

# Unsere Sicht im August

09. August 2022



# Sommerpause

**Sommerzeit ist Erholungszeit. Dieses Motto haben sich die Finanzmärkte in den letzten Wochen offensichtlich zu Herzen genommen. Stressabbau an den Anleihemärkten, Erholung an den Aktienmärkten. Nur: Der Erholungseffekt kann schnell verpuffen, wenn die Realität einen wieder einholt.**

Kommt sie, oder kommt sie nicht? Das war und ist immer noch eine der am meisten diskutierten Fragen an den Finanzmärkten. Gemeint ist mit «sie» die Rezession in den USA. Rein technisch, im Duktus der Finanzmärkte, haben wir eigentlich schon Klarheit. Das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) ist sowohl im ersten als auch zweiten Quartal geschrumpft. Doch das hatte viel mit statistischen Effekten, wie zum Beispiel einem deutlichen Lagerabbau zu tun. So richtig fühlt es sich noch nicht nach Rezession an. Das sieht man insbesondere am Arbeitsmarkt. Dieser läuft immer noch rund, vom grossen Stellenabbau kann noch nicht die Rede sein. Ist das also die Erklärung für die aufgekommene Erholungsstimmung?

Nun, nur bedingt. Der Stimmungsumschwung hatte just eingesetzt, als Erwartungen die Runde machten, dass die US-Notenbank Fed bereits bald schon wieder die Leitzinsen senken könnte. Die Aussicht auf tiefere Zinsen und eine Fed, die die Wirtschaft unterstützt: Das sind gute Zutaten für die Aktienmärkte. Nicht zuletzt zeigte sich das bei Wachstumsaktien, die in den letzten Wochen besonders stark zulegen konnten.

So weit so gut. Diese Muster haben wir in den letzten Jahren oft genug gesehen. Aber so richtig überzeugen mag es dieses Mal dennoch nicht. Der Fed sind aufgrund der hohen Inflation nach wie vor die Hände gebunden. Sie könnte eine solche Kehrtwende eigentlich nur dann an den Tag legen, wenn es konjunkturell richtig schlimm kommen würde. Das wiederum wären keine guten Nachrichten für die Aktienmärkte. Wir trauen der jüngsten Erholung deshalb nicht so recht über den Weg. Für das Portfolio bedeutet das weniger Aktien als üblich.

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

# Unsere Sicht aufs Portfolio



- **Defensive Ausrichtung** des Portfolios
- **Diversifikation** wichtiger denn je



- Die **hohe Inflation** fordert die Zentralbanken weiterhin
- **Rezessionsorgen** belasten
- Mögliche **Gaskrise** in Europa

- ● ● ● ● 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



- Der **Investitionsbedarf** ist grundsätzlich gross. Die öffentliche Hand als auch Unternehmen müssen in die **Energiewende** und **Digitalisierung** investieren
- Der **Dienstleistungssektor** profitiert noch immer von **Nachholeffekten**



- Russland könnte dauerhaft die **Gaslieferungen** nach Europa reduzieren
- Die US-Notenbank dämpft mit ihren **Zinsanhebungen** und dem **Bilanzsummenabbau** die konjunkturelle Entwicklung
- Die hohen **Energie-** und **Nahrungsmittelpreise** belasten den privaten Konsum

## Rezession beginnt

Was zu viel ist, ist zu viel. Hohe Inflationsraten, nicht funktionierende Lieferketten, der Krieg in der Ukraine und nun auch noch eine drohende Gaskrise belasten Verbraucher und Unternehmer gleichermaßen. Der Dienstleistungssektor profitiert gegenwärtig noch von Nachholeffekten. Geld für den Urlaub, für den Ausflug und für den Biergartenbesuch wird noch ausgegeben. Doch auf der anderen Seite wird am täglichen Einkauf gespart. Im Herbst dürften dann die Verbraucher den Gürtel in allen Bereichen enger schnallen. Dann dürfte auch der Restaurantbesuch zum Opfer des Sparens werden. Das sind keine guten Voraussetzungen für den privaten Konsum. Während in Europa eine Rezession bereits im laufenden zweiten Halbjahr 2022 zu erwarten ist, könnten sich die USA noch etwas länger über Wasser halten. Allerdings dürfte es dann im Jahr 2023 auch jenseits des Atlantiks in den Rückwärtsgang gehen.

