



Marktbericht &
Investment Umfeld
2. Quartal 2023



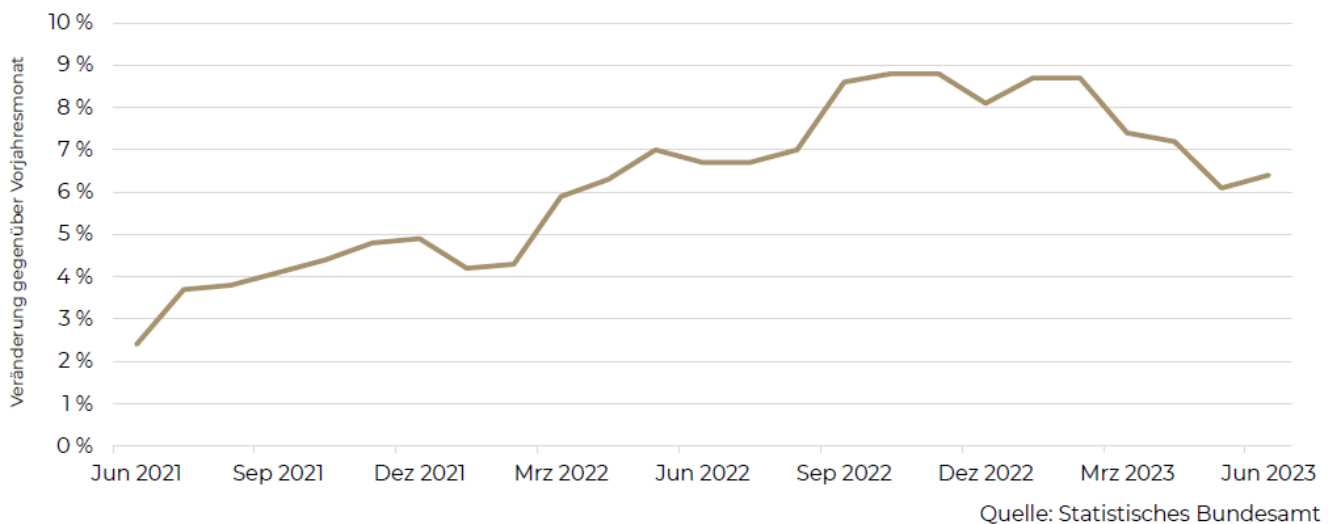
Wirtschaft, Geld & Politik

Inflation - Gekommen, um zu bleiben

Auf den ersten, oberflächlichen, Blick ist der aktuelle Rückgang der Inflationsraten sehr erfreulich und weckt Zuversicht bei vielen Investoren. In der Eurozone sank die Inflationsrate zuletzt von April auf Juni von 7,0% auf 6,3% und in den USA von 4,9% auf unter 4%. Es gibt zwei klare Gründe für den sinkenden Güterpreisanstieg: rückläufige Energiepreise und den sog. Basiseffekt. Beides sorgt allerdings nur vorübergehend für Entlastung, denn sie sind nicht ursächlich für die Geldentwertung. Vielmehr ist die Geldmengenausweitung der wahre Grund für die Inflation. Ein Ende der lockeren Geldpolitik ist indes nicht absehbar, denn die steigende Verschuldung der Staaten, Unternehmen und privaten Haushalte können nur noch

durch noch mehr neue Schulden finanziert werden, was die Inflation weiter anheizen wird. Die Notenbanken befinden sich in einem unauflösbaren Dilemma. Sie wissen, dass weitere Zinserhöhungen sehr riskant wären, weil Kreditausfälle und Insolvenzen drohen und damit auch das Bankensystem akut gefährdet wäre. Andererseits wollen die Zentralbanker unter allen Umständen die Inflation bekämpfen, wie es die jüngsten Aussagen von Lagarde und Powell auch bestätigen. Die Widersprüchlichkeit der Handlungsoptionen spiegelt auch der jüngste Entscheid des FED, eine Pause einzulegen, bei einer gleichzeitigen Absichtserklärung, dass noch nicht das Ende des Zinserhöhungszyklus verkündet werden könne.

