

»Ausblick 2023 *Multi Asset Solutions*



Dezember 2022

Marketingunterlage



Dr. Torsten von Bartenwerffer
Co-Head Multi Asset Solutions



Reto Baumgartner
Co-Head Multi Asset Solutions

Zusammenfassung

- Eine restriktive Geldpolitik führte 2022 zu hohen Korrelationen fast aller Anlageklassen bei gleichzeitigem Preisverfall. Dies wirkte sich negativ auf die Rendite und die Diversifikationseigenschaften gemischter Anlagen aus.
- Höhere Zinsen sind langfristig ein Vorteil für Multi-Asset-Portfolios, da sie Rendite- und Diversifikationspotenzial gleichermassen verbessern.
- Insbesondere der Einsatz von Wandelanleihen in einem gemischten Portfolio ist perspektivisch wieder attraktiv, da sich die gleichen Effekte umkehren sollten, die in den letzten zwei Jahren zu einer Underperformance geführt haben.
- Wir erwarten für die nächsten Jahre aufgrund einer Vielzahl von Entwicklungen ein anhaltend unruhiges Konjunktur- und Finanzmarktumfeld. Diesem kann mit aktivem Management und der richtigen Auswahl an taktisch einsetzbaren Anlagen wirksam begegnet werden.

Rückblick 2022

Die geschaffene Liquidität der letzten zehn Jahre führte vor allem zu einer Inflation bei den Vermögenswerten, nicht jedoch zu einer klassischen, realwirtschaftlichen Inflation. Grund dafür ist die überproportional grössere Elastizität der Finanzmärkte gegenüber der realen Wirtschaft.

Die Angebotsschocks der Pandemie brachten dieses Regime letztendlich dennoch zu Fall und die resultierende klassische Preisinflation führte zu einer restriktiven Geldpolitik der Zentralbanken weltweit.

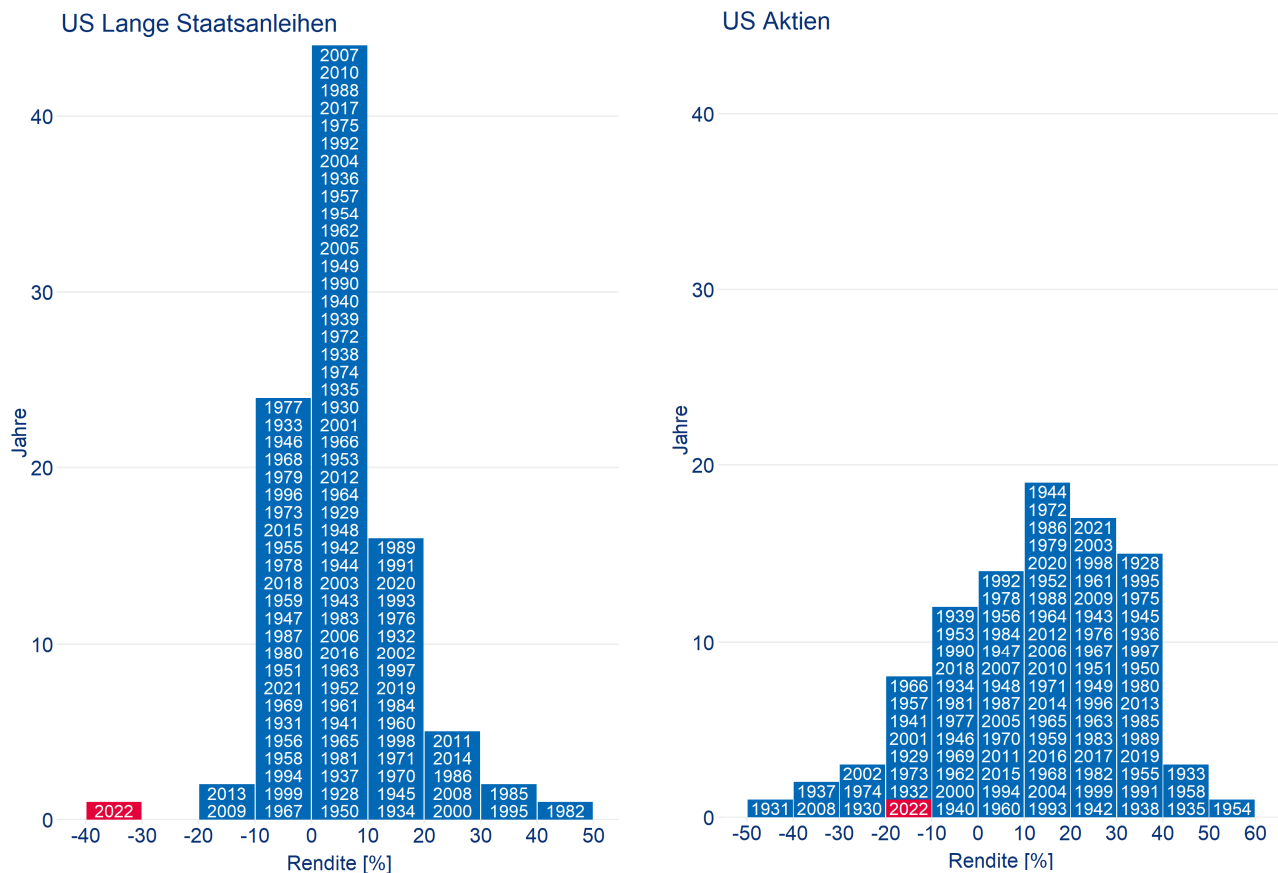
Die Preisindizes von Gütern und Dienstleistungen hielten sich über das Jahr hinweg auf hohen Niveaus. Anders die Kapitalmärkte, die unter dem Liquiditätsentzug deutlich nachgaben. Die Kontraktion der Liquiditätsaggregate wirkte sich auf alle grossen Anlageklassen aus. Multi-Asset-Portfolios fehlten daher die üblichen Diversifikationseffekte, welche glättend auf die Rendite hätten einwirken können.

