



Marktkommentar

3. Quartal 2022

Zinsanstieg bestimmt das Geschehen

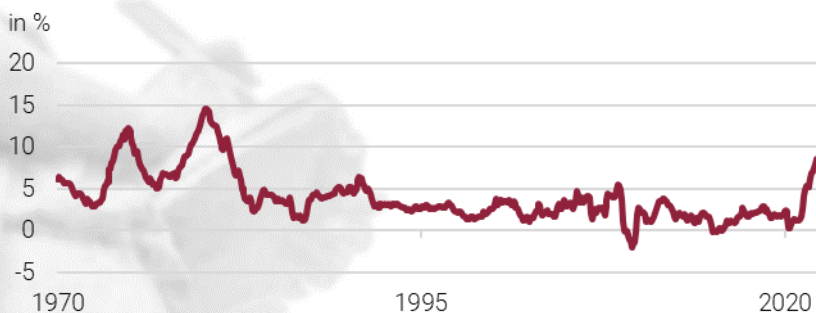
Konjunktur und Weltwirtschaft

Die Energieversorgung bleibt einer der wichtigsten Faktoren für die wirtschaftliche Entwicklung der westlichen Volkswirtschaften. Insbesondere Europa leidet stark unter der sich abzeichnenden Energiemangellage und hat es in den letzten Jahren verpasst, die Energieabhängigkeit gegenüber Russland zu reduzieren und alternative Bezugsquellen zu erschliessen. Das Versäumnis der letzten Jahre kann nun aber nicht in wenigen Monaten aufgeholt werden, weshalb sich das Problem des Angebotsdefizits nur noch mit einer Einschränkung der Nachfrage lösen lässt. Dies führt jedoch dazu, dass nicht nur die Preise für Energie stark ansteigen, sondern resultiert auch in einer teilweise tieferen Produktivität der Wirtschaftsakteure. Die Entwicklung bei den Einkaufsmanagerindizes zeigt zudem, dass die befragten Unternehmen mittlerweile von einer deutlichen Konjunkturabkühlung ausgehen. Somit ist auch das Risiko einer Rezession weiter gestiegen. Das Preisniveau steigt indes ungebremst an und die Inflation in Deutschland liegt mittlerweile bereits im zweistelligen Bereich. Die starken Preiserhöhungen schlagen sich nicht zuletzt auch in einer negativen Konsumentenstimmung nieder. Da von den Preiserhöhungen insbesondere auch Güter des täglichen Gebrauchs wie Nahrungsmittel betroffen sind, müssen immer mehr Haushalte einen grossen Teil des Einkommens für die laufenden Konsumausgaben aufwerfen. Dieses sich verändernde Konsumverhalten dürfte deshalb insbesondere für Unternehmen aus dem diskretionären Konsum sowie dem Dienstleistungssektor negative Auswirkungen mit sich bringen. In unserem Basisszenario gehen wir aktuell von einer leichten Rezession aus. Das Problem der Energieversorgung dürfte sich jedoch noch länger hinziehen und damit hohe Unsicherheiten für die Konjunktur auch im Jahr 2023 bergen.

! Wichtigste Punkte

- Die Wirtschaftsaussichten bleiben wenig erbaulich.
- Aktien und Gold leiden unter ansteigenden Zinsen.
- Die hohen Schwankungen werden uns auch im vierten Quartal erhalten bleiben.
- Unsere Vermögensverwaltungsstrategien sind weiterhin defensiv positioniert und konnten seit Jahresbeginn im Marktvergleich sehr gut abschneiden.