Inflationsrate in Deutschland von Juni 2021 bis Juni 2023
(Steigerung des Verbraucherpreisindex gegenüber Vorjahresmonat)



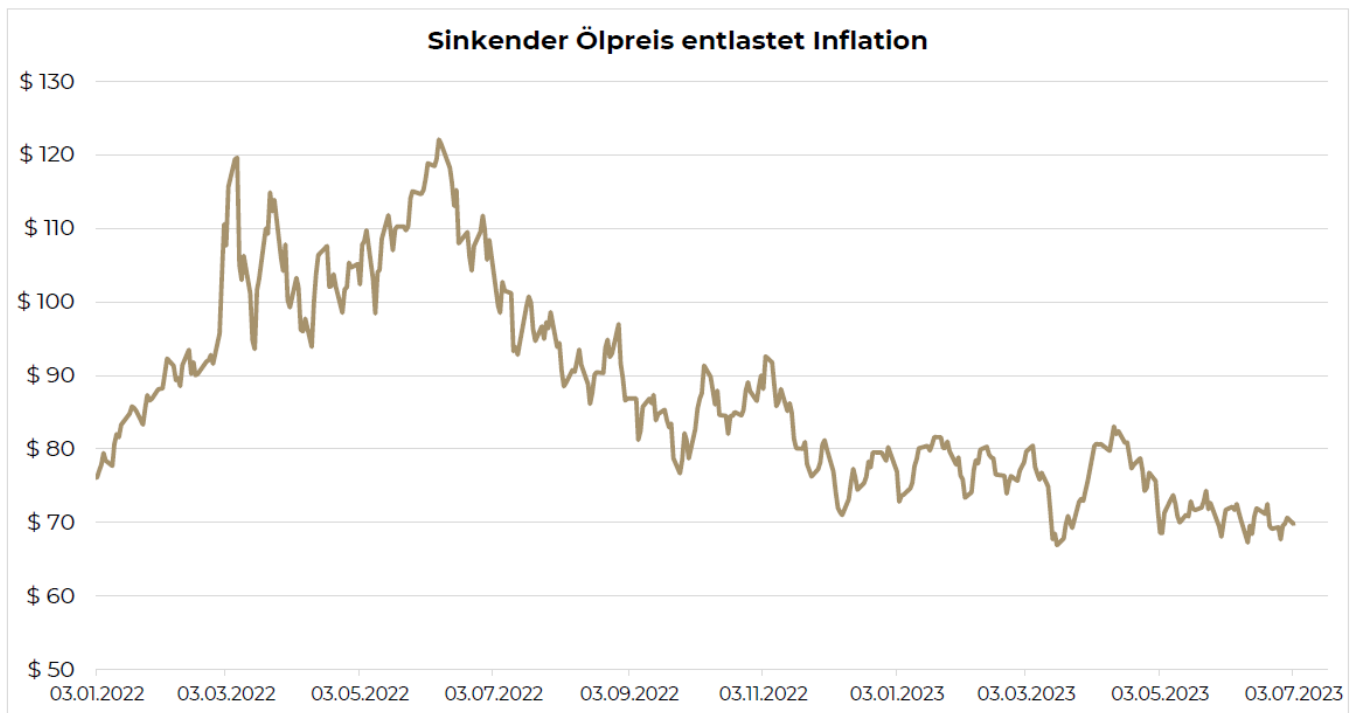


Wirtschaft, Geld & Politik

Basiseffekte

Bei genauer Betrachtung der Inflationsdaten wird klar, warum fast kein Experte mit einem raschen weiteren Rückgang der Geldentwertung rechnet. Die fallenden Inflationsraten sind vor allem die Folge sinkender Energiepreise. Im Sommer 2022 erreichten diese ihr Maximum. Seither sind sie deutlich zurückgekommen. Damals kostete Erdöl 120 USD pro Barrel, jetzt um die 70 USD. Die Höchststände lagen vor ziemlich genau einem Jahr, so dass der Effekt in der aktuellen Inflationsrate besonders groß ausfällt.

Aber der Basiseffekt geht vorüber, kann sich in 12 Monaten sogar umkehren, wenn die Energiepreise wieder steigen. Die Notenbanken wissen das und vermeiden eine zu optimistische Haltung. Sie haben vor allem die Kerninflationsrate ohne Energie- und Lebensmittelpreise im Blick. «Es gibt keine eindeutigen Belege dafür, dass die Kerninflationsrate ihren Höhepunkt erreicht hat», erklärte EZB-Chefin Christine Lagarde Anfang Juni und fügte hinzu, dass «wir noch einen weiten Weg vor uns haben, um die Zinsen auf ein ausreichend restriktives Niveau zu bringen».



