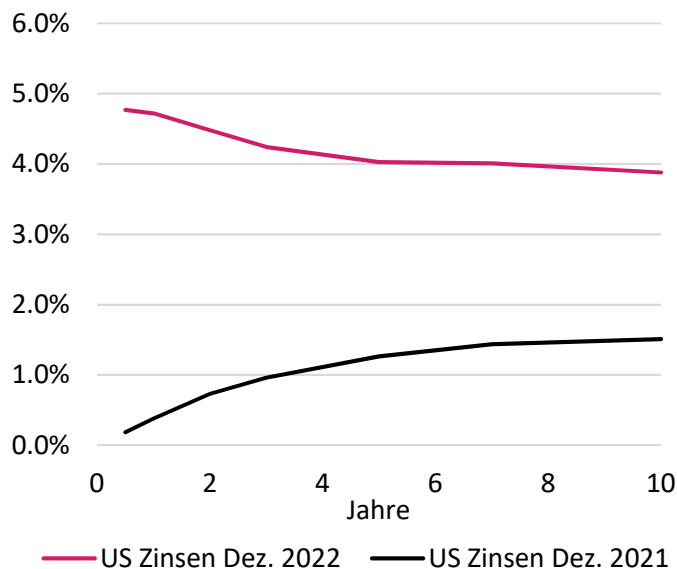


## RÜCKBLICK AUF DAS VIERTE QUARTAL 2022

### Geldpolitische Vollbremsung gefährdet weiche Landung

Die US-Inflation schwächte sich nach dem Erreichen eines Höchststands von 9.1% im Laufe des zweiten Halbjahrs auf 7.1% ab und wird sich unseres Erachtens nachfrage- und angebotsseitig sowie durch den Basiseffekt im Jahr 2023 weiter zurückbilden. Das Federal Reserve vollzog nach anfänglichem Zögern seit dem Frühjahr 2022 eine regelrechte geldpolitische Vollbremsung, indem der Leitzins in wenigen Monaten um insgesamt 4.25% auf 4.50% erhöht wurde. Gleichzeitig wird dem Markt im Rahmen des Quantitative Tightening fortlaufend Liquidität entzogen. Durch die Politik des Front-Loading demonstrierte Fed-Präsident Powell jedenfalls seine Entschlossenheit im Kampf gegen die auch im historischen Kontext sehr hohe Inflation. Da die US-Notenbank von einem Zinshoch von etwas über 5% ausgeht, werden 2023 nur noch Zinserhöhungen für insgesamt 50 bis 75 Basispunkte erwartet.



Die Bemühungen der US-Notenbank, mit einer Reihe von Zinsanhebungen das Beschäftigungswachstum im ausgesprochen engen US-Arbeitsmarkt zu bremsen, blieben vorerst erfolglos. Vor dem Hintergrund des Ungleichgewichts am Arbeitsmarkt mit im Durchschnitt zwei offenen Stellen für einen Arbeitslosen und der sehr niedrigen Arbeitslosenrate von 3.7% verzeichneten die US-Löhne einen Anstieg um 5%. Angesichts des zunehmenden Risikos von Zweitrundeneffekten und einer drohenden Lohn-Preis-Spirale stellte Fed-Präsident Powell klar, die restriktive Geldpolitik so lange fortzusetzen, bis die Inflation sich

der Zielmarke von 2% annähert. Auf eine geringere Nachfrage nach Arbeitskräften und damit eine beginnende Entspannung am US-Arbeitsmarkt deutet allerdings die zuletzt deutlich rückläufige Zahl an offenen Stellen.

