



Marktkommentar

4. Quartal 2022

Herausforderndes Anlagejahr endete

Konjunktur und Weltwirtschaft

Das vergangene Jahr 2022 war ein anspruchsvolles, welches gleich an mehreren Fronten Gegenwind für die Konjunktur mit sich brachte. Der Russische Angriffskrieg auf die Ukraine führte zu einem massiven Preisanstieg an den internationalen Rohstoffmärkten, was zu höheren Inputpreisen für Unternehmen führte und insbesondere für das verarbeitende Gewerbe in Europa ein grosses Problem darstellte. Die höheren Preise für Energie und andere Rohstoffe wurden wo möglich an die Endverbraucher überwältigt, welche damit die Auswirkungen nicht nur für den eigenen Energieverbrauch zu spüren bekamen, sondern auch bei vielen anderen Gütern des täglichen Bedarfs. Dies wirkte sich negativ auf die Konsumentenstimmung aus und bremste damit die Nachfrage weiter nachdem auch der «Covid-Wiederöffnungseffekt» langsam abklang. Zudem dämpfte die restriktivere Geld- und Fiskalpolitik die einzelnen Wirtschaftssubjekte, welche damit nicht mehr mit gleich günstigem Geld wie noch in den Jahren zuvor versorgt wurden.

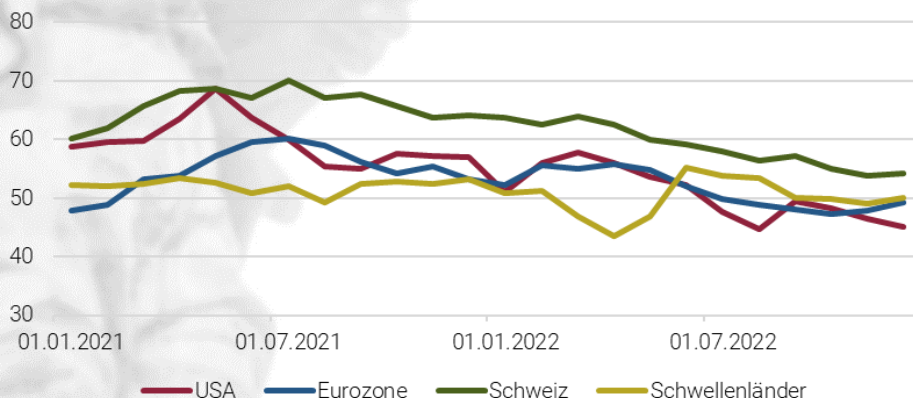
Nach mehr als zwei Jahren der Pandemie begleitete uns das Coronavirus auch im letzten Jahr. Die meisten westlichen Länder haben die Massnahmen und Einschränkungen zwar weitestgehend aufgehoben, doch die zweitgrösste Volkswirtschaft der Welt, China, hielt lange an ihrer «Zero-Covid-Politik» fest. Nebst den daraus resultierenden Unsicherheiten und Verzögerungen in den Lieferketten blieb auch der Konsum in China hinter den Erwartungen zurück. Trotz den vielen Herausforderungen des letzten Jahres dürften die entwickelten Volkswirtschaften Schätzungen zufolge ein Wirtschaftswachstum zwischen 1.5 und 2.5 Prozent gegenüber dem Vorjahr erzielen. Diese Wachstumszahlen sehen zwar auf den ersten Blick vielversprechend aus, liegen aber deutlich tiefer als noch im Vorjahr.

Für das Jahr 2023 erwarten wir weiterhin ein anspruchsvolles Umfeld. Die Visibilität ist in den letzten Wochen zwar wieder gestiegen, trotzdem bleiben viele Risikofaktoren wie die Energieversorgung, restriktive Geldpolitik, hohe Inflation etc. auch in diesem Jahr bestehen. In unserem Basisszenario gehen wir derzeit von einer leichten/technischen Rezession aus.

! Wichtigste Punkte

- Das wirtschaftliche Umfeld dürfte in diesem Jahr anspruchsvoll bleiben.
- In unserem Basisszenario rechnen wir mit einer moderaten Abschwächung der Wirtschaft.
- Die grössten Risikofaktoren für die Wirtschaft sind Geldpolitik und Inflation sowie Energieversorgung.
- Wir gehen davon aus, dass die Notenbanken primär die bis jetzt eingepreisten Zinsschritte vollziehen werden.

