



Neue (alte) Realitäten

Weitsicht 3/2022 – Szenarien für das Anlagejahr 2023

In the long run, stocks are extremely good hedges against inflation, while bonds are not.

Jeremy J. Siegel
Stocks for the Long Run

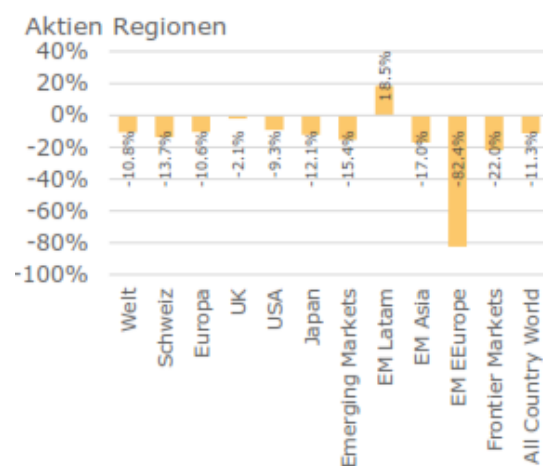
2022 – ein Jahr der Extreme

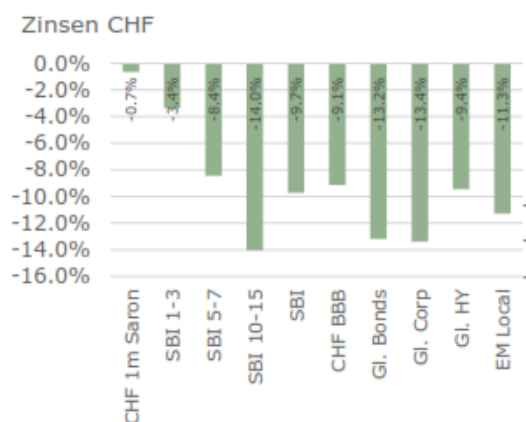
Das Jahr 2022 war an den Finanzmärkten in jeder Hinsicht ein Jahr der Extreme. Mit dem Einmarsch der russischen Truppen in der Ukraine am 24. Februar 2022 kam der Aufwärtstrend an den Märkten abrupt zum Erliegen. Dieses geopolitische Ereignis hatte und – wie zu zeigen sein wird – hat langfristige wirtschaftliche Auswirkungen.

Der Jahrzehnte dauernde Trend zur Globalisierung, der mit der Covid-19-Pandemie ins Stocken geraten war, wurde weiter gebremst. Es scheint, als mache er einem neuen Protektionismus Platz. Die Probleme in den Lieferketten (Stichworte: *lockdowns* in China und explodierende Frachtraten) verstärken diese Trendumkehr zusätzlich. Der dadurch ausgelöste Angebotsschock führte zu einem unerwartet raschen und starken Anstieg der

Inflation rund um den Globus. Diese wiederum zwang die Notenbanken dazu, die Leitzinsen zu erhöhen. Die historische Niedrig- bzw. Negativzinsphase ging zu Ende. Die Mehrzahl der Notenbanken weltweit schwenkte im Laufe des Jahres auf eine restriktive Geldpolitik um.

Dieser Cocktail war Gift – nicht nur für die Aktien – sondern ganz besonders auch für die Obligationenmärkte. Ungeachtet der Anlagestrategie mussten Anleger weltweit deutliche Verluste hinnehmen.





Quelle: Zähringer Privatbank/Bloomberg

Wie gewonnen, so zerronnen. Ohne Ent-rinnen.

Insgesamt war 2022 also ein Jahr zum Vergessen. Doch sind die Finanzmärkte keine Einbahnstrasse. Gerade in den letzten Wochen setzten die Märkte mit Blick auf eine mögliche Drosselung des Tempos bei den Leitzinserhöhungen zu einer rasanten Erholung an und machten Teile des verlorenen Terrains wieder wett. Die Volatilität bleibt hoch.