# Unsere Sicht auf die Geldpolitik



- Die **Fed** hat ihren geldpolitischen Kurs für dieses Jahr weitgehend abgesteckt
- **SNB** überrascht mit einer unerwartet deutlichen Zinsanhebung um 50 Basispunkte und schafft damit Vertrauen



- Die Geldpolitik ist derzeit ein **schwieriger Drahtseilakt** zwischen merklich gestiegenen Rezessionsgefahren und hartnäckig hoher Inflation
- Die **EZB** nimmt sich den Inflationsgefahren nur zauderhaft an und riskiert damit ihre Glaubwürdigkeit

## Nun ist auch die EZB mit Zinserhöhungen an Bord

Die EZB startete nun auch ihren Zinsanhebungszyklus. Im Juli ging es um 50 Basispunkte nach oben. Damit ist die Ära der Negativzinsen beendet. In den USA marschierte die Fed weiterhin zügig voran und hob das Zielband für die kurzfristigen Zinsen erneut um 75 Basispunkte nach oben. Doch je deutlicher Rezessions-signale werden, desto mehr werden die Notenbanken auch die wirtschaftliche Entwicklung in ihren Entscheidungen berücksichtigen. Eine wirtschaftliche Kontraktion würde den Preisdruck nämlich deutlich abmildern. Darüber hinaus setzen zum Jahresende Basiseffekte ein, die zu einem Rückgang der Teuerungs-raten führen werden. Ob die US-Notenbank Fed, wie von den Märkten erwartet, im kommenden Jahr den Leitzins senken wird, ist aber fraglich. Wir rechnen nicht damit, sondern erwarten lediglich keine weiteren Zinsanhebungen. In Anbetracht der auch im Jahr 2023 noch hohen Inflationsraten werden sich Zinssenkungen nicht anbieten.



- **Konjunkturelle Unsicherheit** führen zu einem merklichen Renditerückgang
- **Ein kompletter russischer Gaslieferstopp** könnte den Renditeverfall noch verstärken, denn in diesem Fall dominieren Konjunktur- vor Inflationsrisiken



- **Fed baut Wertpapierbestände** ab, Staatstitel verlieren damit Unterstützung
- Auch die EZB stellte den Nettokauf von Staatsanleihen ein und **lanciert Zinsanhebungen**

## Langlaufende Renditen schalten auf Rezession

Die sich immer deutlicher abzeichnende Rezession drückt die Renditen am langen Ende der Zinskurve merklich nach unten. Das Kalkül an den Kapitalmärkten lautet: Eine Kontraktion des BIP wird zu Zinssenkungen führen. Ob sich Fed & Co. allerdings im kommenden Jahr tatsächlich zu Zinssenkungen durchringen können, bleibt auch bei einem deutlicheren Wachstumseinbruch fraglich. Auch wenn die Inflationsraten zum Jahresende hin fallen werden, vorerst ist der von den meisten Zentralbanken gewünschte zweiprozentige Anstieg des Konsumentenpreisindex in weiter Ferne. Deshalb dürften die Fed, aber auch die EZB oder auch SNB, zwar ihren Zinsanhebungszyklus stoppen, aber nicht ins Gegenteil verkehren. Ein kurzfristig weiterer signifikanter Fall der Renditen erwarten wir deshalb nicht. Allerdings ist andererseits das Potenzial für einen deutlichen Anstieg ebenfalls begrenzt.



- In schwierigen Zeiten ist **Selektivität** gefragt
- Der **Rohstoffsektor** (Energie, Metalle, Bergbau) sind nur leicht verschuldet und dürften sich resilienter verhalten.



- Die aktuellen **Kreditaufschläge** decken die **Risiken** einer **Rezession** nicht ab
- Auch eine **Energiekrise** in Europa oder weitere **Lieferkettenunterbrüche** aus China werden nicht bzw. ungenügend entschädigt

## Erhöhte Spreads, aber keine Rezession eingepreist

Nachdem die Notenbanken das Inflationsthema fast ein Jahr lang mit dem Wort «transitory» schönreden wollten, müssen sie jetzt mit umso aggressiveren Zinsschritten reagieren. Die Konsumentenstimmung in den USA wie auch in Europa ist auf die tiefsten Werte seit Aufzeichnung gefallen. Obwohl das US-BIP in den letzten beiden Quartalen schrumpfte, weigert sich die Administration von einer Rezession zu sprechen. Die Anleihenmärkte stimmen dem zu. Die Kreditaufschläge sind zwar erhöht, in einer Rezession liegen sie aber typischerweise mehr als doppelt so hoch. Es scheint sich die Meinung durchzusetzen, dass sich die Fed schon im Frühjahr wieder auf Rettungskurs befindet und mit Zinssenkungen den Markt stützt. Ob die Inflationsraten dies bis dahin zulassen, ist fraglich. Wir empfehlen eine vorsichtige Positionierung. Der Rohstoffbereich hat eine tiefe Verschuldung und ist auch in einer Rezession solide aufgestellt.