Abbildung 1: Inflationsrate USA im Jahresvergleich



Quelle: Refinitiv, Datastream

Geldpolitik

Die Neuausrichtung der Geldpolitik nimmt weiter Fahrt auf. Im vergangenen Quartal drehten die meisten Zentralbanken kräftig an der Zinsschraube und reagierten damit auf die überbordende Inflation. Im September haben neben der US-Notenbank Fed auch die Europäische Zentralbank sowie die Schweizerische Nationalbank ihre Leitzinsen um jeweils 0.75 Prozentpunkte erhöht. Damit ist auch in der Schweiz die seit 2015 andauernde Negativzins-Ära nun offiziell beendet. Trotz der bereits kräftig angehobenen Leitzinsen, dürfte der Zinserhöhungszyklus in den meisten Währungs-

regionen noch nicht abgeschlossen sein. So wird gegen Ende des Jahres für die USA ein Leitzinsniveau zwischen 4.25% bis 4.50% erwartet, was einer Erhöhung von weiteren 1.25% entspricht. Doch wie weit können die Zinsen angehoben werden ohne die Finanzmarktstabilität zu gefährden und keinen zu starken Konjunkturereinbruch zu provozieren? Geht es nach einigen Marktteilnehmern, soll sich die Geldpolitik bereits wieder an einem Wendepunkt befinden und die Zinsen im nächsten Jahr gesenkt werden. Dass dieses Szenario durchaus realistisch ist, bewies die Bank of England zum Ende des Quartals. Der dortige Anleihenmarkt zeigte kürzlich besonders bei länger laufenden Staatsanleihen massive Liquiditätsprobleme – auch als Reaktion auf die Pläne der neuen Regierung. Die Renditen der 30-jährigen Staatsanleihen stiegen dabei innerhalb von wenigen Tagen von 3.50% auf über 5% und trafen damit insbesondere dort engagierte Pensionsfonds hart. Da die Bank of England die Finanzmarktstabilität als massiv gefährdet beurteilte, entschied sie sich für eine Intervention und tätigte Stützungskäufe bei entsprechenden Anleihen.

Kritiker sehen darin bereits eine «monetäre Kapitulation» vor der restriktiven Geldpolitik. Wir erwarten ebenfalls, dass die Notenbanken vorerst höchstens ihre bisher angekündigten Zinsschritte vollziehen werden. Angesichts der Verwerfungen an den Finanzmärkten und der sich abkühlenden Konjunktur steht die Geldpolitik unter massivem Druck. Zudem sind die Schuldenstände immer noch sehr hoch und dürften im Hinblick auf die aktuelle Krisenbewältigung noch weiter ansteigen. Die Zinslast nimmt für viele Staatshaushalte damit ein Ausmass an, welches mittel- bis langfristig kaum tragbar scheint.

Abbildung 2: Zinssatz 10-jährige US Treasuries



Quelle: Refinitiv, Datastream

Finanz- und Kapitalmärkte

Das Geschehen an den Finanz- und Kapitalmärkten war im letzten Quartal von hoher Volatilität geprägt. Nachdem sich die Märkte über die Sommermonate relativ gut erholen konnten, drehte die Stimmung ab Mitte August wieder deutlich. Im Fokus der Marktteilnehmer steht nach wie vor die Entwicklung bei den Zinsen. Diese beeinflusst dabei auch die anderen Anlageklassen.

Die Schwankungen an den Zinsmärkten sind in der Zwischenzeit auf ein Niveau angestiegen, welches seit der Finanzkrise im Jahr 2008 nicht mehr erreicht wurde. Die hohe Volatilität führt dazu, dass mittlerweile die Liquidität nicht nur bei den Unternehmensanleihen, sondern selbst bei den sonst hoch liquiden Staatsanleihen teilweise ungenügend ist.

Nachdem die Umlaufrendite des 10-jährigen US Treasuries im August noch bei rund 2.6% lag, ist diese in der Zwischenzeit auf knapp 4% angestiegen. Dieser Anstieg erfolgte in Antizipation darauf, dass die Fed tendenziell stärker an der Zinsschraube drehen muss, um die hohe Inflation brechen zu können. Nicht nur die nominellen Zinsen sind allerdings angestiegen, auch die Realzinsen haben einen fulminanten Anstieg hinter sich. Lagen die eingepreisten Realzinsen in den USA für die nächsten zehn Jahre zu Beginn des Jahres noch bei -1% p.a. sind diese nun auf mehr als 1.6% angestiegen. Ein Realzinsniveau, das bis vor kurzem noch unmöglich erschien. Dieser hohe (implizite) Realzins konkurrenziert damit zunehmend andere Anlageklassen, welche aus relativer Sicht weniger attraktiv werden. Ein wesentlicher Grund für den starken US Dollar dürfte deshalb auch bei den angestiegenen Realzinsen zu finden sein.