Abbildung 1: Einkaufsmanagerindizes (Composite)



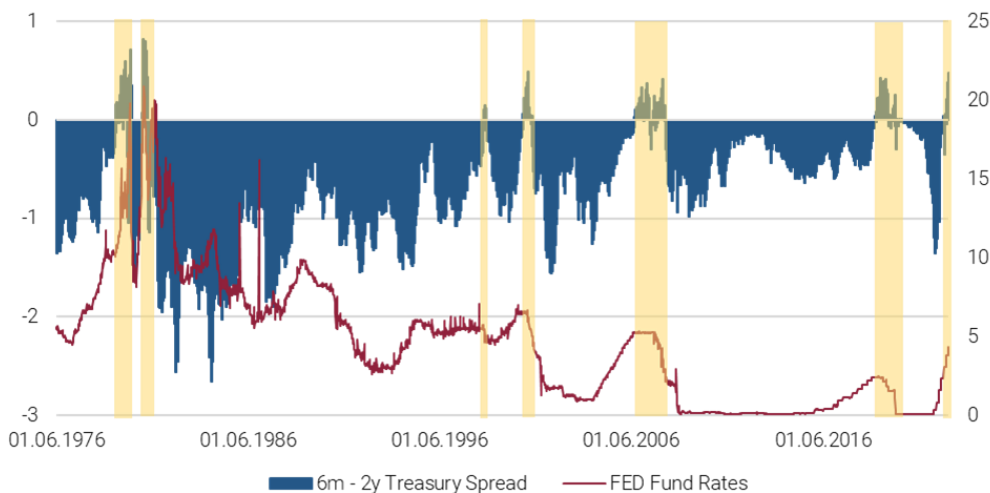
Quelle: Refinitiv, Datastream

Für die Geldpolitik war 2022 ein Jahr des Umbruchs. Aufgrund der überbordenden Inflation sahen sich die Zentralbanken gezwungen von einer zuvor ultra-expansiven zu einer restriktiven Geldpolitik zurückzukehren. Nebst einer starken Anhebung der Leitzinsen wurden auch andere geldpolitische Instrumente wie z.B. Anleihenkaufprogramme restriktiver angewendet bzw. teilweise ganz ausgesetzt. Das Ziel ist es, den Märkten so viel Liquidität zu entziehen, dass die Teuerungsraten wieder in das Zielband der Notenbanken zurückkehren und damit das Mandat der Preisstabilität erfüllt wird. Die Schwierigkeit liegt aber darin, die Zinsen nur so weit wie nötig anzuheben ohne dabei eine Rezession zu verursachen und die Marktstabilität zu gefährden. Die gegenwärtige Geldpolitik bleibt daher eine Gratwanderung zwischen Inflationsbekämpfung und Wirtschaftswachstum.

Im Dezember haben sowohl die Europäische Zentralbank als auch das Fed in den USA und die Schweizerische Nationalbank ihre Zinsen nochmals um je 50 Basispunkte angehoben. Damit liegen die Leitzinsen in der Eurozone bei 2.5%, in den USA bei 4.5% und in der Schweiz bei 1.0%. Die Währungshüter äussern sich immer noch relativ zurückhaltend zu einem möglichen Ende des Zinserhöhungszyklus. Obschon der momentane Höhepunkt bei der Inflation in den meisten Währungsregionen erreicht wurde, ist es noch zu früh, um Entwarnung zu geben. Im Vergleich zum Vorjahr liegen die Teuerungsraten immer noch deutlich über dem Zielwert der Zentralbanken. Zudem drohen aufgrund der Forderungen nach einem Teuerungsausgleich bei den Löhnen noch sogenannte Zweitrundeneffekte. Falls sich damit die aus der Volkswirtschaftslehre bekannte Lohn-Preis-Spirale in Bewegung setzen sollte, könnte die Inflationsdynamik trotz der zwischenzeitlichen Abschwächung wieder zunehmen.

