



BENDURA BANK
BENDURA BANK AG · LIECHTENSTEIN

ANLAGEAUSBLICK

JANUAR 2023

Die Volatilität, die wir im vergangenen Jahr an den Aktienmärkten erlebt haben, übertraf (auf einer rollierenden Dreijahresbasis) das, was die Anleger während der Finanzkrise 2008/2009 ertragen mussten. Man kann also mit Sicherheit sagen, dass 2022 aus finanzieller Sicht ein schwieriges Jahr war.

Die Aktienmärkte waren im Jahr 2022 rückläufig, während die Zinserhöhungen zu neuen Höchstständen bei den Anleiherenditen führten und die Kurse der Anleihen in einer Weise nach unten drückten, wie es der Markt seit Jahrzehnten nicht mehr erlebt hat.

Die negative Korrelation zwischen Aktien- und Anleihekursen, die wir in der Vergangenheit gesehen haben, brach spektakulär zusammen, und die Anleger hatten in den letzten 12 Monaten im Grunde keinen sicheren Hafen.

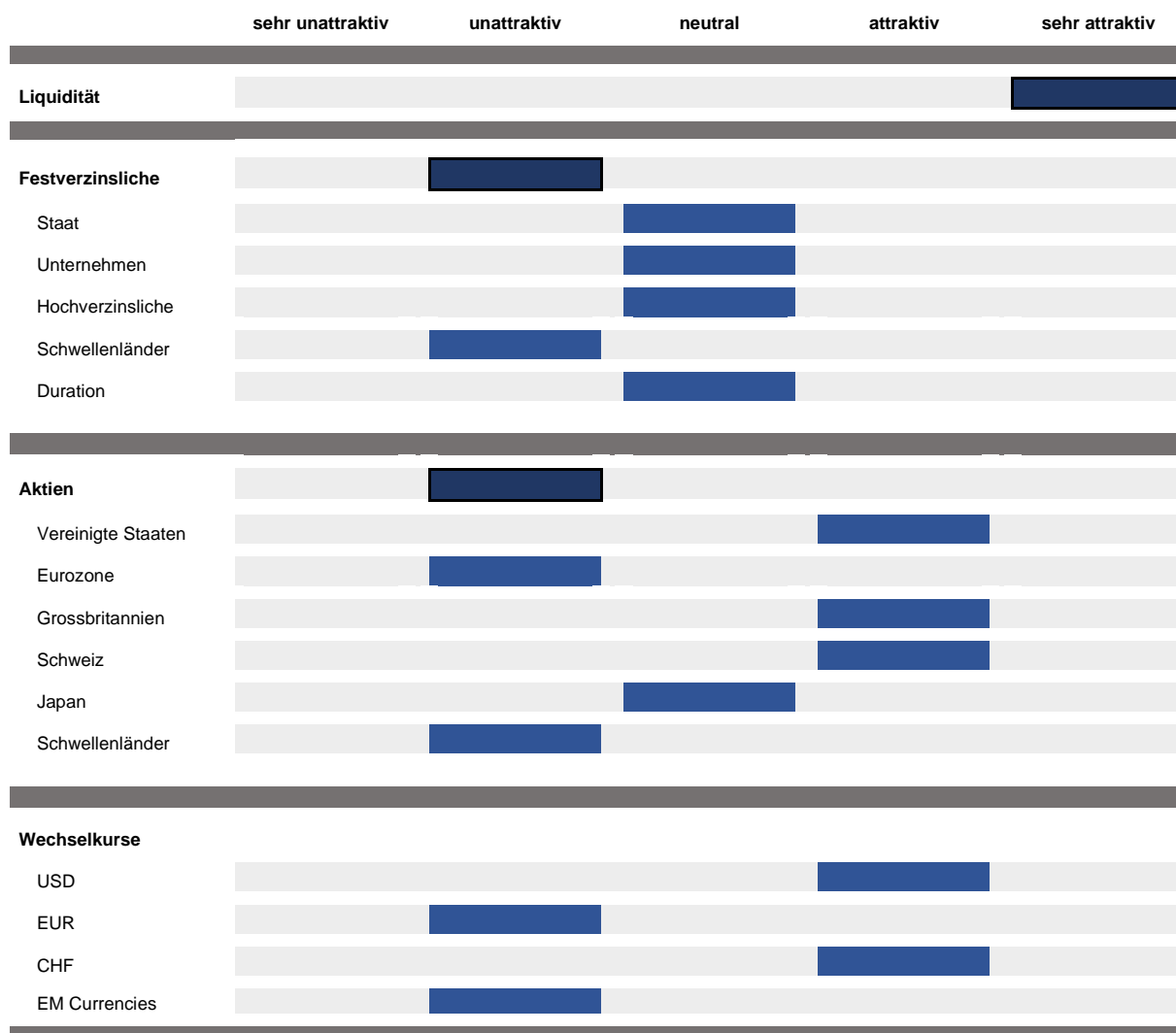
Wie sieht also unser Ausblick für 2023 aus? Während wir auf lange Sicht im Allgemeinen immer noch positiv gestimmt sind, haben die oben genannten Ereignisse die kurz- bis mittelfristigen Aussichten zweifellos etwas getrübt.

