



Marktkommentar

2. Quartal 2023

Positive Aktienmärkte

Konjunktur und Weltwirtschaft

Die Aktienmärkte haben ein sehr erfolgreiches erstes Halbjahr hinter sich. Dies ist umso erstaunlicher angesichts einiger trüben Wolken, die schon länger den Investorenhimmel verdunkeln. Der Nasdaq 100, der amerikanische Tech-Index, konnte sogar das beste erste Halbjahr seit seiner Einführung verzeichnen. Spitzenreiter waren besonders Unternehmen, die vom Hype um Künstliche Intelligenz (KI) profitieren konnten. Auch diesseits des Atlantiks erreichten die europäischen Aktienmärkte gute Halbjahresergebnisse.

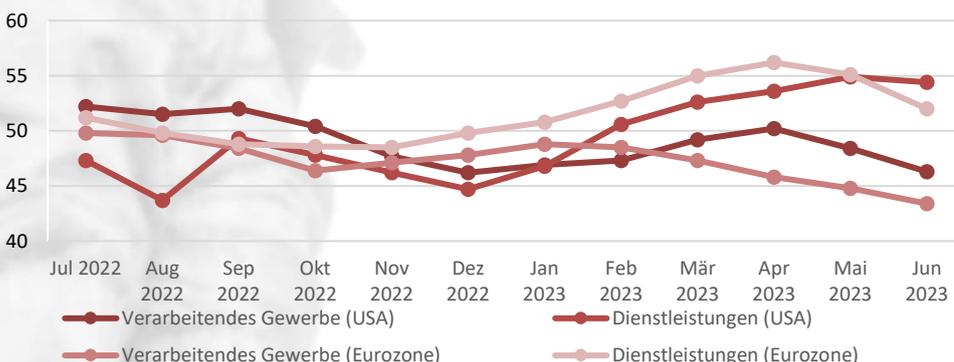
Neben der Rallye der Tech-Titel hat auch die Inflation die Schlagzeilen dominiert. Gegenüber dem letzten Quartal ist sie zwar in den meisten westlichen Industrienationen zurückgekommen, verharrt aber dennoch klar über dem 2-Prozent-Ziel. Infolgedessen erhöhen die Zentralbanken die Leitzinsen. Auch im zweiten Quartal haben die EZB und die Fed die Zinsen nochmals kräftig erhöht. Weiter kann festgehalten werden, dass ein wesentlicher Bestandteil des Teuerungsrückgangs auf die fallenden Energiepreise zurückzuführen ist. Die spannende Frage wird sein, wie sich diese im kommenden Winter entwickeln. Auch die neuen Arbeitsmarktzahlen aus den USA zeigen ein gemischtes Bild. So sind weniger neue Jobs geschaffen worden als antizipiert, dennoch konnten die Arbeitnehmer Lohnerhöhungen durchbringen, was der Inflation weiteren Schub verleihen könnte.

Betrachtet man den chinesischen Markt, so zeigt sich ein zu Europa konträres Bild. Chinas Wirtschaftsmotor stottert, was sich auch in den äusserst tiefen Inflationszahlen widerspiegelt. Dementsprechend sind Zinssenkungen im Bereich des Möglichen. Eine wirtschaftliche Rezession im Reich der Mitte hätte weitreichende Folgen für Asien und die Weltwirtschaft. China ist nicht nur eine wichtige Exportnation, sondern weltweit auch der zweitgrösste Warenimporteure. Ein Blick auf die globalen Einkaufsmanagerindizes offenbart, dass im Dienstleistungsbereich weiterhin eine positive Stimmung vorherrscht. Dies überrascht nicht, da Preissteigerungen bisher zum Grossteil an die konsumfreudige Kundenschaft weitergereicht werden konnten. Beim verarbeitenden Gewerbe hingegen ist die Stimmung gedrückter und liegt unter der 50er Marke.

i Wichtigste Punkte

- Tech-Titel hatten ein äußerst erfolgreiches erstes Halbjahr.
- Die Inflation ist rückläufig, auch wenn sie weiterhin über dem Zielband liegt.
- Die Nationalbanken haben weitere Zinsschritte angekündigt um die Inflation unter Kontrolle zu bringen.
- In unserem Basisszenario gehen wir davon aus, dass die Inflation nur langsam zurückkommen wird. Zudem gehen wir von einer technischen Rezession von 1-2 Quartalen aus.
- Die wirtschaftlichen Probleme Chinas könnten über die Landesgrenzen hinaus zu Verwerfungen führen.