Entsprechend schwierig sind denn auch Prognosen. Wir trauen uns nicht zu, die Performance der Märkte in den nächsten 12 Monaten vorherzusagen. Trotzdem möchten wir einen Blick auf aktuelle Trends werfen und deren mögliche Bedeutung für die künftige Entwicklung der Märkte aufzeigen. Gerade das laufende Jahr hat aber gezeigt, dass alles auch ganz anders kommen kann. Umso wichtiger erscheint es deshalb, in Szenarien zu denken. Dass dabei die Alternativszenarien scheinbar von der Geopolitik geformt werden, ist nur vordergründig so. Geo-

politische Neuordnungen haben in den letzten zwölf Monaten zu nachhaltigen wirtschaftlichen Veränderungen geführt (so insbesondere die Sanktionen gegen Russland und die innenpolitischen Verschiebungen in China und deren indirekte Auswirkungen auf das Verhältnis zwischen China und den USA).

Neue (alte) Realitäten

Das Jahr 2022 war gezeichnet von vier wesentlichen neuen Realitäten:

- Erstens schnellte die *Inflation* in Höhen, die man vorher für kaum möglich gehalten hatte. Auch wenn zunächst argumentiert wurde, die Inflation sei das Resultat eines Angebotsschocks als Folge der Covid-19-Pandemie, zeigte sich rasch, dass die Inflation höher würde und wohl auch gekommen war, um zu bleiben. Zumindest länger, als man bisher angenommen hat.
- Zweitens zwang die Inflation die Notenbanken zu einer restriktiven Geldpolitik. Damit gibt es seit 2022 wieder etwas, das eine ganze Generation von Heranwachsenden nicht mehr kannte: *Zinsen*. Die steigenden Zinsen führten zu massiven Kursverlusten bei den Obligationen. Gleichzeitig boten bzw. bieten sie Chancen und Alternativen zu Aktien. TINA (*there is no alternative*) wurde durch TAOA (*there are other alternatives*) abgelöst.
- Drittens hat sich die *Globalisierung* deutlich verlangsamt soweit sie nicht

in ihr Gegenteil verkehrt wurde. Es scheint geradezu, als ob wir in ein neues Zeitalter des Protektionismus eingetreten wären – diesmal verkleidet als Sanktionen.

- Was zur vierten neuen Realität führt: Die politischen Fronten haben sich weiter verhärtet. Das gilt nicht nur mit Bezug auf Russland und den Rest der Welt. Das gilt primär auch mit Bezug auf das Verhältnis zwischen den USA und China. Der Besuch von Nancy Pelosi in Taiwan hat gezeigt, dass in dieser Region sehr viel auf dem Spiel steht. Ähnlich wie Vladimir Putin hat auch Xi Jinping eine innenpolitische Ordnung geschaffen, in der er keine Widersacher mehr hat. Und schliesslich ist die innenpolitische Spaltung der USA auch *bad news* für Europa, hängt doch dessen Sicherheit von den USA ab. Immerhin scheint mit dem Krieg zwischen Russland und der Ukraine der NATO neues Leben eingehaucht worden zu sein.

Diese Realitäten sind nicht grundlegend neu. Vielmehr haben sie die Finanzmärkte seit jeher geprägt. Nur haben wir in den letzten beiden Jahrzehnten, und insbesondere im Nachgang zur Finanzkrise und zur Covid-19-Pandemie vergessen, dass sie existieren.

Damit stellt sich die Frage, was diese Entwicklungen für Investoren bedeuten. Wir gehen neben unserem Basisszenario von zwei weiteren Szenarien aus.

Unser Basisszenario: Stagnation und Inflation = Stagflation

In unserem Basisszenario rechnen wir mit einer wirtschaftlichen Stagnation. Es ist überwiegend wahrscheinlich, dass Europa und die USA in der ersten Jahreshälfte 2023 in eine (wohl eher milde) Rezession fallen werden. Vielfach sind sowohl die Unternehmensgewinne als auch die Arbeitsmärkte nach wie vor sehr robust. Entsprechend ungebrochen ist der Konsum, auch wenn die Aussichten (Konsumentenstimmung) negativ beurteilt werden. Die Verschuldung der Haushalte ist im Vergleich zur Situation unmittelbar vor der Finanzkrise geringer (USA: Verhältnis von Verschuldung zu Haushalteinkommen 90% gegenüber 137% vor der Finanzkrise). Allerdings: Rezessionen werden immer erst im Nachhinein als solche definiert. Selbst wenn eine Rezession ausbliebe, würde aber das Wachstum mit hoher Wahrscheinlichkeit nur sehr gering ausfallen und damit stagnieren.

