



Anlagepolitischer Ausblick 4. Quartal 2022

Globaler makroökonomischer Ausblick

- Das Weltwirtschaftswachstum dürfte sich 2022 nach einem Anstieg von 6.1% letztes Jahr auf noch 3.2% verlangsamen (Schätzungen um -0.4% gegenüber Vorquartal vermindert) und 2023 weiter abkühlen. Regional ist die Wahrscheinlichkeit von Kontraktionen stark erhöht.
- Angesichts der hartnäckig hohen Teuerung bleiben Zentralbanken wie das Fed, die EZB und wohl auch die SNB im Straffungsmodus. Es werden bis zur Erreichung der neutralen Leitzinsniveaus nach wie vor mehrere Zinserhöhungsschritte in Aussicht gestellt, auch unter Inkaufnahme einer Rezession. Die unsichere Versorgungslage bei Energie und Rohstoffen und Lockdowns in China verstärken den Preisdruck.
- Nachlassende Vergleichswerte vergangener Inflationszahlen dürften sich in den kommenden Monaten hingegen mildernd auswirken. Bis solche greifbar sind, bleibt die Nervosität jedoch hoch.
- Das Konsumentenvertrauen hat sich in den USA – von tiefen Niveaus aus – jüngst dank sinkender Benzinpreise und des starken Arbeitsmarktes erholt. Die rekordtiefe Konsumentenstimmung in der Eurozone korreliert aktuell nur wenig mit den robusten Arbeitsmarktdaten.

Traditionelle Anlagen

0-3Mt. - 12Mt.

Währungen	Handelsspanne USD/CHF: 0.94 - 1.02 bzw. EUR/CHF 0.92 - 1.00.		
Obligationen	Anhaltende Zinserhöhungen führten auch bei längeren Laufzeiten zu deutlichen Kurseinbrüchen. Mit weiter steigenden Renditen ist zu rechnen. Die Zinskurven sind verbreitet invers (Papiere kürzerer Laufzeiten notieren zu höheren Renditen als länger laufende), was als Vorbote kommender Rezessionen gilt.	➡	➡
Aktien	Die Aktienmärkte befinden sich nach den Höchstständen zu Jahresbeginn verbreitet in Bärenmarkt-Territorium (Kursrückschläge von über 20%). Die abnehmende Konjunkturdynamik, die weltweit restriktivere Geldpolitik, der Ukraine-Konflikt und die sich zuspitzende Energiekrise sorgen für hochbleibende Volatilität. Die Gewinnschätzungen der Analysten dürften reduziert werden.	➡	➡

Alternative Anlagen

Rohstoffe	Gold leidet unter einem stärkeren USD. Rezessionsbedingt tiefere Nachfrage gegenüber sinkendem Angebot sprechen für volatil seitwärts tendierende Rohölkurse.
Hedge Fonds	Divergierende Performances seit Jahresbeginn (in USD), CTAs mit positiven Resultaten.
Alt. Forderungspapiere	Mikrofinanzanlagen weisen stabile Performancebeiträge und tiefe Korrelationen zu den klassischen Anlageklassen aus. Zusätzliche Impact-Rendite.
Immobilien	Differenz der Ausschüttungsrenditen gegenüber 10-jährigen CH-Staatsanleihen liegt bei etwa 2%. Deutliche Rückbildung der Agios kotierter Fonds auf ca. 19% (Ende 2021: 43%).
Übrige	Preise im gesamten Krypto-Universum unter Druck wegen des zunehmend risikoaversen Umfelds. Erfolgreicher Ethereum-Merge hatte kaum Einfluss.

Privatmarkt-Anlagen

Private Equity	Bewertungskorrekturen infolge der starken Rückgänge an den öffentlichen Aktienmärkten noch wenig ausgeprägt. Im historischen Kontext ergeben sich Opportunitäten.
Private Debt	Alternative zu tief rentierenden CHF- und EUR-Obligationen. Auf variablen Zinsen basierende Kreditverträge federn starke Zinserhöhungen der Zentralbanken ab.
Übrige	Breit diversifizierte Privatmarkt-Anlagen als langfristige strategische Portfoliobausteine.