- Ein **Zahlungsausfall** Russlands ist bereits im Schwellenländerindex reflektiert
- **Höhere Preise für Energie** helfen grundsätzlich rohstoffexportierenden Schwellenländern
- **Chinesische Anleihen** diversifizieren das Schwellenländersegment



- Schwellenländeranleihen können kurzzeitig weiterhin unter der **hohen Risikoaversion** leiden
- Hohe **politische Risiken** in einer Reihe von Emerging Markets
- Lange Laufzeit von Schwellenländeranleihen birgt **hohes Zinsänderungsrisiko**

## Schwellenländeranleihen mit hoher Rendite

Schwellenländeranleihen, die in Hartwährungen (also USD oder EUR) denominiert sind, entwickeln sich seit mehr als einem Jahr schlechter als sicher geltende Staatstitel aus den USA oder der Eurozone. Gemessen am Bloomberg-Index für Hartwährungsanleihen aus den Schwellenländern liegt die Verfallrendite dieser Anlageklasse damit bei über 8 %. Dies ist üppig, allerdings heisst das nicht, dass damit das Ende der Fahnenstange bereits erreicht wäre. Im Falle eines grösseren globalen wirtschaftlichen Abschwungs könnte das Renditeniveau sogar auf noch höhere Niveaus gehen. Allerdings nimmt mit jedem weiteren Renditeanstieg das Chance-Risiko-Verhältnis zu. Wir erachten deshalb die Beimischung dieser Anlageklasse zu einem gut diversifizierten Portfolio als attraktiv. Sollte nämlich auf mittlere Sicht ein Trendwechsel bei dieser Anlageklasse einsetzen, winken Kursgewinne dieser Anleihen bei gleichzeitig hohem Zinsniveau.



- **Abkühlende Rohstoffpreise** sorgen für erste Entspannungen an den Weltmärkten
- **Entschärfungen** an den **Zinsmärkten** beruhigen die Wachstumssegmente
- **Robuste Unternehmensgewinne** helfen die Kurskapriolen zu stabilisieren
- **Fundamentale Bewertungen** haben sich deutlich abgekühlt



- **Frühindikatoren** trüben sich ein
- Die **Schwäche im Einzelhandel** sorgt für erste **Entlassungswellen** in den USA
- **Abschwächungen** bei **Konsumgütern** (u.a. Autos, Elektrogeräte, Einrichtung, Bekleidung) beeinträchtigen die Aussichten

## Sommerfreuden

Nach zum Teil schweren Verlusten an den globalen Aktienmärkten, die bis Mitte Juni anhielten, stellt sich im Juli eine Zwischenerholung ein. Während auf Jahressicht Japan als stärkste Region glänzt, gefolgt von Europa und der Schweiz, sind es vor allem US-amerikanische Aktien die sich nun besser erholen. Sowohl die räumliche als auch die wirtschaftliche Distanz zu gewissen geopolitischen Herausforderungen spielt hier eine Rolle. Aber auch der Umstand, dass die Marktteilnehmer mit einer sich abkühlenden Konjunktur einen baldigen Zins-Höhepunkt erwarten. Das begünstigt vor allem Wachstumsunternehmen und dämpft Ängste über zu hohe, künftige Finanzierungskosten. Die Kehrseite rezessiver Konjunkturphasen werden dabei noch ignoriert. Die Schwankungen an den Kapitalmärkten dürfte somit noch anhalten, da erneut die Erwartungen den wirtschaftlichen Realbedingungen sehr deutlich vorausseilen.



