



BELVÉDÈRE
Asset Management

Januar 2023

AUSBLICK 2023 – DAS UNMÖGLICHE SCHEINT MÖGLICH

MARKT- PERSPEKTIVEN

AUSBLICK 2023 – DAS UNMÖGLICHE SCHEINT MÖGLICH

2022 war ein «annus horribilis» für Anleger. Alle Anlageklassen beendeten das Jahr im Minus: Aktien, Obligationen, Immobilienanlagen. Und in der Schweiz gab es bis vor kurzem auch noch Negativzinsen. Selbst die Krisenwährung Gold notierte knapp im Minus. Es war der «perfekte Sturm», der zu dieser Entwicklung geführt hat: Ein rasanter Inflationsanstieg, restriktive Notenbanken, höhere Zinsen, eine Wachstumsverlangsamung, der Ukraine-Konflikt. 2023 beruhigt sich die Lage, Euphorie ist jedoch nicht angesagt. Was bringt 2023 konkret?



Rezession oder keine Rezession? Das ist die Frage, an der sich die Geister derzeit scheiden. Geht es nach der Mehrheit der Analysten, so ist eine Rezession in den USA in diesem Jahr eine ausgemachte Sache. Die auf Basis einer Umfrage unter Ökonomen errechnete Wahrscheinlichkeit einer Rezession liegt auf dem höchsten Stand seit Beginn der Erhebung im Jahr 1968! Die inverse Zinskurve – oft ein Vorbote eines Abschwungs – bestätigt diese Befürchtungen. Wir rechnen zwar mit einer weiteren Wachstumsverlangsamung, sind insgesamt aber nicht so pessimistisch wie der Markt (vgl. Beitrag zur Konjunktur).

Die Inflation, das ganz grosse Thema im vergangenen Jahr, wird uns auch 2023 begleiten, aber – aus Sicht der Märkte – an Bedrohung verlieren. Die Teuerung in den USA hat sich bereits von ihren Höchstständen im vergangenen Sommer gelöst und wird sich weiter zurückbilden. Nicht auf das angestrebte Niveau von 2%, aber im Verlauf des Jahres dürfte sich der Preisauftrieb in den USA auf 3% bis 4% verlangsamen. Europa hinkt der Entwicklung in den USA einige Monate hinterher, aber auch hierzulande wird der Teuerungsdruck nachlassen. Auslöser dafür sind die abflauende Nachfragedynamik, sich abschwächende angebotsseitige Preistreiber sowie Basiseffekte.

Tritt unser Wachstums- und Inflationsszenario ein, dann könnte der US-Notenbank (Fed) tatsächlich ein sogenanntes «soft landing» gelingen – also die Eindämmung der Inflation, ohne dass durch die restriktivere Geldpolitik eine Rezession ausgelöst wird. Das wäre aussergewöhnlich, doch das Unmögliche scheint möglich. In der ersten Jahreshälfte 2023 kommt es noch zu letzten Leitzinserhöhungen. Das ist Marktkonsens. Was wir hingegen nicht glauben ist, dass die Fed – wie derzeit vom Markt erwartet – die Zinsen in der zweiten Jahreshälfte bereits wieder senken wird. Am langen Ende der Zinskurve dürfte es in diesem Jahr zu deutlich geringeren Bewegungen kommen als 2022. Wir rechnen nicht damit, dass die Höchststände vom letzten Jahr substanziell und nachhaltig überschritten werden.

Keine Rezession, Zwischenhalt in der Geldpolitik, Inflation und Kapitalmarkttrenditen über dem Berg – das klingt zunächst positiv für Aktien. Dieses Szenario stützt zwar die Aktienmärkte, beflügelt sie aber kaum. Und obwohl die Bewertungen zurückgekommen sind, sind Aktien nicht wirklich günstig. Im Vergleich zu Obligationen sind sie sogar teuer. Mit grossen Sprüngen ist an den Aktienmärkten 2023 somit nicht zu rechnen. Es fehlt ein Auslöser für deutlich höhere Kurse. Auf das «annus horribilis» folgt kein «annus mirabilis».