Ein exemplarischer Blick auf die USA zeigt das Ausmass der Krise: Während Aktien nur ein „schlechtes“ Jahr hatten, war die Bewegung bei Anleihen brutal: Langlaufende US-Staatsanleihen (10 Jahre und länger) schrieben Verlustgeschichte (siehe Chart 1).

Marktkorrekturen wirken grundsätzlich vor allem deflationär. Dies erklärt den Pfad der Geldpolitik der Zentralbanken. Erklärtes Ziel war und ist ein deflationärer Impuls: Die Fed-Futures Implied Rate für Anfang 2023 lag Anfang 2022 noch bei knapp 1%, Ende November nahe bei 5%.

» Der Liquiditätsentzug hatte extremen Einfluss auf die Performance nahezu aller Anlageklassen.

Chart 1: Renditen langlaufender US-Staatsanleihen gegenüber US-Aktien



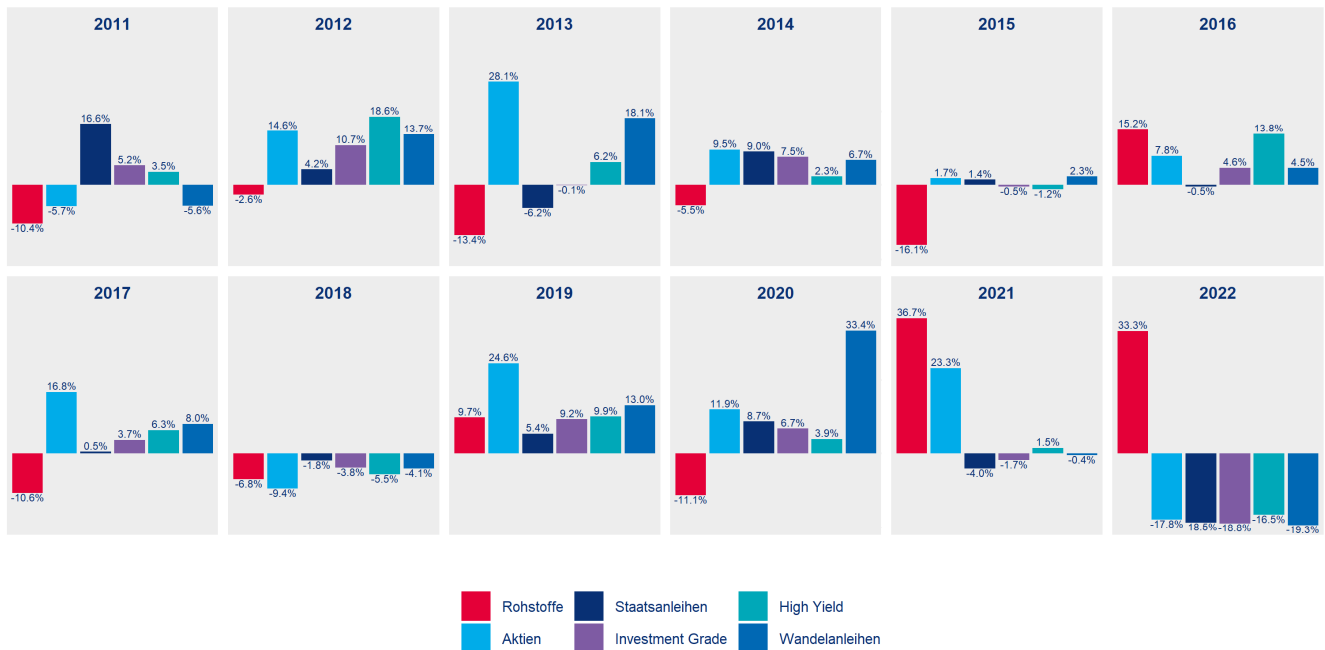
In unseren Multi-Asset-Portfolios haben wir im Jahresverlauf das Risiko über alle Anlagelassen hinweg reduziert, was in dieser Situation die einzige echte Handlungsoption darstellte. Taktisch haben wir profitiert, dennoch konnten wir uns dem Abwärtstrend nicht entziehen. Insbesondere die relativ starke Gewichtung grundsätzlich defensiver Wandelanleihen bot wenig Schutz in diesem aussergewöhnlichen Umfeld, da Anleihe- und Aktienkomponenten im Tandem nach unten gepreist wurden.

Zwar gab es Zwischenrallys, jedoch gilt „don't fight the Fed“ als Regel nicht nur auf dem Weg nach oben, sondern auch nach unten. Daher ist das Setzen auf solche Rallys ohne den entsprechenden Rückhalt auf der Makro-Seite rein spekulativ.

Ausblick 2023