Nicht so rasch verschwinden wird die Inflation. Es gibt Anzeichen dafür, dass der Höhepunkt (*inflation peak*) überschritten sein dürfte. *Indices* in den USA für Gebrauchtwagen oder Häuserpreise zeigen rückläufige Werte an und auch die Basiseffekte im Energiesektor werden insgesamt zu deutlich niedrigeren Inflationsraten führen. Umgekehrt werden sich steigende Energiekosten (Stichwort: Nebenkostenabrechnung), Mietzinse und dergleichen erst über die Zeit bemerkbar machen. Viele Unternehmen – gerade auch solche im Konsumgütersektor – haben ihre Preise erhöht. Insgesamt füh-

ren diese Effekte dazu, dass die Inflation nicht so rasch auf das Zielniveau der Notenbanken, das bei rund 2% p.a. liegt, zurückgeführt werden kann.

Die Inflation wird daher nicht nur höher ausfallen, sondern sie wird uns auch länger begleiten. Dafür sind nicht zuletzt auch geopolitische Verschiebungen verantwortlich.

Geopolitische Umbrüche

Die Ablösung der Globalisierung durch einen neuen Protektionismus hat ebenfalls Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum. Bereits mit den Störungen in den Lieferketten als Ergebnis der Covid-19-Pandemie hatte sich das Ende der ungebremsten Globalisierung angekündigt. Mit dem Einmarsch der russischen Truppen in der Ukraine, den darauffolgenden westlichen Sanktionen und dem Stopp der Gaslieferungen Russlands nach Europa wurde die Welt noch einmal deutlich fragmentierter.

Aus einer wirtschaftlichen Sicht gilt es, ein neues Gleichgewicht zu finden. Teile der Wertschöpfung müssen wieder nach Europa bzw. in die USA verlagert werden – mit den entsprechenden Konsequenzen für die Preise der betroffenen Produkte. Um es bildlich auszudrücken: Das Fett, das mittels laufender Optimierung der Prozesse aus den Lieferketten herausgeschnitten wurde, muss wieder beigefügt werden. Langfristig wird diese Entwicklung zu steigenden Preisen führen.

Ein weiteres drängendes Problem ist die Energieversorgung Europas. Es ist allgemein anerkannt, dass Europa von (billigem) russischem Gas unabhängig werden muss. Auch dieser Prozess wird einige Zeit in Anspruch nehmen. Alternativen zu russischem Gas werden nicht günstiger sein. Ungeklärt ist schliesslich die Frage, wie der Kontinent sein Ziel, als erster klimaneutral zu werden, erreichen will. Diese Entwicklungen bieten zweifellos grosse Chancen (Innovation, Marktführerschaft europäischer Firmen im Bereich der alternativen Energien), doch ist es ein weiter und steiniger Weg dahin. Und das umso mehr, als dass in Europa, im Gegensatz zu den USA, Kooperationen zwischen der öffentlichen Hand (soweit man denn in Europa überhaupt von einer funktionsfähigen Regierung sprechen kann) und Unternehmen keine Tradition haben, sondern kritisch gesehen werden. Man muss nur einen Blick auf den Verteidigungs- und Rüstungssektor werfen. Vorerst werden auch diese Entwicklungen zu steigenden Preisen führen.

Das untermauert unsere These: Die Inflation wird nicht nur höher ausfallen, sondern sie wird uns auch länger begleiten.

Konsequenzen für die Anlagestrategie

In einem stagflationären Umfeld steht eine Anlage in Sachwerten (Aktien, Immobilien) im Vordergrund. Zwar bieten sie kurzfristig auch keinen perfekten Inflationsschutz. Auf längere Sicht hingegen gewähren Sachwerte einen guten Schutz vor steigenden Preisen. Da Unter-

nehmen und Vermieter die Preise für ihre Produkte und Dienstleistungen bzw. die Mieten an das allgemein höhere Preisniveau anpassen können, werden ihre langfristigen Gewinne ungefähr im Gleichschritt mit der Inflation ansteigen. Im Gegensatz dazu sind Nominalwerte – aufgrund der höheren Inflation und dem damit verbundenen Kaufkraftverlust – nur beschränkt attraktiv. Daher favorisieren wir die folgenden Anlagekategorien:

Aktien: Im aktuellen Umfeld bilden Aktien einen wesentlichen Vermögensbestandteil. Im Einzelnen lassen wir uns von folgenden Überlegungen leiten:

