Unsere Sicht im Oktober

11. Oktober 2022

VPBANK

Es ist ungemütlich

Viele Risiken, wenig Aussicht auf schnelle Besserung. Das ist derzeit die Stimmungslage an den Finanzmärkten. Wir bleiben deshalb bei Aktien vorsichtig positioniert.

Die Konjunkturindikatoren sprechen eine deutliche Sprache. Der deutsche ifo Geschäftsklimaindex, welcher auf einer Umfrage von rund 9'000 Unternehmen basiert, hat im September beispielsweise auf breiter Front nachgegeben. Mittlerweile zeigen sich nicht mehr nur noch die Industrieunternehmen skeptisch in Sachen Geschäftsgang, sondern auch Unternehmen aus dem Detailhandel und dem Baugewerbe. Die hohen Energiekosten und steigende Zinsen hinterlassen immer tiefere Spuren.

Das ist so – oder so ähnlich – auch in vielen anderen Ländern zu beobachten. Interessanterweise schneiden im europäischen Vergleich die südlichen Länder aktuell noch etwas besser ab. Hier machen sich die Nachholeffekte im Tourismus positiv bemerkbar.

Doch der Tourismus alleine wird eine Rezession auch in Südeuropa nicht verhindern können. Und selbst in den USA, wo die Energiekrise weit weniger stark durchschlägt als in Europa, wird inzwischen kaum noch von einer weichen Landung der Wirtschaft gesprochen.

Wenn dann doch einmal gute Konjunkturdaten veröffentlicht werden, heisst das noch lange nicht, dass die Finanzmärkte diese auch positiv aufnehmen. So geschehen beim jüngsten Arbeitsmarktbericht, der sogar nochmals einen Rückgang der Arbeitslosenquote registriert hatte. An den Aktienmärkten ging es kräftig bergab. Ein robuster Arbeitsmarkt, so das Narrativ der Märkte, zwinge die Fed, weiter an der Zinsschraube zu drehen.

Solche Gegebenheiten können sich auch schnell wieder ändern. Bis das der Fall ist, ist aus unserer Sicht Vorsicht geboten. Wir bestätigen deshalb das Untergewicht bei Aktien.

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

Unsere Sicht aufs **Portfolio**

- **Anleihen** bieten zukünftig dank höherer Zinsen wieder mehr Schutz fürs Portfolio
- Weiterhin **zurückhaltende Positionierung bei Aktien**

- Unsicherheit betreffend Industrieschäden von **Hurrikan Ian** belasten Insurance-linked Securities
- **Stresssymptome** im Finanzsystem nehmen zu

● ● ● ● ● 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**

- **Energiepreisdeckel** verhindert in Europa Privat- und Firmeninsolvenzen
- Der **Dienstleistungssektor** profitiert immer noch von Nachholeffekten

- **Notenbanken dämpfen** mit Zinserhöhungen und Bilanzsummenabbau konjunkturelle Entwicklung
- Hohe Energie- und Nahrungsmittelpreise **belasten den privaten Konsum**

Europa leidet unter Energieknappheiten

Wichtige Konjunkturvorlaufindikatoren zeigen weiterhin eine merklich schwächeres globales Wachstum an. Die Situation in Europa ist dabei besonders heikel. Noch ist unklar, ob genügend Gas über den Winter hinweg verfügbar sein wird. Die Regierungen versuchen inzwischen mit einer Deckelung der Energiepreise Unternehmen und private Haushalte zu stützen. Allerdings werden trotz der Preisdeckel bei Strom und Gas die Energiekosten spürbar über dem Niveau vor Ausbruch des Krieges liegen müssen – um Sparanreize aufrecht zu erhalten. Die Eurozone dürfte sich bereits in der Rezession befinden, während die US-Wirtschaft über den Winter hinweg ebenfalls in die Kontraktionsphase gelangen dürfte. Darauf deuten zuletzt die merklich schwächeren Wirtschaftsdaten aus den USA hin. In China bleibt die weitere wirtschaftliche Entwicklung ebenfalls schwierig.

Unsere Sicht auf die **Geldpolitik**

- **Die Fed** wird den Leitzins im November wohl um **75 Basispunkte** anheben
- Im Oktober dürfte **die EZB** ihre Leitzinsen erneut um **75 Basispunkte** anheben
- **Die SNB** dürfte im Dezember den Leitzins ebenfalls um **75 Basispunkte** anheben

- Geldpolitik ist mehr denn je ein **Drahtseilakt** zwischen Rezession und Inflation
- **Restriktive Geldpolitik** könnte Inflation in einem Risikoszenario sogar erhöhen

Notenbanken bekennen sich zu restriktivem Kurs

Die Diskussion, wie stark die US-Notenbank Fed noch auf die Bremse drücken kann, nimmt Fahrt auf. Zuletzt ist der vielbeachtete ISM-Index für das verarbeitende Gewerbe deutlich gefallen, insbesondere die Beschäftigungsabsichten der Unternehmen haben sich merklich eingetrübt. Gerade deshalb wird gezweifelt, ob die Fed das hohe Tempo an geldpolitischer Straffung beibehalten kann. Wir gehen davon aus, dass die Währungshüter in Washington bei ihren nächsten Sitzungen im November und Dezember Zinserhöhungen von 75 und 50 Basispunkten entscheiden werden. Damit wird die meiste Arbeit der Fed getan sein. Das Zinshoch liegt im aktuellen Straffungszyklus aus unserer Sicht im Bereich von 4.5 %. Mit raschen Zinssenkungen rechnen wir nicht. Hierfür werden die Inflationsraten vorerst zu hoch ausfallen.