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'th. Heller', written in a cursive style.

Thomas Heller
CIO, Belvédère Asset Management

ZINSEN

2022 bestimmte die über Erwarthen hartnäckige Inflation das Geschehen an den Zinsmärkten. Am kurzen Ende mussten die Notenbanken die Leit-zinsen stark anheben, allen voran die US-Noten-bank (Fed) von praktisch 0% auf 4.5%. Mit etwas Verzögerung zogen die EZB und die SNB nach, weil auch hierzulande die Teuerung aus dem Ruder lief. Am langen Ende zogen die Zinsen bis im Oktober aufgrund der Inflationsängste stark an. Danach kehrte das Bild und Sorgen um einen Konjunktur-abschwung machten sich breit. In der Folge ent-spannte sich die Lage an den Zinsmärkten wieder etwas.

Wir gehen davon aus, dass sich der Zinserhöhungs-zyklus seinem Ende zuneigt. Die Fed dürfte die Zinsen noch maximal drei Mal um je 0.25% erhöhen. Danach ist Schluss. Im Gegensatz zur aktuellen Markterwartung gehen wir aber von keiner Zins-senkung in diesem Jahr aus. Nach den zuletzt re-strictiven Tönen der europäischen Währungshüter rechnen wir noch mit zwei weiteren Schritten der

EZB zu je 0.50%. Die SNB sollte in unseren Augen mit nur noch einem Zinsschritt von einem halben Prozent durchkommen, da die Inflation in der Schweiz gemässiger verläuft als in der Eurozone. Bei den langfristigen Zinsen haben wir den gröss-ten Teil des Anstiegs wohl hinter uns. Wir rechnen nicht mit einem nachhaltigen Anstieg über die Höchststände des letzten Jahres.

Deutscher Zinsanstieg 2022 (Renditen 10-jährige Staatsanleihen, in %)



Quelle: Bloomberg, BAM

AKTIEN

Nachdem sich die Aktienmärkte überraschend gut und schnell vom pandemiebedingten Einbruch im Frühling 2020 erholt hatten, setzten die höheren Zinsen der Börse im letzten Jahr stark zu. Insbesondere die hochbewerteten Wachstumsaktien kamen unter Druck. Die prominentesten Verlierer waren die zuvor über Jahre gefragten Aktien von Meta (Facebook), Google, Amazon und Tesla. Grösste Gewinner waren die lange verschmähten Titel aus dem Energiebereich. Auf regionaler Ebene gaben die USA am stärksten nach, der defensive Schweizer Markt hielt sich etwas besser. Entgegen den Erwartungen und sicherlich überraschend büssten die Aktien der Eurozone am wenigsten ein (jeweils in Lokalwährung).

Was sind die Perspektiven für 2023? Unser Haupt-szenario (keine US-Rezession, keine weitere An-spannung an der Zinsfront) ist im Grunde positiv für die Aktienmärkte. Die Bewertungen sind aller-dings trotz Korrektur nicht günstig, die Risikoprä-mien sogar sehr tief. Mit den höheren Zinsen gibt

es mit Obligationen wieder eine echte Anlageal-ternative zu Aktien. Zudem sind die eingepreisten Gewinnerwartungen für 2023 immer noch relativ sportlich. Betrachtet man schliesslich noch die Markttechnik, so ist ein richtiger Ausverkauf bis-lang ausgeblieben. Nicht auszuschliessen, dass uns ein solcher noch bevorsteht. Wir rechnen nicht damit, dass sich 2022 wiederholt, es fehlt jedoch der Katalysator für eine deutliche Erholung. Euphorie ist nicht angesagt.

Aktienmärkte 2022 (indexiert, in Lokalwährung)



Quelle: Bloomberg, BAM

KONJUNKTUR

Mehrere Faktoren machten 2022 den zu Jahresbeginn noch intakten Konjunkturaussichten einen Strich durch die Rechnung. In den USA stieg die Inflation deutlich höher als erwartet, was den Privatkonsum belastete. In Europa war es der unerwartete Einmarsch Russlands in die Ukraine. Daraus resultierten Sanktionen, höhere Rohstoffpreise, Gasknappheit und Lieferausfälle aus der Ukraine. Das führte zu einer deutlichen Konjunkturabschwächung. In China belastete die restriktive Covid-Politik den Privatkonsum und führte immer wieder zu Unterbrüchen in den Lieferketten.

