

Anlagepolitik 2023

Wendepunkte für Konjunktur und Zinsen

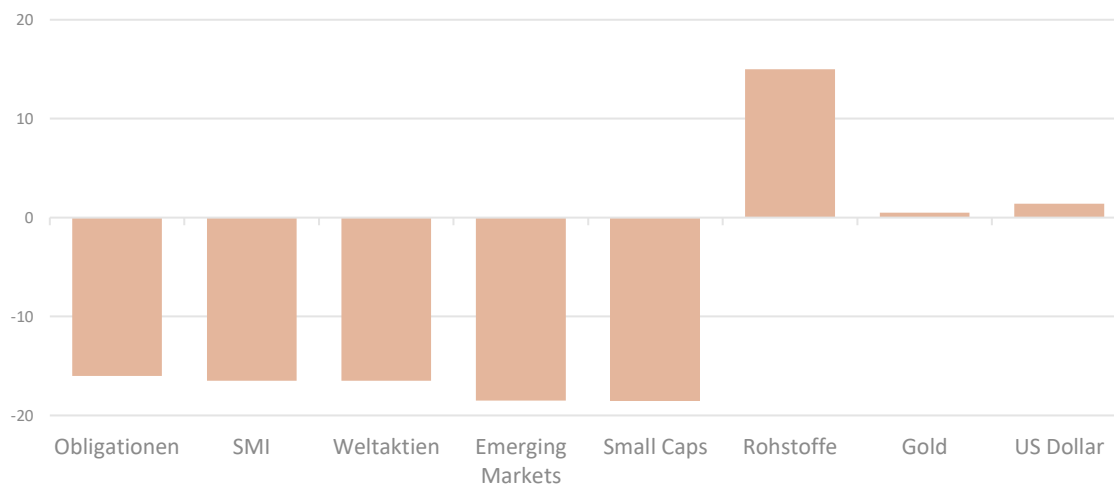
- Globale Wirtschaft wächst nur noch langsam
- Rezession möglich, dann aber eher glimpflich
- Inflation fällt – Entspannung an der Zinsfront
- USD Bonds haben Attraktivität zurückgewonnen
- Aktien werden sich erholen



Renato Beckmann

Rückblick 2022

Grafik 1: Performances in CHF



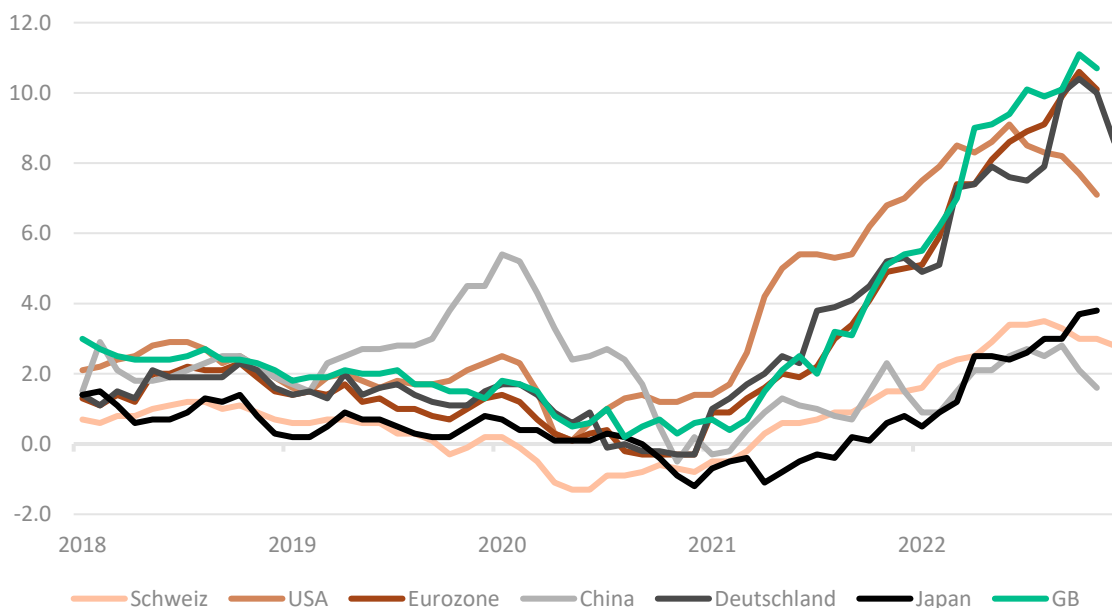
Quelle: Bloomberg

Das Jahr 2022 wurde zur bitteren Erkenntnis, dass die Inflation kein temporäres Phänomen ist (siehe Grafik 2). Die Notenbanken machten eine Kehrtwende in ihrer Politik und trieben Zinsen und Zinserwartungen mit harscher Rhetorik in schnellem Tempo hoch. Dadurch entstanden Rezessionsängste, da in der Vergangenheit eine solche Zinneskalation kaum ohne Schaden für die Wirtschaft blieb. Kam dazu, dass sich die US-Notenbank explizit gewillt zeigte, negative Auswirkungen auf den Arbeitsmarkt in Kauf zu nehmen. Der Einmarsch russischer Truppen in die Ukraine überzog Europa mit einer politischen Kältestarre. Die Kaskaden von Sanktionen und Gegensanktionen hatten das Dilemma der europäischen Abhängigkeit von russischer Energielieferung drastisch vor Augen



