

Rückblick & Ausblick

Juli 2023

Rückblick auf das erste Halbjahr 2023

Ein unerwartet starkes Halbjahr

Nach dem für Anlegerinnen und Anleger sehr enttäuschenden Börsenjahr 2022 erwarteten wir zunächst eine Beruhigung der Marktlage. Mit Gegenwind rechneten wir vor allem bei Aktien: Die schwächere Konjunktur und die Inflationsentwicklung standen im Fokus. Wie erwartet hinterliess die neu restriktive Geldpolitik deutliche Spuren in der Realwirtschaft. Die Finanzmärkte – vor allem die Aktienmärkte – liessen sich davon nicht stark beeindrucken. Ein gemischtes Portfolio gewann somit an Wert. Das gelang vor allem, weil sich die Unternehmen im schwierigen Umfeld gut behaupteten. Damit steht die Frage im Raum: Ist der Hurrikan bereits an den Finanzmärkten vorbeigezogen oder befinden wir uns im windstillen Auge?

Performance Aktien vs. Obligationen (in Prozent)



Quelle: Zuger Kantonalbank, MSCI

Inflationsentwicklung als Katalysator

Die Inflation entwickelte sich im ersten Halbjahr ermutigend. In den USA ging sie auf hohem Niveau langsam, aber

stetig zurück. Auch im Euroraum sank die Inflationsrate seit ihrem im November 2022 erreichten Höchststand von über 10 Prozent stetig ab. Im April betrug sie noch 7,0 Prozent. Dies ist immer noch hoch, der Trend stimmt aber. Der Weg ins Zielband der Europäischen Zentralbank (EZB) – weniger als 2 Prozent – und auch der US-Notenbank Fed dürfte aber noch weit sein.

Schweiz mit Sonderstatus

Auch hierzulande stimmt die entsprechende Entwicklung zuversichtlich. In der Schweiz sank die Inflationsrate im Mai auf 2,2 Prozent gegenüber dem Vorjahresmonat. Im April waren es noch 2,6 Prozent. Solche Werte gab es zuletzt vor dem Ukraine-Krieg. Trotzdem bewegt sich die Teuerung noch über dem Ziel der SNB von 2 Prozent. In den kommenden Monaten werden wegen des gestiegenen Referenzzinssatzes und des von Vermieterinnen und Vermietern verlangten Teuerungsausgleichs anziehende Mieten die Inflationsraten nicht mindern. Vor diesem Hintergrund hat die SNB den Leitzins am 22. Juni nochmals um 0,25 Prozent erhöht. Dieser liegt nun bei 1,75 Prozent. Die kommenden Quartale werden zeigen, ob diese erneute Anhebung den Anstieg der Inlandpreise dämpft.



«Unsere grundsätzlich konstruktiven Erwartungen an das erste Halbjahr waren richtig. Gemischte Anlageportfolios glichen ihre Verluste vom Vorjahr teilweise aus. Aktien entwickelten sich positiv, US-Technologiewerte standen im Fokus.»

Alex Müller, Chief Investment Officer

Straffere Geldpolitik

Im ersten Halbjahr 2023 strafften die entwickelten Volkswirtschaften ihre Geldpolitik deutlich. In den USA brachten insgesamt zehn Zinsschritte seit dem Frühjahr 2022 den relevanten Schlüsselsatz auf das aktuelle Niveau von 5,25 Prozent. Auch in Europa drehte die EZB nach anfänglichem Zögern an der Zinsschraube. Zunächst bezweifelten Marktteilnehmerinnen und Marktteilnehmer, ob sich die dadurch verschärften Finanzierungskonditionen in der Realwirtschaft niederschlagen würden. Der Konsum ist nach wie vor sehr stark, was wohl dem Nachholbedarf, vor allem nach Dienstleistungen, nach der Aufhebung der Covid-Massnahmen und dem sehr starken Arbeitsmarkt geschuldet ist.

Bankenbeben

Im Frühjahr 2023 erfolgten jedoch die Verwerfungen, die man von der raschen Umsetzung einer sehr restriktiven Geldpolitik erwartete. Nach dem Untergang der Silicon Valley Bank in Kalifornien musste sich auch die Credit Suisse in die rettenden Arme der grössten Konkurrentin flüchten. Die Gründe für den Niedergang der zwei Banken waren unterschiedlich und beinhalten auch jahrelang begangene Fehler. Trotzdem hat der rasche Zinsanstieg den Niedergang dieser Institute beschleunigt und endgültig besiegelt. Obwohl noch weitere Regionalbanken ins Schlingern kamen, nahm die Entwicklung der Finanzmärkte davon keinen Schaden.

