

MONITOR

4. Quartal 2023



Marktkommentar

War es das? Sind wir endlich am Ende des langersehnten Zinsanhebungszyklus angekommen? Der Markt rechnet derzeit mit keinen weiteren Zinserhöhungen, weder in den USA, in Europa noch in der Schweiz. Wenn man sich die Schlussphasen von Geldstraffungszyklen in der Vergangenheit auf dem US-Markt anschaut, kann festgestellt werden, dass die Aktienrenditen zwölf Monate nach der letzten Zinserhöhung mehrheitlich positiv ausgefallen sind. In jenen Phasen, in denen dies nicht der Fall war, lag der Grund darin, dass die USA in eine Rezession rutschten. Da ein «hard landing» derzeit eher unwahrscheinlich ist, stehen die Chancen für höhere Aktienbewertungen in den nächsten Monaten gut. Bedingung dafür ist allerdings, dass die Unternehmen mit ihren Ausblicken für die kommenden Monate die hohen Gewinnschätzungen von über +9% für das Jahr 2024 bestätigen können.

Ein weiteres Indiz für ein sich verbesserndes Umfeld für risikobehaftete Anlagen ist das im September wiedergeöffnete Fenster für Börsengänge wie Initial Public Offerings (IPOs) und Firmenabspaltungen

(Spin-offs). Es zeigt sich, dass Investoren für ertragsreiche Wachstumsfirmen empfänglich sind, auch wenn astronomische Bewertungen wie beim US-IPO Klaviyo (14x Preis-Umsatz-Verhältnis) eher die Ausnahme sind.

Trotz höheren Zinsen ist unseres Erachtens das Stresslevel im Kreditmarkt noch nicht beunruhigend, auch wenn die Anzahl Insolvenzen langsam ansteigt. Die Firmen sind im historischen Kontext gut kapitalisiert und haben wenig unmittelbaren Refinanzierungsbedarf. Nichtsdestotrotz sollten die zahlreichen Risiken nicht ausser Acht gelassen werden, denn Rückschläge könnten jederzeit eintreten. Ein breit aufgestelltes Portfolio mit taktischen Geldbeständen ist im aktuellen Umfeld sicher nicht verkehrt.



Autorin
Jana Schenker

Makroökonomisches Umfeld

Das globale Wirtschaftswachstum wird dieses Jahr auf +2.7% geschätzt. Während Europa und China zuletzt leichte BIP-Revisionen nach unten gesehen haben, erweist sich die US-Konjunktur als vergleichsweise robust: Der angespannte Arbeitsmarkt verliert leicht an Schwung (Arbeitslosenquote bei +3.8%) und die Lohnzuwächse der Arbeitnehmer nehmen ab. Durch den Rückgang der Inflation steigt das verfügbare Einkommen der Haushalte. So haben zuletzt die privaten Ausgaben der Konsumenten leicht zugenommen. Ausserdem sind Ersparnisse aus der Pandemie-Zeit aggregiert immer noch vorhanden, welche den wichtigen Konsum stützen. Ein schwaches Wachstum

weit unterhalb der Trendrate von knapp 2% («soft landing») scheint realistisch, was sich auch in der US-Geldpolitik widerspiegelt. Die US-Fed schiebt erste Zinssenkungen weiter in die Ferne. Dies könnte ab Mitte 2024 den konjunkturellen Aufschwung stärken, da das verarbeitende Gewerbe gegen Ende 2023 den Tiefpunkt erreichen sollte.

In Europa halten sich viele Unternehmen mit Investitionen zurück. Die Produktionsbetriebe leiden weiter unter hohem Kostendruck, Arbeitskräftemangel und Lagerabbau. Die Stimmung ist eingetrübt und im vierten Quartal könnte die Wirtschaftsleistung in der Eurozone gemäss Leitindikatoren zurückgehen. Der Tief-

Marktdaten

per 30.09.2023

Aktienmärkte	seit 31.12.2022	
SMI CHF	10'963.50	2.18 %
S&P 500 USD	4'288.05	11.68 %
EURO STOXX 50 EUR	4'174.66	10.04 %
FTSE 100 GBP	7'608.08	2.10 %
MSCI Emerging Markets USD	494.90	1.82 %
NIKKEI 225 JPY	31'857.62	22.09 %
MSCI All Country World Local	347.16	11.18 %

Obligationenmärkte	seit 31.12.2022	
Eidgenossen (10y)	1.06 %	-51.3 Bps
US-Treasury (10y)	4.57 %	69.6 Bps
Bund (10y)	2.84 %	26.7 Bps
SBI AAA-BBB 3-5 TR	122.66	2.13 %

