

## Marktbericht TRIONINVEST

Bern, Dezember 2022

Pünktlich zum Jahreswechsel wenden sich die Akteure der Finanzbranche jeweils mit einem Ausblick auf das neue Börsenjahr an ihre Kundschaft. In umfangreichen Dokumenten und mit zahlreichen Grafiken wird dargelegt, wie sich der weitere Verlauf des Weltgeschehens und der Finanzmärkte gestalten könnte und wo man die beste Rendite erzielt. Die Argumentationsketten sind in der Regel schlüssig und einleuchtend, sodass man als Leser fast nicht umhinkommt, den dargelegten makroökonomischen Prognosen beipflichtend eine hohe Eintretenswahrscheinlichkeit beizumessen.

Allzu oft geht aber vergessen, dass makroökonomische Prognosen auf vereinfachten Modellen basieren, deren Aussagekraft in Frage gestellt werden muss. Zu komplex und dynamisch ist unsere Welt, um deren weiteren Verlauf treffsicher vorherzusagen zu können.

Vor diesem Hintergrund sehen wir demnach davon ab, Sie mit einer weiteren Prognose für das Jahr 2023 zu bedienen. Stattdessen werfen wir zuerst einen Blick auf das aktuelle Umfeld und die Signale, welche die Märkte bereits heute senden. Danach gehen wir der Frage nach, wie sich die Finanzmärkte in vergangenen Phasen der wirtschaftlichen Abkühlung verhalten haben. Zum Abschluss teilen wir in aller Kürze unsere Einschätzung zur Attraktivität der wichtigsten Anlageklassen.

### Aktuelles Umfeld

Obschon die Inflationsraten ihren Höhepunkt grösstenteils überschritten haben dürften, sind diese in vielen Volkswirtschaften noch immer unangenehm hoch. Die Zentralbanken, allen voran die US-amerikanische Fed, haben

mehrfach betont, dass der Bekämpfung der Inflation höchste Priorität beigemessen wird. Mittels Zinserhöhungen wird die Nachfrage nach Gütern, Dienstleistungen und Arbeitskräften nach und nach eingedämmt. Dabei ist zu beachten, dass die geldpolitischen Interventionen erst mit grösserer Verzögerung spür- und sichtbar werden. Die Historie zeigt, dass eine sanfte Landung der Wirtschaft in den seltensten Fällen gelingt und eine Rezession in Form von tieferen Aktienkursen, schwächeren Konsumausgaben und höherer Arbeitslosigkeit wahrscheinlich ist.

Zu den USA als weltweit grösste Volkswirtschaft. Innert neun Monaten hat die Fed den US-Leitzins von 0.25% auf 4.50% erhöht und das Ende scheint noch nicht erreicht zu sein. Der Zinserhöhungszyklus zeigt insofern bereits Wirkung, dass vorauslaufende Indikatoren eine Abnahme der Wirtschaftsdynamik aufzeigen. Die Konsumenten- und Produzentenstimmung trüben sich allmählich ein und erste Risse auf dem Immobilienmarkt, der sensibel auf Veränderungen des Zinsumfelds reagiert, werden sichtbar. Die Nachfrage nach Arbeitskräften ist zwar noch hoch, in zinssensitiven Sektoren kommt es aber angesichts der eingetrübten Gewinnschätzungen zu ersten Entlassungswellen. Bemerkenswert ist auch die Tatsache, dass die Zuwachsrate der Geldmenge stark abgenommen hat, was nebst der restriktiveren Geldpolitik mit der nachlassenden Umlaufgeschwindigkeit des Geldes zusammenhängt. Dies ist ein weiteres Indiz dafür, dass die Konsumenten und Unternehmen die Zukunft nicht mehr so rosig sehen.

Auch wenn die Inflation in Europa aufgrund der Energiepreise höher ausfällt als in den USA, erhöhte die Europäische Zentralbank EZB ihren Leitzins bisher in kleineren Schritten als die Fed. Grund dafür dürften die Sorgen um die finanzielle Gesundheit der südlichen Mitgliedstaaten sowie die Auswirkungen des Kriegs in der Ukraine auf die Wirtschaft in Westeuropa sein. Trotz dem gemächlicheren Tempo der EZB belastet der Energiepreisschock die Konsumausgaben und die Gewinnmargen der Unternehmen zusätzlich.

Die zweitwichtigste Volkswirtschaft der Welt schliesslich, China, kämpft mit anderen Problemen. Die Null-Covid-Politik sowie der anhaltende Abschwung des Immobiliensektors führten im Jahr 2022 zur Stagnation der chinesischen Wirtschaft. Die jüngsten Proteste haben die Zentralregierung zwar zu gewissen Lockerungsschritten gezwungen, der Weg zur chinesischen Normalität ist aber noch lang. Erschwerend kommt hinzu, dass die Exporte nach wie vor der wichtigste Wachstumstreiber für die Volksrepublik sind. Von der wirtschaftlichen Abkühlung in den USA und in Europa ist somit auch China unmittelbar betroffen.

## Das Verhalten der Finanzmärkte in Phasen der wirtschaftlichen Abkühlung

Wenn man das Verhalten der Finanzmärkte in Rezessionen betrachtet, dann ist vor allem die Frage spannend, wann die Kontraktion des Konjunkturzyklus ihren Tiefpunkt erreicht hat, und die Aktienmärkte beginnen, den nächsten Aufschwung ins Auge zu fassen.