Das vergangene Jahr war in vielerlei Hinsicht aussergewöhnlich. Die Breite und auch die Höhe der Wertverluste an den Kapitalmärkten sind in der jüngeren Vergangenheit beispiellos. Während Aktien auf globaler Ebene glimpflich davongekamen, war das Repricing auf der Anleihe-seite historisch. In der Tat ist der gesamte weltweite Wertverlust in Anleihen und Aktien gemessen in USD zum Zeitpunkt des maximalen Drawdown 2022 erheblich grösser als 2008. Die Effekte dieser immensen Wertvernichtung werden noch länger spürbar sein.

Chart 2: Rendite nach Anlageklasse und Jahr



Quelle: Bloomberg

Vor dem Hintergrund einer sich eintrübenden Wirtschaftslage und zahlreichen verzögerten Zins- und Bremseffekten dürften aber auf der Anleihe Seite die Verwerfungen ein Ausmass erreicht haben, bei dem mittelfristig ein Rebound erwartet werden kann. Entsprechend dem makroökonomischen Ausblick unseres CIOs (siehe separates Dokument), dass in der ersten Hälfte 2023 wieder mit einer Zinslockerung gerechnet werden kann, preisen die Fed Funds Futures ab Mitte 2023 in der Tat aktuell eine solche Bewegung ein.

» In den USA sollten verschiedene Umstände zu einer Zinsumkehr führen.

Die gängige Marktmeinung geht davon aus, dass letztendlich eine Normalisierung der Inflation ggf. zusammen mit einer Rezession, zur Zinsumkehr führen wird. Zwar weisen zahlreiche Prognoseindikatoren auf dieses Szenario hin, allerdings existiert aus unserer Sicht noch ein zusätzlicher Grund: Die USA hat in den letzten drei Jahren USD 8 Billionen Schulden aufgenommen – bei einem Zinssatz von 5% entspräche die Zinslast über 30% aller Staatseinnahmen. In den nächsten 12 Monaten werden ca. 30% der Staatsschulden gerollt, in den nächsten drei Jahren etwa 50%. Die meisten Schulden werden am kurzen Ende finanziert.