Aktienmärkte Perf.	2022 (YTD)
SPI	-22.04%
DAX	-23.74%
Euro Stoxx 50	-22.80%
S&P 500	-24.77%
Nasdaq 100	-32.77%

Verfallrendite Staatsanleihen	in %
10Y Eidgenosse	1.18%
10Y Bundesanleihe DE	2.11%
10Y US Treasury	3.80%

Goldpreis oz. Perf.	2022 (YTD)
in CHF	-0.77%
in EUR	6.63%
in USD	-8.14%

Rohstoffe Perf.	2022 (YTD)
Öl Brent	15.10%

In Lokalwährung, per 30.09.2022
Quelle: Refinitiv, Datastream

In den anderen Währungsräumen konnte eine ähnliche Entwicklung beobachtet werden. Auch in der Eurozone hat sich die Zinskurve im letzten Quartal nochmals deutlich nach oben verschoben. Entspannter sieht es derzeit in der Schweiz aus, zwar haben sich auch hierzulande die Zinsen erhöht, jedoch aufgrund der noch relativ tiefen Inflation bedeutend weniger stark. Der Markt für Unternehmensanleihen kämpft immer noch mit steigenden Kreditrisikoprämien. Nebst der tiefen Liquidität aufgrund fehlender Anleihenkäufe durch die Zentralbanken und der hohen Volatilität, hat sich auch der konjunkturelle Ausblick weiter eingetrübt.

Abbildung 3: MSCI Welt (rebasiert)



Quelle: Refinitiv, Datastream

Die Aktienmärkte hatten auch im vergangenen Quartal wieder mit starken Abgängen zu kämpfen. Nachdem wir im Sommer eine sogenannte Bärenmarktrallye gesehen haben, sind die Preise bis zum Ende des Quartals wieder auf neue Jahrestiefstände gefallen. Ein zwischenzeitlich starker Anstieg während eines länger andauernden Bärenmarktes ist an sich nichts Unübliches. Wir haben die Situation im Sommer genutzt, um unsere Aktienquote weiter zu reduzieren.

Gold litt weiter unter steigenden Realzinsen und dem starken US Dollar. Ganz zum Schluss des Quartals war allerdings eine leichte Erholung zu beobachten.

Abbildung 4: Goldpreis in USD pro Unze



Quelle: Refinitiv, Datastream

Anlageklasse	Gewichtung
Liquidität	Starkes Übergewicht
Obligationen	Starkes Untergewicht
Aktien	Untergewicht
Gold	Starkes Übergewicht