Solide Fundamente

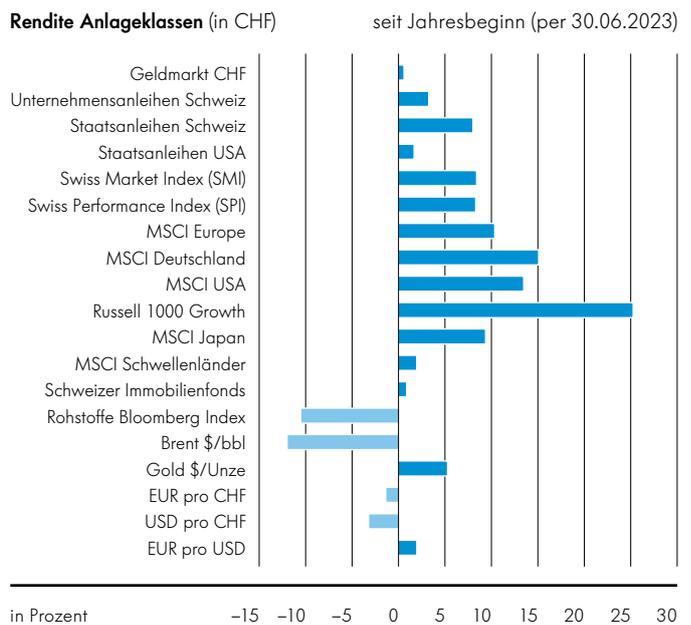
Die Zuversicht kehrte rasch an die Kapitalmärkte zurück. Die Zentralbanken garantierten durch beherztes Eingreifen die Stabilität der Märkte. Ferner bekräftigten Regulatorbehörden und die Presse unisono, dass die Banken – allen voran die europäischen Institute – besser kapitalisiert sind als während der Finanzkrise 2008/2009. Gleichwohl könnte sich diese Einschätzung noch als trügerisch entpuppen.

US-Börsen klettern

In den vergangenen Monaten erwirtschafteten Investorinnen und Investoren an den Aktienmärkten trotz Bankenkrise und nachlassenden Konjunkturerwartungen erfreuliche Renditen. In den USA entwickelten sich mehrere Rahmenbedingungen günstig: Die Inflationsraten bildeten sich langsam, aber stetig zurück. Die Konsumierenden griffen trotz hoher Preise weiterhin munter zu. Der attraktive Arbeitsmarkt und die reale Lohnsteigerungen unterstützten das Gesamtbild. Die Unternehmensgewinne zeigten sich überraschenderweise relativ stabil.

Europa und Schweiz stark

Wie die europäischen Märkte, so profitierte auch der Schweizer Aktienmarkt von der besseren Stimmung. Das Ende der Zero-Covid-Politik in China gab insbesondere zyklischen Aktientiteln Rückenwind. Der Nachholbedarf aus dem Reich der Mitte beflügelte die Stimmung der Investorenschaft. Sowohl auf den europäischen wie auf dem Schweizer Aktienmarkt erzielten Investorinnen und Investoren ein deutliches Plus.



Obligationen sind zurück

Während die Marktschwankungen an den Aktienmärkten im ersten Halbjahr erstaunlich gering blieben, durchlebten die Obligationenmärkte eine volatilere Periode. Unser verstärkter Fokus auf Franken-Anleihen hat sich auszahlt. Das Segment lieferte im ersten Halbjahr die beste Rendite. Wir sind überzeugt, dass die Diversifikationseigenschaften von Obligationen weiterhin greifen. Investoren und Investorinnen winkt hier eine höhere laufende Rendite.

Ausblick auf das zweite Halbjahr 2023

Das Ausmass des Abschwungs

Die Störfaktoren aus der Geopolitik sind in den letzten Monaten etwas in den Hintergrund getreten und die Inflationsentwicklung ist auf dem richtigen Weg: Trotzdem stimmt uns das Umfeld weiterhin vorsichtig. Wir sind der Ansicht, dass wir uns im späten Stadium des Wachstumszyklus befinden. Eine erneute Wachstumsbeschleunigung wird nicht nachhaltig sein. Unser Grundscenario prognostiziert somit eine weitere Wachstumsabkühlung und sich weiterhin normalisierende Inflationsraten.

