

Crafter's Strategy Letter

Oktober 2023 – CIO Office

Volkswirtschaften humpeln noch auf den Krücken der restriktiven Geldpolitik

Unsere Grundannahme einer sanften Landung der US Wirtschaft, sowie Anzeichen für eine weiterhin abnehmende Inflation deuten auf ein absehbares Ende des aktuellen Zinserhöhungszyklus der US-Notenbank FED hin. Hochwertige Anleihen von gesunden Schuldern bieten in diesem Umfeld potenziell attraktive Renditen gepaart mit einer guten Risikodiversifikation im Portfolio.



Quelle: Canva

Seit Beginn des Jahres haben sich die Aktienmärkte von den ausgeprägten Kursrückschlägen im Krisenjahr 2022 erholt (Aktien Welt 10.1% YTD ¹). Dabei kehrte im 3. Quartal bei den bisherigen Überfliegern des Jahres im US Technologiesektor oder etwa bei Japanischen Dividendenpapieren etwas Vernunft ein. Während den letzten Handelstagen im September mussten allerdings Verluste hingenommen werden, sodass das abgelaufene Quartal negativ ausfiel (S&P500 -3.6%, SMI -2.8%, EuroStoxx50 -5.1% ²).

Die von uns als äusserst günstig eingestufteten Aktien im Energiesektor fielen positiv auf. Der dividendenstarke Sektor zählt zu den Gewinnern

im dritten Quartal. Daneben werden die Sektoren Gesundheit und Industrie, die nach wie vor attraktiv bewertet sind, von uns ebenfalls favorisiert.

Die US-Notenbank FED hat den Leitzins 2023 bisher viermal um insgesamt 100 Basispunkte erhöht, was grundsätzlich zu einer höheren Bewertung von Aktien führt. Insgesamt sind Dividendenpapiere heute allerdings nicht wie es auf den ersten Blick scheint überverteuert. Der S&P 500 handelt bei einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 19x auf Basis der Gewinnschätzungen für die nächsten zwölf Monate. Wenn man jedoch die 7 grössten Unternehmen aus dem Index herausnimmt (Facebook, Apple, Nvidia, Google, Microsoft, Amazon, Tesla), handeln die verbleibenden 493 Titel zu einem vernünftigeren KGV von 17x. Ein Median-Wert, den wir seit 1995 häufig gesehen haben.

Makro: Schlechte Nachrichten sind gute Nachrichten

In den USA gab es unter den Investoren trotz der sinkenden Inflation, die immer noch über dem Zielwert von 2% liegt, und trotz des anhaltenden robusten Arbeitsmarktes, eine gewisse

¹ YTD: Performance in USD 31.12.22 - 30.09.23

² Q3: Performance 30.06.23 - 30.09.23

Valère Consulting SA
Clausiusstrasse 50
CH-8006 Zürich

T +41 44 880 70 10
info@valereconsulting.ch
www.valereconsulting.ch

Unsicherheit darüber, wie weit die US-Notenbank FED mit ihren Zinserhöhungen gehen würde. Daher wurden schwächere Wirtschaftsdaten mit einer gewissen Erleichterung aufgenommen, da sie die Hoffnung auf eine mögliche Zinspause nährten.

Vorlaufende Wirtschaftsindikatoren wie die Einkaufsmanagerindizes (PMIs) zeichnen nach wie vor eine düstere Prognose. Ein Paradoxon, wie es an den Börsen oft vorkommt.

Aktien	YTD 2023	Q3 2023
MSCI World AC (USD)	10.1%	-3.4%
S&P 500 (USD)	11.7%	-3.6%
Eurostoxx 50 (EUR)	10.0%	-5.1%
SMI (CHF)	2.2%	-2.8%
FTSE 100 (GBP)	2.1%	1.0%
Nikkei (JPY)	22.1%	-4.0%
MSCI Emerging(USD)	-0.4%	-3.7%
Anleihen	YTD 2023	Q3 2023
Bloomberg Global Aggregate	-2.2%	-3.6%
US Treasury 10y	-3.8%	-3.7%
US Corporate	0.0%	-3.1%
Bund 10y	-3.2%	-3.8%
EU Corporate	2.5%	0.3%
Währungen	YTD 2023	Q3 2023
USD Index	2.6%	3.2%
EUR/USD	-1.2%	-3.1%
GBP/USD	1.0%	-4.0%
USD/CHF	-1.0%	2.2%
EUR/CHF	-2.2%	-1.0%
GBP/CHF	-0.2%	-1.8%
Anderes	YTD 2023	Q3 2023
Brent oil	10.9%	27.2%
WTI Crude	13.1%	28.5%
GOLD SPOT \$/OZ	1.3%	-3.7%
Silver Spot \$/Oz	-7.4%	-2.6%
BBG Commodities Index	-7.1%	3.3%
US REIT	-2.0%	-7.0%

Gebrochene Versprechen der kommunistischen Wirtschaftspolitik?