geführt. Die Spannungen zwischen den USA und China eskalierten an der Frage der Unabhängigkeit Taiwans, dem grössten Chiphersteller der Welt. China hat bis zuletzt als einzige Nation an strengen COVID Massnahmen festgehalten, was das Land bis zu 4% an Wachstum kostete und die Lieferengpässe für die Weltwirtschaft nicht zum Verschwinden brachte. Die politische und konjunkturelle Nachrichtenlage hinterliess tiefe Spuren an den Finanzmärkten. Erstmals seit Jahrzehnten vermochten Obligationen die Wertebussen an den Aktienmärkten nicht abzdämpfen. Im Gegenteil, fielen doch die traditionell negativ korrelierten Anlageklassen gemeinsam im zweistelligen Bereich.

Grafik 2: Inflationsentwicklung (in %)



Quelle: Bloomberg

Die Kehrtwende der Geldpolitik löste die seit Jahrzehnten grösste Preiskorrektur an den Obligationenmärkten aus. Da die Kreditaufschläge mit den Rezessionsrisiken stiegen, fiel der Wertzerfall bei Unternehmensanleihen noch etwas stärker aus. Die positive Entwicklung des Rohstoffpreis Index ist auf gestiegene Lebensmittelpreise und Energiepreise zurückzuführen. Edelmetalle enttäuschten einmal mehr, blieb die Rendite von Goldanlagen in CHF um Null. Der US-Dollar legte hauptsächlich gegen Yen und GBP zu, zum CHF gab es eine minimale Aufwertung. Die überraschend forsche Zinspolitik der SNB führte zu einer Abschwächung des Eurokurses um rund 5%.

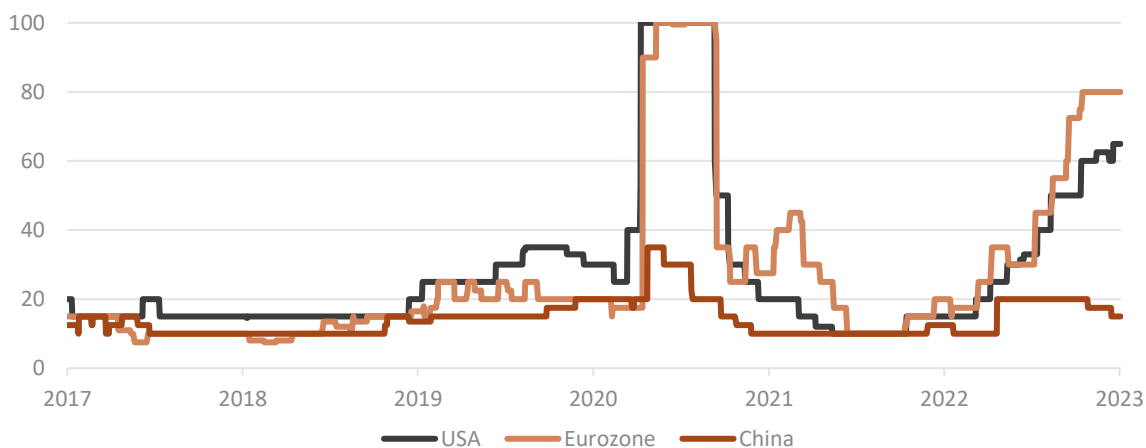
Die negative Bilanz der Aktien zeigte ein heterogenes Bild. Der Weltindex für Aktien fiel um rund 18 %, während der Nasdaq über 30 % verlor. Die IT-Branche und der Sektor Kommunikation und Dienstleistungen zählten neben den zyklischen Konsumtiteln zu den schwächsten Sektoren. Der Energiesektor stach als einziger mit einer stark positiven Performance hervor.



Ausblick 2023

Wenn es nach der Mehrheit von Strategen, Ökonomen und Anlageexperten der Privatindustrie geht, wird 2023 das Jahr der unvermeidlichen Rezession. In Europa bewegen sich einige Länder zu Jahresende bereits im Rückwärtsgang, während die USA im kommenden Jahr in eine negative Wachstumsphase geraten werden. Damit scheint das Urteil gefällt, dass die Notenbanken im Kampf gegen die Inflation die Zügel zu spät und überhastet angezogen haben. In einem scheinbaren Widerspruch dazu stehen die Aktienanalysten, die in ihren (aggregierten) Gewinnprognosen für 2023 kaum Einschnitte vollziehen. Der Krieg in der Ukraine dauert an und ein Ende ist nicht in Sicht. Eine diplomatische Wende wäre überaus wünschenswert und hätte weitreichende Folgen, könnte dem eiskalten Krieg ein Ende setzen und für positive Impulse für die Wirtschaft sorgen. Die Markierung und Verteidigung von (geografischen) Interessenssphären in einer multipolaren Welt bringt aber weiterhin Konfliktpotential mit sich. Am deutlichsten wird das noch immer am Beispiel Taiwans, wo westliche Wirtschaftsinteressen mit den politischen Ambitionen Pekings kollidieren. Im Folgenden wollen wir versuchen eine Entwicklungsvariante für Wirtschaft und Finanzmärkte herzuleiten, dem wir die grösste Wahrscheinlichkeit beimessen.

