeffekten.

Zudem erwarten wir, dass dann auch die Inflationsraten wieder sinken werden. Ein Vorbote dafür ist etwa die Entwicklung bei den Rohstoffpreisen für Metall, Kupfer oder Nickel. Diese sind nach dem starken Anstieg zu Beginn des Jahres bereits wieder deutlich zurückgekommen.

Vor diesem Hintergrund bestätigen wir unsere aktuelle Portfoliositionierung. Bei Staatsanleihen üben wir weiterhin Zurückhaltung. Gold und Insurance Linked Securities erachten wir dagegen aus taktischer Sicht interessant. Bei Aktien halten wir an der strategischen Quote fest und legen taktisch den Fokus auf europäische Aktien und chinesische Konsumittel.

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

Unsere Sicht aufs Portfolio



- Beimischung von **chinesischen Anleihen**
- **Präferenz** für europäische Aktien
- Gold und ILS als **Stabilisatoren** fürs Portfolio



- **Steigende Zinsen** negativ für Staatsanleihen
- Energiepreisanstieg **befeuert Inflationssorgen**

- ● ● ● ● 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**



- **US-Konjunkturprogramme** stützen die Wirtschaft
- Das mittelfristige **Aufschwungsszenario** bleibt intakt
- Der **Materialmangel** verbessert den wirtschaftlichen Ausblick für das kommende Jahr



- Die **Materialknappheit** bremst indes die wirtschaftliche Erholung kurzfristig
- **Delta-Variante** des Corona-Virus schränkt erneut Reiseverkehr ein
- **Nachholeffekte** im Dienstleistungssektor laufen aus

Materialmangel einmal anders gedacht

Der Konjunkturausblick lässt zwei unterschiedliche Sichtweisen zu. Kurzfristig ist der Materialmangel ein erhebliches wirtschaftliches Risiko. Ohne Nachschub leidet die Produktion und im weiteren Nachgang auch die Beschäftigung. Dies zeigt auch der Blick auf die Lager. Letztere sind leergefegt wie selten zuvor. Doch gerade der geringe Bestand von Materialvorräten bei den Unternehmen verspricht für das kommende Jahr eine robuste wirtschaftliche Entwicklung. Sobald Vorprodukte wieder verfügbar sind, werden die Lager wieder befüllt werden. Gleichzeitig müssen aber auch die liegengelassenen Aufträge abgearbeitet werden. Der Produktionsausblick ist vor diesem Hintergrund ein äusserst günstiger. So sehr derzeit also der Materialmangel schmerzt, so sehr profitiert der Ausblick für das kommende Jahr davon.

Unsere Sicht auf die Geldpolitik



- **Fed bereitet Ausstieg vor**, doch einen abrupten Kurwechsel gibt es nicht
- **EZB** macht deutlich, dass es auf absehbare Zeit zu **keinen Zinserhöhungen** kommt



- Diskussion über **das richtige geldpolitische Mass**
- Fed wird aus unserer Sicht im November eine Reduktion ihrer Anleihekäufe verkünden
- Richtungswechsel in der Geldpolitik könnte zu **Nervosität an den Finanzmärkten** führen

Notenbanker sind nervös

Der Inflationsausblick für 2022 ist mit erheblicher Unsicherheit belastet. Die Inflationsraten werden zum Jahresendbeginn 2022 wohl fallen, soviel steht fest. Doch die Frage bleibt, wie stark es in den Rückwärtsgang gehen wird? Jüngst kam nun eine neue Dynamik beim Gaspreisanstieg hinzu. Letzterer wird seine volle Wirkung erst im kommenden Jahr zeigen. Deshalb werden die Notenbanken ihre Inflationsprojektion für das kommende Jahr weiter nach oben nehmen müssen. Würden die höheren Konsumentenpreise Niederschlag in den Arbeitnehmerentgelten finden, bestünde das Risiko einer Lohn-Preis-Spirale. Dies wären dann die gefürchteten Zweitrundeneffekte. Noch ist davon nichts zu spüren, doch die Notenbanker sind mittlerweile nicht mehr ganz so gelassen wie noch vor wenigen Wochen. Die Fed wird jedenfalls im November wohl eine Reduktion ihrer monatlichen Anleihekäufe verkünden.



