

Unsere Sicht im September

14. September 2021



China im Fokus

Weltweit schreitet die Konjunkturerholung trotz anhaltender Lieferengpässe voran und die führenden Zentralbanken bewahren bislang eine ruhige Hand. Aktienanleger schauen derzeit jedoch nach China.

Während die Aktienmärkte in den USA, in Europa und allen voran in Japan über die Sommermonate weiter zulegen konnten, wurde der chinesische Markt kräftig durchgeschüttelt. Die politische Führung in Peking hat mit drastischen regulatorischen Eingriffen viele Unternehmen und Investoren auf dem falschen Fuss erwischt. Besonders Technologieunternehmen wie Alibaba haben Federn lassen müssen, dem Abwärtssog entziehen konnten sich nur die wenigsten Aktien. Gemessen am Index liegt der gesamte chinesische Aktienmarkt im laufenden Jahr rund 40 % hinter dem weltweiten zurück.

Wir erachten den Zeitpunkt nun als günstig, chinesische Aktien im Portfolio massvoll aufzustocken. Allerdings setzen wir nicht blind auf den gesamten Markt, sondern konzentrieren uns auf Unternehmen, die vom neuen politischen Ziel einer gerechteren Einkommensverteilung

am ehesten profitieren sollten. Das sind insbesondere Unternehmen aus dem Konsumgüterbereich. Solche mit monopolistischer Marktstellung, gerade im Technologie-sektor, oder auch Unternehmen aus dem Immobilien- oder Ölsektor dürften hingegen unter Druck bleiben. Sei es wegen drohender zusätzlicher regulatorischer Eingriffe oder sei es wegen höherer Steuern.

Im Gegenzug halbieren wir unser Übergewicht bei europäischen Aktien. Der europäische Markt hat seit Jahresbeginn kräftig zugelegt. Auch wenn wir nach wie vor Potenzial für Europa sehen, so ist der Ausblick nicht mehr ganz so gut wie noch vor einigen Monaten. Denn die Bewertungen sind im Zug der Kursentwicklung gestiegen, andererseits drohen neue Reisebeschränkungen wegen der Corona-Pandemie die Konjunkturdynamik zu bremsen.

Den Rest des Portfolios belassen wir unverändert. Staatsanleihen erachten wir als unattraktiv. Alternative Anlagen wie Gold und ILS bleiben interessant.

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

Unsere Sicht aufs Portfolio



- **Liquidität** hilft die Duration im Portfolio zu reduzieren und schafft Flexibilität
- **Chinesische Anleihen** haben sich in den letzten Wochen bewährt
- Positiver Ausblick für **chinesische Konsumwerte**



- **Staatsanleihen** weisen nach wie vor ein sehr hohes Zinsänderungsrisiko auf
- Zusätzliche **Staatseingriffe** in China können nicht ausgeschlossen werden

- ● ● ● ● Stark übergewichten
- ● ● ○ ○ Neutral
- ○ ○ ○ ○ Stark untergewichten

Basis: Mandat CHF ausgewogen

Geldmarkt



Anleihen



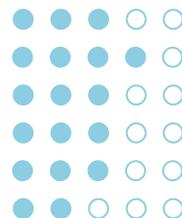
- Staatsanleihen
- Unternehmensanleihen
- USD-Anleihen
- Schwellenländer



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 **Aufschwungsszenario** bleibt intakt
- Notenbanken bleiben vorerst auf ihrem **expansiven geldpolitischen Kurs**



- Die **Materialknappheit** bremst die wirtschaftliche Erholung immer noch
- **Delta-Variante** des Corona-Virus schränkt erneut den Reiseverkehr ein
- **Nachholeffekte** im Dienstleistungssektor laufen langsam aus

Materialmangel tut richtig weh

Die wirtschaftlichen Wachstumsraten werden im vierten Quartal merklich kleiner ausfallen. Die Nachholeffekte im Dienstleistungssektor laufen nun aus, gleichzeitig sind die Materialknappheit und die Logistikschwierigkeiten eine Belastung für das verarbeitende Gewerbe. In der Eurozone wird im Schlussquartal deshalb aller Voraussicht nach nur ein mageres Wachstum verzeichnet werden. Im dritten Quartal hingegen sorgen Nachholeffekte für ansehnliche Wachstumsraten. Anders die Situation in den USA: Dort ist bereits im laufenden Quartal eine Abkühlung zu vermelden. Wie stark die Wachstumsraten in der näheren Zukunft ausfallen, hängt nicht zuletzt von der Materialversorgung ab.