Abbildung 1: Purchasing Managers Indizes (PMI)



Quelle: Refinitiv, Datastream per 30.06.2023

Geldpolitik

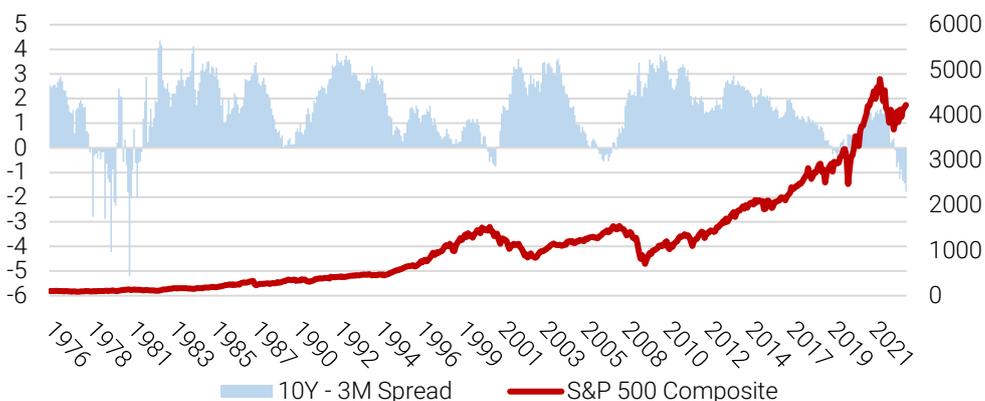
Wie bereits im letzten Quartalsbericht thematisiert, ist der Kampf gegen die Inflation noch nicht vorüber und wird uns auch in den kommenden Quartalen beschäftigen. Durch das Erhöhen der Leitzinsen versuchen die Nationalbanken die Wirtschaft zu bremsen, um dem Preisanstieg Einhalt zu gebieten. Die bisher beobachteten Zinssteigerungen haben bereits eine gewisse Wirkung auf die Inflation entfaltet und diese in den meisten Ländern bereits reduziert. Jedoch liegen die Zahlen im europäischen wie amerikanischen Raum noch klar über dem Zielband.

Der Markt hat weitere Zinssteigerungen bis Ende Jahr eingepreist. Jedoch können neue Informationen diesen Konsens schnell ins Wanken bringen. Beispielsweise deuten die Arbeitsmarktzahlen aus den USA weiterhin auf eine expandierende Wirtschaft mit steigenden Löhnen hin. Solche Entwicklungen können gefährlich werden für die Nationalbanken, da Firmen die Lohnkosten oft in Form von Preissteigerungen an den Konsumenten weitergeben, was die Inflation weiter anfach und dementsprechend Zinssteigerungen zur Folge hätte. Auch Schulden werden wieder teurer. Konnten sich vor wenigen Jahren noch Länder mit einem soliden Finanzhaushalt günstig refinanzieren, so müssen im momentanen Umfeld grössere Summen für Zinszahlungen bereitgestellt werden. Dies betrifft nicht nur Länder, sondern auch Unternehmen. Diese haben nun weniger Kapital für neue Investitionen zur Verfügung. Ohne diese Investitionen beginnt der Wirtschaftsmotor irgendwann zu stottern. Die Kunst besteht darin, ihn nicht ganz zum Erliegen zu bringen, denn der hohe Zins kann auch Firmen zum Verhängnis werden, deren Wachstumsambitionen zu hoch waren und die sich zu stark im Niedrigzinsumfeld verschuldeten. Solche Firmen laufen nun Gefahr Konkurs zu gehen. Dementsprechend ist ein präziser Auswahlprozess bei der Titelselektion wichtiger denn je.