Unsere Sicht auf **Staatsanleihen**

neutral

- **Wirtschaftlicher Abschwung** stützt Staatsanleihen und begrenzt das Potenzial für einen weiteren Renditeanstieg
- **US-Inflationsrate** könnte in kommenden Monaten stärker fallen als erwartet

- Erneut aufkommende **Inflationssorgen** könnten Renditeanstieg in die Verlängerung schicken
- Aufgrund des **Bilanzabbaus der Fed** verlieren Staatstitel wichtige Unterstützung

Diskussion über das richtige Mass der Fed beginnt

Die Renditen haben zunächst weiter zugelegt, ehe sie wieder in den Rückwärtsgang gingen. Inflations- und Rezessionssorgen übernehmen schon seit geraumer Zeit abwechselnd das Kommando an den Staatsanleihemärkten. Wir gehen davon aus, dass das Rezessionsgegenüber dem Inflationslager die Oberhand gewinnen wird. Die Diskussion, ob die US-Notenbank Fed mit ihrer geldpolitischen Straffung nicht zu weit geht, dürfte die Renditen deckeln. Mehr noch, es gibt mittlerweile eine ganze Reihe von Indikatoren, die für einen fortgesetzten Abwärtstrend bei der US-Inflationsrate sprechen. Sollte sich dies auch in der Kerninflationsrate, welche die volatilen Energie- und Nahrungsmittelpreise ausklammert, niederschlagen, könnten sich die Renditen langlaufender US-Staatsanleihen nachhaltig in den Rückwärtsgang begeben.

Unsere Sicht auf **Unternehmensanleihen**

neutral

- **Notenbanken könnten den Bogen überspannt haben.** In Grossbritannien musste der Anleihenmarkt gestützt werden.
- **Marktkräfte gewinnen überhand,** Risiken werden wieder entschädigt

- **Kreditaufschläge erhöht**, aber noch weit von Stress entfernt
- Rezession und höhere Verzinsung wird sich negativ in den **Unternehmensgewinnen** niederschlagen
- Das **idiosynkratische Risiko** ist deutlich erhöht, besonders in Europa

Kreditrisikoaufschläge steigen

Obwohl die US-Notenbank Fed ihre Bilanz bisher um weniger als 2 % reduziert hat, verzeichnen Anleihen massive Verluste. Die Zeiten, in denen Unternehmen fast umsonst Geld leihen konnten, haben zu Fehlanreizen und Schuldenexzessen geführt. Die Fed rechnet damit, dass 9 % aller gelisteten Unternehmen Zombies sind, also einen im Vergleich zum Gewinn zu hohen Zinsendienst zu leisten haben - andere reden von 30 %. Neuemissionen sind in diesem Jahr um 80 % zurückgegangen und Banken verschärfen ihre Kreditkriterien. Die Kreditaufschläge sind zwar etwas gestiegen, in Rezessionen liegen sie aber mindestens 5 % höher als heute, was je nach Anstiegsgeschwindigkeit Verluste von 10 % bis 20 % bei High Yield verursachen würde. Andererseits liegt die Verfallsrendite mittlerweile fast bei 10 %, die Verluste würden bis zum Verfall wieder wettgemacht werden.

Unsere Sicht auf **Aktien**

●○○○○
stark untergewichtet

- Hohe **Infrastrukturinvestitionen** zur Energiewende sorgen langfristig für konjunkturelle Impulse
- **Preisentspannungen** an den Rohstoffmärkten deuten auf eine Verlangsamung der Inflation hin

- Anhaltend restriktive Notenbankpolitik drückt auf **Aktienbewertungen**
- Belastungen der **Energiekrise in Europa** werden erst in den kommenden Monaten spürbar
- Anhaltende **geopolitische Spannungen**

Ein rauer Herbst

Dem sehr bitteren September für die Kapitalmärkte folgt zunächst eine stabilisierende Entwicklung im Oktober. Defensive Sektoren wie Gesundheitswesen und nicht-zyklischer Konsum sowie wenig zyklische Regionen wie die Schweiz oder die nordischen Länder behaupteten sich besser. Die Lage an den Aktienmärkten ist dennoch fragil. Rezessionsrisiken erhalten eine stärkere Visibilität und die Lösung zur Energiekrise in Europa hat die Bewährungsprobe des Winters noch nicht überstanden. Die nun beginnende Berichterstattungssaison hilft dabei, für mehr Klarheit über die Kostenentwicklung und somit über die die Entwicklung der Gewinnmargen zu sorgen. Ebenso wichtig wird sein, inwieweit die Entwicklung der letzten drei Monate das Nachfrageverhalten beeinflusst hat. Insgesamt erwarten wir Revisionen der Gewinnerwartungen für das laufende sowie das kommende Geschäftsjahr.