Die Zinskurven in den wichtigsten Währungsräumen indizieren derzeit eine abnehmende Dynamik bei den Zinserhöhungen. In den USA, wo die Zinskurve immer noch stark invers ist, werden derzeit noch zwei bis drei weitere Zinsschritte eingepreist. In der Eurozone und der Schweiz ist die Zinskurve mittlerweile je nach Laufzeit ebenfalls invertiert und zeigt somit auch hier ein baldiges Ende der Zinserhöhungen an. Wir rechnen ebenfalls damit, dass die Notenbanken nur noch die aktuell eingepreisten Zinsschritte vollziehen werden. Das konjunkturelle Umfeld erachten wir als zu fragil als dass noch weitere grosse Leitzinserhöhungen durchgesetzt werden können. Ein gutes Indiz für ein nahendes Ende des Zinserhöhungszyklus war eine positive Zinsdifferenz zwischen dem 6-Monatigen und 2-Jährigen US Treasury (Abbildung 2). Die aktuelle Differenz legt deshalb nahe, dass wir in der Endphase der Leitzinserhöhungen sind.

Abbildung 2: US Treasury Spread und Fed Fund Rates



Quelle: Refinitiv, Datastream

Aktienmärkte Perf.	2022
SPI	-16.48%
DAX	-12.35%
Euro Stoxx 50	-8.83%
S&P 500	-18.11%
Nasdaq 100	-32.38%

Verfallrendite Staatsanleihen	in %
10Y Eidgenosse	1.61%
10Y Bundesanleihe DE	2.56%
10Y US Treasury	3.83%

Goldpreis oz. Perf.	2022
in CHF	1.16%
in EUR	6.16%
in USD	-0.37%

Rohstoffe Perf.	2022
Öl Brent	7.22%

In Lokälwahrung, per 31.12.2022
Quelle: Refinitiv, Datastream

Finanz - und Kapitalmärkte

Das vergangene Jahr war ein turbulentes an den Finanz- und Kapitalmärkten und in vielerlei Hinsicht auch ein aussergewöhnliches. Praktisch sämtliche Anlageklassen, bis auf Edelmetalle und einige andere Rohstoffe, weisen eine negative Wertentwicklung auf. Selbst Anleihen, welche in Krisensituationen üblicherweise negativ zu Aktien korrelieren, haben im zweistelligen Prozentbereich verloren. Dies führte dazu, dass die klassischen Strategien (wie 60% Aktien und 40% Anleihen) aufgrund des fehlenden Diversifikationseffekts von Anleihen eines der schlechtesten Jahre hinter sich haben. Erschwerend kam hinzu, dass bei den meisten Vermögensverwaltern Rohstoffe und Edelmetalle in der Portfolioallokation unterrepräsentiert waren.

Die Notenbanken mussten aufgrund der sehr hohen Inflation im letzten Jahr stärker als erwartet an der Zinsschraube drehen, was nicht nur die kurzfristigen Zinsen anstiegen liess, sondern auch die Umlaufrendite der länger laufenden Schuldverschreibungen erhöhte. Diese Zinserhöhungen lösten nicht nur an den Anleihenmärkten eine grobe Korrektur aus, sondern liessen auch die Aktienmärkte deutlich einbrechen. Aufgrund der höheren Zinsen werden die zukünftigen Geldflüsse eines Unternehmens tiefer bewertet, was somit auch in einer tieferen Unternehmensbewertung bzw. einem tieferen Aktienpreis resultiert.

Abbildung 3: Entwicklung S&P 500 und 10-Jährige US Staatsanleihen



Quelle: Refinitiv, Datastream

Für das Jahr 2023 erwarten wir an den Finanzmärkten tendenziell ein freundlicheres Umfeld als noch im letzten Jahr, schliessen aber Überraschungen nicht aus. Die Zinsen haben sich wieder auf ein Niveau erholt, wo selektive Zukäufe bei den Obligationen gemacht werden können. Sollte es zudem tatsächlich zu einer Rezession kommen, bieten Anleihen bei den aktuellen Renditen wieder einen besseren Diversifikationsbeitrag. Aktien sind trotz der durch die Zinsschwende ausgelösten Bewertungskontraktion noch nicht wirklich günstig. Die Zinserhöhungen dürften mittlerweile zwar eingepreist sein und keinen spürbaren Druck mehr auf die Bewertungen auslösen. Dennoch ist es noch zu früh um Entwarnung zu geben, da die eingepreisten Gewinnerwartungen für das Jahr 2023 relativ ambitiös sind. Sollte sich deshalb wider Erwarten eine Gewinnrezession abzeichnen, dürfte weiteres Korrekturpotenzial für Aktien bestehen.