Ein weiterer Markt, der besonders betroffen ist von den Zinserhöhungen, ist der Bau- und Wohnungsmarkt. Besonders die Regionen, in denen die Eigentümer sich mit tiefen Zinsen finanziert haben, könnten in Bedrängnis kommen. Ein Beispiel hierfür ist der britische Wohnungsmarkt, in welchem der Grossteil der Bevölkerung ein Eigenheim besitzt. Dies kann zu einer gefährlichen Konstellation führen, in welcher die Nationalbank die Zinsen erhöhen muss, um die Inflation zu bändigen, aber gleichzeitig die Bevölkerung gegen solche aufbegehrt aus Furcht vor dem Eigenheimverlust als Folge der zu hohen Zinslast der Hypotheken.

Betrachtet man die Zinskurve verschiedener westlicher Industrienationen, so erkennt man, dass man für langfristige Obligationen (10 Jahre) einen tieferen Zins erhält als für kurzfristige (3 Monate). Dementsprechend ist die Zinskurve invertiert. Dies gilt historisch betrachtet als verlässlicher Indikator für eine Rezession. Vergleicht man die Performance des S&P 500 mit dem US Treasury Spread, so wird ersichtlich, dass auf einen negativen Spread meist eine negative Performance des S&P 500 folgte.

Abbildung 2: US Treasury Spread und S&P 500 Performance



Marktdaten

Aktienmärkte Perf.	2023
SPI	8.19%
DAX	15.97%
Euro Stoxx 50	12.53%
S&P 500	15.91%
Nasdaq 100	38.75%

Verfallrendite Staatsanleihen	in %
10Y Eidgenosse	0.93%
10Y Bundesanleihe DE	2.39%
10Y US Treasury	3.81%

Goldpreis oz. Perf.	2023
in CHF	1.90%
in EUR	3.21%
in USD	5.21%

Rohstoffe Perf.	2023
Öl Brent	-10.71%

Year-to-Date (YTD) Performance in Lokalwährung, per 30.06.2023

Quelle: Refinitiv, Datastream

Quelle: Refinitiv, Datastream per 30.06.2023

Finanz- und Kapitalmärkte

Wie bereits eingangs erwähnt, konnten sich dieses Jahr vor allem Tech-Titel profilieren. Besonders die grossen Firmen im Nasdaq haben die Rallye, die das gesamte erste Halbjahr anhielt, angeführt. Besonders hervorzuheben ist beispielsweise Nvidia, welche eine Marktkapitalisierung von über einer Billion US Dollar erreichte. Auch die europäischen Technologieaktien wie SAP konnten profitieren. Diese Entwicklung ist doch eher kontraintuitiv, da es sich bei Technologieaktien um Wachstumstitel handelt. In einem steigenden Zinsumfeld werden die zukünftig erwarteten Gewinne dieser Firmen stärker diskontiert, was nach fundamentaler Leseart eine tiefere Bewertung mit sich führt. Eine solche Korrektur konnte bisher nicht beobachtet werden. Vielmehr scheint es, dass etablierte Technologieunternehmen im Vergleich zu herkömmlichen Industrien auch in unsicheren Zeiten als sicherer gelten. Zudem spielten sicherlich auch die Entwicklungen im Bereich Künstlicher Intelligenz der Tech-Industrie in die Karten. Bis Mitte des zweiten Quartals wurde die positive Performance des S&P denn auch von wenigen grossen Titeln getrieben. Dieser Trend hat sich leicht im Juni gedreht, da alle Sektoren des S&P 500 eine positive Performance erzielen konnten. Es bleibt abzuwarten wie nachhaltig diese Entwicklung ist.

Ein Blick auf die momentan hohen Zinsen beschert Investoren in kurzfristigen Obligationen wieder grosszügigere Renditen für ihr eingegangenes Risiko. Will man sein Geld jedoch langfristig in Einzelobligationen anlegen, so sind die Renditen vergleichsweise mager. Dies ist darauf zurückzuführen, dass der Markt mit sinkenden Zinsen in Folge sinkender Inflationsszahlen rechnet. Kommen die Zinsen jedoch stärker zurück als erwartet, beispielsweise aufgrund wirtschaftlicher Turbulenzen, welche Massnahmen der Zentralbanken nach sich ziehen, können auch auf langfristigen Bonds Kapitalgewinne locken.