In der Zeitspanne von 1965 bis 2022 erlebten die USA und Europa acht Rezessionen unterschiedlicher Dauer. Diesen Rezessionen war gemein, dass sie durch Gewinnrückgänge und enttäuschende Ausblicke seitens der Unternehmen begleitet wurden. Während sieben dieser acht wirtschaftlichen Abschwünge

erreichten die Aktienmärkte noch während der Rezession ihre Tiefpunkte, bevor ein neuer Aufschwung begann.

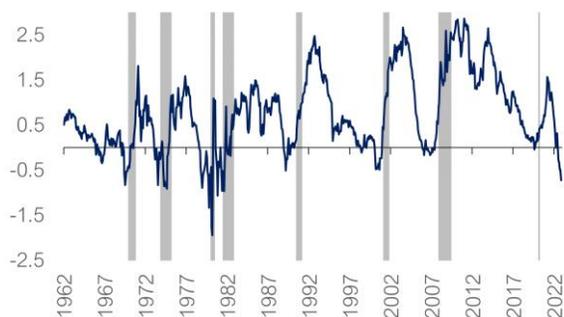


S&P 500 von 1965-2022 (blau) und Rezessionen (grau).  
Quelle: Refinitiv

Dies führt uns zur Frage, ob uns tatsächlich eine Rezession bevorsteht – oder ob diese gar bereits begonnen hat. Da Rezessionen in der Regel erst im Nachhinein als solche definiert werden, lässt sich diese Frage heute nicht präzise beantworten.

Ein mögliches Indiz hierzu könnte jedoch von der Zinskurve ausgehen. Die Zinskurve bemisst die Renditedifferenz zwischen kurzfristigen und langfristigen Staatsanleihen. Ist die Differenz positiv, was der Normalität entspricht, erhalten Anleger für langfristige Anlagen höhere Zinsen. Die bessere Verzinsung dient der Kompensation der höheren Unsicherheit, welche längerfristige Papiere mit sich bringen. Ist die Differenz hingegen negativ und die Zinskurve somit invers, ist der kurzfristige Zinssatz höher als der langfristige. Die Marktteilnehmer rechnen dabei mit einer wirtschaftlichen Abkühlung, begleitet von tendenziell tieferen Zinsen.

Wenn man das Verhalten der Zinskurve in der Vergangenheit betrachtet, fällt auf, dass diese rund ein Jahr vor Beginn einer Rezession invers wird, aber noch vor dem Beginn der Rezession wieder in den positiven Bereich dreht.



Renditedifferenz zwischen 2- und 10-jährigen US-Staatsanleihen von 1962-2022 (blau) und Rezessionen (grau). Quelle: Refinitiv

Da die Zinskurve mitunter durch die Geldpolitik einer Zentralbank beeinflusst wird, lohnt sich auch ein Blick auf die vergangenen Leitziinsanpassungen. Die vergangenen Rezessionen haben überwiegend erst dann begonnen, wenn die Notenbank die Zinserhöhungen beendet oder gar bereits mit den ersten Zinssenkungen begonnen haben.

Die Zinskurve von US-amerikanischen Staatsanleihen ist seit Juli 2022 invers. Die letzte Inversion fand im Sommer 2006 statt und dauerte ziemlich genau ein Jahr, bevor die Renditedifferenz im Sommer 2007 wieder positiv wurde.

## Implikationen

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass sich die globale Konjunktur im Gleichschritt mit der aktuellen Jahreszeit abkühlt. Als Hauptgründe sind die Anstrengungen der Zentralbanken, die Inflation zu bändigen, sowie regionale Herausforderungen in Europa und China anzuführen.

Die Signale, welche wir heute sehen, entsprechen jenen, welche vergangenen Rezessionen vorausgingen. Ob sich die Geschichte wiederholt, oder ob diesmal doch alles anders kommt, wird sich erst in der Retrospektive zeigen. Die Wahrscheinlichkeit einer Rezession

in den USA und Europa ist aber klar gestiegen.

## Unsere Haltung

Zinsen und Obligationen: Nach mehr als einem Jahrzehnt der Tiefzinspolitik erwarten wir zukünftig risikoadjustiert wieder attraktivere Anlagemöglichkeiten im festverzinslichen Bereich. Wir gehen selektiv vor und planen für das neue Jahr eine Erhöhung der Quote in dieser Kategorie.

Aktien: Auf Basis der heute verfügbaren Signale bevorzugen wir Aktien von Firmen mit einer hohen Bilanzqualität und einem konjunkturresistenten Geschäftsmodell. Wir gehen davon aus, dass ein grosser Teil der Aktienkursverluste in diesem Jahr auf die gestiegenen Zinsen zurückzuführen sind und eine Rezession noch nicht in den Kursen eskomptiert ist. Wir bleiben bis auf weiteres untergewichtet.

Alternative Anlagen: Aus Gründen der Diversifikation halten wir an der neutralen Gewichtung von alternativen Anlagen fest. Dabei bevorzugen wir Schweizer Immobilienanlagen und Gold.

TRIONINVEST  
Yannick Gaschen

Dufourstrasse 29  
CH-3005 Bern  
+41 (0)31 359 30 36  
[yannick.gaschen@trioninvest.ch](mailto:yannick.gaschen@trioninvest.ch)  
[www.trioninvest.ch](http://www.trioninvest.ch)