Grafik 3: Die angesagteste Rezession – Wahrscheinlichkeit in % einer Rezession für USA, Euroraum und China



Quelle: Bloomberg

Wirtschaftliche Entwicklungstendenz

Die schnellen und starken Zinserhöhungen haben und werden sich in einer spürbaren Wachstumsverlangsamung der meisten Länder niederschlagen. Die Wachstumsrate der Weltwirtschaft fällt gemäss OECD auf 2.2%, nach 3.1% im Jahre 2022 (siehe Grafik 4). Die USA und die Eurozone bleiben knapp über dem Nullwachstum, wobei einzelne Länder wie Deutschland oder das aus der EU ausgetretene Grossbritannien ein negatives Wachstum der Wirtschaft aufweisen dürften. Diese Prognosen schliessen allerdings nicht aus, dass die beiden grossen Wirtschaftsblöcke eine Phase der Rezession durchlaufen könnten. Die Vorzeichen in den USA wie beispielsweise die inverse Zinskurve oder die vorausseilenden Wirtschaftsindikatoren sind diesbezüglich eindeutig und lassen unseres Erachtens nur die Frage offen, wann und wie stark die Rezession in den USA ausfallen wird. Der






Konsument ist die tragende Säule des US-Wachstums und die realen Einkommenseinbussen hinterlassen Spuren. Indessen ist die Schuldensituation der privaten Haushalte weit besser als 2007, so dass steigende Zinsen und Preisschwächen am Immobilienmarkt relativ beschränkte Auswirkungen haben werden. Sodann verfügen die Haushalte über liquide Vermögenswerte von schätzungsweise 1.5 Billionen USD, welche aus der Pandemiezeit stammen und rund 6 % des BIP entsprechen. Der Arbeitsmarkt ist zudem derart angespannt, dass die Angst vor Arbeitsverlust und damit ein sparsameres Konsumverhalten kaum eine Rolle spielt. Die Investitionstätigkeit wird aufgrund der höheren Zinsen leiden, das Zurückholen von Produktionstätigkeiten ins Inland setzt hier aber auch positive Akzente. Insgesamt betrachtet würden wir der Variante einer milden Rezession in den USA im Verlaufe von 2023 die grösste Wahrscheinlichkeit einräumen.

Für die Eurozone gilt ebenfalls, dass die Beschäftigungslage gut ist und Fachkräftemangel herrscht. Zudem muss in die Energiesicherung investiert werden, während der strukturelle Prozess zur Dekarbonisierung weiterverfolgt wird. Das Adjustieren von Produktions- und Lieferprozessen als Folge der COVID Erfahrungen bleibt eine weitere wichtige Aufgabe der Industrie mit entsprechenden Investitionsfolgen. Europa leidet unter einer zweistelligen Inflationsrate zu Hause und einem schwachen Konsum in China infolge der dortigen COVID Politik. Sollte sich bestätigen, dass China von der rigiden Politik abrückt, könnte dies für die europäische Wirtschaft Impulse geben. Gleichermassen positiv wäre ein Ende des Krieges in der Ukraine für Europa zu werten.

Grafik 4: Wachstumsprognosen der OECD (in %)

	2022	2023	2024		2022	2023	2024
Welt	3.1	2.2	2.7	G20	3.0	2.2	2.7
Eurozone	3.3	0.5	1.4	Brasilien	2.8	1.2	1.4
Frankreich	2.6	0.6	1.2	China	3.3	4.6	4.1
Deutschland	1.8	-0.3	1.5	Indien	6.6	5.7	6.9
Italien	3.7	0.2	1.0	Mexiko	2.5	1.6	2.1
Spanien	4.7	1.3	1.7	Russland	-3.9	-5.6	-0.2
Japan	1.6	1.8	0.9	Saudi Arabien	9.8	5.0	3.5
Schweiz	2.1	0.6	1.4	Südafrika	1.7	1.1	1.6
Grossbritannien	4.4	-0.4	0.2	Türkei	5.3	3.0	3.4
USA	1.8	0.5	1.0				

