

Unsere Sicht im September

13. September 2022



Mit vereinten Kräften

Europa stemmt sich gegen die Energiekrise. Haushalte werden entlastet, Unternehmen wird unter die Arme gegriffen und der Strompreis soll gedeckelt werden. Das lindert die Schmerzen, wird die Rezession aber kaum verhindern. Eine vorsichtige Portfoliositionierung bleibt aus unserer Sicht das Gebot der Stunde.

Die neue Premierministerin Grossbritanniens deckelt die Energiekosten pro Jahr bis 2024 für einen typischen Haushalt bei 2'500 Pfund. Auch Deutschland gibt viel Geld aus: Für Einmalzahlungen an Rentner und Studierende, für mehr Kindergeld und für günstigere Tickets für den öffentlichen Nah- und Regionalverkehr. Das sind nur zwei Beispiele, wie die Politik versucht, die Folgen des Energiekostenanstiegs erträglicher zu machen.

Die EU-Kommission ihrerseits arbeitet daran, den Strompreis zu deckeln, indem die Einnahmen der Stromerzeuger begrenzt und Gewinne abgeschöpft werden sollen. Gleichzeitig greifen einige Staaten strauchelnden Unternehmen direkt unter die Arme. Zum

Beispiel dem angeschlagenen deutschen Energiekonzern Uniper. Oder dem schweizerischen Energiekonzern Axpo, dem die Regierung eine Kreditlinie von 4 Mrd. CHF einrichtet. All diese Massnahmen bekämpfen die Symptome der Energiekrise, lösen aber die Ursachen nicht. Es geht darum, die Schmerzen zu lindern und das Schlimmste zu verhindern. Das geben die Politiker auch offen zu.

Nun sind die hohen Energiekosten aber nicht das einzige Problem. Auch andere Preise steigen inzwischen deutlich. Die Zentralbanken, allen voran die Europäische, bleiben gefordert. Das haben sie an ihrem Treffen im amerikanischen Jackson Hole im August klar zum Ausdruck gebracht. Und am September-Treffen der EZB hat man es konkret gesehen: Inflation ist derzeit wichtiger als die Konjunktur. Diese Erkenntnis verarbeiten Märkte derzeit.

Um den nochmals gestiegenen Rezessionsrisiken Rechnung zu tragen, erhöhen wir die Anleihenquote auf neutral durch die Anhebung des Staatsanleihengewichts. Und wir bestätigen unser starkes Untergewicht bei Aktien.

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

Unsere Sicht aufs Portfolio



- **Staatliche Entlastungspakete** für private Haushalte und Unternehmen in Europa
- Zentralbanken kommunizieren inzwischen **klar und deutlich**



- Gefahr eines **kräftigen Wirtschaftseinbruchs** noch nicht gebannt
- **Inflationäre Zweitrundeneffekte** nehmen Gestalt an

- ● ● ● ● 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**



- Hoher **Investitionsbedarf** der öffentlichen Hand und Unternehmen angesichts der Energiewende und der Digitalisierung
- **Dienstleistungssektor** profitiert noch von Nachholeffekten



- **Russische Gaslieferungen** über die Pipeline North Stream 1 eingestellt
- Notenbanken dämpfen die konjunkturelle Entwicklung mit **Zinserhöhungen und Anleihenverkäufen**
- Hohe Energie- und Nahrungsmittelpreise belasten den **privaten Konsum**

Schwieriges Terrain für die Weltwirtschaft

Die US-Wirtschaft wird sich im zweiten Halbjahr wohl über Wasser halten können und ein Wachstum des Bruttoinlandprodukts verbuchen. Allerdings wird dann die Luft dünner. Die Zinserhöhungen der Fed und die merkliche Verschlechterung des weltwirtschaftlichen Umfelds werden dafür sorgen, dass im Jahr 2023 auch in den USA eine Rezession beginnt. Europa dürfte aus unserer Sicht bereits in einer Rezession stecken. Positive Wirtschaftsdaten sind derzeit Mangelware. Hohe Energiekosten belasten Konsumenten und Unternehmen schwer. Der private Konsum leidet ohnehin unter der Teuerung und dem damit verbundenen Kaufkraftentzug. Die chinesische Wirtschaft leidet derweil unter den Corona- Eindämmungsmassnahmen und der Dürre im Sommer. Das Reich der Mitte wird im laufenden Jahr nur ein verhältnismässig mageres Wachstum verbuchen können.