Der Budgetposten „Zinszahlungen“, der in diesem Szenario grösser wird als das US-Verteidigungsbudget, wird die Haushaltsdiskussionen dominieren und Druck auf die Notenbank ausüben.

Was folgt vor diesem Hintergrund für unsere Multi-Asset-Portfolios?

Als Konsequenz aus dem oben Gesagten werden unserer Ansicht nach die Zinsen sinken, vermutlich aber nicht das Vorkrisenniveau erreichen. Vielmehr gehen wir davon aus, dass ein erhöhter Zinskorridor akzeptiert werden muss. Dies wird zu einer Normalisierung und erhöhtem Wert- und Diversifikationspotenzial auf Seiten der sicheren Staatsanleihen in unserem Portfolio beitragen.

Anlageklassen: Renditeerwartungen und Einschätzungen

Anlageklasse	Renditeerwartung ¹ [EUR]	2023 View ²
Aktien	7.3%	→
Wandelanleihen	7.1%	↗
High-Yield-Anleihen	6.6%	↘
Investment-Grade-Anleihen	4.2%	↗
Staatsanleihen	2.9%	↑
Rohstoffe	5.1%	→

Quelle: Fisch Multi Asset Solutions

» Das Umfeld für technologielastrige Mid-Caps ist sehr vielversprechend.

Darüber hinaus kommen die Zinseffekte auch unserer Wandelanleihen-Komponente zugute, in die wir als Anleihenhaus schwerpunktmässig investieren. Konnte der Bond-Floor seinen dämpfenden Effekt auf Verluste in der Optionskomponente aufgrund der prekären Zinssituation nicht ausspielen, ist der zukunftsgerichtete Effekt sehr viel wahrscheinlicher. Bedenkt man, dass die technologielastrigen Mid-Caps, die schwerpunktmässig dem Wandelanleihenuniversum zugrunde liegen, bereits im Jahr 2021 eine eher enttäuschende Rendite gebracht haben, so wird klar, dass die Kombination aus sinkenden Zinsen zusammen mit einer überverkauften Anlageklasse und einem überverkauften zugrundeliegenden Sektor vielversprechend ist.

Wir sind somit der Meinung, dass nicht nur die Diversifikationseigenschaften von Multi-Asset-Portfolios zurückkehren werden, sondern dass eine Umkehrung der Makroparameter ein interessantes Wertpotenzial bietet.

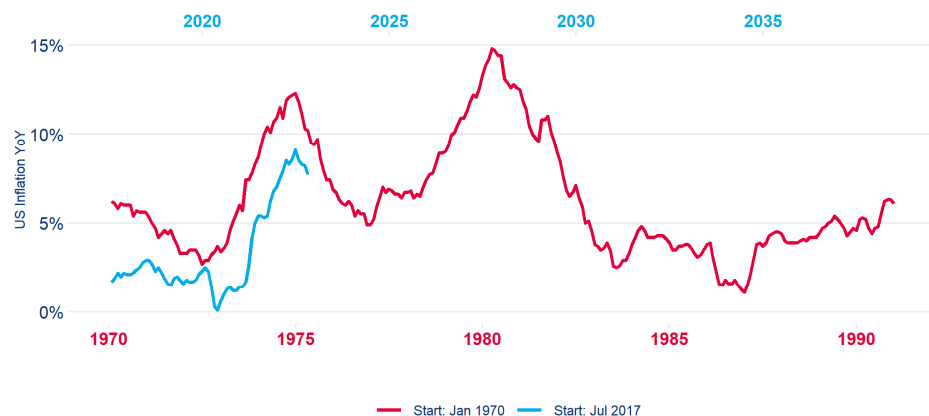
Dennoch hat sich das Anlageumfeld im Jahr 2022 verändert. Dem gilt es perspektivisch Rechnung zu tragen. Dabei sind besonders zwei Punkte erwähnenswert: Erstens gehen wir davon aus, dass aktivem Management aufgrund der vielen gegensätzlichen Makro-Strömungen in Zukunft eine sehr viel grössere Bedeutung zukommen wird, als in den letzten zehn Jahren. Volatilere Kapitalmärkte, Deglobalisierung und ein insgesamt geopolitisch unruhigeres Umfeld mit den zusätzlichen Herausforderungen einer politisch getriebenen Dekarbonisierungswelle der Wirtschaft leisten dazu ihren Beitrag. Als Anleihenspezialist sind wir hier exzellent positioniert – auf Anlageklassen- und Allokationsebene. Es ergibt daher Sinn, unsere taktischen Bandbreiten zu vergrössern.