 Keine Prognosenänderung / kleiner als 0.3%
   Prognosenänderung > 0.3% / < -0.3%

Quelle: OECD Economic Outlook November 2022

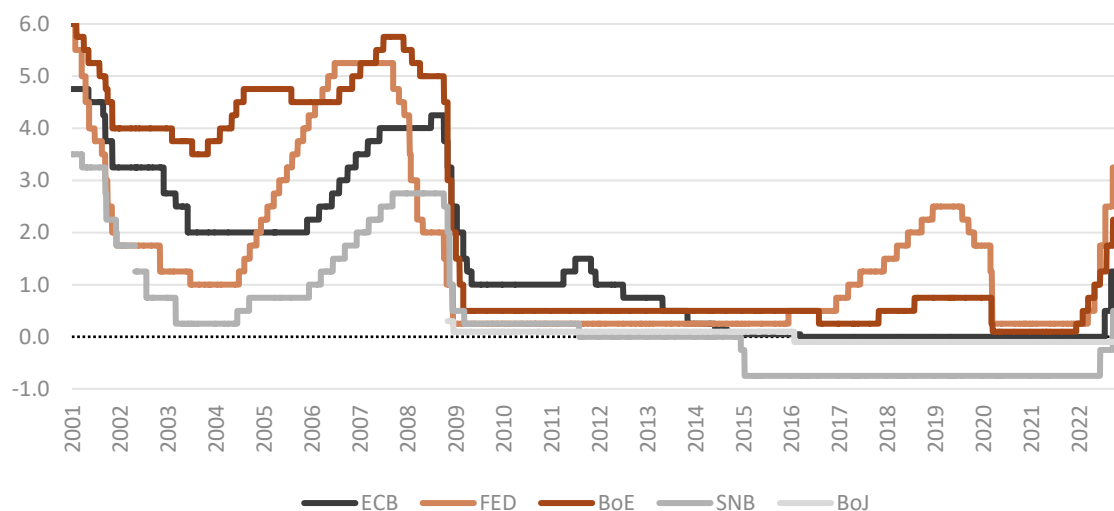
Chinas Machthaber sind konfrontiert mit einer Implosion des Immobiliensektors, einer wachsenden Opposition gegen die strikten COVID Massnahmen, einer schwachen inländischen und globalen Nachfrage nach chinesischen Produkten und einer latenten Abwanderung von ausländischen Produktionsstätten. Die bislang bekannten Massnahmen der Regierung, diese Schwächen anzugehen, sind wenig überzeugend. Die enorme Verschuldung, herrührend aus vergangenen Stützungsmaßnahmen der Wirtschaft, ist Teil des Problems von heute. Daher sind kräftigere Konjunkturspritzen eher unwahrscheinlich. Eine komplette Kehrtwende in der COVID Politik ist höchst riskant und wäre ein Gesichtungsverlust der politischen Machthaber. Ein Abrücken der Konfrontationspolitik



gegenüber dem Westen könnte eine «elegante» Lösung sein. Erste Annäherungspunkte zu den USA gab es anlässlich des G20 Gipfels in Bali.

Inflation und die Reaktion der Geldpolitiker

Grafik 5: Entwicklung der Leitzinsen



Quelle: Bloomberg

Die Inflationsentwicklung beschleunigte sich 2022 auf Höhen, die man nicht mehr für möglich gehalten hatte. Neben Pandemie und Energiekrise haben die umfangreichen fiskalischen und monetären Hilfen zur Bewältigung der COVID Krise zu der Teuerungswelle beigetragen. Als Reaktion auf die ursprüngliche Fehldiagnose eines lediglich temporären Teuerungsschubes haben die US-Notenbank und im Gefolge auch die Europäische Zentralbank und die Schweizer Nationalbank 2022 eine abrupte Kehrtwende in ihrer Geldpolitik vorgenommen und der hartnäckig hohen Inflation den bedingungslosen Kampf angesagt. Die Grafik 5 verdeutlicht, dass das Tempo des Zinsanstieges, insbesondere in den USA auch historisch herausragt. Damit ist ein Bruch in der über Jahrzehnte ausgeübten Geldpolitik eingetreten; Preisstabilität geniesst klare Priorität vor der Konjunkturstützung. Der Offenmarktausschuss des Fed gibt zu Ende Jahr vor, dass die Zinsen noch weiter angehoben werden und für längere Zeit auf hohem Niveau verbleiben werden. Auch für Europa gelten die Annahmen, dass die Leitzinsen noch weiter nach oben angepasst werden. Die harsche Rhetorik des Fed hat massgeblich dazu beigetragen, dass die mittelfristigen Inflationserwartungen stabil geblieben sind. Der Markt billigt damit der Geldpolitik einen Erfolg zu, ist aber zur Jahreswende auch etwas zurückhaltender in Bezug auf weitere Zinserhöhungen.

Wir neigen zur Annahme, dass der Zinsgipfel in den USA schon bald erreicht ist und gegebenenfalls gar eine Entspannung eingeleitet werden könnte, indem der beabsichtigte Zinspfad durch das Fed deutlich nach unten verschoben wird. Auslöser einer solchen Entwicklung wäre ein markanter Rückgang der Teuerungsrate. Indikatoren für Teilbereiche der Teuerung, wie beispielsweise die gewichtigen Wohnkosten, deuten jedenfalls auf einen günstigen Inflationsverlauf 2023 hin. Die verschärfte Geldpolitik übt über die