Es stimmt, dass die Inflation wieder zurückgeht, aber langsamer als die Zentralbanken Europas und der Vereinigten Staaten wahrscheinlich gehofft hatten. Daher zweifeln wir nicht an Jerome Powells Worten: "Die Wiederherstellung der Preisstabilität wird wahrscheinlich die Beibehaltung eines restriktiven politischen Kurses für einige Zeit erfordern", was bedeutet, dass wir nicht mit einer baldigen Wende der FED oder der EZB rechnen und erwarten, dass die Zinssätze für einige Zeit auf dem bisherigen Niveau bleiben.

In den USA könnte es in der zweiten Hälfte des Jahres 2023 zu moderaten Zinssenkungen kommen, was ein guter Zeitpunkt sein könnte, um wieder aggressiver in die Märkte einzusteigen. In Europa hängt viel von der Situation der Energieversorgung ab, insbesondere nach dem Embargo gegen russisches Öl (wir haben jetzt einen warmen Winter, aber können wir 2023 wieder damit rechnen?), und davon, wie die Anleger die Situation der Staatsverschuldung im Süden der Eurozone bei steigenden Zinsen sehen werden.

In jedem Fall glauben wir, dass der Inflationsschub das Ausgangsniveau künftiger Preisveränderungen nachhaltig beeinflussen wird, d. h. es ist durchaus möglich, dass die Zentralbanken ihre mittelfristigen Ziele stillschweigend auf ein Niveau von über 2 % jährlicher Inflation anpassen.

BENDURA Marktansichten



Die Begriffe attraktiv / unattraktiv beschreiben das Renditepotenzial der verschiedenen Anlageklassen. Eine Anlageklasse gilt als attraktiv, wenn ihre erwartete Rendite über der lokalen Cash-Rate liegt. Sie gilt als unattraktiv, wenn die erwartete Rendite negativ ist. Sehr attraktiv / sehr unattraktiv bezeichnen die Einschätzungen des BENDURA Anlagekomitees mit der höchsten Überzeugung. Der Zeithorizont für diese Einschätzungen beträgt 3-6 Monate.

Jahresrückblick

Das Jahr 2022 gehört zusammen mit dem Jahr 2002 (Platzen der Dotcom-Blase) und dem Jahr 2008 (Finanzmarktkrise) sicherlich zu den schlimmsten der jüngeren Kapitalmarktgeschichte und kann durchaus als «annus horribilis» bezeichnet werden. Es war ein Jahr mit vielen Hausforderungen – ein Multi-Krisenjahr. Der Jahresbeginn mit den ermutigenden Fortschritten bei der Überwindung der Covid-Pandemie gestaltete sich sehr vielversprechend und die Märkte blickten mit grosser Zuversicht ins neu angebrochene Jahr. Die positive Grundstimmung und die sich abzeichnende wirtschaftliche Erholung wurde dann allerdings am 24.02.2022 mit dem Angriff der russischen Streitkräfte auf die Ukraine jäh gestoppt. Geopolitik erwies sich 2022 als wichtiger Treiber der Weltwirtschaft.

Durch den Ukrainekrieg wurden nicht nur die Lieferkettenprobleme erneut verstärkt, sondern die Welt und insbesondere Europa in die schwerste Energiekrise seit den 1970er-Jahren gestürzt. Der allgemeine inflationäre Trend, welcher seinen Ursprung in der Corona-Krise hatte und von den Notenbanken als vorübergehend bewertet wurde, wurde durch die explodierenden Energiepreise auf das höchste Niveau seit den 1980er-Jahren getrieben.