Finanziell gesunde Unternehmen

Die private Wirtschaft verfügte bisher aufgrund ihrer relativ starken Verfassung über eine grosse Widerstandsfähigkeit. Diese begründet sich in hohen Ersparnissen und dem Zusammenspiel von Löhnen und Inflation. Der Arbeitsmarkt in Europa und den USA ist angespannt, die Arbeitslosenraten sind tief. Als Folge davon holen sich die Arbeitnehmenden in Vertragsverhandlungen einen Teil ihrer in den vergangenen zwei Jahren verlorenen Kaufkraft zurück, die Löhne ziehen also an. Damit konnte sich die Konsumlaune weiter halten, gleichzeitig konnten die Unternehmen die gestiegenen Inputkosten bis jetzt gut weiterreichen.

«Wir blicken verhalten optimistisch ins zweite Halbjahr 2023: Der Inflationsdruck lässt weiter nach, die restriktive Geldpolitik bremst die Konjunktur. Die gestiegenen Zinsen und ein schwaches Wirtschaftswachstum prägen das Anlageumfeld.»

Alex Müller, Chief Investment Officer

Leitzinsen bleiben oben

Nach dem nunmehr schnellsten Zyklus an Zinserhöhungen seit Dekaden ist zumindest in den USA eine Plateauphase in Sicht. Wir gehen davon aus, dass die Zinsen für den Rest des Jahres 2023 hoch bleiben. Zinssenkungen sind unwahrscheinlich. Eine verfrühte Lockerung der Geldpolitik würde das Risiko einer deutlich höheren Inflation im nächsten Wirtschaftsaufschwung bergen. Wir erwarten, dass die US-Notenbank Fed die Zinsen trotz abnehmenden Inflationsraten, nachlassender Konjunktdynamik und Turbulenzen im Bankensektor hochhalten wird.

Anleihen lohnen sich wieder

Obligationen mit laufenden Erträgen liefern in diesem Umfeld wieder wesentliche Renditen für das Anlageportfolio. Im aktuellen Marktumfeld beurteilen wir Obligationen als ähnlich attraktiv wie Aktien. Innerhalb der Anlageklasse bevorzugen wir Schweizer Unternehmensanleihen, die eine attraktive Rendite von 2 Prozent aufweisen. Diese Rendite ist zwar etwas geringer als bei ausländischen Pendants, es ist aber keine vergleichsweise teure Absicherung gegenüber Währungsrisiken nötig. Schweizer Obligationen dienen, ganz in Einklang mit unserer Konjunkturerwartung, durch eine Risikodiversifikation gegenüber Aktien gleichzeitig als Stabilisator im Portfolio. Diese Ausrichtung haben wir im Rahmen des Reviews unserer Anlagestrategien akzentuiert. Die Ausrichtung der Portfolios in den gemischten Mandaten berücksichtigt die fundamentalen Veränderungen im Zinsumfeld damit noch besser. Schweizer Obligationen erhalten einen höheren Stellenwert im Portfolio und die Cash-Quote sinkt.

Volatile Aktien

Wir erwarten, dass die raschen Leitzinserhöhungen in den USA und Europa nun immer mehr in der Realwirtschaft ankommen. Höhere Finanzierungskosten werden Investitionen bremsen und das Wirtschaftswachstum belasten. Das führt zu mehr Unsicherheit hinsichtlich der Unternehmensgewinne. Das Risiko abnehmender Gewinne wird aus unserer Sicht weder in den entsprechenden Prognosen noch in den Aktienkursen ausreichend berücksichtigt. Andererseits darf man erwarten, dass eine merkliche Abschwächung des Wirtschaftswachstums mit sinkenden Inflationsraten einhergeht. Das würde die Hoffnung auf baldige Leitzinssenkungen nähren, welche wiederum die Aktienmärkte stützen dürfte. Angesichts dieses Spannungsfelds erwarten wir im zweiten Halbjahr eine erhöhte Volatilität am Aktienmarkt und halten an unserer defensiven Positionierung fest.

