BELVALOR
Vermögensbetreuung

Ausblick 2023: Werterhalt erfordert Investitionen

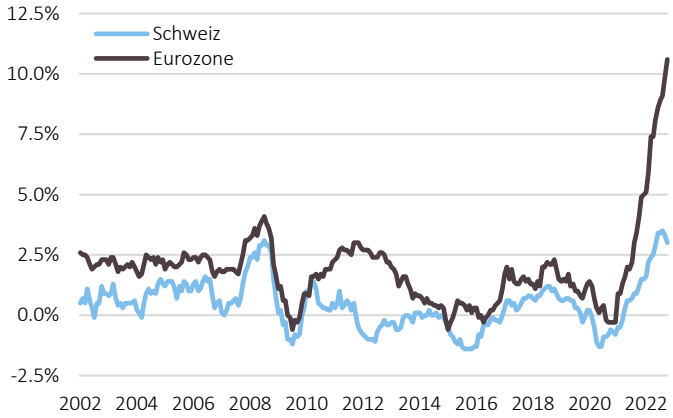
Inflationsbedingter Paradigmenwechsel für Anleger

Stephan Vollert und Thomas von Rohr

Die Hoffnung, dass 2022 nach zwei pandemiegeprägten Jahren eine Rückkehr zur Normalität bringen würde, zerschlug sich mit dem Einmarsch russischer Truppen in die Ukraine. Nebst dem grossen menschlichen Leid nahm in der Folge der Inflationsdruck zu und das volkswirtschaftliche Umfeld verschlechterte sich zunehmend. Die Beibehaltung der strikten Zero-Covid-Politik in China führte dazu, dass sich die Lieferketten nicht vollständig erholten und das Angebot an Waren teilweise eingeschränkt blieb. Dies zwang die lange Zeit zu zögerlich agierenden Notenbanken zu einer restriktiveren Geldpolitik mit höheren Zinsen. Dieses Umfeld mit steigenden Zinsen führte zu einem Ausverkauf an den Finanzmärkten. Neben den Aktienmärkten waren davon auch die Obligationenmärkte überdurchschnittlich hart betroffen.

Wir gehen davon aus, dass sich die **Inflation** im Verlaufe des Jahres 2023 zurückbilden und sich die Geschwindigkeit der Zinserhöhungen verringern wird. Längerfristig inflationär wirkende Faktoren wie geopolitische Spannungen und staatliche Eingriffe bleiben hingegen bestehen. Demographie und die zunehmend regionale Ausrichtung der Unternehmen wirken ebenfalls inflationär. Die deflationär wirkende Globalisierung erreichte vor der Pandemie ihren vorübergehenden Höhepunkt. Deshalb könnte sich die Inflation als hartnäckiger herausstellen, als uns lieb ist, und sich auf einem höheren Niveau einpendeln.

Grafik 1: Inflation – Schweiz und Eurozone*



*Quelle: Bloomberg, Belvalor; * Monatlicher Konsumentenpreisindex (CPI)*

Einige Indikatoren stimmen uns mittel- bis langfristig zuversichtlich. Zum Beispiel trägt Kapital wieder einen Zins. Es gibt erste Anzeichen einer Beruhigung der Inflation. Die Notenbanken werden die Wirtschaft weiter bremsen, um die Inflation auf ein erträgliches Niveau zu senken und die Preisstabilität wieder zu etablieren. Eine längere Phase mit erhöhter Inflation und höheren Zinsen könnte jedoch bevorstehen. Das neue **Zins-Gleichgewicht** wird historisch betrachtet immer noch tief sein. Die finanzielle Repression – die Enteignung der sparenden Bevölkerung – läuft seit geraumer Zeit und setzt sich fort. Anleger sind gegenwärtig nach wie vor pessimistisch gestimmt, doch viele negative Nachrichten sind in den Börsenkursen bereits eskomptiert. Getrieben durch längerfristig positive Wachstumsperspektiven, könnte sich somit ein vermeintlich turbulentes Börsenjahr 2023 schlussendlich als guter Jahrgang entpuppen.