- Der **Materialmangel** bremst derzeit die konjunkturelle Entwicklung und spricht somit auch gegen einen abrupten Anstieg der Renditen
- Staatsanleihen **diversifizieren** ein Portfolio



- Die **Fed** öffnete die Tür für eine schrittweise Reduktion der Staatsanleihekäufen im zweiten Halbjahr 2021.
- Auch die **EZB** wird in Anbetracht deutlich gestiegener Inflationsraten ihre **Wertpapierkäufe** etwas reduzieren müssen
- Staatsanleihen bergen ein **hohes Zinsänderungsrisiko**

Renditen legen wieder zu

In der Eurozone stiegen zuletzt die Renditen wieder an. Die merklich anziehenden Inflationsraten, auch wenn sie aus unserer Sicht temporärer Natur sind, und die Aussicht auf ein Auslaufen des Pandemie-Notfallkaufprogramms (PEPP) der EZB im kommenden Jahr sind hinter dem Anstieg zu sehen. An den Finanzmärkten bereitet man sich also auf eine graduelle Anpassung des geldpolitischen Kurses der EZB vor. Eine Abmilderung des ultra-expansiven geldpolitischen Kurses, sei es seitens der Fed oder auch der EZB, spricht weiterhin für höhere Renditen dies- und jenseits des Atlantiks. Da allerdings gleichzeitig in Anbetracht des Materialmangels die kurzfristigen Konjunkturrisiken zunehmen, werden die Märkte mit einem deutlichen Verkauf von Staatsanleihen vorsichtig sein. Der Renditeanstieg dürfte sich also fortsetzen, aber ein Emporschnellen der Zinsen am langen Ende der Zinskurve ist unwahrscheinlich.



- **Renditevorteil** gegenüber Industrieländern stützt die Anlageklasse
- Die **Impfkampagne** kommt nun auch in den grossen Schwellenländern voran
- **Höhere Preise** für Öl & Co helfen grundsätzlich rohstoffexportierenden Schwellenländern



- **Schwellenländeranleihen** können kurzzeitig unter dem Renditeanstieg im USD leiden
- **Hohe politische Risiken** in einer Reihe von Emerging Markets
- **Lange Laufzeit** von Schwellenländeranleihen birgt **hohes Zinsänderungsrisiko**

Robuste Hartwährungsanleihen, schwache Währungen

Die gestiegenen Rohstoffpreise sind für Schwellenländer Fluch und Segen zugleich. Einerseits profitiert die Exportwirtschaft der Länder von den lukrativen Absatzpreisen, andererseits lassen die teureren Preise für Öl, aber auch Nahrungsmittel, die Inflationsraten regelrecht in die Höhe schiessen. So liegt die Teuerungsrate in der Türkei aktuell bei knapp 20 %, in Brasilien sind es rund 10 %. Damit kommen aber die Notenbanken unter Druck, die geldpolitischen Zügel anzuziehen. Und das, obwohl die Corona-Folgen noch nicht vollständig überwunden sind. An den Finanzmärkten schlagen sich inzwischen Schwellenländeranleihen, die in USD denominiert sind, verhältnismässig robust. Viele Schwellenländerwährungen verharren hingegen auf historischen Tiefständen gegenüber dem US-Dollar.



- Tendenziell **steigende Zinsen** in USA unterstützen den Finanzsektor auch in Europa
- Der **Arbeitsmarkt** erholt sich und signalisiert eine sich weiterhin verbessernde Wirtschaftslage
- Europäische Unternehmen kündigen **vermehrt Aktienrückkäufe** an, ein Signal guter Unternehmensentwicklung



- Das **Marktsentiment** verschlechterte sich, **Absicherungstendenzen** belasten die Aktienkurse
- Stark gestiegene **Energiepreise** und weiter bestehende **Knappheitsprobleme** wirken belastend auf die Gewinnmargen

Die Märkte auf dem Prüfstein

Die jüngsten Preiskorrekturen an den Aktienmärkten stehen für eine Konsolidierung. Seit Mai können nun lediglich die USA nennenswerte Kursgewinne verbuchen, wobei die fundamentalen Bewertungen bereits positive Wachstumserwartungen einpreisen. In anderen Regionen sehen die Bewertungen inzwischen wieder attraktiver aus. Japan, England aber auch Lateinamerika stechen dabei heraus. Tendenziell sind diese Regionen stärker abhängig von einer erhöhten Rohstoffnachfrage. Gerade diese Situation wird durch den hohen Druck hin zur Klimaneutralität akzentuiert. Noch steht der Oktober im Zeichen erhöhter Kursschwankungen. Ein schwieriges Marktumfeld, das jedoch auch ein interessantes Zeitfenster für taktische Neu-Positionierungen schaffen könnte.