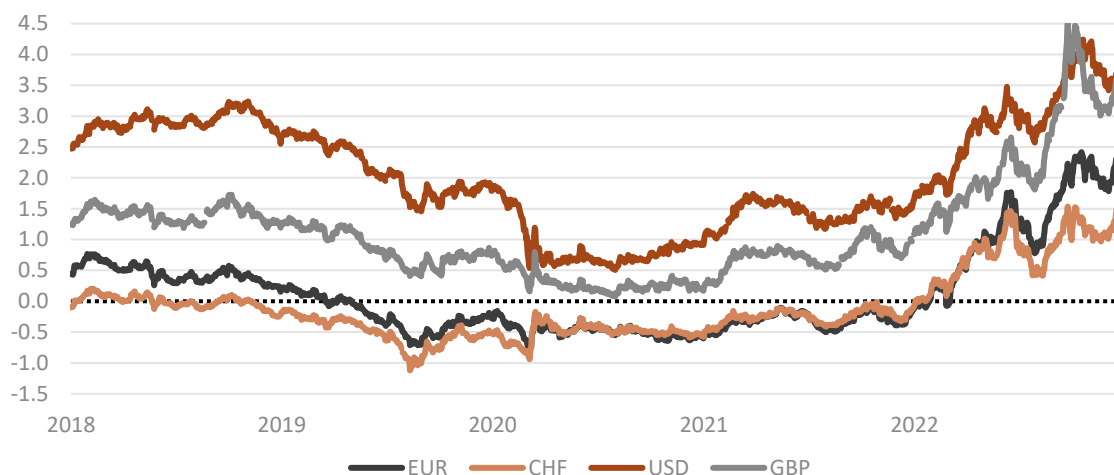


konjunkturelle Abkühlung auch in Europa einen bremsenden Effekt auf die Teuerung aus, so dass auch hier der Zinsgipfel bald erreicht sein dürfte. Allerdings würden wir ausschliessen, dass bereits eine Zinswende in Aussicht gestellt wird, da die «Normalisierung» der Geldpolitik in der Eurozone und der Schweiz erst begonnen hat.

Kapitalmarkt – Entspannung

Die geldpolitische Wende und die hohen Inflationsraten brachten massive Einbussen an den Obligationenmärkten. Zeitweilig war der Verlust auf US-Staatsanleihen um 20%. Die Zinsen für kürzerfristige Anleihen haben sich deutlich stärker erhöht als für die Langläufer. Mit einer mutmasslich letzten Zinserhöhung in den USA dürfte die Spitze auch bei den Kapitalmarktrenditen erreicht oder gar schon überschritten sein. In der Vergangenheit stimmte diese Wende mit einer Zeitverschiebung von +/- drei Monaten überein.

Grafik 6: Renditen 10-jähriger Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg

Die inverse Zinskurve wird sich normalisieren, was Obligationen im kürzeren bis mittleren Laufzeitsegment attraktiv macht. Da die US-Renditen global für den Richtungsverlauf den Ton angeben, werden Euro, CHF und GBP eine ähnlich positive Entwicklungstendenz einschlagen. Wir gehen davon aus, dass 2023 zumindest für den Anleger einen positiven Nettoertrag bringen wird. Unter der Hypothese einer milden Rezession werden die Kreditrisiken stabil bleiben, so dass Anleihen mit mittlerer Bonität gute Gesamterträge erwarten lassen. Einen Vorbehalt würden wir für Europäische Staatsanleihen machen, da mit veränderter Geldpolitik früher oder später auch die unterschiedliche Bonität der Länder in angepassten Risikoprämien zum Ausdruck kommen werden.

Währungen – einiges spricht für einen schwächeren USD

Aufgrund seines Status als internationale Fluchtwährung und steigendem Zinsvorteil hat der USD eine beträchtliche Überbewertung nach Kaufkraftparität erreicht. Der reale Zinsvorteil gemessen an den zweijährigen Renditen müsste sich in absehbarer Zeit und im Gefolge der Normalisierung der US-Zinskurve schmälern. Die US-Valuta ist auch eine antizyklische Währung, was bedeutet, dass die Währung stark ist, wenn die USA stärker

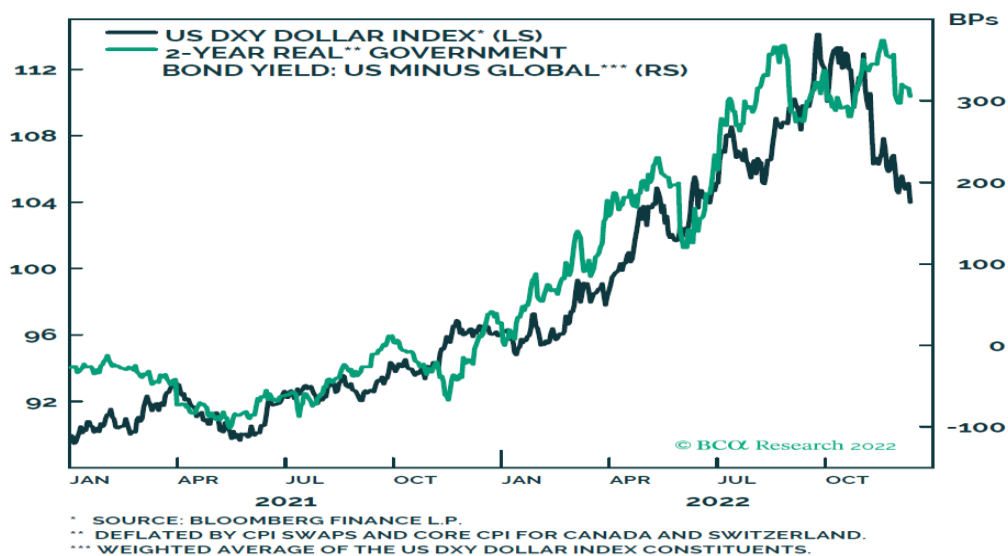


wachsen als der Rest der Welt und umgekehrt. Der mutmassliche Konjunkturverlauf deutet darauf hin, dass sich die Position des USD 2023 verschlechtern könnte.