Quintessenz: Der Erhalt der **Kaufkraft** rückt in den Fokus. Anstelle der direkten Belastung durch Negativzinsen wird der Wert des Geldes durch Inflation gemindert. Dies ist heimtückisch, weil man davon sehr lange nichts mitbekommt. Nominalwerte erfahren eine Entwertung, was eigentlich bloss im Falle von Schulden von Vorteil ist. Zwar mildern Zinsen den negativen Realzins – Inflation bleibt grösser als der Zins –, doch als Inflationsschutz taugen sie nicht. Ohne zu investieren, ist Geld bei einer Inflationsrate von 3–4 % p.a. in 20 Jahren nur noch halb so viel wert («Halbwertszeit von Geld»).

Als Inflationsschutz eignen sich einzig Realwerte, besonders Aktien. Langfristig steigen die Unternehmensgewinne dank Innovation, Preissetzungsmacht und Produktivitätsfortschritten. Trotz der vielen negativen Entwicklungen und der Konjunktureintrübung sind 2022 die Unternehmensgewinne global um 10 % gewachsen. Das Anlagejahr 2022 hat hingegen schmerzhaft aufgezeigt, dass Aktienanlagen starken Wertschwankungen unterworfen sind und ein längerer Atem benötigt wird. Das Positive an dieser Konstellation aus gewachsenen Unternehmensgewinnen und gesunkenen Börsenkursen ist, dass das Aktiensegment nun günstiger und attraktiver ist.

Volkswirtschaftliches Umfeld

Die Wirtschaft (Bruttoinlandsprodukt, BIP) hat sich, getragen von der Nachfrage, 2022 weiter erholt. Das Angebot konnte nur schwer Schritt halten. Die Unternehmen waren bislang in der Lage, die signifikant gestiegenen Kosten für Inputfaktoren wie Energie und Rohstoffe mittels Preiserhöhungen weiterzugeben. Entsprechend haben sich die Unternehmensgewinne ebenfalls weiter erholt.

Mit Verzögerung steigen nun auch die Löhne als Folge der Inflation und des Arbeitskräftemangels. Personalkosten werden 2023 die Margen belasten. Weiterführende Preissteigerungen, um die Zusatzkosten abzufedern, werden auf weniger Akzeptanz stossen und die Volumina und das Wirtschaftswachstum beeinträchtigen. 2023 ist konjunkturell mit Gegenwind zu rechnen und vorübergehend selektiv mit sinkenden Unternehmensgewinnen.

Globale Konjunktur mit Gegenwind aufgrund steigender Kosten

Positiv werden sich die Konjunkturpakete auswirken, die noch überhaupt nicht zur Entfaltung gekommen sind. Zusammen mit geplanten Investitionen in die Energiewende könnte, trotz verteuerter Finanzierung, eine staatlich angestossene Investitionswelle ausgelöst werden, allen voran in den USA und Europa. Unter dem Klima-Label sind Technologie und Innovation nicht nur gefordert, sondern werden gefördert. Not macht erfinderisch – auf einmal wird gehandelt, statt nur geredet. Kehrseite der Medaille: Solche Massnahmen wirken inflationär.

Asien und die pazifische Region leiden unter Chinas Zero-Covid-Politik, die auf Dauer nicht aufrechtzuerhalten war. Die Aufweichung erfolgt schrittweise und langsam, aber alles in allem führt dies zu positiven Impulsen über die Region hinaus. China wird jedoch eine staatlich gesteuerte und kontrollierte Wirtschaftspolitik beibehalten. Die USA nutzen Chinas restriktive Politik und die Lieferkettenengpässe, um mittels Restriktionen und Sanktionen einerseits sowie Subventionen im eigenen Land andererseits die Investitionen in Unabhängigkeit und Selbstversorgung voranzutreiben. Durch dieses «Reshoring» – die Rückverlagerung von Produktionsstätten aus Schwellenländern zurück in die Industriestaaten – wird nicht bloss China getroffen, sondern setzt sich die De-Globalisierung fort.