Unsere Sicht auf die Geldpolitik



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



- Schwierige Diskussion über **das richtige geldpolitische Mass** gewinnt an Intensität
- Richtungswechsel in der Geldpolitik könnte zu **Nervosität an den Finanzmärkten** führen

EZB reduziert Anleihekäufe ohne Tapering

Die Europäische Zentralbank (EZB) ist aktuell in schwieriger Mission unterwegs. Einerseits lässt die wirtschaftliche Aufholdynamik etwas nach, andererseits nehmen die Inflationsrisiken zu. Beides gleichzeitig angemessen zu berücksichtigen, gleicht einem Spagat. Dieser ist zwar schwierig, aber in Anbetracht des umfangreichen EZB-Werkzeugkastens durchaus bewältigbar. Die EZB pflückt zunächst die tief hängenden Früchte, in dem sie das monatliche Wertpapierkaufvolumen leicht reduziert. Sie hatte im zweiten Quartal ihr monatliches Kaufvolumen erhöht, weil sie damit einem angebotsbedingten Renditeanstieg entgegenwirken wollte. Im dritten Quartal sind die Fälligkeiten von europäischen Staatstiteln geringer, sodass sich die Zentralbank sicher fühlt und sukzessive auf das durchschnittliche monatliche Kaufvolumen des ersten Quartals zurückgehen wird. Dieser Schritt ist also nicht gleichzusetzen mit einem Tapering, wie es die US-Notenbank vor hat.



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



- **Fed** öffnet die Tür für eine schrittweise Reduktion der Staatsanleihekäufe im zweiten Halbjahr 2021
- Auch die **EZB** wird wegen deutlich gestiegener Inflationsraten ihre Wertpapierkäufe etwas reduzieren
- Staatsanleihen bergen ein **hohes Zinsänderungsrisiko**

Renditen legen wieder zu

In der Eurozone stiegen die Renditen zuletzt merklich. Die 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 Gründe für den Anstieg. An den Finanzmärkten bereitet man sich also auf eine Anpassung des geldpolitischen Kurses der Europäischen Zentralbank vor. Eine Abmilderung des ultra-expansiven geldpolitischen Kurses sei es seitens der Fed, oder auch der EZB, sprechen für höhere Renditen dies- und jenseits des Atlantiks. Da allerdings gleichzeitig Konjunkturrisiken in Anbetracht des Materialmangels zunehmen, werden die Märkte mit einem vorschnellen Verkauf von Staatsanleihen warten. Der Renditeanstieg wird deshalb wahrscheinlich nicht mehr so rasch erfolgen wie es im ersten Halbjahr 2021 der Fall war.



- Staatsanleihen aus China **profitieren von der Unsicherheit** in Unternehmensanleihen
- Staatsverschuldung liegt gemäss IWF bei unter 50 % des BIP, trotzdem **rentieren Staatsanleihen ähnlich wie High Yield**



- **Geopolitische Spannungen:** Mit dem Versagen in Afghanistan wurde die Taiwanfrage neu entfacht
- Auch wenn der **Renminbi** relativ eng an den **US-Dollar** geknüpft ist, bestehen vor allem aus europäischer Sicht **Währungsrisiken**

China lässt Luft aus der Blase

China hat schon vor Jahren erkannt, dass ein Teil des Wachstums auf Schulden basiert, die nicht nachhaltig sind. Besonders staatsnahe Unternehmen, welche auf eine implizite Staatsgarantie gesetzt hatten, türmten Schuldenberge auf. Seit 2018 geht China gegen das Schattenbanksystem vor - welches heute noch über 1 Bio. USD gross ist. Nach dem ersten Zahlungsausfall 2014 haben sich die Kreditausfälle in den letzten Jahren bei über 100 eingependelt. In den letzten Monaten gerieten mehrere Unternehmen von Lokalregierungen unter Druck. Der Staat verweigerte deren Rettung und sandte so ein klares Signal. Eine Ausnahme bildet die Bank China Huarong, welche aufgrund ihrer Grösse im August gerettet wurde. Offen hingegen ist die Situation des Immobilienentwicklers China Evergrande mit über 300 Mrd. USD Schulden. Grosser Profiteuer dieser Unsicherheit sind chinesische Staatsanleihen, welche wir als attraktiv einschätzen.



- **Robuste Gewinnentwicklung** und weiterhin Unterstützung seitens Geld- und Fiskalpolitik
- Umbruch in **Japan** ist begleitet von einer relativ attraktiven **fundamentalen Bewertung**



- **Regulierung in China belastet** die lokalen Aktienmärkte
- Erhöhte Konsumentenpreise schüren **Inflationsängste**

Favoritenwechsel voraus?

Globale Aktien werden weiterhin vom Renditenotstand getrieben. Die immer noch erhöhte Inflation führt auch dazu, dass die Gewinnrenditen der Aktienmärkte im Gleichklang mit den Anleihemärkten negative Renditen erreichten. Besonders teuer wirken US-Aktien, wo Technologiewerte im August und September erneut stark performen konnten. Bei acht von zehn Sektoren ist die fundamentale Bewertung in den USA höher als in Europa oder Japan. Diese beide Länder sind weiterhin attraktiv bewertet und haben im Zuge der Transformation hin zu einer klimaneutralen Industrie eine sehr gute Ausgangslage. Die hohe fundamentale Bewertung in den USA lässt dabei auch die bereits deutlichen Abschläge bei Schwellenländeraktien attraktiv erscheinen. Die kommenden Monate dürften somit interessant bleiben, die Favoriten sich jedoch ändern.



