



Marktbbericht &  
Investment Umfeld  
3. Quartal 2023



# Übersicht

- › Zinsen auf 15-Jahres-Hoch
- › USA wächst, Europa schrumpft
- › Aktien leiden unter restriktiver Geldpolitik
- › Gold und Infrastruktur für Wertstabilität
- › Unverändert auf hohe Qualität setzen

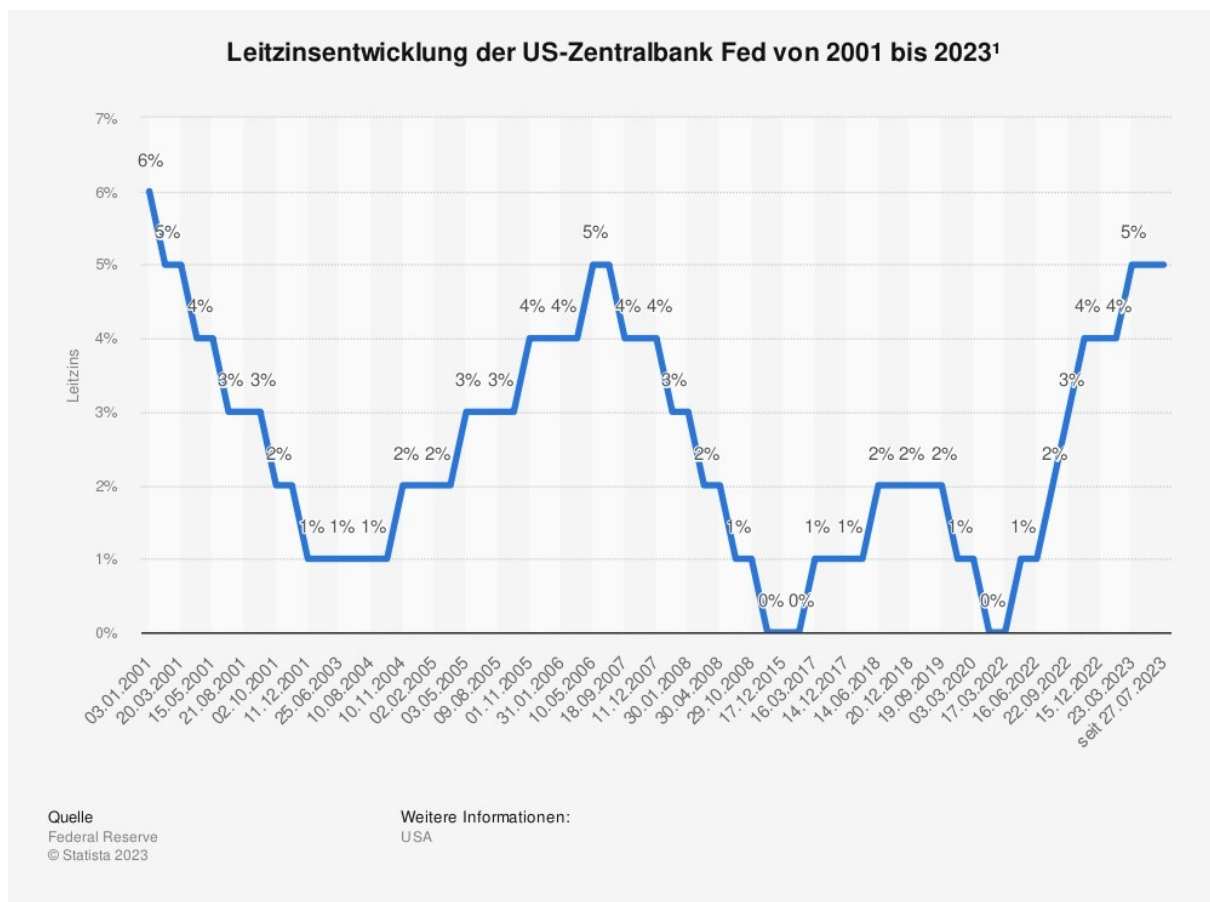


# Wirtschaft, Geld & Politik

## Zinsen auf 15-Jahres-Hoch

Der Monat September 2023 war ein Monat der Notenbanken – von Washington über Frankfurt bis Peking wurden Zinsentscheidungen getroffen. Dabei beendeten vor allem die westlichen Notenbanken mit ihrer Entschlossenheit im Kampf gegen die Inflation aber auch ihrer Lesart der weltwirtschaftlichen Lage die teils vorherrschende Sorglosigkeit an den Finanzmärkten.

Die amerikanische Notenbank FED und die europäische EZB haben binnen kürzester Zeit die Zinsen um 5 % nach oben geschraubt, mittlerweile sind die Zinsen für die meisten westlichen Länder sowohl für kurze wie lange Laufzeiten auf einem 15-Jahres-Hoch wie zu Zeiten vor der Globalen Finanzkrise.



Auch wenn die Massnahmen der westlichen Notenbanken vergleichbar anmuten, so befinden sich doch die betroffenen

Wirtschaftsblöcke USA und Europa an unterschiedlichen Punkten eines konjunkturellen Zyklus.