Staatlich ausgelöste Investitionswelle für Infrastruktur und Energiewende

Das globale Wachstum wird sich zunächst weiter verlangsamen. Eine Rezession, oder rezessive Tendenz, wird es in der ersten Hälfte 2023 in vielen Regionen geben. Doch unter Mitwirkung der staatlichen Investitionsprogramme – Fokus auf Infrastruktur und Energie, in Europa und in den USA – wird sich die Konjunktur wieder erholen. Das grösste Risiko orten wir in geopolitischen Fragen, besonders in Chinas Umgang mit Taiwan. Inflation wird eine bekannte Begleiterin bleiben. Mit einem erhöhten Niveau umzugehen, wird die Herausforderung sein. Ab Sommer 2023 ist mit einer wirtschaftlichen Aufhellung zu rechnen; ab 2024 ist die Rückkehr zur langfristigen globalen BIP-Wachstumsrate von 3.0–3.5 % p.a. möglich.

Die USA werden ihren Weg unbeirrt beschreiten. Europa ist politisch gespalten, aber gezwungenermassen und krisenbedingt geeinter als vor der Pandemie. Trotz Bestrebungen zu mehr Nationalisierung wird die Schweiz, resp. ihre innovativen Unternehmen, Wege finden, um vom Aufbruch und der Investitionswelle zu profitieren. Die Unternehmen aus exportorientierten Branchen und der Tourismus sind von der Stärke des CHF in besonderem Masse betroffen, wissen aber damit umzugehen.

Währungen

In der Währungslandschaft ist es zu grossen Verschiebungen gekommen. Die Zinsen von fast allen grossen Währungen, auch CHF Zinsen, haben sich enorm schnell nach oben bewegt. Sie werden fallen, sobald die Inflation nachhaltig sinkt. Aufgrund tieferer Inflation und starker Fundamentaldaten steht der CHF weiter unter Aufwertungsdruck, obwohl die Zinsen auf verhältnismässig tiefem Niveau verharren.

CHF bleibt attraktivste Währung – Positive Impulse durch USD-Schwäche

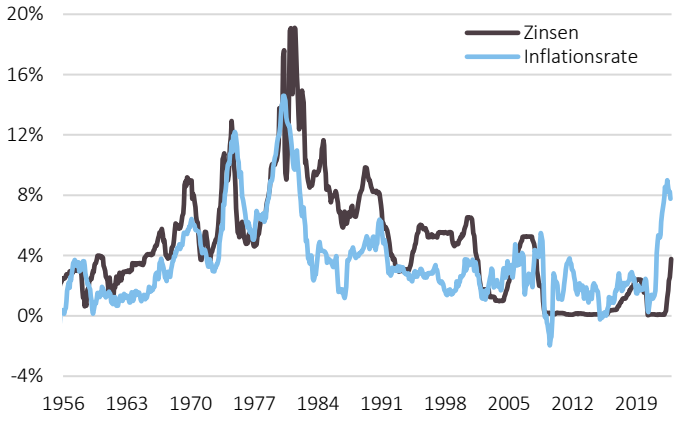
USD und CHF haben von ihrem Fluchtwährungscharakter profitiert. Infolge Unsicherheit, Wirtschaftsabschwächung und restriktiver Geldpolitik der US-amerikanischen Notenbank (FED) hat sich der USD besonders aufgewertet. Wir gehen deshalb davon aus, dass der USD im Falle sich global aufhellender Wirtschaftsaussichten und/oder geopolitischer Entspannungen unter Druck gerät. Fundamental und kaufkraftbereinigt ist der USD überbewertet. Ein schwächerer USD mit einem schwindenden Zinsvorteil ermöglicht die Erholung von EUR und Währungen in Schwellenländern. Der EUR bleibt aufgrund der anhaltend politischen Instabilität im Euroraum strukturell schwach. Das GBP hat den Glanz früherer Tage verloren und tendiert zur Weichwährung. Wir halten an unserer Empfehlung fest, die Fremdwährungsrisiken zu minimieren. Dies gilt insbesondere für Anleger, deren Heimwährung der Schweizer Franken ist.