Im Gegenzug wäre dem japanischen Yen das grösste Aufwertungspotential zuzutrauen, vor allem wenn sich bestätigen sollte, dass die Zentralbank Japans von ihrer ausgeprägten Nullzinspolitik über das gesamte Laufzeitenspektrum abrücken sollte. Etwas klarer dürfte die Euro-Schweizerfranken Relation verlaufen, da bei gleicher geldpolitischer Ausrichtung und tieferer Teuerungsraten in der Schweiz der bisherige Trend eine Fortsetzung erfahren wird. Eine allmähliche Abschwächung des Euro wird auf wenig Widerstand der Schweizer Nationalbank stossen, da die Wirtschaft mit einer schleichenden Aufwertung des Frankens gelernt hat zu leben.

Während in früheren Jahren die Währungen als Droh- und Kampfinstrument in wirtschaftlichen Konflikten gerne und vorab von den USA verwendet wurden, hat sich dies gelegt. Wir gehen davon aus, dass gerade die politisch sensible Relation zwischen der chinesischen und amerikanischen Währung weiterhin relativ stabil verläuft. Der Wirtschaftskrieg zwischen den beiden Grossmächten wird inzwischen auf anderen Feldern ausgetragen.

Grafik 7: US Dollar Index und reale Zinsdifferenz



Legende: schwarze Linie ist handelsgewichteter (Europa, Japan, UK, Kanada, Schweden und Schweiz) Dollarindex, grüne Linie ist reale Zinsdifferenz von 2-jährigen Staatsanleihen der USA im Vergleich zu den Handelspartnern

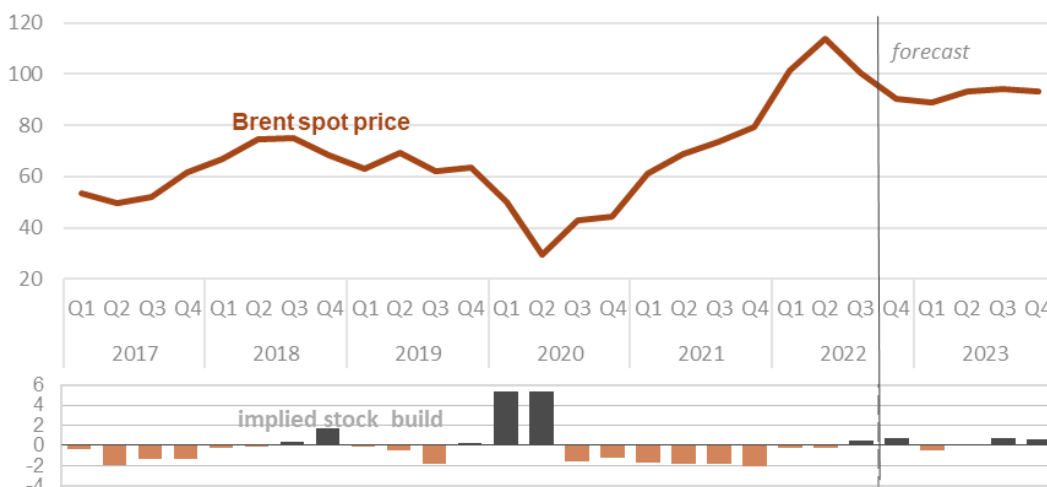
Quelle: BCA Research

Rohstoffe im Spannungsfeld konjunktureller Schwäche und der Energiewende

Chinas konjunkturelle Stärke ist ein Schlüssel für die Preisentwicklung an den Rohstoffmärkten. Die vielerorts prognostizierte Erholung ist jedoch zweifelhaft und könnte allenfalls im späteren Jahresverlauf erfolgen. Da auch die übrigen wirtschaftlichen Grossmächte eine Wachstumsschwäche durchlaufen werden die Rohstoffpreise unter Druck stehen. Die mit der Dekarbonisierung ausgelöste strukturelle Nachfrage nach zahlreichen Metallen wie Kupfer, Nickel, Kobalt und Lithium werden dem konjunkturellen Effekt entgegenwirken.



Grafik 8: Erdöl Preis Prognose



Quelle: EIA

Der Krieg in der Ukraine brachte die Preise für Erdöl und insbesondere für Gas auf eine schwindelerregende Achterbahn. Die Umorientierung der europäischen Gasversorgung als Folge des Ausfalles von russischem Gas hatte diverse Turbulenzen verursacht. Wir gehen davon aus, dass sich die Situation mit einer milden Winterzeit beruhigt, zumal Europa über volle Lager verfügt. Global wird die Nachfrage nach Energieträger gedämpft sein, so dass der Preis für Erdöl, bei wenig verändertem Angebot, eher nachgeben wird, als dass ein Sturm Richtung 100 USD-Marke eintritt.