- Wir favorisieren nach wie vor defensive Aktien aus den Sektoren Konsumgüter, Pharma- und Finanzwerte (Versicherungen). Diese weisen im Vergleich zu zyklischen Aktien (Bau, Industrie, Technologie) moderate Bewertungen auf. Gleiches gilt für den Verschuldungsgrad, d.h. diese Unternehmen weisen eine gesunde Bilanz auf, die es ihnen auch erlauben würde, Verluste zu absorbieren. Viele Unternehmen verfügen über eine hohe Preissetzungsmacht (z.B. Pharma- und Nahrungsmittelunternehmen, aber auch die Versicherungen, welche signifikante Prämienhöhungen am Markt durchsetzen können).
- Einen besonderen Reiz haben in diesem Umfeld Aktien mit einer *hohen Dividendenrendite*: Sie erlauben es, die laufenden Erträge situativ anzulegen. Entsprechend berücksichtigen wir in unserer Titelselektion die Er-

tragskraft und die Ausschüttungsquote der ausgewählten Unternehmen.

Immobilien: Auch Immobilien bilden eine Kernanlage im aktuellen Umfeld. Trotz steigender Zinsen ist es bisher nicht zu einer Korrektur der Liegenschaftenpreise gekommen. Vielleicht gibt es für ein einzelnes Objekt nicht mehr zehn, sondern nur noch fünf Interessenten. Aufgrund des knappen Angebots ist in der Regel trotzdem jemand bereit, zumindest den geforderten Preis zu bezahlen. Soweit die Immobilienquote nicht über Direktanlagen (inklusive des selbstbewohnten Eigenheims) abgedeckt ist, bieten sich aktuell aufgrund der starken Kursverluste von kotierten Immobilienfonds attraktive Kaufgelegenheiten.

Obligationen: Soweit dies zur Deckung der Liquiditätsbedürfnisse der kommenden zehn Jahre erforderlich ist, halten wir selektiv Obligationen. Nach den deutlichen Zinsanstiegen im laufenden Jahr stellen Obligationen wieder eine Alternative zu Kontoguthaben bzw. zu Aktien dar, welche als Obligationenersatz gehandelt wurden (z.B. Nestlé). Wir konzentrieren uns auf kurze Laufzeiten und erwerben bevorzugt Obligationen, die (deutlich) unter *pari* gehandelt werden.

Gold: Als zusätzlichen Stabilisator halten wir einen geringen Anteil an Gold in unseren Depots.

Taktische Überlegungen

Getreu unserem Credo, dass ein perfektes *market timing* nicht möglich ist, haben

wir im Jahr 2022 die Aktienquote (noch) nicht reduziert. In den letzten Wochen haben die Aktienmärkte teilweise eindruckliche Kursgewinne verzeichnet. Im Hinblick auf die erwartete Rezession sind wir der Ansicht, dass die prognostizierten Unternehmensgewinne nach wie vor zu hoch sind. Damit sind auch die Bewertungen in einzelnen Märkten wie z.B. der Schweiz oder den USA kurzfristig nach wie vor zu hoch. Aus diesem Grunde rechnen wir mit weiteren Rückschlägen im kommenden Jahr. Deshalb ist eine taktische Reduktion der Aktienquote im 1. Quartal 2023 aus unserer Sicht durchaus eine Option.

An anderer Stelle haben wir bereits erwähnt, dass der *Schweizer Franken* historisch gegen alle anderen Währungen aufgewertet hat. Allein das spricht für ein Übergewicht in Schweizer Franken. Dazu kommt, dass die Europäische Zentralbank (EZB) vor einem grossen Dilemma steht: Einerseits muss sie entschlossen die Inflation bekämpfen. Andererseits muss sie verhindern, dass einzelne Mitgliedsländer ihre Zinsen nicht mehr bezahlen können. Wie auch immer sich die EZB positioniert (sei es, dass sie Staatsanleihen einiger Mitgliedsländer aufkauft, oder sei es, dass sie die Zinsen nicht genügend anhebt, um die Inflation effektiv zu bekämpfen), wird sie den Euro schwächen. Auch der US-Dollar (USD) scheint überbewertet zu sein. Die amerikanische Zentralbank ist im Zinserhöhungszyklus deutlich weiter fortgeschritten als der Rest der Welt. Entsprechend wird sie weitere Zinserhöhungen früher einstellen, was die relative Attraktivität des USD

zum Verschwinden bringt. Diese Faktoren sprechen für ein Übergewicht im Schweizer Franken.