Quelle: Capital IQ



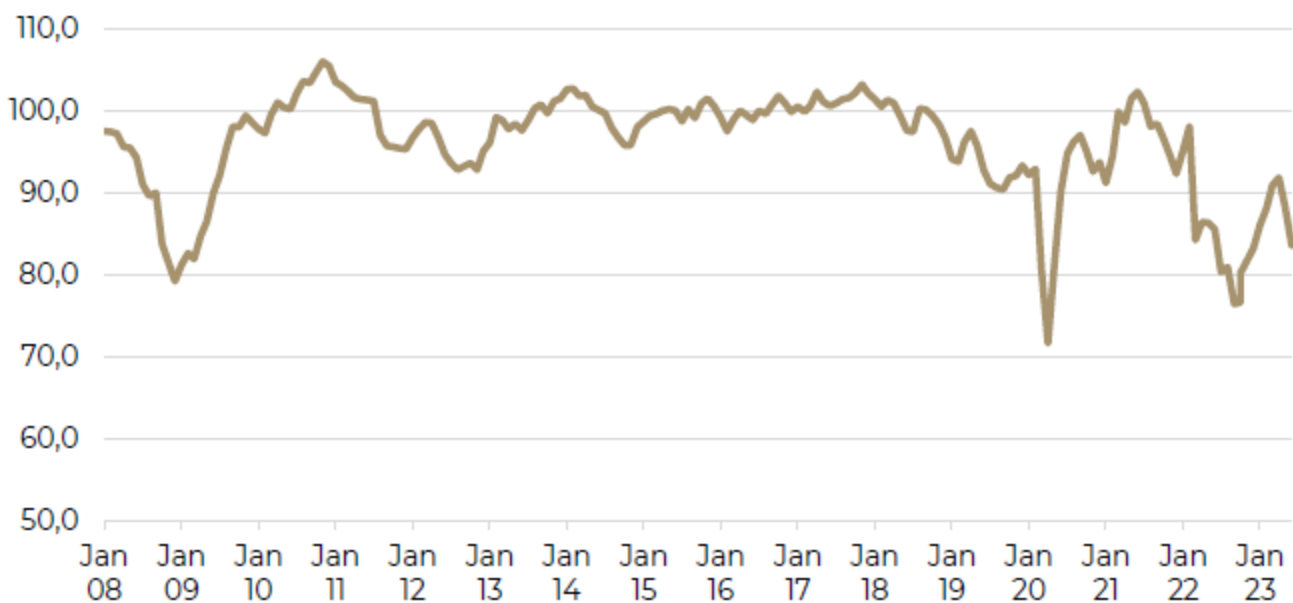
Wirtschaft, Geld & Politik

Zinserhöhungen bergen grosse Risiken

Dass Zinserhöhungen auch immer Nachteile mit sich bringen, ist bekannt. Es lohnt sich, diese noch einmal systematisch aufzulisten:

1. **Höhere Zinsen dämpfen die Nachfrage**
2. **Höhere Zinsen belasten** ausgerechnet diejenige Branche am meisten, die jetzt bereits die grössten Probleme hat: **die Bauwirtschaft**
3. **Höhere Zinsen bringen die Staatshaushalte unter Druck.**
4. **Höhere Zinsen haben negative Folgen für die Bilanzen der Banken.**

ifo Geschäftsklima - Geschäftserwartungen



Quelle: ifo



Wirtschaft, Geld & Politik

Kapitalmärkte

Verrücktes erstes Halbjahr: Je teurer, desto besser

Der Blick auf die Kapitalmärkte für das vergangene Quartal, aber auch für das erste Halbjahr stimmt uns nachdenklich. Gemessen an den Rezessionsgefahren und historisch hohen Zinsanhebungen im Kampf gegen die Inflation, gemessen an geopolitischen Unsicherheiten und politischen Fehlentscheidungen, ist vor allem die Aktienrallye in diesem Jahr erklärungsbedürftig – insbesondere mit Blick auf die grossen, von US-Technologieunternehmen geprägten globalen Indizes wie den MSCI Welt und Nasdaq.

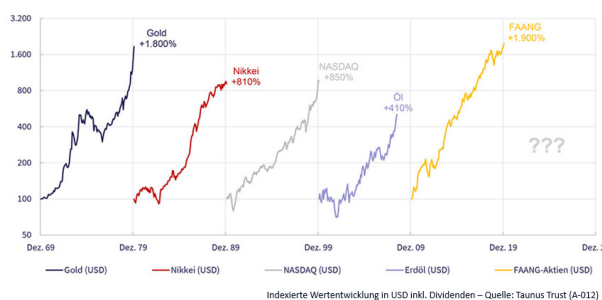
Die Sache wird nachvollziehbarer, wenn man technische Faktoren gegenüber fundamentalen Erwägungen übergewichtet. So suchen die Anleger angesichts historischer Ereignisse wie Pandemie, Lieferkettenbrüchen, Kriegen, Inflation und historischen Zinsanstiegen vorzugsweise nach vergleichbaren Mustern in der Vergangenheit. Da sich eigentlich keine passenden finden lassen, werden Narrative bemüht, um die komplexe Welt zu vereinfachen.