Unsere Sicht auf die Geldpolitik



- **Die Fed** wird den Leitzins im September erneut um 75 Basispunkte anheben
- **Die EZB** legt nun auch einen Zahn zu, abzulesen an der Zinserhöhung von 75 Basispunkten Anfang September



- Die Geldpolitik ist weiterhin ein **schwieriger Drahtseilakt** zwischen Rezession und hoher Inflation
- Eine restriktive Geldpolitik könnte die **Inflation** in einem Risikoszenario sogar erhöhen

Notenbanken bekennen sich zu restriktivem Kurs

Die grossen Notenbanken bekräftigten auf ihrem Treffen im amerikanischen Jackson Hole im August ihren Willen zur Inflationsbekämpfung. Selbst die Europäische Zentralbank (EZB) zeigte sich entschlossen und lieferte schliesslich auf ihrer September-Sitzung eine klare Zinserhöhung von 75 Basispunkten. Weitere Straffungen werden noch in diesem Jahr folgen. In Anbetracht zuletzt solider Wirtschaftsdaten wird die US-Notenbank Fed ebenfalls um 75 Basispunkte nach oben gehen. Das wäre bereits der zweite Zinsschritt in Folge in dieser Grössenordnung. Für die Schweizerische Nationalbank (SNB) rechnen wir mit einer weiteren Zinserhöhung um 50 Basispunkte. So sehr die straffere Geldpolitik notwendig ist, sie bringt auch Risiken mit sich. Ziehen die höheren Zinsen Firmeninsolvenzen nach sich, könnte sich die Angebotsknappheit verschärfen, was die Inflationsraten sogar erhöhen würde.



- Der **wirtschaftliche Abschwung** stützt Staatsanleihen und begrenzt das Potenzial für einen weiteren Renditeanstieg
- **Ein kompletter Gaslieferstopp Russlands** könnte den Renditeverfall noch verstärken, denn in diesem Fall dominieren Konjunktur- vor Inflationsrisiken



- Der **verschärfte Tonfall der Notenbanken** führte zu einem erneuten Renditeanstieg
- **Fed baut Wertpapierbestände** ab
Staatstitel verlieren damit Unterstützung

Renditen schalten auf Rezession

Die Renditen von Staatsanleihen kletterten zuletzt wieder steil nach oben – vor allem in der Eurozone. Die Europäische Zentralbank (EZB) zeigt im Kampf gegen die hohen Inflationsraten zumindest verbal die Zähne. Gleichzeitig muss aber davon ausgegangen werden, dass die Inflationsrate in der Eurozone wegen hoher Energiepreisen noch über die Marke von 10 % steigt. Die Renditehochs des ersten Halbjahrs sind aber bislang noch nicht wieder erreicht worden. Je deutlicher sich der Wirtschaftsabschwung abzeichnet, desto mehr werden langlaufende Staatsanleihen sicherer Staaten gefragt sein. Dazu zählen US-Treasuries, deutsche Bundesanleihen und auch eidgenössische Staatsanleihen. Vor diesem Hintergrund erachten wir das Potenzial für einen weiteren deutlichen Renditeanstieg als begrenzt.



- Derzeit **hohe Margen** und **Gewinne** der Unternehmen
- **Verfallsrendite mehr als doppelt** so hoch als vor Jahresfrist



- Hohe **Unternehmensverschuldung**
- **Rezessionsgefahr**
- Aktuelle **Teuerung** über Verfallsrendite

Kaufgelegenheit, oder doch nicht?

Anleihen rund um den Globus verloren in diesem Jahr soviel wie fast nie zuvor. Die Renditen sind entsprechend gestiegen. Bei USD-Unternehmensanleihen liegen sie bei knapp 5 %, was am oberen Ende des langjährigen Abwärtskanals liegt. Anders sieht es bei den Kreditaufschlägen aus: Sie sind mit 1.4 % eher am unteren Ende. Allerdings liegt die Verschuldung von Unternehmen im Vergleich zum Bruttoinlandprodukt (BIP) nahe dem Allzeithoch. Und es droht eine Rezession - wenn sie nicht schon begonnen hat - während die Notenbank weiter die Inflation bekämpft. Der Kreditaufschlag für Investment-Grade-Anleihen stieg im Schnitt in Rezessionen auf 3.6 %. Bei einer Duration von 7.4 Jahren würde das einen Kursverlust von 16.3 % für Unternehmensanleihen bedeuten. Aus unserer Sicht sind damit Unternehmensanleihen zumindest im Vergleich zu Staatsanleihen unattraktiv.



- **Operative Ergebnisse und Ausblicke** der Unternehmen 2022 besser als befürchtet
- **Bewertungen weiterhin auf niedrigerem Niveau** - vor allem in Europa und in Schwellenländern



- Aussagen von Zentralbankvertreter zum wirtschaftlichen Ausblick und den Zinsen **trüben Marktstimmung**
- Frühindikatoren und Konsumentenverhalten weisen auf ein **erhöhtes Risiko einer Rezession** hin
- Aktienmärkte befinden sich in einer entscheidenden **Konsolidierungsphase**

Von Sommerfreude zur Sommerflaute

Nachdem der Markt erfreulich in den Sommer gestartet war, hat die Entwicklung Mitte August ein jähes Ende gefunden. Die mehrfache Bestätigung einer weiterhin restriktiven Geldpolitik liessen die Hoffnungen auf ein moderateres Vorgehen sinken. Nicht nur der direkte Effekt weiter steigender Kapitalkosten, sondern auch die damit einhergehende Angst vor einer durch Zentralbanken mitverursachten schweren Rezession nehmen zu. Dies spiegelt sich jedoch noch nicht vollumfänglich in den Erwartungen der Analysten. Erste konkrete Auswirkungen, ausgelöst durch höhere Produktions- und Energiekosten, führen bei einer Fortsetzung dieser Entwicklung zu grösseren Kursrisiken. Die bisherige Resilienz der börsengelistedeten Unternehmen hat daher überrascht. Die steigende Nachfrage nach Energie im Herbst wird der entscheidende Stresstest sein.