Zinsen / Obligationen

Die Zinslandschaft hat sich in den vergangenen zwölf Monaten komplett verändert. Das Positive vorweg: Es gibt wieder Zinsen für Investoren. Nach Jahren von Null- und Negativzinsen ist diese Veränderung willkommen.

In Bezug auf die Notenbanken hat einmal mehr das FED die Nase vorn. Das FED hat als erste grössere Notenbank mit Zinserhöhungen begonnen und kommunizierte dem Finanzmarkt bisher unmissverständlich, dass die Bekämpfung der Inflation erste Priorität geniesst. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat im September, noch vor der Europäischen Zentralbank (EZB), die Negativzinsen nach sieben langen Jahren endlich aufgehoben. Wir begrüssen diesen Schritt, da aus unserer Optik die nachteiligen Auswirkungen der Negativzinsen je länger, desto mehr zutage traten. Wir gehen davon aus, dass die SNB die Leitzinsen maximal in den Bereich von 1.5–2.0 % anheben wird.

*Grafik 2: Zinsen vs. Inflationsrate in den USA**



Quelle: Federal Reserve Economic Data (FRED®), Belvalor;
** Zinsen: Federal Funds Effective Rate; Inflationsrate: Consumer Price Index*

Trotz der Zinserhöhungen sind alle wesentlichen westlichen Währungsräume nach wie vor mit dem Problem negativer Realzinsen konfrontiert. Die Inflation ist höher als die Zinsen. Der Markt geht weiterhin davon aus, dass die gegenwärtigen Inflationsraten temporär sind und mittelfristig wieder fallen werden. Wir denken, dass dies für 2023 zutreffen wird und unter anderem aufgrund eines wirtschaftlichen Abschwungs tiefere Inflationsraten resultieren werden. Aus längerfristiger Perspektive sehen wir den Inflationsdruck jedoch nicht gebannt. Die strukturelle Energieknappheit und die immensen Investitionsvorhaben in Infrastrukturprojekte erfordern Ressourcen, welche zunehmend weniger verfügbar sind. Zudem fehlen in vielen Volkswirtschaften Arbeitskräfte, was den Druck auf die Arbeitnehmerkosten erhöht.

Mit dem erwähnten Zinsanstieg und höheren Kreditaufschlägen sind gewisse Segmente des Obligationenmarktes bedeutend attraktiver geworden. Unternehmensanleihen in CHF, EUR und USD mit Laufzeiten bis zu fünf Jahren erscheinen uns im gegenwärtigen Umfeld eine valable Option in einem diversifizierten Portfolio. Längere Laufzeiten meiden wir, da das Risiko von substanziell höheren Inflationserwartungen nicht vom Tisch ist. Zur Diversifikation und Risikoreduktion sind Obligationen von guten Schuldnern, nach dem jüngsten Zinsanstieg, als Bausteine für Sicherheit und zur Volatilitätsdämpfung in einem Portfolio bestens geeignet.

Nebst selektiven Einzelanlagen in Obligationen erscheinen uns einige Spezialsegmente attraktiv. Hierzu zählen Cat Bonds und Wandelanleihen via ausgewählte Kollektivinstrumente. Qualität und Liquidität bleiben bei jeder Investition in einem wirtschaftlich herausfordernden Umfeld wichtig.

Aktien

Aktien sind reale Werte und daher für Investoren im gegenwärtigen Umfeld der finanziellen Repression besonders attraktiv. Dies erklärt unter anderem, wieso wir 2022 das Aktienengagement nicht wesentlich veränderten und Kursrückschläge eher für Zukäufe nutzten, um in Aktien von Qualitätsunternehmen zu investieren.