Die Notenbanken weltweit gewichteten in Folge die Stabilität des Preisniveaus höher als das Wirtschaftswachstum und strafften zur Bekämpfung der Inflation ihre Geldpolitik und hoben die Leitzinsen zum Teil aggressiv an. Die Zentralbanken gaben den Märkten auch unmissverständlich zu verstehen, dass sie ihr Mandat zur Gewährleistung der Preisstabilität ernst nehmen und wenn nötig auch geringere Wachstumsraten beim BIP beziehungsweise eine Rezession in Kauf nehmen. Das Zinsniveau in den USA sowie in Europa ist deshalb so hoch wie seit Jahren nicht mehr, und das Wirtschaftswachstum kühlte sich merklich ab.

Die rekordhohe Inflation und der damit verbundene starke Zinsanstieg haben weltweit zu einer kräftigen Bewertungskorrektur der Aktienkurse geführt. So schloss der MSCI World All Country Index (MSCI ACWI) das Jahr mit einem Minus von 18.36% und der MSCI Emerging Markets mit minus 19.94% ab. Ebenfalls eine negative Kursentwicklung wiesen die Märkte in Europa aus. So reicht die negative Performance bei den europäischen Märkten von minus 6.97% (CAC 40) bis zu minus 14.29% (SMI). Einzige Ausnahme bildete der britische Aktienindex FTSE 100, welcher das Jahr 2022 mit einem Plus von 4.31% beendete.

Ebenso beendeten die meisten anderen Anlageklassen, ausser Rohstoffe, das vergangene Jahr im Minus. Auf Sektorebene zählte der Technologiesektor, welcher gemessen am Technologieindex NASDAQ, rund 33% einbüsste zu den grössten Verlierern. So gehörten generell Wachstumstitel zu den Aktien, welche am stärksten von den stark gestiegenen Zinsen negativ betroffen waren, da die Politik der Zentralbanken zur Inflationsbekämpfung ein wesentlicher Treiber der Aktienerträge ist. Steigende Leitzinsen erhöhen die Finanzierungskosten für Unternehmen und den Diskontierungssatz für künftige Gewinne, was die Bewertungen belastet.

Da zwischen dem Zinsniveau und den Anleihenskursen ein inverser Zusammenhang besteht, belastete der weltweit deutliche Zinsanstieg die Anleihenmärkte stark. So mussten zum Beispiel europäische Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 5 – 7 Jahren einen der grössten Verluste seit Beginn der Währungsunion hinnehmen. Ebenso verzeichneten US-Staatsanleihen mit dieser Laufzeit einen der grössten Verluste seit mindestens 30 Jahren. Schwellenländeranleihen, welche besonders sensibel auf Zinsveränderungen und einen festen US-Dollar reagieren, haben 2022 noch stärker gelitten. Diese negative Performance zieht sich bei sämtlichen Kategorien von Anleihen durch.