Marktdaten

BIP Wachstum %	Länder	2021	2022E	2023E
Industrienationen	USA	5.9	0.2	1.2
	Japan	1.8	2.4	2.0
	Eurozone	5.2	3.1	0.9
	UK	8.5	3.5	-1.5
Schwellenländer	Schweiz	4.3	2.8	1.3
	China	8.1	3.3	5.1
	Indien	-6.6	8.7	7.4
	Brasilien	4.8	1.7	1.1
Wechselkurse	30.09.22	% -3M	% -6M	% -12M
USD/CHF	0.987	3.49	7.03	5.66
EUR/CHF	0.967	-3.24	-5.34	-10.49
GBP/CHF	1.102	-5.09	-9.03	-12.34
3 Monats Leitzins	30.09.22	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp
CHF	0.44	63.2	113.8	110.9
USD	3.75	147.0	279.3	362.5
EUR	1.17	136.8	163.1	171.8

Staatsanleihen (10y)	30.09.22	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp
CHF Eidgenossen	1.19	16.5	63.3	139.8
USD Treasury	3.83	81.6	149.1	234.1
EUR Bund	2.11	77.2	156.1	230.8
Aktienmärkte	30.09.22	% -3M	% -6M	% -12M
SMI	10'267.55	-4.41	-15.57	-11.81
S&P 500	3'585.62	-5.28	-20.85	-16.76
Nikkei	25'937.21	-1.73	-6.77	-11.94
FTSE-100	6'893.81	-3.84	-8.27	-2.72
DJ EURO-STOXX 50	3'318.20	-3.96	-14.97	-18.03
Rohstoffe	30.09.22	% -3M	% -6M	% -12M
Gold oz/USD	1'660.61	-8.11	-14.29	-5.48
Öl (WTI)	79.49	-24.84	-20.73	5.94
Kupfer (Spot)	7'683.25	-6.92	-25.89	-14.10

Quelle: Bloomberg, Marktkonsens des BIP-Wachstums, Oktober 2022



Gesamtwirtschaftliches Umfeld

Es wird stürmischer

Die Teuerungsraten, insbesondere auch die Kerninflation, bei der volatile Energie- und Nahrungsmittelpreise ausgeklammert werden, bleiben hartnäckig hoch (Abb. 1). Die Notenbanken werden damit vorläufig auf Straffungsmodus bleiben. Infolge nachlassender Vorjahresvergleichswerte der Gesamtinflation wird sich der Aufwärtsdruck in den kommenden Monaten mildern, was den Handlungsbedarf der Zentralbanken verringern sollte. Dies ist jedoch noch nicht greifbar. Zudem bleibt die Inflation aufgrund der Produktionsverlagerung näher zu den Heimmärkten strukturell erhöht. Zusammen mit dem anhaltenden Ukraine-Krieg und damit der sich zuspitzenden Energiekrise sinkt die Konjunkturdynamik. Regional, etwa im UK oder der Eurozone, sind Rezessionen 2023 nicht auszuschließen. Der massive Rückgang des Konsumentenvertrauens hat dank robusten Arbeitsmärkten erst wenig Auswirkungen auf den Privatkonsum. Dass angesichts negativer Realeinkommen auf Ersparnisse zurückgegriffen wird, um den Konsum aufrecht zu erhalten, ist jedoch nicht nachhaltig. Sinkender Konsum würde eine sanfte Landung unwahrscheinlicher werden lassen.