Immobilien stehen gut da

Bei den kotierten Schweizer Immobilienfonds empfehlen wir weiterhin eine Übergewichtung. Die Agios sind im ersten Quartal 2023 auf durchschnittlich 10 Prozent gesunken. Die Bewertung reflektiert das veränderte Zinsumfeld somit ausreichend. Immobilienfonds generieren nun wieder eine Ausschüttungsrendite von knapp 3 Prozent und bieten zusätzlich einen gewissen Inflationsschutz. Die Anhebung des Referenzzinssatzes auf 1,5 Prozent im Juni 2023 erlaubt eine Erhöhung der Mietzinsen um bis zu 3 Prozent. Ausserdem können 40 Prozent der Inflation sowie allgemeine Kostensteigerungen an die Mieterschaft weitergereicht werden. Die Marktmieten dürften zusätzlich auch wegen der anhaltenden Wohnungsknappheit, des Migrationsdrucks und der rückläufigen Bautätigkeit zulegen.

Bereit für den Aufschwung

Im aktuellen Umfeld empfehlen wir Investorinnen und Investoren, Obligationenanlagen ein höheres Gewicht beizumessen als Aktien. Dank der höheren Zinsen sind die laufenden Renditen attraktiv, zudem ist ihre Absicherungsfunktion wieder gegeben. Wenn sich die wirtschaftliche Dynamik nicht weiter verlangsamt, bietet sich im Jahresverlauf wieder ein höheres Aktienengagement an. Die Frage, ob wir uns im Auge des Hurrikans befinden oder nicht, lässt sich derzeit nicht abschliessend beantworten. Auch wenn der grosse Sturm bereits vorüber

sein sollte, so rechnen wir doch mit vereinzelt heftigen Abwinden. Die Geldpolitik wirkt langsam und zeitlich verzögert. Die eventuellen Spätfolgen dürften sich in den kommenden Quartalen erst noch zeigen. Dies spricht weiterhin dafür, breit diversifiziert investiert zu bleiben!

Investiert bleiben hat sich gelohnt

Das Ende des Zyklus der Zinserhöhungen scheint in greifbarer Nähe. Die Wachstumssorgen bleiben jedoch bestehen. Sollten die Inflationsraten sinken, wird die Hoffnung auf tiefere Zinsen Aktienanlagen wieder Aufwind geben. Dieses Spannungsfeld ist noch nicht gelöst. Bleiben Sie investiert: Das erste Halbjahr 2023 hat diese Börsenweisheit eindeutig bestätigt. Eine solide und breit diversifizierte Anlagestrategie ist das beste Rezept, um in einem solchen Umfeld ansprechende Renditen zu erzielen.

Dieses Dokument dient einzig der Information und zu Marketingzwecken und ist weder ein Angebot noch eine Aufforderung seitens oder im Auftrag der Zuger Kantonalbank (ZugerKB) zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder Bankdienstleistungen. Es richtet sich an von der ZugerKB bezeichnete Empfänger mit Wohnsitz in der Schweiz zur persönlichen Nutzung und darf ohne schriftliche Zustimmung der ZugerKB weder ganz noch teilweise vervielfältigt, verändert oder an andere Empfänger verteilt oder übermittelt werden. Die Informationen in diesem Dokument sind stichtagbezogen und stammen aus Quellen, die die ZugerKB als zuverlässig erachtet. Dennoch kann von der ZugerKB keine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der Informationen geleistet werden. Die ZugerKB lehnt jede Haftung für Verluste ab, die aus einem Investitionsverhalten entstehen können, dem die Informationen aus diesem Dokument zugrunde liegen. Die Kurse und Werte der beschriebenen Investitionen und daraus resultierende Erträge können schwanken, steigen oder fallen. Ein Verweis auf frühere Entwicklungen enthält keine Aussagen zu künftigen Ergebnissen. Dieses Dokument enthält keinerlei Empfehlungen rechtlicher Natur oder hinsichtlich Rechnungslegung oder Steuern. Es stellt auch in keiner Art und Weise eine auf die persönlichen Umstände des Empfängers zugeschnittene oder für diesen eine angemessene Investition oder Strategie dar. (V2023)