Nach dem enttäuschenden 2022 sind auch die Konsenserwartungen für 2023 nicht gerade optimistisch. Für Europa gilt eine Rezession als sicher und auch

für die USA rechnen viele Marktteilnehmer mit einer Kontraktion. Für die gesamte Welt prognostiziert der Internationale Währungsfonds ein BIP-Wachstum von 2.7%, was – abgesehen von der Finanzkrise – dem tiefsten Wert seit 2001 entspricht. Wir sehen die Lage nicht ganz so düster. So rechnen wir nicht mit einer Rezession in den USA. Dafür ist etwa der Arbeitsmarkt zu stark. Auch wenn die Arbeitslosigkeit ansteigen wird, verharrt sie deutlich unter dem langjährigen Durchschnitt. Das stützt den privaten Konsum, die mit über 75% klar grösste BIP-Komponente. Europa wird zwar in den nächsten Monaten wohl einen Abschwung erleben, die schlimmsten Befürchtungen einer tiefen Rezession dürften sich aber nicht bewahrheiten. Gegen Mitte Jahr ist, auch dank billigerer Energie, eine deutliche Erholung möglich.

Anlageklassen

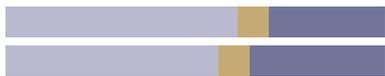
Einschätzung

Kommentar

Anleihen

Staatsanleihen

Unternehmensanleihen



Der Zinserhöhungszyklus neigt sich dem Ende zu. Die Hoffnungen auf Leitzinssenkungen dürften aber enttäuscht werden. Am langen Ende ist das Potenzial für höhere Zinsen beschränkt.

Aktien

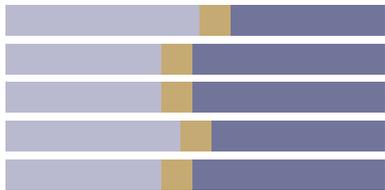
Schweiz

Eurozone

Grossbritannien

USA

Schwellenländer



Das schlechte 2022 dürfte sich nicht wiederholen. Relativ hohe Gewinnerwartungen und tiefe Risikoprämien verhindern aber grosse Sprünge nach oben.

Immobilien

Schweiz



Leichte Erholung seit den Tiefstwerten vom September. Immobilienanlagen sind günstig, die Ausschüttungsrendite im Vergleich zu Bundesobligationen immer noch interessant.

Rohstoffe

Öl

Gold



Wenig Impulse fürs Gold ersichtlich. Eine erfolgreiche Aufhebung der Corona-Einschränkungen in China könnte dem Ölpreis Auftrieb verleihen.

unattraktiv  attraktiv   aktuelle Einschätzung der Anlageklasse

Impressum

© BAM 2023. Alle Rechte vorbehalten. | Herausgeber: Belvédère Asset Management AG | Redaktionsschluss: 31.12.2022

Disclaimer

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Ansichten dienen ausschliesslich zu Informationszwecken und begründen weder eine Aufforderung seitens der Belvédère Asset Management noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zur Tätigkeit sonstiger Transaktionen. Die darin enthaltenen Informationen und Ansichten beruhen auf Quellen, die wir als zuverlässig erachten. Dennoch können wir weder für die Zuverlässigkeit noch für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Quellen garantieren. Soweit gesetzlich zulässig schliessen wir jede Haftung für direkte, indirekte oder Folgeschäden aus, einschliesslich entgangenen Gewinns, die aufgrund der publizierten Informationen entstehen. Interessierten Investoren empfehlen wir dringend, ihren persönlichen Kundenbetreuer zu konsultieren, bevor sie auf der Basis dieses Dokumentes Entscheidungen fällen, damit individuelle Umstände, Bedürfnisse und Anlageziele im Rahmen einer umfassenden Beratung gebührend berücksichtigt werden können.