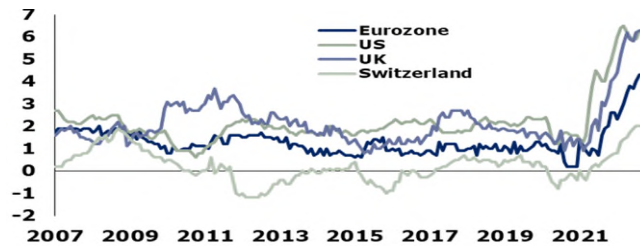


Abb. 1: Kerninflationen (Bloomberg, September 2022)

Schweiz

Die Schweizer Wirtschaft wuchs im 2. Quartal 2022 gegenüber dem Vorquartal dank Nachholkonsum und Ausrüstungsinvestitionen um 0.3% (ggü. Vorjahresquartal +2.8%). Der Waren-Aussenhandel verlor anders als der Dienstleistungsbereich deutlich an Dynamik (Abb. 2). Im zweiten Halbjahr wird die Gangart deutlich langsamer werden. Die drohende Energiekrise kann die hiesige Konjunktur stark in Mitleidenschaft ziehen. Einerseits werden die höheren Energiepreise die Haushaltseinkommen beeinträchtigen. Zudem beflügelt der Preisanstieg die bereits zu hohe Inflation und zwingt die SNB zu einer noch restriktiveren Geldpolitik – nachdem erst im September nach acht Jahren das Negativzinsregime endete. Andererseits würde eine Mangellage bei Erdgas und Strom die gesamte Europäische Wirtschaft belasten, mit negativen Auswirkungen für Schweizer Exporte.

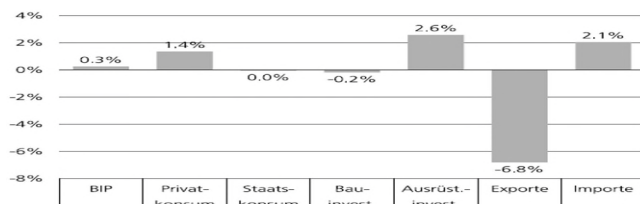


Abb. 2: Veränderung der BIP-Komponenten im Vorquartalvergleich (Macrobond/UBS, September 2022)

Europa

Die Wirtschaft der Eurozone befindet sich vermutlich bereits in einer milden Rezession. Das Wachstum für das Gesamtjahr 2022 wird sich von 5.2% letztes Jahr stark verringern. Für 2023 wird ein Wachstum von noch 0.9% erwartet. Der hauptsächliche Grund für die Verlangsamung liegt in der höher als erwarteten

Teuerung, welche durch die Unsicherheiten bei der Energieversorgung angeheizt wurde. In energieintensiven Industrien wurde die unwirtschaftlich gewordene Produktion bei einigen Unternehmen bereits eingestellt. Deutschland und Italien sind mehr von russischem Gas abhängig als andere Länder. Fiskalische Unterstützung dämpft dagegen die Belastung auf Haushalte und Firmen. Trotz anhaltender Versorgungsunterbrüche aus Russland sind die Gasspeicher über Erwärten gut gefüllt, womit die unmittelbare Gefahr einer Rationierung zumindest aktuell gebannt ist (Abb. 3). Der miserablen Konsumentenstimmung steht ein solider Arbeitsmarkt entgegen. Die EZB hob an ihrer September-Sitzung die Leitzinsen um 0.75% an. Trotz Schrumpfung der Wirtschaft fokussieren sich die Entscheidungsträger auf die Bekämpfung der Inflation. Der Markt preist bis zum Jahresende 2022 bereits weitere Leitzinserhöhungen von 1.25% ein.

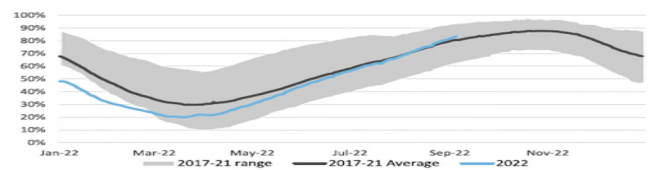


Abb. 3: Erdgasspeicherung in der EU, in % der Gesamtkapazität (Refinitiv Eikon/UBS, 16. September 2022)

USA

Die US-Zentralbank erhöhte im September den Leitzins um weitere 0.75% auf 3.25% (von 0.25% im März) und räumt der Inflationsbekämpfung erste Priorität ein. Bis Ende 2023 eskompiert der Markt eine Rate bis 4.5%. Das Fed nimmt damit bewusst auch eine Rezession in Kauf. Die Teuerungsrate lag im August mit 8.3% leicht tiefer als im Vormonat, ist damit aber nach wie vor weit über dem Zielkorridor von 2%. Dem negativen BIP-Wachstum in der ersten Jahreshälfte steht der angespannte Arbeitsmarkt gegenüber. Trotz einer beginnenden Lohn/Preis-Spirale halten die Realeinkommen der Konsumenten mit der Teuerung nicht mit (Abb. 4), wenn auch gesunkene Benzinpreise für etwas Erleichterung sorgen.