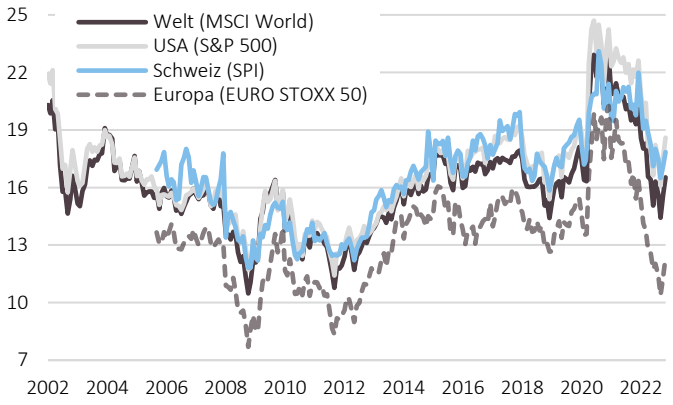
Die langfristige Entwicklung von Aktien basiert auf den erzielten Cashflows der Unternehmen. Trotz der negativen Entwicklung zahlreicher Aktienindizes sind 2022 die Unternehmensgewinne global um 10 % gewachsen. Viele Investoren vergessen, dass Aktien, gerade in Zeiten von hohen Inflationsraten, «realen» Schutz bieten. Die bisherige Korrektur an den Märkten ist somit (noch) nicht auf sinkende Gewinne, sondern auf die Tatsache zurückzuführen, dass Investoren aufgrund der gestiegenen Risikoaversion weniger zu zahlen bereit sind.

Es gibt weitere plausible Erklärungen und Gründe für die Korrekturen der Aktienindizes. Einerseits sind dies die höheren Zinsen, welche den Wert zukünftiger Cashflows reduzieren. Andererseits deuten zahlreiche Indikatoren auf eine nahende Abschwächung der globalen Wirtschaft hin. Diese beiden Faktoren, zusammen mit mehr Unsicherheit und dem Krieg in der Ukraine sowie geopolitischen Spannungen, führten zu signifikant tieferen Bewertungen im Aktiensegment. Weitere Reduktionen der Gewinnschätzungen sind nicht auszuschliessen, aber der Markt diskontierte bereits im Herbst ein pessimistisches Szenario. Zudem kam es zu einer Trendwende im Aktienmarkt; weg von Technologie- hin zu Rohstoff-, Energie-, Finanz- und klassischen Industrieunternehmen.

Die Auswahl von qualitativ hochstehenden Unternehmen bleibt zentrales Element in unserem Anlageprozess. Unternehmen mit führender Marktstellung und Preissetzungsmacht sowie hoher Profitabilität und Rentabilität – über den Zyklus hinweg – schaffen es besser, im derzeit herausfordernden Umfeld zu bestehen und ihr Geschäft weiterzuentwickeln. Mit den steigenden Zinsen richten wir verstärktes Augenmerk auf die Bilanzqualität und Verschuldung. Diese sollte tragbar sein und die strategischen Optionen des Unternehmens offenhalten.

Der Aktienmarkt tendiert dazu, Entwicklungen in der Realwirtschaft sechs bis zwölf Monate im Voraus zu antizipieren. Während einer Rezession, inmitten schlechter Nachrichten aus der Realwirtschaft, durchschreitet der Aktienmarkt üblicherweise die Talsohle. Wir können uns deshalb gut vorstellen, dass das Aktienjahr 2023 im Hinblick auf die spätere wirtschaftliche Erholung besser ausfallen wird, als von zahlreichen Marktauguren prophezeit.