Zinsen (3 Monats Leitzins)	seit 31.12.2022	
CHF (SARON)	1.71 %	77.3 Bps
USD (SOFR)	5.31 %	101.0 Bps
EUR (ESTR)	3.88 %	199.0 Bps

Wechselkurse	seit 31.12.2022	
EUR/CHF	0.968	-2.22 %
USD/CHF	0.915	-1.00 %
EUR/USD	1.057	-1.23 %

Alternative Anlagen	seit 31.12.2022	
Immobilien (UNGL)	1'888.74	-7.23 %
Gold (USD/Unze)	1'848.63	1.35 %
US-Rohöl (USD/Barrel)	90.79	13.12 %
Hedge Funds (HFRXGL)	1'387.68	1.45 %
Bitcoin (XBT)	27'072.54	63.68 %

punkt für die Wachstumsdelle scheint jedoch ebenfalls erreicht. Die strukturellen Probleme Chinas werden durch Stimulierungsmassnahmen abzumildern versucht. Selbst wenn Chinas Wirtschaftswachstum nächstes Jahr noch schwach bleiben dürfte, könnte die chinesische Nachfrage nebst den steigenden US-Aufträgen die Exporte von Europa ab Frühling 2024 wieder anziehen lassen.

An der Inflationsfront geht der Druck langsam zurück, was erfreulich ist. Die Kerninflationsszahlen dürften aber weiterhin auf hohen Niveaus bleiben und die Notenbanken an ihren nächsten Sitzungen herausfordern.

Traditionelle Anlagen

Währungen

Der Franken konnte im dritten Quartal gegenüber dem EUR um weitere 1.0% aufwerten. Auch wenn die EZB seit Ende Juni einen Zinsschritt mehr als die SNB machte, ist die Wirtschaftslage in der Schweiz eindeutig solider. Wir erwarten bis Ende Jahr keine starke Erholung des EUR/CHF-Wechselkurses. Im Gegenzug hat der USD allgemein an Stärke gewonnen, weil die Erwartungen für US-Zinssenkungen weiter in die Zukunft verschoben wurden. Wir halten an unserem Szenario von einem schwächeren USD auf 1-Jahres-Sicht fest. Währungsabsicherungen für CHF-Investoren bleiben aufgrund der Zinsdifferenzen teuer, ca. 3.6% p.a. für USD- und 2% p.a. für EUR-Absicherungen.

Obligationen

Die Gesamtinflation in den entwickelten Märkten ist im Jahresvergleich am Fallen. Trotzdem reagiert der Obligationenmarkt auf die Unsicherheiten über den weiteren Verlauf der Inflation. So sind die Renditen für 10-jährige Staatsanleihen in den meisten Ländern in den letzten drei Monaten gestiegen. Die inverse Zinskurve in USD und EUR bleibt weiterhin bestehen, selbst im CHF rentieren die kurzfristigen Anleihen wieder mehr als Zinspapiere am langen Ende. Die Kreditrisikoprämien für Unternehmen zeigen sich gegenüber dem zweiten Quartal stabil, sogar leicht tiefer. Es ist davon auszugehen, dass im Markt viel Zuversicht eingepreist scheint. Es fällt auf, dass der Zinsunterschied (Spread) zwischen US- und Bundesanleihen weiter angewachsen ist, welches im US-Downgrading der Ratingagentur Fitch begründet liegt und vom Markt als Misstrauensvotum interpretiert werden kann.

Erste Zinssenkungen werden nicht vor dem Sommer 2024 erwartet. Auch wenn vorerst vom Ende des Zinserhöhungszyklus die Rede ist, lassen sich die obersten Notenbanker alle Optionen offen. So lange das der Fall ist, bleiben wir in dieser Anleiheklasse untergewichtet.

Aktien

Die globalen Aktienmärkte haben nach dem starken ersten Halbjahr einen Rücksetzer gehabt und 2.5% im dritten Quartal verloren. Nachdem im Juli die Anleger die gute Berichtssaison der Unternehmen, die konjunkturelle Entwicklung sowie eine Stabilisierung der geopolitischen Lage positiv aufgenommen haben, wurden ab August Gewinne realisiert. Getrieben wurden diese Kursrückschläge an den Aktienmärkten vorwiegend durch Leitzinserhöhungen der Fed und EZB Ende Juli, welche die Renditen von Staatsanleihen innerhalb Europas und den USA in den Folgewochen in die Höhe schnellen liessen. Dementsprechend fielen die Bewertungen von Aktien. Allen voran büssten Wachstumswerte im dritten Quartal mehr ein als Substanzwerte.