Abb. 4: Jahresveränderung Realeinkommen (schwarz) vs. realer Einzelhandelsumsatz (grau) in % (Haver/UBS, September 2022)

Schwellenländer

Trotz Stimulierung schwächt sich das chinesische Wirtschaftswachstum infolge wiederholter COVID-Lockdowns und Problemen im Immobilienmarkt ab, obschon Lieferkettenprobleme etwas in den Hintergrund getreten sind.

Risiken

Wir verfolgen die nachstehenden Risikofaktoren:

- Inflationsängste und Rezessionsgefahr und damit verbunden beschleunigter Zinserhöhungszyklus
- Geopolitische Risiken: Konflikt Russland/Ukraine, Blockbildung USA/Europa bzw. China/Russland
- Finanzmärkte: Potenzial negativer Gewinnschätzungen



Traditionelle Anlagen

Obligationen: von Paria zu «TARA»?

Die Zentralbanken, allen voran das Fed in den USA, befinden sich auf rigorosem Inflationsbekämpfungskurs. Die US-Notenbank erhöhte den Leitzins von 0% - 0.25% Anfang März auf mittlerweile 3% - 3.25% und dürfte bis Jahresende 2022 das Niveau auf rund 4.25% heben. Die Entscheidungsträger gehen für 2023 von weiteren, allerdings deutlich moderateren Erhöhungen aus. Vor Quartalsfrist rechneten Investoren noch mit Zinssenkungen in absehbarer Zukunft – diese Hoffnung zerschlug sich anlässlich einer Rede des Fed-Vorsitzenden Powell im August jäh. Die Anlegerunsicherheit über das Verhalten der Notenbanken hat sich in den letzten Monaten stark erhöht, was zu beispiellosen Kursrückgängen der Anleihen führte (Abb. 5). Investoren konnten sich jahrelang darauf verlassen, dass die Zentralbanken dank rekordtiefer Zinsen und quantitativer Lockerungen eher Probleme lösen statt schaffen. Nun ist das Gegenteil der Fall. Bei massvoller Inflationsentwicklung sollte die Spitze des Zinserhöhungszyklus im Verlauf von 2023 jedoch erreicht werden. Die EZB, die verspätet auf den Straffungszug aufgesprungen ist, hat noch Nachholbedarf. Bei der SNB ist die Notwendigkeit, an der Zins-schraube zu drehen, dank Frankenaufwertung und damit abgemilderter importierter Inflation weniger dringlich, abgeschlossen ist der Prozess aber kaum.

Mit jedem weiteren Zinsschritt nähern wir uns dem Ende des Zinserhöhungszyklus. Sobald eine Pause eingelegt wird, um die Auswirkungen der Straffungen abzuwarten, wäre eine Rückkehr zur Zinsstabilität und damit ein möglicher Wendepunkt die Folge. Anleihen würden damit wieder eine valable Anlagealternative («TARA»: There are real Alternatives).



Abb. 5: Anleiheindizes indiziert (Bloomberg, September 2022)