Gerade das Anlagejahr 2022 hat gezeigt, wie schwierig Prognosen sind. Daher ist ein Denken in Alternativen – und eine entsprechende Ausrichtung bzw. Anpassung der Anlagestrategie – von grosser Bedeutung.

Alternativszenario 1: Geopolitische Entspannung

Eine geopolitische Entspannung könnte von Friedensverhandlungen oder einem Waffenstillstand im Krieg zwischen Russland und der Ukraine (eventuell verbunden mit territorialen Zugeständnissen seitens der Ukraine) ausgelöst werden. Das trotz robusten Arbeitsmärkten ausserordentlich tiefe Konsumentenvertrauen dürfte sich diesfalls rasch erholen. Der Konsumanstieg und die erhöhte Investitionsneigung würden die Wirtschaft beflügeln. Der anschließende Wiederaufbau könnte zusätzliche ökonomische Impulse verleihen. Damit könnten die negativen Effekte der stark gestiegenen Zinsen (zumindest teilweise) kompensiert werden. In einem solchen Umfeld würden wir einen Teil der Aktien von defensiven in zyklische Aktien umschichten. Aufgrund der starken Korrektur zyklischer Werte im laufenden Jahr, haben diese ein «vertretbares» Bewertungsniveau erreicht.

Insgesamt stufen wir ein schnelles Ende des Russland-Ukraine-Krieges als wenig wahrscheinlich ein, haben doch beide

Seiten inzwischen grosse Verluste zu beklagen, was eine Verhandlungslösung immer unwahrscheinlicher macht. Es zeichnet sich vielmehr ein zermürbender Abnutzungskrieg ab.

Alternativszenario 2: Geopolitische Verhärtung

Als wahrscheinlicher stufen wir eine weitere geopolitische Anspannung ein. Der Krieg zwischen Russland und der Ukraine hat gezeigt, dass auch nach einer historischen Periode des Friedens in Europa jederzeit ein bewaffneter Konflikt ausbrechen kann. Die Sanktionen, und das mit deren Nichteinhaltung verbundene Risiko, vom USD-Zahlungsverkehr ausgeschlossen zu werden, hat viele Länder gezwungen, Partei zu beziehen, auch wenn sie das gar nicht wollten. Sanktionen und Blockaden (Stopp der russischen Gaslieferungen nach Europa) haben gezeigt, dass politische Spannungen direkte und tiefgreifende wirtschaftliche Auswirkungen haben können. Sanktionen sind die neuen Instrumente des Protektionismus. Es ist nicht auszudenken, was die Folgen wären, wenn China Taiwan plötzlich von der Aussenwelt abschneiden würde. Aus unserer Sicht ist das kein unrealistisches Szenario, hat sich China innenpolitisch doch eher in Richtung eines neuen Russlands entwickelt. Und der Krieg im Osten Europas hat deutlich gezeigt, dass Sanktionen und Blockaden zu den Mitteln der modernen Kriegsführung gehören.

Eine geopolitische Verhärtung hätte grosse Auswirkungen auf die Aktien-

märkte. Bereits heute halten wir nur kleine Positionen an chinesischen oder taiwanesischen Aktien, doch wären diesfalls wohl sämtliche asiatischen Märkte – und auch westliche Unternehmen, die dort stark exponiert sind – betroffen. Würde sich ein solches Szenario deutlicher abzeichnen, wären insbesondere auch die Engagements in Japan und in den Schwellenländern auf dem Prüfstand.

Wendepunkte

Entsprechend halten wir im 2023 nach Wendepunkten Ausschau. Das Ende des Zinserhöhungszyklus wird den Ausbau der Aktienquote erlauben. Das ist aber nicht das einzig relevante Signal. Vielmehr werden wir den Tonfall im Verhältnis zwischen den USA und China genau verfolgen – und selbstverständlich auch die Entwicklungen im Krieg zwischen Russland und der Ukraine. Sollte sich eine weitere Anspannung bzw. eine Entspannung abzeichnen, werden wir die Anlagestrategie überprüfen und ggf. entsprechend anpassen.  5.12.2022/TH