Unsere Sicht auf **Aktien USA**

untergewichtet

- Hohe **Unabhängigkeit** von den Weltmärkten mässigt den negativen Einfluss der Energiekrise
- Kompensierende wirtschaftliche Effekte durch **starke Positionierung** im Energie-, Rüstungs- und Nahrungsmittelsektor

- **Restriktive Notenbankpolitik** hält das Zinsniveau hoch und reduziert die Liquidität an den Anleihemärkten
- Weiter anhaltende **Technologie-Konsolidierung**
- USA tut sich schwer mit der Umsetzung gesteckter **Klimaziele**

Weniger Gewinnwachstum

Tiefe Kapitalkosten und hohe Liquidität sind das Lebenselixier US-amerikanischer Aktien, dies steht nun auf dem Prüfstand. Die weiterhin hohe fundamentale Bewertung macht Aktien in den USA anfällig für stärkere Korrekturen. Andererseits hat die Wirtschaft in den USA deutliche Vorteile im aktuellen Krisenumfeld und profitiert von Nachfrageverschiebungen sowohl auf dem Energiemarkt als auch bei Agrarprodukten. Während die Nachfrage nach hochqualitativer Technologie ebenfalls unterstützend wirkt, fehlen hierbei Wachstumstreiber. Diese werden gebraucht, um das Bewertungsniveau auf überdurchschnittlichen Niveaus zu halten. Höhere Renditen an den Anleihemärkten, aber auch ein schwächeres Gewinnwachstum stehen dem derzeit im Weg. Die Wahrscheinlichkeit relativer Schwäche gegenüber andere Regionen bleibt damit kurzfristig hoch.

Unsere Sicht auf **Alternative Anlagen – ILS**

●●●●○
übergewichtet

- Versicherungsprämien haben sich **deutlich verteuert**
- Schäden vom Hurrikan Ian dürfte für **weitere Prämienerhöhungen** sorgen

- **Unsicherheit betreffend Industrieschäden** von Hurrikan Ian können weiter belasten, aber auch entlasten.
- **Weniger Gewinnpotenzial** im Vergleich zu Aktien oder Anleihen, falls sich das Finanzmarktumfeld verbessert

Prämien steigen nach Schäden an – auch nach Ian

Entgegen der Prognosen ist die bisherige atlantische Hurrikansaison unterdurchschnittlich verlaufen. Aber Ende September ist nun einer der beiden grossen Hurrikans auf Land getroffen. Noch nie wurde Westflorida von so einem starken Hurrikan getroffen wie von Ian. Es resultieren erhebliche versicherte Schäden aus Wind, Sturmflut und Überschwemmungen. Die Schätzungen der Industrieschäden liegen bei USD 50 Mrd., sind aber noch sehr vage. Auf Fondsebene ist mit Verlusten von 3 bis 9 % zu rechnen. Grundsätzlich sind Schäden in der Versicherungsindustrie nur kurzfristig negativ, sie haben längerfristig eher einen positiven Effekt. Sie fördern die Nachfrage nach Versicherungen und erhöhen damit die Prämien für neue Cat Bond Emissionen. Wir sehen die aktuelle Situation daher eher als Einstiegschance.

Unsere Sicht auf **Währungen**

- **EZB** verschärfte jüngst ihren Ton im Kampf gegen die hohen Inflationsraten. Das Überraschungspotenzial liegt deshalb auf Seiten des EUR
- Der **Franken** bleibt als sicherer Hafen gefragt

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

Schwere Belastungen für den Euro

Der Euro bleibt unter Druck. Die Energiekrise, einhergehend mit einer Rezession und der Wahlsieg eines Rechtsbündnisses in Italien setzen der europäischen Gemeinschaftswährung derzeit massiv zu. Allerdings ist gewisses Überraschungspotenzial nach wie vor gegeben. Besonders wenn die Europäische Zentralbank (EZB) doch deutlicher mit den Leitzinsen nach oben muss, als bislang angenommen. Während es in den USA Anzeichen gibt, dass der Teuerungsdruck nachlässt, gibt es in der Eurozone wegen deutlich gestiegener Energiepreise noch keine keine Entwarnung. Die Inflationsdynamik liegt über derjenigen in den USA. Sollte sich herausstellen, dass die US-Notenbank Fed einen Gang zurückschalten kann und die EZB hingegen mehr machen muss, würde der Euro zulegen. Wir bestätigen deshalb unseren mittelfristigen Ausblick und erwarten einen etwas stärkeren Euro gegenüber dem US-Dollar.

Autoren und Disclaimer

Autoren:

Dr. Felix Brill, Dr. Thomas Gitzel, Harald Brandl, Dominik Pross, Bernhard Allgäuer

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