Hier lassen sich vor allem zwei identifizieren: Zum einen wird die positive Aktienmarkt看egung auf Indexebene durch Markttechnik und Veränderungen des Anlegerverhaltens befeuert, zum anderen hat dies aber zu einigen Bewertungsanomalien geführt. Einerseits ist da die Hoffnung auf Zinssenkungen, die sogenannte Long-Duration Aktien, in erster Linie Wachstumstitel, auch solche mit erhoffter Profitabilität erst in der Zukunft, nach oben treibt.

Andererseits ist da der Hype um Künstliche Intelligenz, der vergleichbar der Technologieblase um das Jahr 2000 zahlreiche Gelder magisch anzieht und damit die Kurse steigen lässt. Dabei konzentriert sich der Siegeszug auf einige wenige US-Technologiewerte, während der grosse Rest des US-Aktienmarktes eher seitwärts tendierte.

Seit der Tulpenzwiebelhausse im 17. Jahrhundert treiben Investoren einzelne Anlagen immer wieder in absurde Höhen. So hat Apple inzwischen einen Marktwert von 3000 Milliarden \$ (!) erreicht und Analysten erwarten, dass die Aktie bald 4000 Milliarden \$ wert sein wird. Microsoft bringt es auf eine Börsenkapitalisierung von 2500 Milliarden \$. Klar ist, dass die künstliche Intelligenz (KI) unser Leben gravierend verändern wird. Ähnlich etwa wie seinerzeit die Einführung des Internets. Aber es ist noch keineswegs ausgemacht, dass die derzeitigen Favoriten auch die Nutzniesser dieser Entwicklung sein werden. Dazu hat man einfach noch zu wenige Anhaltspunkte. Bisher gab es in jedem Jahrzehnt einen Megatrend an den Aktienmärkten. Von 2010 bis 2021 waren es die FAANGMAN-Aktien.

Megatrends in den letzten Jahrzehnten

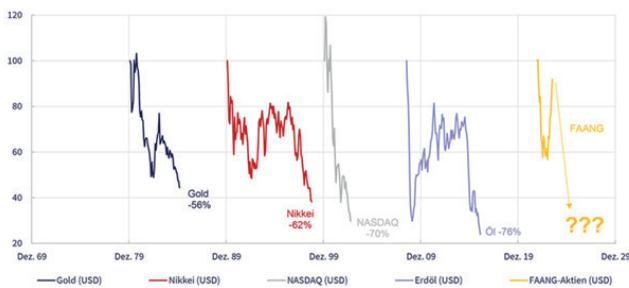




Wirtschaft, Geld & Politik

Interessant ist, wie sich die entsprechenden Titel nach einem Trendwechsel verhielten. So kam es regelmässig zu einem ersten starken Einbruch der Kurse wie Ende 2021. Anschliessend setzte aber oft nochmals eine kräftige Erholungsbewegung ein, bevor der eigentliche lange und schmerzhaft Abstieg begann.

Megatrends nach dem Trendbruch



Korrelationen sind für viele Marktteilnehmer aktuell wichtiger als tatsächliche Kausalität – die Argumentationsketten sind oft fundamental sehr dünn und vor allem technisch. Der berühmte Satz der Investorenlegende Warren Buffet «der dümmste Grund, eine Aktie zu kaufen, ist weil sie steigt» wird offenkundig ignoriert, vor allem Algorithmus getriebene Handelssysteme werden durch steigende Kurse

und Korrelationen meist in dieselbe Richtung getriggert. Mittlerweile haben vor allem US-Technologieaktien Bewertungen erreicht (Nasdaq KGV 47 gegenüber DAX KGV 12), die nur zu rechtfertigen sind, falls sich eine perfekte Welt aus niedriger Inflation, niedrigen Zinsen und vor allem ohne politische Handelsbeschränkungen einstellt. Gleichzeitig zeichnet sich eine zunehmende Politisierung bei den Aktienbewertungen ab – so ist die Bewertungsspanne vergleichbarer global tätiger Unternehmen je nach ihrem Sitz in der Region Amerika, Asien oder Europa extrem.

In den kommenden Wochen bleiben die politischen Akzente für die Wirtschaft spannend, China bietet Aufwärtspotenzial, die USA scheint bereits am Maximum zu sein, Europa noch zu schlafen. Die US-Aktienmärkte und damit auch die globalen Aktienindizes haben auch technisch getrieben vieles vorweggenommen, was sich erst noch bewahrheiten muss. Damit rücken erneut Aussagen der Notenbanken zu Wachstum und Inflation und die kommende Berichtssaison der Unternehmen in den Vordergrund.