Nach einer Zwischenerholung im Q3 mit einem Wachstum von 3.2% warnen Frühindikatoren wie der Conference Board Leading Index und der ISM Einkaufsmanagerindex für die US-Industrie vor einer drohenden US-Wirtschaftsabschwächung. Die stark inverse US-Zinskurve mit Renditen von 4.4% für zweijährige und 3.9% für zehnjährige US-Treasuries war in der Vergangenheit jeweils ein überaus verlässlicher Indikator für eine bevorstehende Rezession. Die kräftig gestiegenen Hypothekenzinsen und deutlich höheren Mieten stellen zunehmend erhebliche Belastungsfaktoren für die US-Verbraucher dar. Ein sich abzeichnender Abschwung im US-Immobilienmarkt wird zu einem Rückgang der US-Inflation beitragen. Gleichzeitig könnten die beabsichtigte Erhöhung der Arbeitslosenrate zusammen mit einer Kontraktion im Immobilienmarkt die US-Verbraucher massiv belasten und damit eine weiche Landung der US-Wirtschaft im Jahr 2023 gefährden.

Nach einer langen Phase des Zögerns sah sich die EZB im Juli schliesslich auch zum Handeln gezwungen und hob im zweiten Halbjahr ihren Leitzins von 0% auf 2.5% an. EZB-Präsidentin Lagarde stellte noch weitere Zinserhöhungen für jeweils 50 Basispunkte in Aussicht. In der Eurozone lag die Inflationsrate mit +10% zuletzt immer noch im zweistelligen Bereich, wobei die Kernteuerungsrate unverändert bei +5% blieb. Trotz immenser Preissteigerungen und der negativen Auswirkungen des Kriegs in der Ukraine legte das BIP in der Eurozone im Q3 um 0.3% zu. Frühindikatoren lassen allerdings eine markante Wirtschaftsabschwächung erwarten, wobei eine Rezession in Deutschland angesichts der anhaltend schwachen Exportmärkte und der massiven Kostensteigerungen für Unternehmen und Verbraucher nahezu unausweichlich erscheint.

In Japan nahm die Inflation trotz einer ausgeprägten Yen-Schwäche lediglich um 3.8% zu. Als Reaktion darauf erweiterte die japanische Notenbank ihr Zielband zur Kontrolle der langfristigen Kapitalmarktzinsen, hielt aber ihren Leitzins unverändert bei -0.10%. In China wird aufgrund der Immobilienkrise und der wiederholten Lockdowns für das Gesamtjahr 2022 ein Wirtschaftswachstum von deutlich unter 5% erwartet. Aufgrund der kürzlich erfolgten Abkehr der chinesischen Führung von ihrer Null-Covid Politik rechnen Experten im Jahr 2023 aus China mit erheblichen positiven Wachstumsimpulsen für die Weltwirtschaft.

### Anlagepolitik und Ausblick

Das Anlageumfeld im Jahr 2022 war geprägt von einer stagnierenden wirtschaftlichen Entwicklung in den USA und Europa und einer sehr hohen Inflation. In einer Phase der Stagflation verlieren Anleihen ihre Schutzfunktion bei stark fallenden Aktienkursen, die sie aufgrund ihrer negativen Korrelation im Fall einer Rezession bei niedriger Inflation entfalten können. Im Jahr 2022 büssten alle Anlageklassen gleichzeitig an Wert ein. "There was no place to hide!" Lediglich die von uns in den Portfolios eingesetzten Stabilisatoren Gold, Schweizer Franken und US Dollar konnten in Euro an Wert zulegen. Der Weltaktienindex verzeichnete im Jahr 2022 einen Rückgang um -19.8%, während der globale Anleihenindex um -16.9% an Wert einbüsste. Bereits im Januar hatten wir im Rahmen unseres Risikomanagements die Position in einem Technologieaktienfonds zur Gänze verkauft und konnten damit mögliche Kursverluste in Höhe von -30% vermeiden. Negativ wirkten sich hingegen unsere Übergewichtung in asiatischen Aktien und die relative Underperformance einzelner aktiver Fondsmanager auf die Performance im Jahr 2022 aus. Eine kräftige Zwischenerholung an den Aktienmärkten nutzten wir im August für eine weitere Reduktion des Aktienexposures. Wir erhöhten bewusst den Liquiditätsanteil, um bei einer Verbesserung des Anlageumfelds Opportunitäten nutzen zu können.