¹ Mittelfristige, jährliche Renditeerwartung aufgrund von aktuellen Risikoprämien der einzelnen Anlageklassen, Währungsschwankungen abgesichert in EUR

² Erwartete Abweichung im Jahr 2023 zur mittelfristigen, jährlichen Renditeerwartung

Zweitens gehen wir davon aus, dass das zukünftige Umfeld aufgrund genannter Umstände eher an die 1970er Jahre erinnern wird. Dies impliziert, dass wir aufeinander folgende Phasen sinkender und steigender Inflation sehen werden. Als Vergleich haben wir im nachfolgenden Chart die aktuelle Bewegung der US-Inflationsrate (CPI) mit der Phase nach 1970 dargestellt. In diesem Zusammenhang ist es für uns wichtig, neben unserer bevorzugten Risiko-Anlageklasse Wandelanleihen, in der wir beträchtliches Wertpotenzial sehen, auf taktischer Ebene auch sogenannte Real-Assets nutzen zu können. Diese sollen insbesondere in einer zukünftigen Inflationsepisode Schutz bieten. Daher werden wir zukünftig vermehrt von taktischen Elementen Gebrauch machen, beispielsweise inflationsindexierte Anleihen, Edelmetalle oder Dividendentitel.

Chart 3: Vergleich der aktuellen Inflation mit derjenigen der 70er Jahre



Quelle Bloomberg

Fazit

Für diversifizierte Portfolios war 2022 ein schlechtes Jahr. Dies birgt das Risiko, dass diese Erfahrung bei den Investoren länger nachwirkt, als es für das Ziel einer optimalen risikoadjustierten Rendite sinnvoll ist. Wir sehen sowohl auf der Seite der Diversifikation als auch bei der Rendite jeweils Potenzial. Der Schlüssel dazu ist eine Normalisierung auf der Zinsseite, welche nicht zwangsläufig Zinssenkungen bedingen muss, sondern zu der auch schon ein weniger aggressiver Zinspfad beitragen kann.

Es ist somit wieder Zeit für Bonds, Zeit für Wandelanleihen, Zeit für aktives Management und: Zeit für Multi-Asset.

Wichtige rechtliche Hinweise

Die vorliegende Dokumentation richtet sich ausschliesslich an professionelle Anleger. Die in dieser Dokumentation enthaltenen Informationen und Meinungen dienen ausschliesslich zu Informationszwecken und stellen keine Aufforderung, Empfehlung, kein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder anderen Dienstleistungen oder sonstigen Transaktionen dar. Sie richtet sich nicht an Personen in Rechtsordnungen, in denen die Bereitstellung solcher Informationen gegen lokale Gesetze und Vorschriften verstossen würde. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben wird keine Haftung übernommen. Alle Meinungen und Ansichten spiegeln die aktuelle Einschätzung der Autoren wider und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. DIE HISTORISCHE PERFORMANCE IST KEINE GARANTIE FÜR DIE ZUKÜNFTIGE ENTWICKLUNG. Es gibt keine Garantie dafür, dass Prognosen realisiert werden. Sofern nicht anders angegeben, ist die Quelle Fisch Asset Management AG. Fisch Asset Management AG hat aus externen Quellen stammende Informationen nicht eigens geprüft und Fisch Asset Management AG kann weder ausdrücklich noch stillschweigend garantieren, dass diese Informationen korrekt, zutreffend oder vollständig sind.

Fisch Asset Management AG lehnt jede Haftung ab für Schäden, die direkt oder indirekt aus diesem Dokument abgeleitet werden.

© 2022 Fisch Asset Management AG