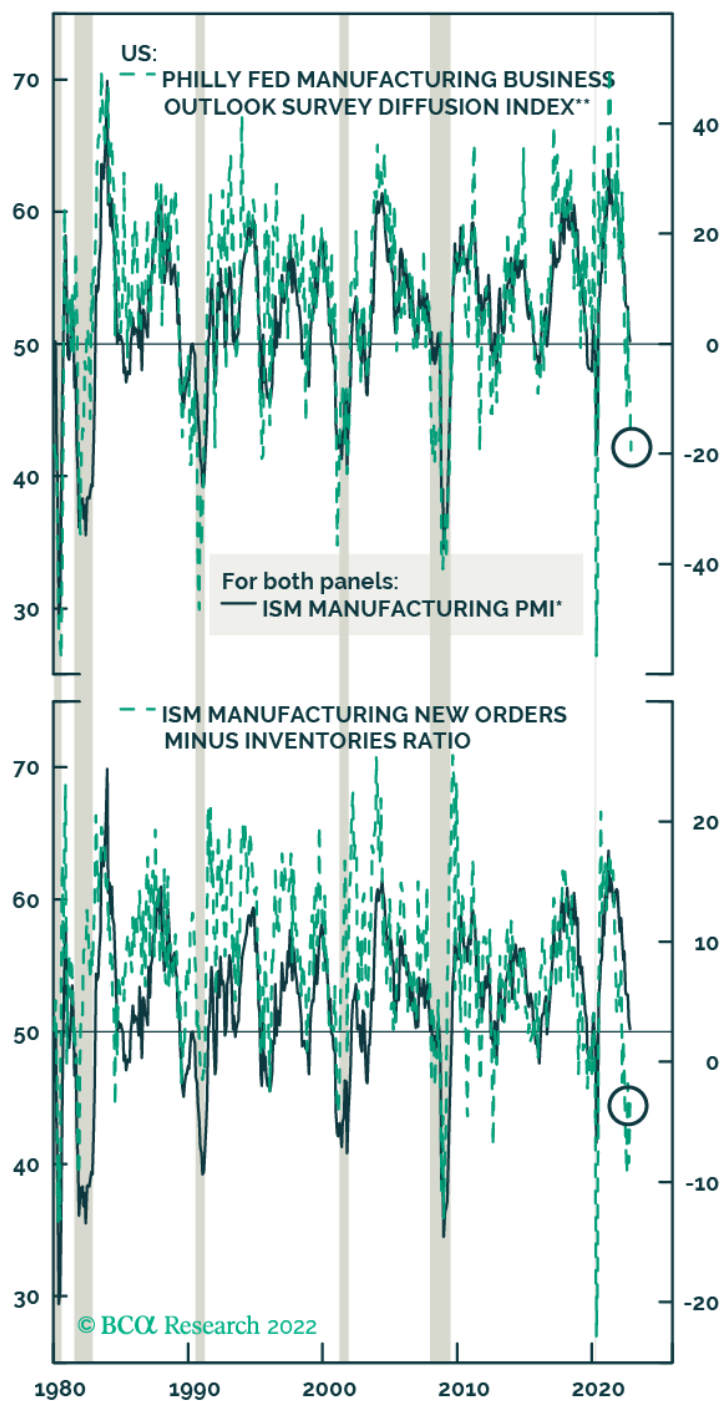
Weltwirtschaft

Lassen wir die Katze aus dem Sack: Wir und unsere Research Partner sind übereinstimmend der Ansicht, dass es im Jahr 2023 wahrscheinlich zu einer Rezession mit all ihren Folgen kommen wird. Rezessionen folgen fast immer, wenn die Zinssätze über dem nominalen potenziellen BIP-Wachstum liegen und sich Indikatoren wie die PMIs für das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor in einem klaren Abwärtstrend befinden (siehe Chart 1).

Es stimmt zwar, dass sich die Inflation verlangsamt, und das wird auch den Zentralbanken nicht entgehen, aber wir sehen nicht, wie eine Rezession ohne Zinssenkungen vermieden werden kann. Selbst wenn es keine weiteren Zinserhöhungen gibt, ist die Geldpolitik bereits angespannt und wird ihre Auswirkungen auf den Konjunkturverlauf haben. Die Zentralbanken werden zögern, die Zinsen zu senken, solange die Inflation nicht schneller sinkt und die Arbeitslosenquote nicht schneller auf die Straffung reagiert.

Man könnte argumentieren, dass eine erhöhte Gesamtnachfrage helfen könnte, wenn die Inflation sinkt und die Reallöhne daher eine Weile hoch bleiben, aber die Zentralbanken würden dies höchstwahrscheinlich als negatives Zeichen für ihr Ziel der Preisstabilität sehen und die Zinssätze noch weiter straffen.

Wir gehen jedoch davon aus, dass die kommende Rezession mild ausfallen wird. Und warum? Weil es (noch) keinen außergewöhnlichen wirtschaftlichen Schock gibt, der ein schweres Rezessionsszenario auslösen würde, wie wir es während der Finanzkrise 2008/2009 oder der Ölkrise 1973 erlebt haben. Außerdem ist die Verschuldung des privaten Sektors kein so großes Problem mehr wie in der Vergangenheit: Vor allem die US-Haushalte haben ihre Bilanzen in den letzten zehn Jahren weitgehend entschuldet. Ein weiterer Punkt sind die überschüssigen Ersparnisse, die die Haushalte während der Pandemie angesammelt haben.



* SOURCE: INSTITUTE FOR SUPPLY MANAGEMENT.
 ** SOURCE: FEDERAL RESERVE BANK OF PHILADELPHIA.
 NOTE: SHADING DENOTES NBER-DESIGNATED RECESSIONS.