- **Korrektur** hat zu einer deutlichen Abkühlung fundamentaler Bewertungen geführt
- **Neue Regulierungen** haben das Potenzial, den Aktienmarkt qualitativ zu verbessern und **künftige Unternehmensgewinne** stabiler werden zu lassen



- **Regulierungsmassnahmen** führen zu niedrigerer Produktivität und **verlangsamten die Wachstumsdynamik** vor allem im Hinblick auf die Digitalisierung

Aussichtsreicher Wandel im Reich der Mitte

Der chinesische Aktienmarkt leidet unter den Regulierungsmassnahmen, welche nahezu alle Industrie- und Dienstleistungssektoren betreffen. Viele der Massnahmen bezüglich Einfluss grosser Technologiekonzerne auf die Jugend und der unklaren Nutzung privater Daten adressieren wichtige Themen, die auch in Europa und USA diskutiert werden. Betroffen sind vor allem Aktionäre und Unternehmensgründer. Die neue Ordnung erzeugt neue, breiter diversifizierte Strukturen und zwingt die Unternehmen zu einer breiteren Verteilung der Gewinne. Dies senkt zwar die Produktivität, verbreitert jedoch die Wertschöpfung. Die dadurch forcierte Umverteilung hat sehr hohes Potenzial, Konsumsektoren für eine gewisse Zeit zu begünstigen. Während die Konsolidierung noch nicht abgeschlossen scheint, lohnt sich der Blick auf den Basis- und Trendkonsum.



- **Grosse Events** wie **Ida** führen meist zu **erhöhter Versicherungsnachfrage**
- **ILS/Cat Bonds** entwickeln sich unabhängig von der Konjunktur und liefern **Diversifikation**
- Assetklasse profitiert von **steigenden Geldmarktzinsen**



- **Hurrikans** wie **Ida** können über Metropolen fegen und so zu grossen Verlusten führen (**Event Risk**)
- Da die meisten Cat-Bonds in USD platziert werden, entstehen bei **währungsge-sicherten Produkten** entsprechende **Kosten**

Hurrikan Ida gut verdaut

Die atlantische Hurrikan-Saison dauert von Juni bis Ende November – wir befinden uns damit bereits in der zweiten Hälfte. Zu diesem Zeitpunkt sind die Modelle deutlich zuverlässiger als noch zu Beginn der Saison. Mit 18 Stürmen und sieben bis acht Hurrikans dürfte die laufende Saison nur marginal über dem Schnitt der letzten 25 Jahre liegen (16 Stürme/8 Hurrikans).

Zuletzt ist Hurrikan Ida mit Windgeschwindigkeiten von 243 km/h auf Land getroffen. Es war für Louisiana der stärkste Hurrikan seit 165 Jahren. Nach einer Strecke von über 1'000 Kilometern sorgte Ida selbst in New York noch für Überschwemmungen. Die ersten Schätzungen von USD 12-25 Mrd. an Schäden können von ILS gut abgedeckt werden und führen bisher noch zu keinen nennenswerten Performanceeinbussen. Die wahre Stärke der Anlageklasse wird sich aber erst bei steigenden Zinsniveaus zeigen.

Unsere Sicht auf Währungen



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



- **High-Beta-Währungen** wie die **SEK** verlieren aktuell
- Auch **Schwellenländerwährungen** können gegenüber den **Hauptwährungen** keinen Boden gutmachen

Pfund: Willkommen in der Post-Brexit-Realität

Grossbritannien hat mit den Folgen des Brexit zu kämpfen. In den Supermärkten bleiben die Regale teilweise leer und es mangelt ebenfalls an Personal wegen des rückläufigen Zustroms von Arbeitskräften. An den Devisenmärkten befasst man sich nun intensiver mit der Post-Corona-Realität. Mit den wirtschaftlichen Schwierigkeiten schwindet auch die Perspektive für weitere Zugewinne des Pfundes. Aus unserer Sicht bildet die Marke von 1.40 beim Wechselkurs GBP/USD derzeit eine Obergrenze. Nachhaltige Aufwertungen der britischen Valuta über 1.40 erachten wir derzeit als nicht wahrscheinlich. Andererseits stützen Aussagen der britischen Notenbank die Währung. Eine leichte Straffung der Geldpolitik könnte innerhalb der kommenden drei Jahre erforderlich sein. Mit einer Zins-erhöhung ist allerdings nicht vor dem Jahr 2023 zu rechnen. In der Summe rechnen wir mit einer Seitwärts-bewegung des Pfundes gegenüber dem US-Dollar.

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