- **Nicht-zyklischer Konsum** weist starke **Preisdurchsetzungen** aus
- Energie erlebt durch hohe **Gas-** und **Ölpreise** eine starke Sonderkonjunktur
- **Nachhaltige Industrieunternehmen** weiten ihre Auftragsbestände aus



- Der **Automobilsektor** leidet unter einer abschwächenden Nachfrage und **steigenden Produktionskosten**
- **Stromversorgung** leidet unter **hohen Spotpreisen** an den **Energiemärkten** aber auch unter der anhaltenden **Trockenheit**
- Nach sehr starken zwei Jahren erlebt der **Onlinehandel** eine **deutliche Abkühlung**

## Robuste Gewinnentwicklung

Viele Unternehmen präsentierten ihren Geschäftsverlauf für die ersten zwei Quartale durchaus zufriedenstellend. Preiserhöhungen sorgten bei vielen Unternehmen für starke Umsatzzahlen. Dementgegen standen auf operativer Ebene höhere Produktions- und Materialkosten. Sehr negative Überraschungen waren tendenziell eher Ausnahmen. Im Gegenteil, viele Unternehmen entgegneten den bisherigen Herausforderungen (u.a. Kosten, Lieferunterbrüche) sehr agil. Während im Schnitt der Ausblick auf die kommende zweite Jahreshälfte stabil bis positiv gezeichnet wird, ist zu erkennen, dass die operativen Margen unter Druck geraten. Unternehmen mit guter Positionierung im Bereich nachhaltiger Trendtechnologien (u.a. Elektromobilität, Automatisierung & Robotik) verzeichnen starke Auftragseingänge und starke Verhandlungspositionen. Kostenintensive Massenproduktion muss hingegen weiter mit starkem Gegenwind rechnen



- Bei geopolitischen Unsicherheiten und erhöhter Volatilität in Aktien gilt Gold als **sicherer Hafen**
- Zinssenkungen fürs kommende Jahr wegen **Rezessionsrisiken** eingepreist
- **Technische Unterstützungen** haben gehalten



- **Stärkerer USD** schmälert die Kaufkraft
- Weiterhin **restriktive Notenbanken**
- **Spekulative Anleger** bauen Shortpositionen auf

## Rezessionsrisiken lassen Zinserwartungen fallen

Die negative Stimmung an den Goldmärkten spiegelte sich aktuell besonders an den Terminmärkten wieder. Aufgrund eines starken US-Dollars und weiter steigenden Realzinsen wetteten spekulative Anleger zunehmen auf fallende Kurse. Zuletzt konnte sich der Preis wieder stabilisieren und baute Momentum auf. Das lag zum einen daran, dass eine wichtige technische Unterstützung gehalten hat, zum anderen hat sich das makroökonomische Umfeld zunehmend eingetrübt und die Finanzmärkte preisen bereits erste Zinssenkungen im kommenden Jahr ein. Da Gold keine laufende Rendite abwirft, ist besonders letzteres ein wichtiger Unterstützungsfaktor. Da sich die globalen Unsicherheiten wohl auch in den kommenden Monaten nicht in Luft auflösen werden, erachten wir eine Goldallokation weiterhin als wichtigen Baustein in der Portfoliokonstruktion.

# Unsere Sicht auf Währungen



- **Der Schweizer Franken** könnte, solange die EZB weiterhin zauderhaft reagiert, weitere **Kurszuwächse** verbuchen
- Sollte Russland dauerhaft die **Gaszufuhr** nach Europa kappen, könnte der **Dollar** in seiner Bedeutung als **sicherer Hafen** weiterhin gefragt bleiben



- Aufwertungspotential von **Schwellenländerwährungen** bleibt in Anbetracht von Inflationsrisiken begrenzt
- Die **japanische Notenbank** bleibt bei ihrem **expansiven Kurs**, was den Yen belastet

## Hohe Wetten auf weitere USD-Aufwertungen

Der Euro kam gegenüber dem US-Dollar weiter unter Druck und notierte kurzzeitig sogar unter der Parität. Die Zinserhöhungen der EZB um 50 Basispunkte konnte der Gemeinschaftswährung auch keinen Rückenwind verleihen, denn das neue Notfallprogramm TPI vermischt Geld- und Fiskalpolitik, was an den Devisenmärkten für Skepsis sorgt. Auch dass eine mögliche Energiekrise in Europa droht, lastet auf dem Euro. Eine nicht ausreichende Menge an Gas würde den Währungsraum in eine Rezession stürzen, was wiederum mögliche weitere deutlichere Zinserhöhungen der EZB verhindern würde. Vieles spricht also gegen den Euro. Aber Achtung: Die hohen Bestände an Euro-Terminverkäufen spekulativer Anleger signalisieren inzwischen als Kontraindikator in den kommenden Wochen Kursgewinne für die Gemeinschaftswährung. Das Überraschungspotenzial liegt jedenfalls klar auf Seite des Euro.

# Autoren und Disclaimer

## Autoren:

**Dr. Felix Brill, Dr. Thomas Gitzel, Harald Brandl, Bernhard Allgäuer, 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](http://www.vpbank.com/rechtliche_hinweise)**