Chart 1: Schwache ökonomische Indikatoren. Quelle: BCA Research, www.bcaresearch.com

Aktien

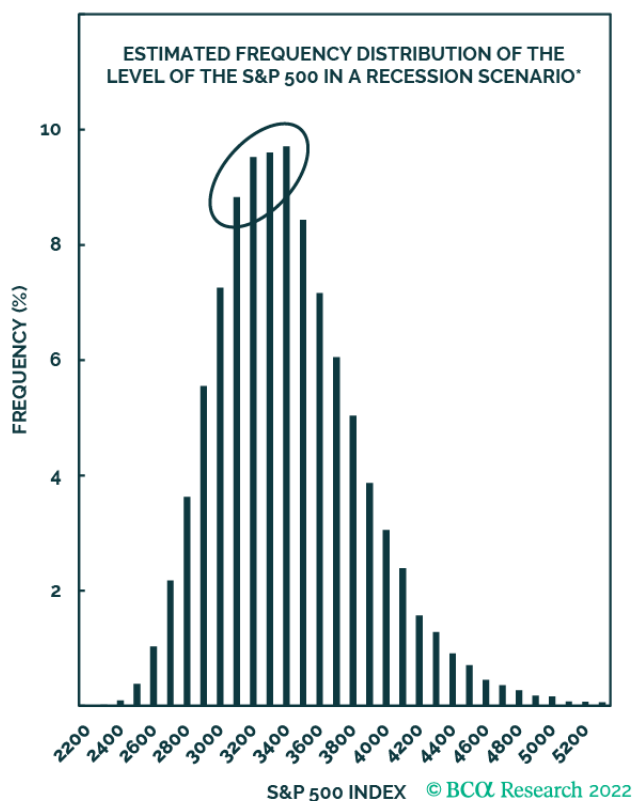
Wie wir schon früher argumentiert haben, sind wir nicht davon überzeugt, dass die Märkte bereits eine leichte Rezession eingepreist haben. Betrachtet man die USA, so haben sich die Erträge noch nicht ausreichend angepasst, um mit einem Rezessionsszenario vereinbar zu sein. Die Szenarioanalyse hat gezeigt, dass die 10-jährigen Treasury-Renditen auf unter 2 % zurückgehen müssten, damit der S&P 500 in einem Rezessionsszenario wie heute auf einem höheren Niveau endet, was wir für unwahrscheinlich halten, wenn die Rezession relativ mild ausfällt.

Die jüngste Outperformance der zyklischen gegenüber den defensiven Sektoren ist nicht mit einem Rezessionsszenario vereinbar, weshalb wir unsere diesbezüglichen Sektorempfehlungen beibehalten.

Auch mittelfristig würden sinkende Zinssätze in einer Rezession Growth gegenüber Value und Large Caps gegenüber Small Caps begünstigen.

Darüber hinaus gehen wir davon aus, dass globale Aktien (ohne USA) unterdurchschnittlich abschneiden werden, aber insbesondere Europa könnte aufholen, wenn das chinesische Wachstum positiv überrascht.

Wir gehen davon aus, dass China im Jahr 2023 eine Lockerung der Wirtschaftspolitik vornehmen wird, aber es bleibt abzuwarten, ob dies die Situation lediglich stabilisieren oder die Wirtschaft ankurbeln wird. Vorerst bleiben wir bei China-bezogenen Vermögenswerten zurückhaltend.



* SOURCE: BCA CALCULATIONS. BASED ON A MONTE CARLO SIMULATION WITH 30000 TRIALS AND AN ASSUMED RANGE FOR THE EQUITY RISK PREMIUM, NOMINAL 10-YEAR TREASURY YIELDS, 10-YEAR BREAKEVEN INFLATION RATES, AND THE MAGNITUDE OF A RECESSIONARY DECLINE IN EARNINGS PER SHARE.

Chart 2: mögliche Performance des S&P 500 in einer Rezession. Quelle: BCA Research, www.bcaresearch.com

Anleihen

In Anbetracht unserer Haltung zu den kurzfristigen Zinssichten ist nicht klar, ob wir den Höhepunkt der Anleiherenditen bereits gesehen haben. Sollten wir jedoch Recht haben und im Jahr 2023 auf eine Rezession zusteuern, werden früher oder später Zinssenkungen erforderlich sein, um die wirtschaftlichen Bedingungen wieder zu verbessern.

Eine zinstechnische Wende wird die Renditen sinken und die Kurse auf längere Sicht steigen lassen. Auch wenn die Anleger in Zukunft mit einigen Verlusten rechnen müssen, ist es vernünftig, eine gewisse Position im Anleihenmarkt zu halten.

