

Crafter's Strategy Letter

Juli 2023 – Valère Consulting SA

Das eine tun und das andere nicht lassen

Die dunklen Wolken am Horizont haben sich noch nicht verzogen und der erwartete konjunkturelle Abschwung ist nun erkennbar. Sollen Anleger die Sicherheitsgurte nun noch enger schnallen? Wir glauben nicht, da wir trotz Unwägbarkeiten zuversichtlicher in die Zukunft blicken.



Quelle: Canva

Starke Divergenzen in der Sektor Performance

Nach der Bankenkrise im März kehrte im zweiten Quartal das Vertrauen der Investoren in die Märkte langsam wieder zurück. Die Credit Suisse ist zwischenzeitlich Geschichte: Sie wurde im Juni von der Börse genommen und vollständig in die UBS integriert. Dieses Ereignis ist kein Ruhmesblatt für den Schweizer Finanzplatz. Es bleibt zu hoffen, dass die Schweizer Tugenden aus der Asservatenkammer hervorgeholt werden und wieder Einzug in das Geschäftsgebaren der Banken finden.

Die potenziellen Leitzinssenkungen im Juni waren nur kurzzeitig während der Bankenkrise im März ein Thema für Investoren. Nun prognostizieren die Märkte weitere Zinserhöhungen im Sommer und Zinssenkungen erst im vierten Quartal. Im Laufe des vergangenen Quartals spitzten sich die Diskussionen um die

US-Schuldenobergrenze (debt ceiling) bis zum letzten Augenblick zu. Ein Kompromiss wurde erst in letzter Minute mit Staatsausgabenbeschränkungen erreicht. Des Weiteren war die Inflationsrate in zahlreichen Regionen rückläufig, aber meist gemächlicher als erwartet. Dadurch blieb der Markt in Bezug auf den weiteren Zinsausblick etwas verunsichert. Im Allgemeinen deuten die Konjunkturdaten weiterhin auf eine Abschwächung der Wirtschaft hin. Die Investitionstätigkeit war bereits schwächer, während der Konsum überraschend robust blieb.

Die Aktienmärkte entwickelten sich im zweiten Quartal positiv. Der S&P500 erreichte offiziell den Status eines Bullenmarktes, d.h. er stieg seit seinem Tiefpunkt im Oktober 2022 um mehr als 20%. Innerhalb der Aktienmärkte zeigte sich der Technologiesektor besonders stark. Die plötzliche überdurchschnittliche Performance wurde durch das Interesse der Investoren an künstlicher Intelligenz ausgelöst. So erzielte der S&P500 15.9% YTD¹, jedoch belief sich die Performance ohne die sieben grossen Technologietitel auf 'lediglich' 5%. Im Gegensatz dazu entwickelten sich die Energie- und Rohstoffaktien eher schwach. China blieb deutlich hinter den Erwartungen vieler Prognostiker mit einer Performance von -9.7% (MSCI China in USD).

¹ YTD: Performance 31.12.22 - 30.06.23

Valère Consulting SA
Clausiusstrasse 50
CH-8006 Zürich

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

Aktien	YTD 2023	Q2 2023
MSCI World AC (USD)	13.9%	6.2%
S&P 500 (USD)	15.9%	8.3%
Eurostoxx 50 (EUR)	16.0%	1.9%
SMI (CHF)	5.1%	1.6%
FTSE 100 (GBP)	1.1%	-1.3%
Nikkei (JPY)	27.2%	18.4%
Nasdaq Composite	31.7%	12.8%
MSCI Emerging(USD)	3.5%	-0.1%
MSCI China (USD)	-5.5%	-9.7%
Anleihen	YTD 2023	Q2 2023
Bloomberg Global Aggregate	1.4%	-1.5%
US Treasury 10y	0.0%	-2.3%
US Corporate	3.2%	-0.3%
Bund 10y	0.6%	-1.5%
EU Corporate	2.2%	0.4%
Währungen	YTD 2023	Q2 2023
USD Index	-0.6%	0.4%
EUR/USD	1.9%	0.6%
GBP/USD	5.1%	3.0%
USD/CHF	-3.1%	-2.2%
EUR/CHF	-1.3%	-1.5%
JPY/USD	-9.1%	-7.9%
GBP/CHF	1.6%	0.7%
Anderes	YTD 2023	Q2 2023
Brent oil	-12.8%	-6.1%
WTI Crude	-12.0%	-6.6%
GOLD SPOT \$/OZ	5.2%	-2.5%
Silver Spot \$/Oz	-4.9%	-5.5%
Iron ore	3.3%	-7.6%
BBG Commodities Index	-10.0%	-3.8%

Inflation auf dem Rückzug, aber ...