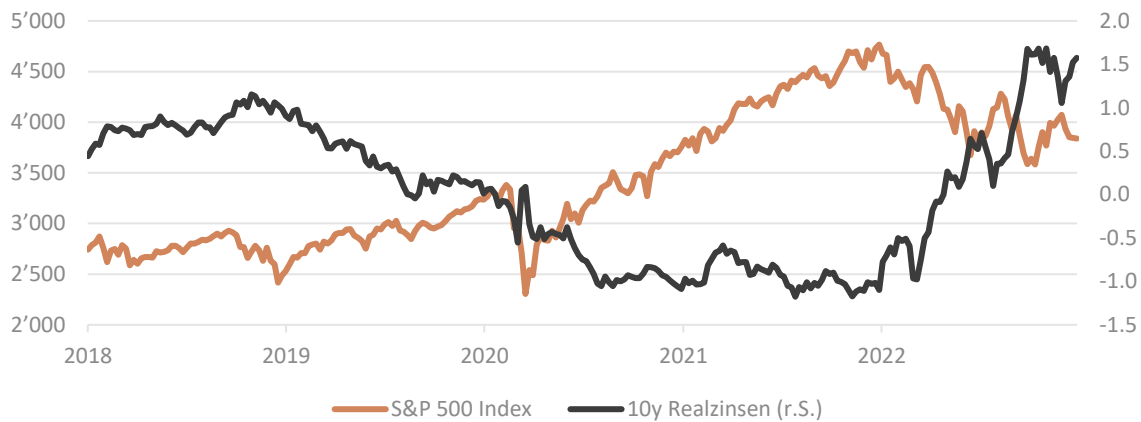
Edelmetalle haben 2022 nicht das gehalten, was man sich bei steigenden Inflationszahlen vorstellen würde. Wenn 2021 die Erklärung reichte, dass Kryptowährungen eine immer breitere Aufmerksamkeit erlangt haben und Edelmetalle verdrängt haben, gilt dies für 2022 in keinem Falle. Das Desaster bei den Kryptowährungen war komplett, aber auch nicht völlig überraschend. An dieser Stelle haben wir vor einem Jahr festgehalten, dass Kryptowährungen keine Alternativen zu Edelmetallen sind, solange sie im Dunst des kriminellen Zweifels stehen. Gold und Silber haben 2022 unter steigenden Realzinsen gelitten. Für das kommende Jahr rechnen wir mit einer Umkehr dieser Entwicklung. Allerdings wird die Inflation als Treiber der Edelmetallnachfrage an Bedeutung verlieren. Zudem ist der reale Goldpreis weit über seinem historischen Durchschnittswert.

Aktien: Warten auf höhere Risikobereitschaft

Trotz stabiler Gewinnentwicklung auf Indexebene verzeichneten die Aktienmärkte zu meist starke Preiseinbussen. Die erwartete Kontraktion der P/Es fiel weit kräftiger aus als erwartet, da die Zinsen förmlich «explodierten» und die Wachstumstitel nach unten zogen. Die Grafik 9 zeigt deutlich wie fallende und negative reale US-Zinsen (Rendite 10-jähriger Staatsanleihen mit Inflationsschutz) den Aktienmarkt von 2019 bis Ende 2021 nach oben getrieben haben und mit der Zinswende die Bewertungskorrektur auslösten. Die überwiegende Meinung der Marktstrategen ist, dass noch weiterer Korrekturbedarf vorhanden ist und das insbesondere eine Rezession nicht in den Kursen reflektiert wird.