Regional betrachtet schnitten in Q3 Aktien aus Grossbritannien, Italien und Spanien etwas besser ab. Der chinesische Aktienindex hat sich im Mittelfeld bewegt, da zwar die Nachrichten aus dem Immobiliensektor die Anlegerstimmung eher drückten, jedoch Konjunkturdaten sich jüngst etwas aufgehellt haben. In den USA hat der Technologie-Index Nasdaq am meisten gelitten als Folge der in die Ferne gerückten Zinssenkungen. Europäische Aktien haben im Vergleich dazu schwach performt. Eine hohe Teuerung und schwache Auftragsgänge (v.a. in Deutschland) machten europäische Aktien noch günstiger, weshalb hier Engagements sehr selektiv vorgenommen werden müssen.

Gegen Ende des dritten Quartals ist die Stimmung unter den Anlegern weniger euphorisch. Jedoch lassen Impulse aus jüngsten Börsengängen erahnen, dass für gute Unternehmen weiterhin hohe Aktienkurse bezahlt werden – so gesehen beim britischen Chipdesigner ARM Holdings oder bei Klaviyo, dem US-Spezialisten für Automatisierungen im Bereich Marketing. Der Spin-off der Generikasperte Sandoz vom Mutterhaus Novartis wird daher Anfang Oktober mit Spannung erwartet.

Alternative Anlagen

Rohstoffe: Die Aussicht eines «soft landing» in den USA und die USD-Stärke haben den Goldkurs infolge höherer nominaler (und realer) Renditen in Schach gehalten. Wir sehen den Goldkurs durch Zentralbanken-Zukäufe weiterhin unterstützt. Der Ölpreis der Sorte Brent hingegen hat sich um gute 20 USD seit Ende Juni auf über 95 USD/Fass verteuert. Einerseits hat sich die Weltwirtschaftslage verbessert und die Nachfrage nach Öl erhöht, gleichzeitig wurde das Angebot durch Produktionskürzungen verknappt.

Immobilien: Die Agios bei Wohnimmobilienfonds sowie die Disagios bei kommerziellen Immobilien in der Schweiz sind weiter gefallen. Die Immobilienfonds haben dadurch in Q3 an Attraktivität gewonnen und könnten das Interesse der Anleger aufgrund des Erreichens des Zinsgipfels wecken.

Privatmarkt-Anlagen

Private Equity: Tiefe Transaktionsvolumen bei Buyouts und höhere Basiszinsen haben seit Anfang Jahr zu günstigeren Bewertungen im Private-Equity-Bereich geführt. Der Secondary Markt bietet derzeit gute Opportunitäten, in Qualitätsunternehmen mit attraktivem Abschlag zu investieren. Globale Megatrends wie Digitalisierung & Automatisierung, New Living, Dekarbonisierung und Künstliche Intelligenz eröffnen selbst in einem schwierigen Umfeld gute Anlagemöglichkeiten. Über die nächsten 12 bis 24 Monate ist zudem mit einem Anstieg an Exits zu rechnen.

Private Debt: Limitierte Verfügbarkeit von Finanzierungen (40% weniger syndizierte Kredite in den USA im Jahr 2022 vs. 2021) haben im Private-Debt-Markt das Volumen und die Margen erhöht, so dass trotz tieferer Verschuldung der Firmen grössere Renditen für Investoren herauszuholen sind.



Entdecken Sie mehr spannende Fakten in unserem Magazin.

Jetzt QR-Code scannen

Das beigefügte Informationsmaterial ist ausschliesslich zur Veranschaulichung und für Diskussionszwecke bestimmt. Die Informationen in diesem Dokument sind zusätzlich für Präsentationszwecke zusammengefasst. Die Unterlagen können zudem Informationen enthalten, die teilweise oder vollständig auf hypothetischen Annahmen, Modellen und/oder anderen Analysen (die nur z.T. in diesem Dokument beschrieben werden) der Valterna AG bestehen. Es wird von der Valterna AG keine Garantie oder Haftung dafür übernommen, dass die dargestellten Annahmen, Modelle oder Analysen sinnvoll oder richtig sind. Zwar stammen die in diesem Dokument abgebildeten Daten aus Quellen, die von der Valterna AG als zuverlässig erachtet werden, dies kann jedoch nicht garantiert werden. Die in diesem Dokument dargestellten Informationen sind vertraulich zu behandeln und dürfen weder zum Teil noch im Ganzen reproduziert werden.



Valterna AG
Neuhofstrasse 32
6340 Baar, Schweiz
+41 41 768 83 83
info@valterna.ch
valterna.ch