Vermögensallokation

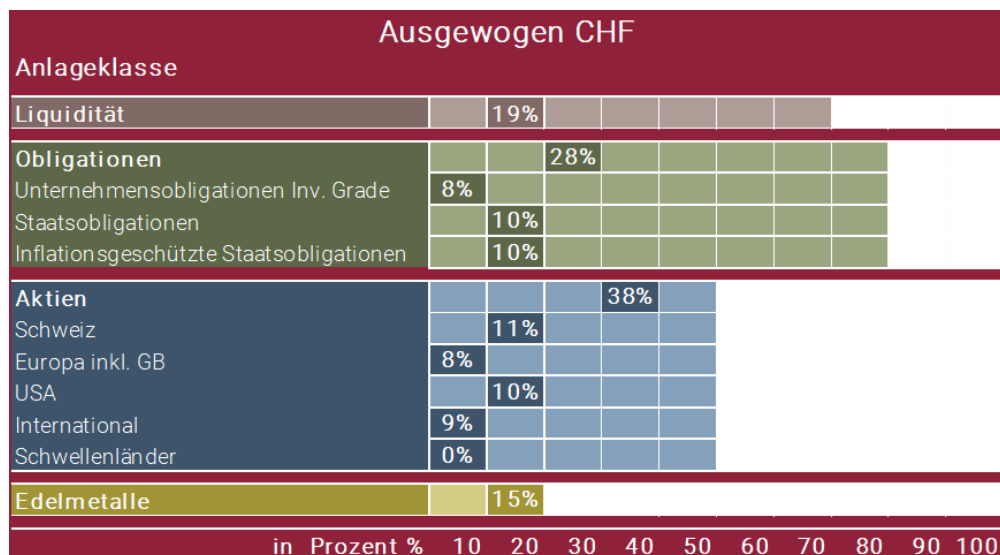
Anlageklasse	Gewichtung
Liquidität	Starkes Übergewicht
Obligationen	Untergewicht
Aktien	Leichtes Untergewicht
Gold	Starkes Übergewicht

- Bei Obligationen setzen wir weiterhin auf hohe Kreditqualität, haben aber unser starkes Untergewicht abgebaut.
- Bei Aktien haben wir wieder taktische Zukäufe gemacht und sind aktuell nur noch leicht untergewichtet.
- Physisches Gold bleibt ein wichtiges Diversifikationselement im Portfolio.

Aktuelle Vermögensallokation

In den Basisstrategien unserer Vermögensverwaltung sind wir immer noch eher defensiv positioniert. Nachdem wir im Jahr 2022 lange ein starkes Untergewicht bei Aktien hielten, haben wir im letzten Quartal des Jahres selektive Zukäufe getätigt. Aktuell halten wir deshalb nur noch ein leichtes Untergewicht bei den Aktien und werden je nach Marktlage weitere Zukäufe tätigen. Durch den starken Zinsanstieg sind wir auch bei den Obligationen wieder zu Käufern geworden und haben unser sehr starkes Untergewicht ebenfalls leicht reduziert. Die Käufe beschränkten sich vor allem auf Staatsanleihen mit hoher Kreditqualität. Wir erachten den Zeitpunkt immer noch als zu früh, um grössere Kreditrisiken einzugehen. Die Schuldnerbonität bleibt deshalb eines unserer wichtigsten Selektionskriterien für festverzinsliche Anlagen. Ein wichtiger Baustein unserer Portfolios ist weiterhin das physische Gold. Die Portfoliokontribution war im letzten Jahr für unsere Strategien in Schweizer Franken und Euro leicht positiv. In US Dollar war Gold zum Jahresende gegenüber dem Vorjahr praktisch unverändert.

Unsere Strategien konnten im letzten Jahr sowohl in CHF, EUR als auch USD eine hohe relative Überrendite gegenüber dem Markt erzielen. Unsere konservative Vermögensallokation hat sich im letzten Jahr ausbezahlt. Mit der momentanen Ausrichtung der Portfolios fühlen wir uns gut für das neue Jahr aufgestellt. Zudem bleibt das Übergewicht in physischem Gold eine gute Absicherung für unvorhergesehene Ereignisse.



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.