Wir gehen davon aus, dass die Korrelation zwischen Anleihe- und Aktienkursen wieder sinken wird, was den Diversifikationseffekt von Anleihen wieder attraktiver machen würde.

Unserer Ansicht nach sind 2 % eine plausible Untergrenze für die Renditen 5- und 10-jähriger Staatsanleihen in einem leichten bis mittleren Rezessionsszenario.



Chart 3: Mögliche Untergrenze für 5-jährige US Anleihen. Quelle: BCA Research, www.bcaresearch.com

Rohstoffe und Währungen

In Übereinstimmung mit unserer Einschätzung einer milden Rezession erwarten wir, dass der Ölpreis zu Beginn der Rezession steigen wird, danach aber aufgrund einer Kombination aus schwächerer Ölnachfrage und strengen Förderkontrollen seitwärts tendieren wird.

Wie bereits mehrfach erwähnt, werden Industriemetalle weitgehend davon abhängen, ob China sein Wirtschaftswachstum im Jahr 2023 wieder ankurbeln kann.

Was Gold betrifft, so haben wir gesehen, dass die Inflation in der jüngsten Vergangenheit nicht die treibende Kraft hinter den Goldpreisen war, sondern vielmehr ein umgekehrtes Verhältnis zum Dollar und den Realzinsen. Was dem Goldpreis im Jahr 2022 half, war die geopolitische Risikosituation. Daher empfehlen wir eine bescheidene Positionierung in Gold, solange der Konflikt in der Ukraine nicht gelöst ist, und jeder größere diplomatische Durchbruch sollte die Anleger hinsichtlich ihrer Goldposition alarmieren.

Was die Währungen und insbesondere den US-Dollar betrifft, so erwarten wir, dass eine Rezession zunächst den Dollar in die Höhe treiben wird. Da aber die Anleiherenditen in den USA höher sind als beispielsweise im Euroraum, würde ein Rückgang der Renditen dem US-Dollar im Vergleich zum Euro schaden.

Haftungsausschluss

Diese Informationen und Meinungen wurden auf der Grundlage von vertrauenswürdigen und zuverlässigen Informationsquellen bereitgestellt. Die veröffentlichten Informationen wurden mit grösstmöglicher Sorgfalt zusammengestellt. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für die Vollständigkeit, Richtigkeit und Aktualität der in dieser Publikation enthaltenen Informationen. Ihr Inhalt kann sich jederzeit ändern. Die in diesem Dokument geäusserten Meinungen geben die Auffassung der BENDURA BANK AG zu dem in diesem Dokument angegebenen Datum wieder. Es besteht die Möglichkeit, dass der Inhalt früherer und/oder zukünftiger Veröffentlichungen nicht mit dem Inhalt dieses Dokuments übereinstimmt/übereinstimmen wird. Eine Verpflichtung, die Empfänger hierüber zu informieren, besteht nicht.

Die Informationen in dieser Dokumentation stellen weder ein Angebot zum Kauf, Halten oder Verkauf der genannten Finanzprodukte noch eine Rechts-, Finanz-, Buchhaltungs- oder Steuerberatung dar. Die vorgestellten Finanzprodukte können für einen bestimmten Anleger je nach Anlageziel, Zeitrahmen, Risikobereitschaft, persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnissen ungeeignet sein. Der Inhalt dieser Dokumentation ersetzt nicht die persönliche Beratung durch einen qualifizierten Fachmann.

Die oben erwähnten Finanzinstrumente sind möglicherweise nicht in jedem Land zugelassen. Der Inhalt dieser Dokumentation ist nicht für Personen bestimmt, die einer Rechtsordnung unterstehen, die die Nutzung und/oder Verbreitung dieser Informationen und/oder die Nutzung und den Zugang zu ihnen verbietet oder von einer Lizenz abhängig macht.

Die Autoren dieser Publikation können direkt oder indirekt an den in dieser Publikation aufgeführten Aktien investiert sein. Die BENDURA BANK AG lehnt jede Haftung für mögliche Verluste ab, die sich aus der Verwendung der oben genannten Informationen ergeben. Dem Anleger kann nicht garantiert werden, dass er den investierten Betrag zurückerhält. Jede in dieser Dokumentation enthaltene Anlage ist mit Risiken verbunden (z.B. Zins- oder Währungsrisiko, Kreditrisiken sowie politische und wirtschaftliche Risiken).