Aktien: eine Zitterpartie

Die Verluste der meisten Aktienindizes summieren sich seit Jahresbeginn auf deutlich über 20%. Vor allem Wachstumswerte wurden mitunter um über 50% zurückgestuft. Genährt durch die Hoffnung auf ein baldiges Ende der Leitzinserhöhungen, sah das dritte Quartal ein kurzes «Bärenmarktrally», das ab Mitte August wieder verpuffte (Abb. 6). Die Korrektur seit Jahresbeginn ist im Wesentlichen auf eine Kontraktion der Bewertungen infolge der steigenden Zinsen zurückzuführen, die einen tieferen Gegenwartswert künftig anfallender Cashflows bewirken. Die Gewinnprognosen der Analysten für das laufende Jahr werden dagegen erst langsam reduziert. Hier besteht in Anbetracht des höheren Zinsgefüges und steigender Kosten noch Revisionspotenzial. Wieviel in den Aktienkursen bereits vorweggenommen wurde, wird sich in den nächsten Wochen zeigen. Für 2023 bewegen sich die Schätzungen hingegen in einem realistischeren einstelligen Prozentbereich. Voraussetzungen für die Erreichung der Vorhersagen sind allerdings die Vermeidung eines energiebedingten Wirtschaftseinbruchs sowie eine effektive Eindämmung der Inflationsraten. Ein allgemein freundlicheres geopolitisches Umfeld und weniger restriktive COVID-

Einschränkungen Chinas, etwa nach dem Parteikongress Mitte Oktober, könnten für zusätzlichen Rückenwind sorgen. Die Lieferketten-Problematik hat sich bereits etwas entspannt.

Wir behalten unsere Untergewichtung in Aktien vorläufig bei. Die Aktienmärkte begannen historisch jeweils bereits im Voraus, eine Erholung der Realwirtschaft zu eskomptieren. Auf Seite 4 gehen wir näher auf diese Thematik ein.



Abb. 6: Aktienmärkte USA (grün), Europa (blau), Schweiz (rot), Schwellenländer (gelb) indiziert seit Jahresbeginn 2021 in Lokalwährungen (Total Return Indizes; Bloomberg, Oktober 2022)

Alternative Anlagen

Die Erholung in China verzögert sich, das Land könnte nächstes Jahr jedoch die sinkende Nachfrage aus den USA und Europa ausgleichen. Jahrelange Unterinvestitionen in Rohöl und Metallen sollten die Preise bei einem Aufschwung mittelfristig zusätzlich stützen (Abb. 7). Gold profitiert aufgrund steigender USD-Zinsen und einem stärkeren USD aktuell noch nicht von geopolitischen Faktoren. Wir halten aufgrund der Absicherungs- und Diversifikationscharakteristika an unseren Goldpositionen fest.

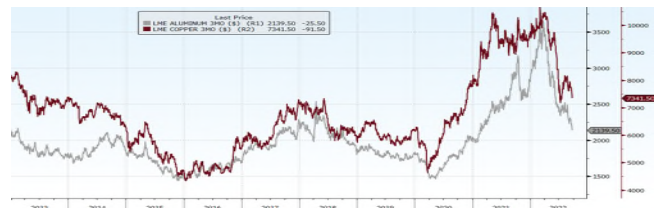


Abb. 7: LME-Notierungen Aluminium (grau) und Kupfer (rot) pro Tonne (Bloomberg, September 2022)

Kryptowährungen wie Bitcoin stagnierten in den letzten Wochen bei hoher Volatilität auf tiefen Niveaus. Der erfolgreiche Wechsel von Ethereum vom «Proof of Work» zum energiesparenderen «Proof of Stake»-Konzept hatte kaum Einfluss auf den Kurs.

Privatmarkt-Anlagen

Verwaltete Vermögen in Privatmärkten haben während der ersten Jahreshälfte 2022 um rund USD 639 Mia. auf knapp USD 10 Bio. zugenommen (wovon USD 7 Bio. in Private-Equity-Anlagen). In den kommenden Quartalen dürften einige Privatmarkt-Fonds den Nettoinventarwert senken, um die Rückgänge der Bewertungen öffentlicher Märkte zu widerspiegeln. Der Zeitpunkt für Investitionen in Privatmärkten nach Kursrückgängen öffentlicher Märkte hat sich historisch als lohnende Strategie erwiesen (Abb. 8).