Grafik 3: Kurs-Gewinn-Verhältnis von Aktienindizes*



Quelle: Bloomberg, Belvalor AG;
** Basis: Monatlich; Gewinne: Konsensschätzungen für kommende 12 Monate*

Deswegen bleiben wir in Aktien investiert und selektieren die einzelnen Investitionen getreu unseren Belvalor Qualitätskriterien. Wir empfehlen weiterhin, nur finanzielle Mittel, welche langfristig angelegt werden und auf welche für eine gewisse Zeit verzichtet werden kann, in Aktien zu investieren. Trotz kurzfristiger Schwankungen bleiben Aktien das geeignetste Instrument zum langfristigen Schutz und Wachstum von Kapital.

Alternative Anlagen

Energie hat sich verteuert. Die befürchtete Mangellage ist nicht gebannt. Trotz jüngster Entspannung gilt es sich mit höheren Preisen zu arrangieren. Die preisdämpfende Wirkung der konjunkturellen Abkühlung wird durch den Ausbau der erneuerbaren Energien und das Fehlen von gewissen traditionellen Energieträgern zunichtegemacht.

Bei den Preisen für **Rohstoffe** mag das weitere Aufwärtspotential limitiert aussehen. Doch der Bedarf, sprich die Nachfrage, steigt strukturell, während das Angebot knapp bleibt. Die Produktion, resp. der Abbau, wird nicht günstiger. Dies gilt für Energie und Industriemetalle, die zusammen mit fossilen Brennstoffen für die Energiewende und zur Überbrückung unerlässlich sind, gleichermassen. Inflationsschutz macht Rohstoffe zusätzlich interessant. Unternehmen aus der Öl- und Rohstoff- sowie Minenindustrie, die eine ESG-Zukunftsstrategie aufweisen, sind attraktiv. Die Preisstabilität ist oft wichtiger als das Preisniveau selbst. Nachhaltigkeit wird von ihnen zusehends ernst genommen, die Fortschritte werden sichtbarer.

Zum Schutz vor Inflation sind Edelmetalle im Allgemeinen und **Gold** im Speziellen geeignet. Da wir von einer längeren Phase höherer Inflation ausgehen, ist Gold als Beimischung in einem ausgewogenen Portfolio empfehlenswert – nebst Inflationsschutz spielen Absicherungs- und Diversifikationsüberlegungen eine Rolle. Goldaktien erscheinen uns in diesem Kontext attraktiv. Eine verstärkte Regulierung von Kryptowährungen – untauglich als «digitaler Goldersatz» und nach wie vor kein Bestandteil unserer Anlagepolitik – könnte nach den Verwerfungen mittelfristig zu mehr Stabilität führen. Wir verfolgen die Entwicklung und denken, dass speziell die Blockchain-Technologie die Welt in Zukunft verändern wird.

Privatmarktanlagen haben als Folge der höheren Zinsen und der Bewertungskorrektur von Anleihen und Aktien Konkurrenz bekommen. Doch Private Debt Anlagen profitieren bei steigenden Zinsen von flexiblen Zinsstrukturen. Die Perspektiven für solche Anlagen sind im Hinblick auf die substanziellen Infrastrukturbudgets interessant. Von der Attraktivität dieser Anlageklasse bleiben wir längerfristig, auch aufgrund der geringen Volatilität, überzeugt. Mit langfristiger Anlageoptik bieten sich in schwierigen Marktphasen Kaufgelegenheiten. Neben den Aktien von führenden Anbietern im Bereich Private Equity bevorzugen wir erstklassige Anlagevehikel, welche flexibel über verschiedene Anlageklassen hinweg investieren (Private Equity, Private Debt, Real Estate und Infrastruktur). Das Gewicht und die Bedeutung von Privatmarktanlagen werden aus unserer Optik weiter zunehmen.

Die Preise von **Immobilien** sind durch höhere Zinsen unter Druck geraten. Die Lage der Liegenschaft ist nun noch entscheidender. Die Mieterträge werden zeitlich verzögert steigen, die Renditen ebenfalls. Immobilienaktien und -fonds haben kurzzeitig an Attraktivität eingebüsst. Nach der bevorstehenden gesunden Preiskorrektur werden Immobilien als Realwerte wieder interessanter.