- Korrektur führt zu deutlich **tieferen Bewertungen und attraktiven Dividendenrenditen**
- Europäische **Energieunternehmen** profitieren von hohen Preisen
- Politik ist bereit, die **Konsumenten und Unternehmen zu stützen**



- Gaslieferstopp durch Russland erhöht Risiko einer **schweren Rezession**
- **Steigende Zinsen** in Europa belasten die Attraktivität von Aktien
- **Sinkende Nachfrage von Konsumenten** trifft besonders zyklische Unternehmen
- **Beginn von Insolvenzen** zeichnen ein schwieriges Bild für Europa

Der Winter naht

Nachdem die Geschäftszahlen und die Ausblicke der Unternehmen noch relativ gut waren, dürften die nächsten Quartale herausfordernd werden. Gründe sind der russische Gaslieferstopp, die hohe Inflation sowie gestiegene Produktionskosten. So erhöht sich die Planungsunsicherheit, was die Investitionen bei Unternehmen limitiert. Zudem leidet mit China einer der wichtigsten Handelspartner unter einer teils selbst verursachten Wirtschaftskrise. Letztlich hat nun auch die Europäische Zentralbank (EZB) mit ihrem historischen Zinsschritt Druck auf die Bewertungen und Finanzierungsmöglichkeiten der Unternehmen ausgelöst. Während die Unternehmensbewertungen bereits tiefer sind, besteht die Gefahr, dass sich diese nach Anpassungen der Gewinnerwartungen als trügerisch günstig herausstellen könnten. Weiterhin gilt es, selektiv hochqualitative Unternehmen zu bevorzugen ([mehr dazu hier](#)).



- Stark **gestiegene Versicherungsprämien**
- Bisher **ruhige Hurrikansaison**
- Funktionierende **Diversifikation**, weil unabhängig von Konjunktur und Finanzmarkt



- **Intensivste Sturmaktivität** steht in den kommenden Wochen bevor
- **Weniger Gewinnpotenzial** im Vergleich zu Aktien oder Anleihen, falls sich das Rahmenumfeld verbessert

Keine Angst vor Börsenturbulenzen

Auf den Diversifikationseffekt von Anleihen und Aktien im Portfolio haben sich Anleger in diesem Jahr nicht verlassen können. Aktien und Anleihen haben beide Verluste im zweistelligen Bereich erlitten. Sollten die aktuellen Herausforderungen nicht bald eine positive Wendung nehmen, drohen weitere Verluste. Wir empfehlen daher ILS/Cat-Bonds, weil diese sich unabhängig von Konjunktur und Finanzmärkten bewegen. Der Zeitpunkt ist äusserst attraktiv. Zum einen haben sich Versicherungsprämien in diesem Jahr deutlich verteuert. Die durchschnittliche Rendite aller ausstehender Cat-Bonds stand am 30. Juni bei 7.98 % bei einer Rate von 2.49 % für erwartete Schäden. Zudem liegt schon mehr als die halbe Hurrikansaison hinter uns und es kam noch zu keinen Schäden. Die intensivsten Wochen stehen allerdings noch vor uns. Sollte es so weitergehen, locken deutliche Kursgewinne samt Diversifikation.

Unsere Sicht auf Währungen



- Die EZB verschärft ihren Ton im Kampf gegen die Inflation. Das Überraschungspotenzial liegt deshalb auf Seiten des **EUR**.
- **CHF** bleibt als sicherer Hafen gefragt



- **Schwellenländerwährungen** bleiben in Anbetracht von Inflationsrisiken begrenzt attraktiv
- Die unverändert expansive Politik der japanischen Notenbank belastet den **Yen**

Hohe Wetten auf weitere USD-Aufwertung

Der Euro steht weiter unter Druck. Die europäische Gemeinschaftswährung ist getrieben von einer möglichen Gasrationierung im kommenden Winter. Diese hätte erhebliche wirtschaftliche Konsequenzen. Die aus unserer Sicht bereits begonnene Rezession in der Eurozone würde sich dadurch noch verschärfen. Das Kalkül der Märkte ist, dass dann auch die Europäische Zentralbank (EZB) ihre Zinserhöhungen trotz hoher Inflationsraten stoppen würde. Genau diese Perspektive belastet die europäische Gemeinschaftswährung. Da die EZB allerdings den Ton zuletzt merklich geändert hat und nun den Kampf gegen die Inflation zumindest etwas beherzter angeht, liegt das Überraschungspotenzial noch immer aufseiten des Euro. Jedenfalls gewinnt die Inflationsentwicklung in der Eurozone nochmals an Dynamik, während in den USA eine gewisse Beruhigung einkehrt.

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