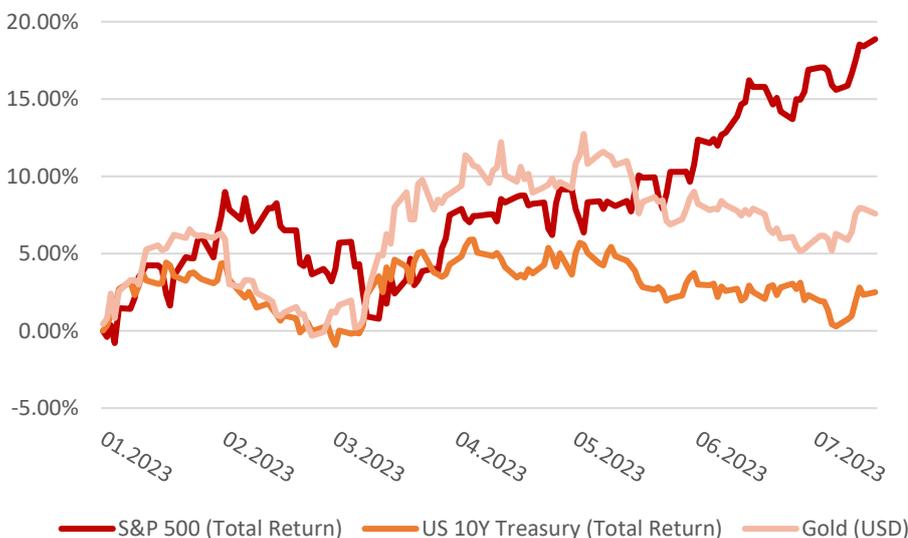
Im Goldbereich hat das Jahr äusserst gut angefangen mit dem vorübergehenden Höchststand mit über 2050 USD pro Unze. Seither war die Gold-Performance eher enttäuschend. Das liegt daran, dass das Gold per se keine Rendite abwirft. Steigen die Zinsen auf den Obligationen, so wird Gold unattraktiver. Kommen die Zinsen jedoch zurück und steigt die Volatilität am Markt, so könnte das Jahresende für das gelbe Edelmetall doch äusserst positiv ausfallen. Auch andere Rohstoffe haben im zweiten Quartal merklich verloren. Insbesondere Rohöl kam zurück. Wie sich der Ölpreis in Zukunft entwickeln wird hängt massgeblich von der wirtschaftlichen Entwicklung ab. Auch die Frage, wie stark die Produktionsdrosselung einzelner Ölförderer sich auf den Preis auswirkt, kann gegenwärtig nur schwer abgeschätzt werden.

Vermögensallokation

Anlageklasse	Gewichtung
Liquidität	Übergewicht
Obligationen	Untergewicht
Aktien	Leichtes Untergewicht
Gold	Starkes Übergewicht

- Bei Obligationen kaufen wir nach wie vor selektiv zu, halten aber an einem Untergewicht fest.
- Die Aktienselektion bleibt konstant. Die bisherigen Titel haben massgeblich zur Performance beigetragen. Ein „Nachrennen“ in die performancestärksten Titel ist nicht zielführend.
- Nach der bisherigen starken Aktienrally werden Bewertungskorrekturen wahrscheinlicher.