Nachdem der US Dollar Index Ende September beinahe zeitgleich mit den langfristigen US-Zinsen ein Top ausgebildet hatte, reduzierten wir in den Portfolios das USD-Währungsexposure und realisierten den aufgelaufenen Währungsgewinn. Durch diese Anpassung im Rahmen des Overlay Managements konnten wir Kursverluste aufgrund der anschliessenden Dollarschwäche vermeiden. Im vierten Quartal kam es unserer Einschätzung nach durch die sich abschwächende US-Inflation, die wieder

sinkenden US-Kapitalmarktzinsen und den nachgebenden US Dollar zu einer Verbesserung des Anlageumfelds, sodass wir das Aktienexposure Anfang Dezember durch Anlagen in liquide und kostengünstige Aktien ETFs im Value-Bereich sowie im Technologie- und Energiesektor erhöhten. Nach dem Verkauf im Januar konnten wir durch den neuerlichen Kauf von Technologieaktien zu deutlich niedrigeren Kursen den Opportunitätsgewinn realisieren. Gleichzeitig wurde die taktische Aktien-Untergewichtung im Vergleich zur Strategischen Asset Allokation verringert. Durch den massiven Zinsanstieg der vergangenen Monate haben sich am kurzen Ende der USD- und Eurozinskurve attraktive Opportunitäten ergeben, die wir durch Anlagen in ETFs mit kurzer Duration genutzt haben.

Im Umfeld einer markanten Wirtschaftsabschwächung in den USA und Europa mit nachgebenden Inflationsraten vermeiden wir Kreditrisiken und erwarten im Jahresverlauf sinkende Kapitalmarktzinsen. Zudem gehen wir von einer Korrektur der Gewinnerwartungen der US-Unternehmen in der Grössenordnung von -10% bis -20% aus und rechnen an den Aktienmärkten mit zwischenzeitlich sehr hoher Volatilität. Eine Gewinnrezession wurde durch die Komprimierung der PE Bewertungen im S&P 500 von 23 auf 17 zumindest teilweise bereits eskomptiert.

Der US Dollar kann sich aufgrund des geringeren Zinsvorteils weiter abschwächen. Gold sollte dagegen von niedrigeren Zinsen und der Dollarschwäche profitieren. Durch Angebotsknappheit und zusätzliche Nachfrage aus China können Anlagen in Rohstoffe und Energie im Jahr 2023 zulegen. Bei Aktienanlagen halten wir an der Übergewichtung von Aktien aus den asiatischen Emerging Markets fest. Zudem richten wir den Fokus weiter auf die Anlage-themen Energie, Rohstoffe, Sicherheit und Technologie.

### Fazit

In diesem ausgesprochen anspruchsvollen Anlageumfeld halten wir vorerst an unserer defensiven Anlagestrategie fest und bleiben in Aktienanlagen untergewichtet.

Schaan, Januar 2023

Principal Vermögensverwaltung AG

### Gewährleistungsausschluss

Der Inhalt dieses Berichts ist ausschliesslich für allgemeine Informationszwecke vorgesehen; er hat weder den Anspruch, umfassend oder vollständig zu sein, noch stellt er eine finanzielle, rechtliche, steuerliche oder sonstige fachliche Beratung dar. Principal bietet keine Gewähr (weder ausdrücklich noch stillschweigend), dass die in diesem Bericht veröffentlichten Informationen richtig, korrekt, wahrheitsgemäss oder aktuell sind. Die Informationen stellen weder eine Werbung noch eine Empfehlung, ein Angebot oder eine Einladung dar, irgendwelche Anlageinstrumente zu kaufen oder zu verkaufen, anderweitige Geschäfte zu tätigen oder anderweitige rechtliche Geschäfte abzuschliessen.