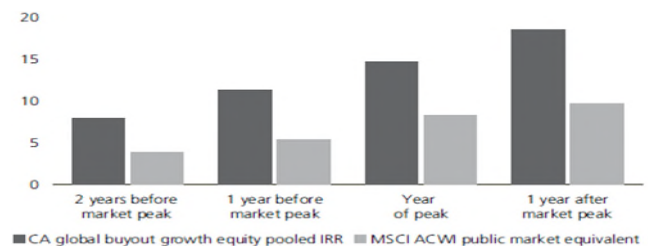


Abb. 8: Private Equity Vintage-Jahr Performance IRR in % vs. Weltaktienindex (Cambridge Associates/UBS, September 2022)



Rezessionen und Aktienmärkte

Gibt es den richtigen Einstiegspunkt?

Die Zentralbanker treten auf die Bremse, während Finanzpolitiker das Gaspedal betätigen. Geld- und Finanzpolitik stehen aktuell im Widerspruch zueinander. Die Anleiherenditen steigen, und Währungen mit Ausnahme der Fluchtwährung Schweizer Franken verlieren gegenüber dem USD an Wert. Gold ist bei steigenden USD-Zinsen ein eher ungeliebtes Absicherungsinstrument. Eine Bodenbildung bei Risikoanlagen könnte sich angesichts der in die Höhe schiessenden Nervosität in näherer Zukunft bilden (Abb. 9). Es stellt sich die Frage, ob ein kapitaler Absturz nötig ist, bevor eine Erholung einsetzen kann.



Abb. 9: AII (American Association of Individual Investors) Umfrage zur Anlegerstimmung (Bloomberg, Oktober 2022)

Starke Zinserhöhungen, die nach wie vor steigende Kerninflation sowie die erhöhte Unsicherheit belasten die aktuellen Aussichten der Aktienmärkte. Die tieferen Bewertungen kompensieren dies erst teilweise. Die Gefahr einer eher harten Landung steigt, die Börsenlage bleibt angespannt.

Auch wenn die Anleger momentan primär die Risiken sehen, eröffnet ein anspruchsvolles Umfeld auch Chancen. Ein ausgewachsener Bärenmarkt wird jeweils daran erkennbar, dass die Börsen nicht mehr auf positive Nachrichten reagieren. Dies scheint noch nicht der Fall zu sein.

Die steigenden Leitzinsen dürften mittlerweile jedoch zu einem hohen Grad in den langfristigen Anleiherenditen reflektiert sein (Abb. 10). Weiterer Aufwärtsdruck sollte damit vermindert sein. Aus Sicht der nächsten rund zwölf Monate sollten die schwachen Wirtschaftszahlen für tiefere Renditen sorgen, was auch die Aktienmärkte entlasten würde. Für eine nachhaltige Aufhellung wäre aber eine Verbesserung der konjunkturellen Aussichten inklusive nachlassende Inflationsindikatoren vonnöten.

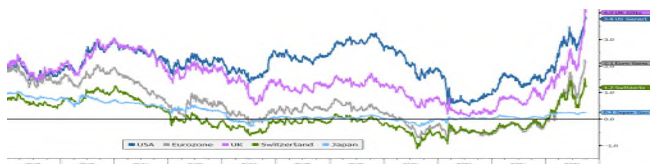


Abb. 10: Renditen zehnjähriger Staatsanleihen (Bloomberg, Oktober 2022)

Dies wird früher oder später auch wieder zu Leitzinssenkungen führen. Bemerkenswerterweise wurde der Tiefpunkt von Aktienindizes in der Vergangenheit jeweils erst nach einer ersten Zinssenkung gefunden (Abb. 11).

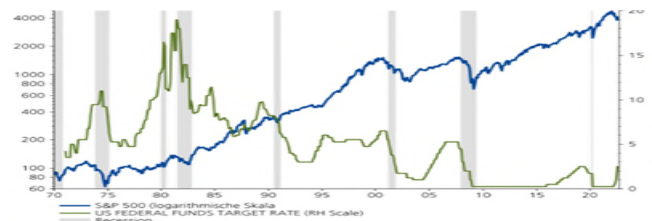


Abb. 11: Aktienmarkt-Tiefpunkt oft erst nach erster Zinssenkung. Grün: US-Leitzinssatz, blau: S&P 500 Index, grau: Rezessionsphasen. (ZKB/Refinitiv, September 2022)