Die generell sinkende Inflation wird derzeit vor allem durch die hohen Wohnkosten getrieben. Wir erwarten eine kontinuierliche Rückbildung der Inflation, sind jedoch der Ansicht, dass sich die Investoren auf eine höhere Sockelinflation einstellen müssen. Der Grund dafür sind anhaltende, preistreibende Faktoren wie Near-shoring² und Arbeitskräftemangel. Die Zentralbanken dürften daher eine Pause bei den Zinsschritten einlegen und die wirtschaftliche Entwicklung eng beobachten. Im Moment sehen wir das Risiko für weitere Zinserhöhungen als grösser an als das Risiko von Zinssenkungen im Jahr 2023. Es ist ein Balanceakt: Im Extremfall würden die Notenbanken auf der einen Seite mit einer übermässigen Zinsstraffung die Wirtschaft

² Auslagerung von Dienstleistungen in nahegelegene Gebiete

abwürgen und auf der anderen Seite die Inflation ausser Kontrolle geraten lassen. Grundsätzlich erwarten wir wegen des verzögerten Effekts der Leitzinserhöhungen und der Verschärfung der Kreditkonditionen eine konjunkturelle Abkühlung. Infolgedessen nehmen die Rezessionsrisiken in den grossen Volkswirtschaften zu, da die Notenbanken ihre restriktive Geldpolitik überstrapazieren könnten.

Zusätzlich wird dem Finanzsystem aufgrund schrumpfender Notenbankbilanzen Liquidität entzogen. Die Wirtschaftsabschwächung wird sich voraussichtlich bis ins Jahr 2024 weiter ausdehnen. Dies zeigt sich bereits in einer abnehmenden Investitionstätigkeit sowie Industrieaktivität. Das Verbrauchervertrauen, der Konsum und der Arbeitsmarkt werden ebenfalls negativ beeinflusst. Der Dienstleistungssektor und der Arbeitsmarkt zeigen sich allerdings äusserst robust, was positiv zu werten ist.

Das Umfeld für Unternehmensgewinne und Margen, je nach Stärke der Abkühlung, wird rauer. Aufgrund der Wiederöffnung Chinas nach dem Lockdown dürften sich jedoch auch vermehrt positive Impulse zeigen: Diese sind jedoch bisher nur zögerlich zu beobachten.

Das Damoklesschwert der höheren Zinsen: Nicht für alle gleich

Die abnehmende, aber immer noch zähe Inflation spricht für stabil bleibende Zinsen. Wir glauben, dass sich die Zinsen auf dem derzeitigen Niveau halten werden und sehen das Umfeld für hochwertige Anleihen zunehmend positiv.

Der direkte Druck auf die Aktienmärkte durch die gestiegenen Zinsen hat bereits nachgelassen.

Die Effekte des sinkenden Liquiditätsniveaus (u.a. Kreditstandards, Notenbankbilanzen) dürfte aber noch zunehmen. Obwohl sich die Wirtschaft abkühlt, glauben wir, dass bestimmte Bereiche eine höhere Immunität gegen den Abschwung haben. Neben defensiven Werten im Gesundheitssektor zählen dazu auch Aktien, die von positiven Trends im Technologiebereich (u.a. künstliche Intelligenz) und der aufgestauten Nachfrage nach Dienstleistungen profitieren können. Resilient sind ebenfalls Unternehmen, die noch von den verzögerten Effekten der Wiederöffnung Chinas Nutzen ziehen können.

Für die Unternehmensgewinne wird es herausfordernd, da die Margen tendenziell sinken werden. Gleichzeitig gehen wir jedoch davon aus, dass bestimmte Unternehmen wieder eine grössere Nachfrage verzeichnen können, da ihre Kunden in den vorangegangenen Quartalen

ihre Lagerbestände abgebaut haben und sich der Kaufzyklus nun wieder normalisiert.

Die Aktien-Performance war in diesem Jahr einseitig und konzentrierte sich auf das Thema künstliche Intelligenz sowie bestimmte Small- und Mid-Caps. Dennoch gibt es am Markt noch viele Nachzügler (=«Laggards») von hoher Qualität, die wir nach wie vor als interessant erachten. Dies sind unter anderem Aktien aus den Sektoren Konsum, Gesundheit und Energie. Zudem ist seit anfangs Juni zu beobachten, wie einige dieser zurückgebliebenen Aktien zum Gesamtmarkt aufholen. Wir sind zuversichtlich, dass unsere Barbell-Aktienpositionierung (= Mix aus Value- und Wachstumsaktien) ihre Früchte trägt. Nicht nur besteht sie aus äusserst fair bewerteten, defensiven Qualitätstiteln, sondern auch aus bis anhin gut performenden Technologie- und Wachstumstiteln.

Es gilt im laufenden Quartal das Momentum zu nutzen, ohne die dunklen Wolken aus den Augen zu verlieren.