- Die **Wachstumsaussichten** für die kommenden beiden Geschäftsjahre sind überdurchschnittlich gut
- Die **japanische Wirtschaft** ist industriell ausgerichtet und bietet vor allem für Value-Investoren attraktive Anlageperspektiven
- Vor allem die **Basisindustrie** sowie der **Finanzsektor** werden mit hohen Abschlügen bewertet



- Die **hohen Aktienbestände** der Notenbank in Japan (BOJ) stimmen weiterhin bedenklich
- Der neue Premierminister plant eine **Erhöhung der Kapitalertragsteuer** um 5 bis 10 Prozentpunkte (aktuell 20 %)
- Der **Technologiesektor** ist auch im internationalen Vergleich sehr hoch bewertet

Stabiles Wachstum zu fairen Bewertungen

Mit der Wahl von Fumio Kishida zum Ministerpräsidenten setzt das politische Establishment in Japan auf Stabilität. Zunächst reagierten die Marktteilnehmer enttäuscht und die vorauseilenden Kursgewinne mit der Erwartungshaltung einer deutlich expansiveren Wirtschaftspolitik wurden umgehend korrigiert. Dennoch sollte das mittelfristige Potenzial japanischer Aktien nicht unterschätzt werden. Japan hat im Reigen der Industriestaaten das höchste Wertaufholungspotenzial und profitiert gleichermassen von einem bereits beschlossenen und Planungssicherheit bietenden Infrastrukturprogramm. Hierbei bietet die fundamentale Bewertung in Japan zusätzliche Pluspunkte für Investoren, vor allem im Vergleich zu den USA und der Schweiz.



- **Konsumenten** stützen Nachfrage
- Niedrigzinsen bieten eine **Opportunitätsdividende**
- **Schutz** vor höheren Inflationsraten



- **Stärkerer USD** schmälert die Kaufkraft
- **Gegenwind**, falls Anleihenrenditen steigen
- Aussicht auf **restriktivere Geldpolitik** wirkt belastend

Höherer Zins belastet Goldpreis

Die Volatilität am Goldmarkt hat in den letzten Wochen deutlich zugenommen. Dahinter steckt die Sorge vor einer restriktiveren Geldpolitik der Fed und damit einhergehenden Zinserhöhungen. Zusätzlich wirkt die Aufwertung des US-Dollar belastend. Der Inflationsanstieg konnte dabei den Preis dabei nur bedingt unterstützen. Für nachhaltig steigende Notierungen im aktuellen Umfeld wären permanent höhere Teuerungsraten vonnöten. Auch die börsennotierten Goldfonds konnten zuletzt keine signifikanten Nettozuflüsse verzeichnen, was zeigt, dass die Sorge vor steigenden Zinsen überwiegt. Weiterhin positiv bleibt die Konsumentennachfrage aus den Schwellenländern, denn Gold wird besonders in China weiterhin zu einem Aufschlag gehandelt. Seit unserem taktischen Übergewicht konnte Gold einen positiven relativen Beitrag gegenüber dem Aktienmarkt liefern und hat damit zur Stabilität des Portfolios beigetragen.

Unsere Sicht auf Währungen



- Defensive Währungen wie **USD, CHF, EUR** sind derzeit gefragt
- **EUR** hat gegenüber CHF und USD das Nachsehen, legt aber gegenüber den meisten anderen Währungen ebenfalls zu



- **High-Beta-Währungen** im Fahrwasser von Risk-on und Risk-off verlieren aktuell, wie die **SEK**
- Auch **Schwellenländerwährungen** können derzeit gegenüber den Hauptwährungen keinen Boden gutmachen

USD: Aktuell auf der Gewinnerseite

Der Dollar ist derzeit eine gefragte Währung. Die Gründe sind vielfältiger Natur. Noch immer ist die Bewegung auch auf die vorherigen deutlichen Kursverluste des Greenbacks zu sehen. Die damals in Rekordhöhe aufgebauten Terminverkäufe des USD spekulativer Anleger werden noch immer in Anbetracht der Zugewinne der US-Valuta rückabgewickelt. Darüber hinaus sind mit Blick auf globale Unsicherheiten, Lieferengpässe und der gestiegenen Inflationsrisiken defensive Währungen gefragt. Aber auch die Aussicht auf einen Rückzug der Fed aus der expansiven Geldpolitik führt derzeit zu Dollar-Zugewinnen. Letztere können sich aus unserer Sicht in den kommenden Wochen noch fortsetzen. Hält die globale Erholung an, wovon wir ausgehen, rechnen wir aber nach wie vor mittel- bis langfristig mit einem schwächeren US-Dollar.

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