Unterstützung durch die Zentralbanken liess sich während der vergangenen Dekade aber auch von der Ausweitung der Kreditrisikoprämien von Referenzschuldern (CDS bzw. Credit Default Swaps) ableiten. Aktuelle Notierungen befinden sich nahe an Punkten, die jeweils eine Lockerung einleiteten, in diesem Fall durch die US-Notenbank (Abb. 12). Es stellt sich allerdings die Frage, wie weit die Zentralbanken zu Unterstützungen bereit sind. Aktuell steht klar die Inflationsbekämpfung im Vordergrund.

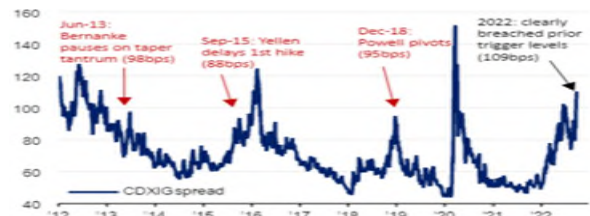


Abb. 12: CDS Investment Grade Spreads (BoFA Global Research, September 2022)

Fazit

Die Anlegerstimmung ist gegenwärtig so tief wie in der Finanzkrise 2008/09. Aktienkurse finden i.d.R. die Talsohle, wenn Panikverkäufe vorbei sind oder bei Einschreiten der Notenbanken. Die seit Jahresbeginn fortschreitende Baisse ist eher schleicher Natur. Die als Angstbarometer bezeichneten Volatilitätsindizes sind zwar leicht erhöht, aber weit unter den Höchstständen vom März 2020. Erholungen finden auch bei kräftigen Schwankungen innerhalb eines Jahres meist rasch statt. Ein «Kaufen-und-Halten»-Ansatz war weit lohnender, als nach Kurskorrekturen wieder einzusteigen (Abb. 13).

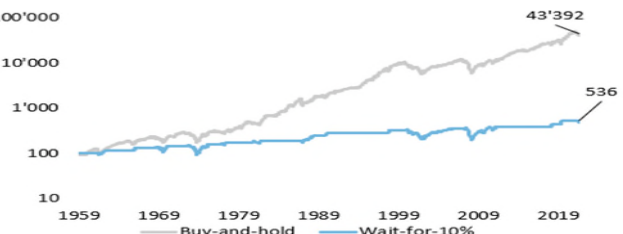


Abb. 13: Anstieg von USD 100 investiert im S&P 500 seit 1960: Beibehaltung vs. Verkauf bei Allzeit-Höchsts und Wiedereinstieg nach 10% Verlusten (Bloomberg/UBS, September 2022)

Im aktuellen Umfeld bleibt ein diversifizierter Ansatz mit Substanz- wie auch selektiv Wachstumstiteln angebracht. Auf Einzeltitelebene haben einige Aktien bereits derart korrigiert, dass sich für langfristige Anleger Einstiegsgemeinschaften bieten.

Baar, Oktober 2022/DIG

Das beigefügte Informationsmaterial ist ausschliesslich zur Veranschaulichung und für Diskussionszwecke bestimmt. Die Informationen in diesem Dokument sind zusätzlich für Präsentationszwecke zusammengefasst. Die Unterlagen können zudem Informationen enthalten, die teilweise oder vollständig auf hypothetischen Annahmen, Modellen und/oder anderen Analysen (die nur z.T. in diesem Dokument beschrieben werden) der Asset Management Partners AG oder mit ihr verbundenen Unternehmen, („AMP“) bestehen. Es wird von AMP keine Garantie oder Haftung dafür übernommen, dass die dargestellten Annahmen, Modelle oder Analysen sinnvoll oder richtig sind. Zwar stammen die in diesem Dokument abgebildeten Daten aus Quellen, die von AMP als zuverlässig erachtet werden, dies kann jedoch nicht garantiert werden. Die in diesem Dokument dargestellten Informationen sind vertraulich zu behandeln und dürfen weder zum Teil noch im Ganzen reproduziert werden.