Asset Allocation & Investmentstrategie

Kapitalerhalt hat oberste Priorität

Tatsächlich ist es keine leichte Aufgabe, in einem Umfeld von Rezession und steigenden bzw. hohen Zinsen geeignete Investments zu finden. Die langfristig attraktivste Möglichkeit ist die Anlage in die stärksten und robustesten Unternehmen, die (noch) über eine günstige Bewertung verfügen. Dabei klammern wir ganz bewusst die gehypten «BIG-Tech's» aus (mit Ausnahme von Alphabet). Einer unserer Anlagegrundsätze besagt, dass wir Modethemen meiden und stattdessen in Regionen oder Branchen investieren, die gerade nicht en vogue sind oder sogar in den negativen Schlagzeilen stehen.

Das Kalkül dahinter: mangelndes Interesse für bestimmte Aktienkategorien impliziert in den meisten Fällen eine starke Unterbewertung. Sind Wertpapiere ohne rationalen Grund fundamental billig, dann ergeben sich mittel- und langfristig die besten Chancen für überdurchschnittliche Renditen. Aktuelle Beispiele hierfür sind Goldminen, Energie-Aktien, selektive China-Titel sowie Unternehmen aus der zweiten und dritten Reihe.

Das breite Fundament eines krisenresistenten Portfolios bilden Top-Qualitätsaktien mit stabilem und verständlichem Geschäftsmodell, starkem Management, gesunden Bilanzen und nachhaltigen Wettbewerbsvorteilen. Nicht zuletzt sollte die Bewertung nicht allzu hoch sein, auch wenn wir bereit sind, für eine erstklassige Qualität höhere Preise in Kauf zu nehmen. Letzten Endes lassen sich mit exzellenten Unternehmen überlegene Renditen erwirtschaften. Grundsätzlich liegt unser Fokus auf dem langfristigen Vermögenserhalt und -aufbau. Wir wollen keine kurzfristigen Spekulationen auf Renditemaximierung, sondern die stetige Vermehrung des eingesetzten Kapitals bei hoher Grundsicherheit.

Qualität, Bewertung & Geduld als Garanten für den Aktien Erfolg

Neben der Qualität und der Bewertung spielt die Geduld eine entscheidende Rolle für den langfristigen Erfolg an der Börse. Aktuelle Marktschwankungen sitzen wir aus. Wenn die Märkte aber alle paar Jahre stärker einbrechen – wie zuletzt zu Beginn der Corona-Pandemie im März/April 2020 – stocken wir unsere Aktienquote antizyklisch auf.

Am Immobilienmarkt lauern Risiken

Während Aktien als Sachwert nach wie vor erste Wahl sind, dürfte der Immobilienmarkt einer der gefährlichsten Realwert-Sektoren bleiben. Häuser leiden nicht nur unter der Zinswende, die tragfähige Finanzierungen für viele potenzielle Käufer in weite Ferne rücken lässt. Eine Langfristinvestition wie eine Immobilie bedarf stabiler Rahmenbedingungen. Was den Schutz vor dem Verfall des Geldwerts betrifft, bleibt Gold erste Wahl. Goldminen, welche derzeit so günstig wie selten zuvor bewertet sind, bieten als Investment einen Hebel auf den Goldpreis. Dieser dürfte angesichts der anhaltenden inflationären Entwicklung langfristig weiter steigen.

Eine stabile, hochverzinst und inflationsgeschützte Investition sind unsere immobilienbesicherten Anleihen. Aktuell werfen diese aufgrund der Inflationskompensation annualisiert ca. 8 Prozent Rendite ab. Sie sind der Puffer in turbulenten Zeiten.

Nachhaltig und verlässlich bilden Infrastruktur-Anlagen ebenfalls ein Fels in der Brandung, mit stabilen Cash-Flow's, Dividenden und langfristigen Assets.

Fazit

Die wirtschaftliche Entwicklung war lange Zeit getrieben durch eine expansive Geldpolitik der Zentralbanken. In Anbetracht des Zinsanstiegs und der teilweisen Geldmengenkontraktion ist jetzt Sand ins Getriebe der jahrzehntelangen Aufwärtsbewegung gestreut. Die Vergangenheit hat aber immer wieder gezeigt, dass eine robuste Wirtschaft wieder positiv auf die Finanzmärkte einwirken wird.



Herzliche Grüsse
Ihr azemos-Team

Reinhard Stäuble

Tel. +41 52 633 60 01

E-Mail: r.staeuble@azemos.ch