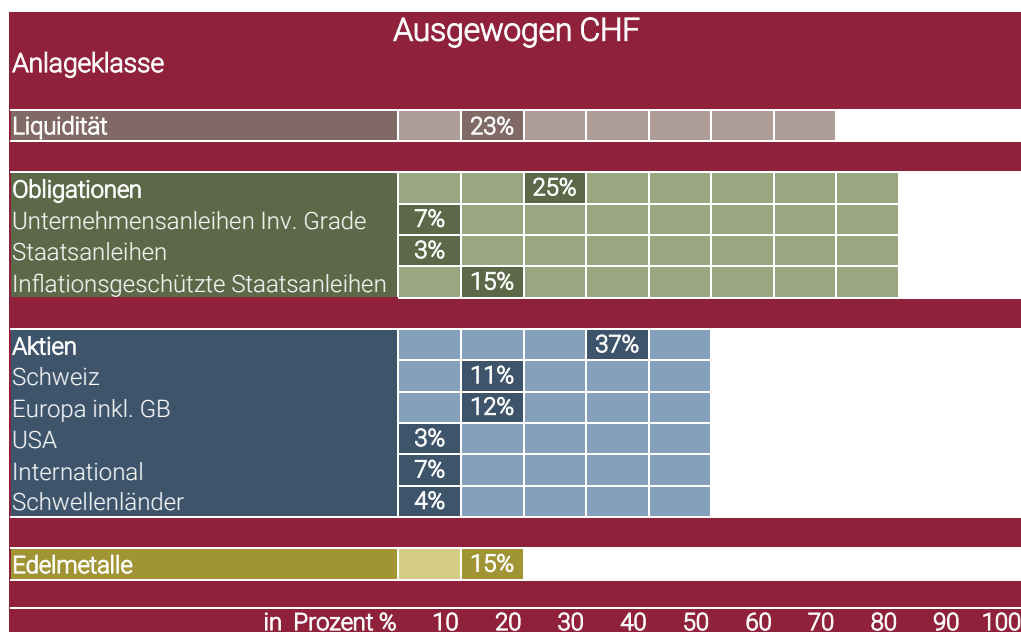
- Wir rechnen weiterhin mit erhöhter Volatilität in allen Anlageklassen.
- Bei Obligationen setzen wir auf hohe Kreditqualität.
- Bei Aktien halten wir ein Übergewicht in den Sektoren Energie und Rohstoffe.
- Gold bleibt ein wichtiges Diversifikationselement im Portfolio.

Aktuelle Vermögensallokation

In den Basisstrategien unserer Vermögensverwaltung sind wir nach wie vor defensiv positioniert. Nebst einem sehr hohen Liquiditätsbestand führen wir auch noch immer eine erhöhte Goldquote. Die Allokation in Obligationen ist wie bereits im ganzen Jahr noch immer stark untergewichtet. Allerdings haben wir erste Käufe für unsere Kunden mit Mandatswährung USD getätigt. Der starke Zinsanstieg machte gewisse Transaktionen wieder interessant. Die Situation im Anleihenmarkt für CHF und EUR beobachten wir genau und prüfen erste Transaktionen.

Die Aktienquote konnten wir im letzten Quartal, auf rückblickend guten Niveaus, nochmals deutlich reduzieren. Damit haben wir uns die nötige Handlungsfähigkeit geschaffen, selektiv auch wieder Zukäufe tätigen zu können sobald dies angezeigt ist.

Unsere Strategien konnten dieses Jahr sowohl in CHF, EUR und USD eine hohe relative Überrendite gegenüber dem Markt erzielen wobei diese für unsere EUR-Mandate am grössten war. Mit der momentanen Ausrichtung der Portfolios fühlen wir uns für ein ebenfalls volatiles Schlussquartal gut gerüstet.



Kontakt

Bank von Roll AG
Bleicherweg 37
CH-8027 Zürich

Tel. +41 44 233 32 00
Fax +41 44 233 32 90

Disclaimer

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen dienen lediglich der allgemeinen Information und sollten nicht als Grundlage für wesentliche Geschäftsentscheidungen verwendet werden, ohne dass zuvor mit der Bank von Roll AG Kontakt aufgenommen wurde, um genauere und aktuellere Informationen zu erhalten. Insbesondere werden sämtliche Marktdaten, einschliesslich der Preise von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten, in annähernder und/oder vereinfachter Form dargestellt und können sich im Laufe der Zeit ändern. Die Preise und Werte der beschriebenen Anlagen können schwanken. Dies ist weder ein Angebot noch eine Aufforderung durch oder im Auftrag der Bank von Roll AG zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten. Die verwendeten Informationen stammen aus oder basieren auf Quellen, welche die Bank von Roll AG als zuverlässig erachtet. Die Bank von Roll AG übernimmt keine rechtliche Verantwortung oder Haftung für die Genauigkeit, Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen, die über dieses Dokument zugänglich sind. Jegliche Schlussfolgerungen, die der Benutzer aus den hier dargestellten Informationen zieht, sind seine eigenen und können nicht der Bank von Roll AG zugeschrieben werden. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für die zukünftige Entwicklung einer Anlage. Die Kommerzialisierung oder Verteilung dieses Dokuments ist nicht erlaubt.