Abbildung 3: YTD Performance des S&P 500, 10Y Treasury und Gold



Quelle: Refinitiv, Datastream per 11.07.2023

Aktuelle Vermögensallokation

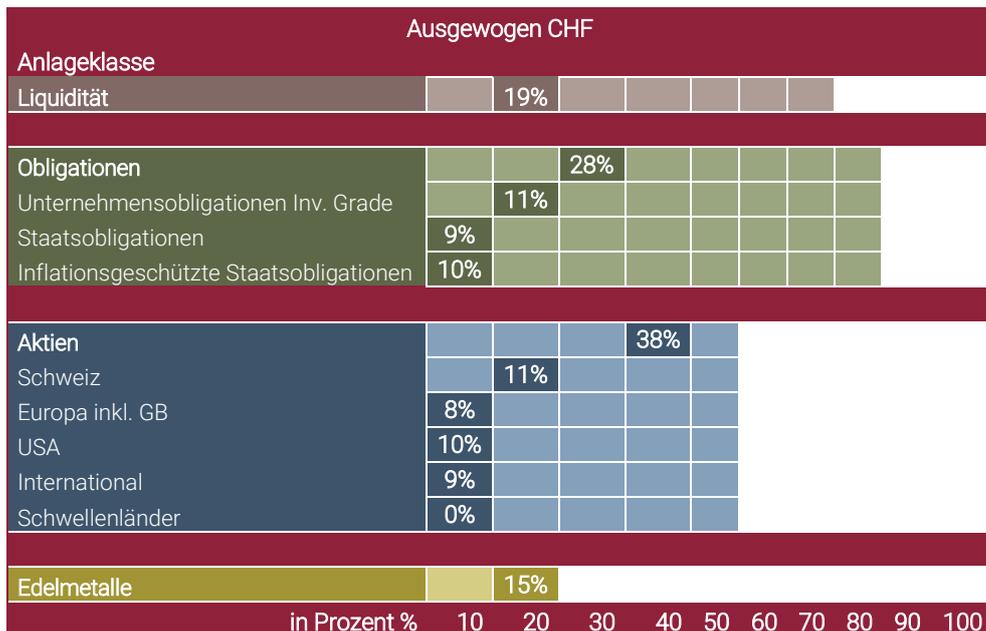
Aufgrund der aktuellen Marktsituation positionieren wir uns eher defensiv. Im Zuge dessen haben wir im letzten Quartal nochmals Obligationen in verschiedenen Währungen nachgekauft. Dennoch besteht weiterhin ein leichtes Obligationenuntergewicht in allen Mandatswährungen. Besonders markant ist dieses Untergewicht bei CHF-Mandaten, da hier die Zinsen noch nicht überall hoch genug sind, um nach Transaktionskosten eine adäquate Rendite zu erzielen.

Bei den Aktien besteht ebenfalls ein leichtes Untergewicht gegenüber der neutralen Allokation. Innerhalb der Anlageklasse haben die US-Aktien die Performance gegen Ende des 2. Quartals besonders gestützt.

Auf unseren Goldpositionen mussten wir leichte Verluste im Monat Juni hinnehmen. Dennoch liegen wir in dieser Anlageklasse seit Jahresbeginn noch im Plus. Ebenfalls ins Gewicht fielen die Obligationen: Da die Zinsen sowie die Zinsprognosen gestiegen sind, werden die gehaltenen Obligationen nun zu einem tieferen Marktpreis bewertet. Somit hatte diese Anlageklasse ebenfalls einen leicht negativen Einfluss auf die Performance im Monat Juni.

Dennoch liegen wir bei allen Mandaten seit Jahresbeginn nach wie vor klar im Plus. Besonders die USD-Mandate können eine erfreuliche Performance vorweisen, sodass wir insgesamt mit unserer Konkurrenz, die strategisch mehr Aktien hält, mithalten konnten. Nach einem guten ersten Halbjahr blicken wir nun auf die zweite Hälfte. Wir sind zuversichtlich, uns mit unserer derzeitigen Positionierung in einem unsicheren Marktumfeld behaupten zu können.

Abbildung 4: Momentane Allokation



Kontakt

Bank von Roll AG
Bleicherweg 37
CH-8027 Zürich

Tel. +41 44 233 32 00

Fax +41 44 233 32 90

Disclaimer

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen dienen lediglich der allgemeinen Information und sollten nicht als Grundlage für wesentliche Geschäftsentscheidungen verwendet werden, ohne dass zuvor mit der Bank von Roll AG Kontakt aufgenommen wurde, um genauere und aktuellere Informationen zu erhalten. Insbesondere werden sämtliche Marktdaten, einschliesslich der Preise von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten, in annähernder und/oder vereinfachter Form dargestellt und können sich im Laufe der Zeit ändern. Die Preise und Werte der beschriebenen Anlagen können schwanken. Dies ist weder ein Angebot noch eine Aufforderung durch oder im Auftrag der Bank von Roll AG zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten. Die verwendeten Informationen stammen aus oder basieren auf Quellen, welche die Bank von Roll AG als zuverlässig erachtet. Die Bank von Roll AG übernimmt keine rechtliche Verantwortung oder Haftung für die Genauigkeit, Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen, die über dieses Dokument zugänglich sind. Jegliche Schlussfolgerungen, die der Benutzer aus den hier dargestellten Informationen zieht, sind seine eigenen und können nicht der Bank von Roll AG zugeschrieben werden. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für die zukünftige Entwicklung einer Anlage. Die Kommerzialisierung oder Verteilung dieses Dokuments ist nicht erlaubt.

Der Bericht entstand am 17.07.2023.