«Six Swiss Exchange AG (Six Swiss Exchange)» ist die Quelle der SIX Aktienindizes und der darin enthaltenen Daten. SIX Swiss Exchange war in keinerlei Form an der Erstellung der in dieser Berichterstattung enthaltenen Informationen beteiligt. SIX Swiss Exchange übernimmt keinerlei Gewährleistung und schliesst jegliche Haftung (sowohl aus fahrlässigem sowie aus anderem Verhalten) in Bezug auf die in dieser Berichterstattung enthaltenen Informationen – wie unter anderem für die Genauigkeit, Angemessenheit, Richtigkeit, Vollständigkeit, Rechtzeitigkeit und Eignung für beliebige Zwecke – sowie hinsichtlich Fehlern, Auslassungen oder Unterbrechungen in den SIX Aktienindizes oder deren Daten aus. Jegliche Verbreitung oder Weitergabe der von SIX Swiss Exchange stammenden Informationen ist untersagt.» Quelle: MSCI. Weder MSCI noch andere Parteien, die an der Zusammenstellung, Berechnung oder Erstellung der MSCI-Daten beteiligt sind oder damit in Verbindung stehen, geben ausdrückliche oder stillschweigende Gewährleistungen oder Zusicherungen in Bezug auf diese Daten (oder die Ergebnisse, die durch deren Verwendung erzielt werden) ab, und alle diese Parteien schliessen hiermit ausdrücklich alle Gewährleistungen in Bezug auf Originalität, Genauigkeit, Vollständigkeit, Marktängigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck in Bezug auf diese Daten aus. Ohne das Vorstehende einzuschränken, haften MSCI, seine verbundenen Unternehmen oder Dritte, die an der Zusammenstellung, Berechnung oder Erstellung der Daten beteiligt sind oder damit in Verbindung stehen, in keinem Fall für direkte, indirekte, besondere, strafähnliche, Folgeschäden oder sonstige Schäden (einschliesslich entgangener Gewinne), selbst wenn sie über die Möglichkeit solcher Schäden informiert wurden. Ohne ausdrückliche schriftliche Zustimmung von MSCI ist keine weitere Verteilung oder Verbreitung der MSCI-Daten gestattet. Der MSCI EMU Top 50 Index ist ein benutzerdefinierter Index. Die MSCI-Daten bestehen aus einem benutzerdefinierten Index, der von MSCI für und auf Wunsch von der Zuger Kantonalbank berechnet wurde. Die MSCI-Daten sind nur für den internen Gebrauch bestimmt und dürfen nicht weiterverteilt oder in Verbindung mit der Erstellung oder dem Angebot von Wertpapieren, Finanzprodukten oder Indizes verwendet werden. «Bloomberg®» und die Bloomberg Indizes sind Dienstleistungsmarken der Bloomberg Finance L.P. und ihrer verbundenen Unternehmen, einschliesslich Bloomberg Index Services Limited («BISL»), dem Administrator der Indizes (zusammen «Bloomberg»), und wurden von der Zuger Kantonalbank für die Verwendung zu gewissen Zwecken lizenziert. Bloomberg ist nicht mit der Zuger Kantonalbank verbunden, und Bloomberg genehmigt, unterstützt, überprüft oder empfiehlt Produkte der Zuger Kantonalbank nicht. Bloomberg übernimmt keine Garantie für die Aktualität, Richtigkeit oder Vollständigkeit von Daten oder Informationen in Bezug auf die Bloomberg Indizes. Quelle: London Stock Exchange Group plc und ihre Konzernunternehmen (zusammen die «LSE Gruppe»). © LSE Gruppe 2021. FTSE Russell ist ein Handelsname von bestimmten Unternehmen der LSE Gruppe. «FTSE®», «Russell®», «FTSE Russell®» ist eine bzw. sind Handelsmarke(n) der betreffenden Unternehmen der LSE Gruppe und wird bzw. werden von anderen Unternehmen der LSE Gruppe unter Lizenz verwendet. Alle Rechte an den FTSE Russell-Indizes oder -Daten liegen bei der jeweiligen LSE Gruppen-Gesellschaft, die Eigentümerin des Index oder der Daten ist. Weder die LSE Gruppe noch ihre Lizenzgeber übernehmen eine Haftung für etwaige Fehler oder Unvollständigkeiten in den Indizes oder Daten, und keine Partei darf sich auf die in dieser Mitteilung enthaltenen Indizes oder Daten verlassen. Die Weiterverbreitung von Daten der LSE Gruppe ist nur mit ausdrücklicher schriftlicher Zustimmung des betreffenden Unternehmens der LSE Gruppe gestattet. Die LSE Gruppe fördert, sponsert oder unterstützt den Inhalt dieser Mitteilung nicht.