Die Parteiführung in China sieht sich einer komplexen Palette von Wachstumsproblemen gegenüber. Im Juli setzte sich der Rückgang der Industrieproduktion, der Investitionen und des

Einzelhandelsumsatzes fort. Die Verbraucherausgaben sind verhalten.

Seit der Entscheidung unseres Investmentkomitees im November 2022 hat sich einiges verändert. Damals entschieden wir uns aufgrund der konfrontativen geopolitischen Haltung zwischen China und den USA gegen direkte China-Anlagen im Portfolio. Nun zeichnen sich aus einer antizyklischen Verhaltensoptik mögliche Opportunitäten ab.

Das insgesamt gezeichnete Konjunkturbild zu China vieler westlicher Marktbeobachter berücksichtigt selten mögliche Aufhellungen und Verbesserungen der gegenwärtigen Entwicklung. Daher scheint das Potenzial für positive Überraschungen attraktiv zu sein. Dennoch investieren wir nicht direkt in chinesische Aktien. Vielmehr erwarten wir eine positive Dynamik für die globale Aktienmärkte und den erweiterten Asiatischen Raum, sollte der rote Drache in den kommenden Quartalen Anzeichen von wieder erstarktem Leben zeigen.

Neben dem schleppenden Wirtschaftswachstum gibt es zum Reich der Mitte Bedenken hinsichtlich einer Deflation, hoch verschuldeter Immobilienentwickler, den Schattenbanken und lokaler Regierungen, die Schwierigkeiten haben, ihre Schulden zu bedienen. Chinas wirtschaftliche Herausforderungen sind eine unvermeidliche Anpassung nach Jahren der Überinvestition und der Anhäufung von Schulden. Peking erkennt die Problematik dieses Wachstumsmodells und bemüht sich, nicht produktive Investitionen zu reduzieren.

Die Vorsicht hinsichtlich Risikominderung und der Vorbereitung auf mögliche Konflikte mit dem Westen führt dazu, dass die politischen Entscheidungsträger dazu neigen, die Wirtschaft eher zu dämpfen. Die Zentralregierung zögert,

verschuldeten Entwicklern und lokalen Regierungen zu helfen, da sie den damit verbundenen «moralischen Hazard» fürchtet.

Ohne entschlossene politische Unterstützung ist ein weiterer Rückgang des Wachstums in den kommenden Quartalen wahrscheinlich. Angesichts der umfassenden Kontrolle der chinesischen Regierung über das Finanzsystem ist eine wirtschaftliche Krise in China möglicherweise nicht auf die herkömmliche, im westlichen Lehrbuch beschriebene Weise, zu erfahren.

Da sich die Kommunistische Partei enormen Prosperitäts- und globalen Führungsversprechen gegenüber seinen Mitgliedern verpflichtet hat und nun behutsame Schritte zur Unterstützung des Wachstums unternimmt, könnte sich der Yuan weiter abwerten und so die chinesischen Exporte stärken. Eine schnelle Abwertung des Yuan und anderer Währungen der Schwellenländer könnte auch Zentralbanken zu Interventionen veranlassen.

Obligationen mit kurzer bis mittlerer Laufzeit, insbesondere in US-Dollar und Pfund Sterling denominated, sind nun attraktiv geworden, nachdem im vergangenen Jahr eine dramatische Neubewertung von Anleihen stattgefunden hat, welche die Renditen von u.a. US-Anleihen auf den höchsten Stand seit einem Jahrzehnt getrieben hat.

Im Aktienbereich erachten wir den Zins-Modus «höher für längere Zeit» und die Konjunkturlage zum grossen Teil eingepreist: Wir sehen demzufolge nach den Rückschlägen im 3. Quartal Aufholpotential und sind dementsprechend positioniert.