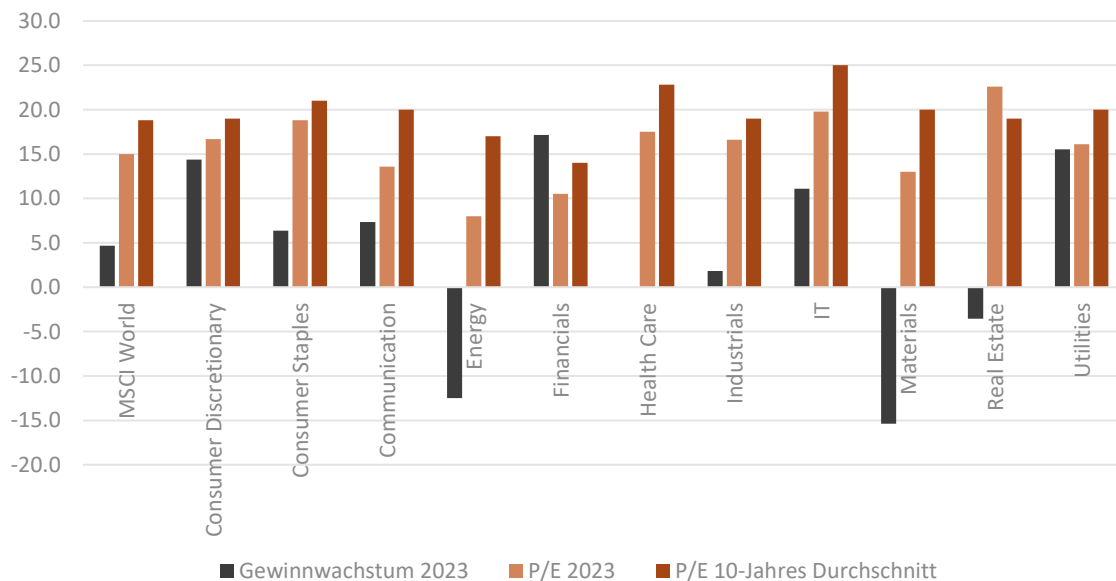
Grafik 9: S&P 500 und Realzinsen



Quelle: Bloomberg

In der Tat liegt der Gewinnrückgang während einer Rezession um einen Durchschnittswert von rund 20%. Die Aktienanalysten gehen indessen von gehaltenen oder leicht steigenden Gewinnen auf Indexebene aus, sei es für den Weltindex (+5%, siehe Grafik 10), den S&P 500 (+6%) oder den EuroStoxx (0%). Gewinne sind nominelle Grössen und eine Rezession wird aufgrund realer Zahlen ermittelt. Es könnte während einer Periode hoher Inflationswerte sein, dass das nominelle BIP auch in einer Rezession steigt. In einem Szenario einer milden Rezession ist daher die Annahme stabiler Gewinne plausibel. Inflationsrückgang und Wachstumsschwäche sollten die realen Zinsen nach unten drücken und so den Aktienmärkten eine P/E Expansion ermöglichen. Wir erwarten daher eine Umkehr der Ereignisse am Aktienmarkt, wobei angesichts der verschiedenen Unsicherheiten vorerst noch mit Zurückhaltung der Investoren zu rechnen ist.

Grafik 10: Gewinnerwartungen 2023 (Wachstum in %) und Bewertung von globalen Sektoren (Kurs/Gewinn Verhältnis)



Quelle: Bloomberg



Die Bewertung fast aller Sektoren liegt seit langem erstmals unter dem langfristigen Durchschnittswert. Aufgrund des Aktienzyklus dürften stabile Sektoren an Attraktivität verlieren und konjunktursensible Werte im Hinblick auf einen Aufschwung an Wert gewinnen. Fallende Realzinsen werden vorab Aktien aus dem IT- und Kommunikations-Bereich begünstigen.

Ein zentrales Element bleibt die richtige strategische Positionierung in Themen wie erneuerbare Energie, Mobilität, Künstliche Intelligenz, Internet of Things oder Automation. Gerade letzteres wird durch den akuten Fachkräftemangel und die De-Globalisierung vorwärtsgetrieben. Hierbei handelt es sich um langfristige Themen, welche an den Börsen gerne dem Zyklus von Euphorie und Ernüchterung verfallen.

Die ideale Portfoliokonstruktion bleibt eine Zusammensetzung von Aktien, Obligationen und Edelmetallen. Die Gewichtung der einzelnen Anlageklassen beruht auf der individuellen Risikobereitschaft, wie auch der objektiven Fähigkeit Verluste wie sie solche von 2022 zu ertragen. Wir sind überzeugt, dass mit gemischten Portfolios die langfristigen Ertragschancen der Finanzmärkte am zweckmässigsten genutzt werden können.

Zusammenfassung:

- Die Weltwirtschaft wächst unterdurchschnittlich mit Rezessionsgefahr in der westlichen Welt. Der Wachstumseinbruch dürfte geringfügig ausfallen.
- Die Fiskalpolitik ist keine Stütze mehr für die Wirtschaft und die Geldpolitik wirkt bremsend.
- Letzte Schritte der Leitzinsen nach oben, bevor ein Marschhalt eingelegt wird. Allenfalls erste Lockerung gegen Jahresende in den USA.
- Obligationenzinsen in der Tendenz rückläufig. Verflachung der US-Zinskurve, womit Anlagen in 2 bis 5 -jährigen Anleihen besonders attraktiv aus Chancen/Risiko Abwägungen erscheinen.
- Der Trend des US-Dollars ist nach unten gerichtet. Der Schweizerfranken wird sich tendenziell zum Euro aufwerten.
- Die Unternehmensgewinne werden stagnieren oder leicht ansteigen, wenn keine schwere Rezession eintritt. Der Rückgang der realen Zinsen wird den Aktienmärkten zu einer positiven Performance verhelfen.
- Aktien werden im Verlaufe des Jahres aus dem Schatten der Obligationen treten, sind aber zur Jahreswende noch deutlich weniger attraktiv als die festverzinslichen Anlagen.
- Die Unsicherheiten liegen in der schwierig einzuschätzenden konjunkturellen Entwicklung, der Verhaltensreaktion der Notenbanken, dem Kriegsverlauf in der Ukraine und insbesondere dem Spannungsverhältnis zwischen den USA und China.

Wangs, Januar 2023