# Wirtschaft, Geld & Politik

## USA wächst, Europa schrumpft

In den USA blicken wir dank grosszügiger Pandemie-Hilfsprogramme der Trump-Ära und heimischer Konjunkturförderprogramme unter Biden auf ein trotz historisch gestiegenen Zinsniveaus noch stabiles Wirtschaftswachstum. Mittlerweile zeigt sich aber der zu fast 70 % für das Wachstum verantwortliche Konsument durch die hohen Zinsen beeindruckt, 7 % für Hypotheken und 20 % für vereinzelte Konsumentenkredite drücken negativ auf die Stimmung. Zwar ist der Arbeitsmarkt weiterhin in Vollbeschäftigung, die aussteigenden Babyboomer lassen die Zahlen aber gesünder ausschauen als sie sind.

Die Inflation liegt um die 4 % und ist damit stark von den Höchstständen vor wenigen Monaten zurückgekommen. Die zu erwartende Bremswirkung der höheren Zinsen dürfte den Trend weiter begünstigen, wenn auch strukturelle Faktoren und vor allem gestiegene Arbeitskosten (die Autoarbeiter fordern im aktuellen Streik +40 % Gehalt) das Inflationsziel von 2 % kurzfristig unrealistisch erscheinen lassen (die FED geht von 2026 aus) – unter der Annahme eines sogenannten Soft-Landings, also einer weichen Landung der Volkswirtschaft. Fakt ist, dass angesichts der ungehemmten Verschuldung der USA seit der Globalen Finanzkrise die Flexibilität im Falle einer erneuten Krise eingeschränkt ist, auch ist mit einem signifikanten Anstieg des Schuldendienstes am Staatshaushalt zu rechnen.



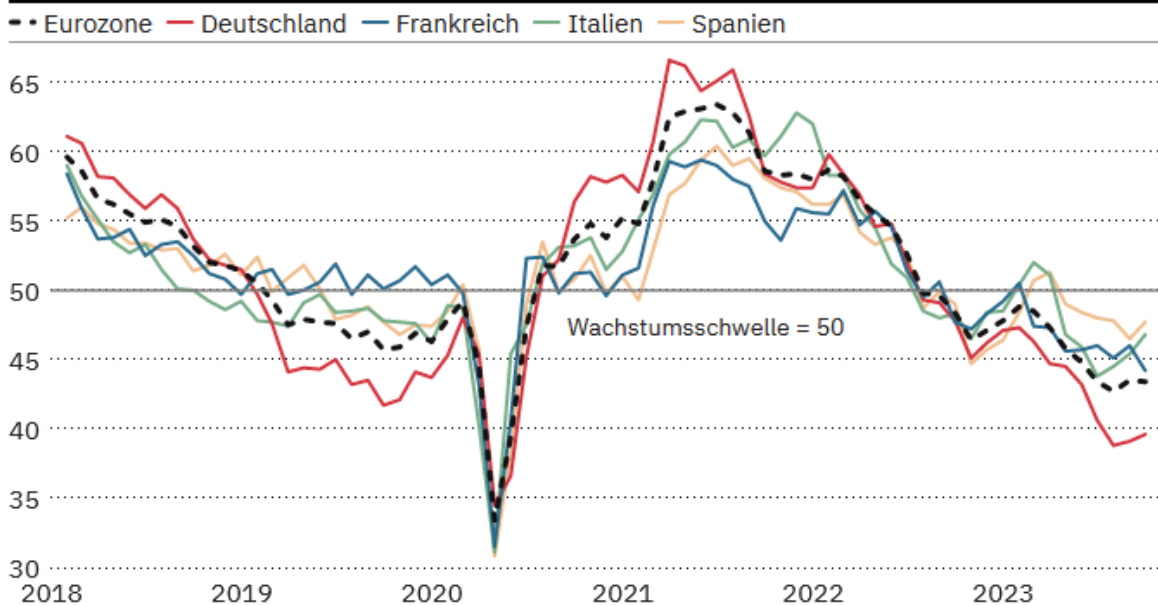


# Wirtschaft, Geld & Politik

Anders als die USA ist Europa nicht auf Wachstumskurs, sondern befindet sich bereits in der Stagflation. Hier stellt sich gar nicht mehr die Frage, ob die Notenbank durch die Zinsanstiege eventuell überzogen hat. Die Zinsanstiege waren und sind angesichts überbordender Inflation alternativlos im Kampf um die eigene Glaubwürdigkeit – da strukturelle

und politische Faktoren die Inflation begünstigen, ist die Wirkung steigender Zinsen aber vergleichsweise gering. Während die Inflation hartnäckiger ist als in den USA, erfährt das Wachstum eine weitere Bremswirkung durch diverse politische Entscheidungen.

## Die Industrie in Europa schrumpft weiter



Quelle: S&P Global



# Wirtschaft, Geld & Politik

## Kapitalmärkte

### Aktien leiden unter restriktiver Geldpolitik

Angesichts der Entschlossenheit der Notenbanken, auch nach den bitteren Erfahrungen der 70er und 80er Jahre offenbar länger an einer restriktiven Zinspolitik festzuhalten, wurden Anlageklassen neu bewertet, was zu einer erhöhten Volatilität bei Aktien wie Anleihen geführt hat.

Bis zu neuen Zinsentscheidungen und Äusserungen der Notenbanken im November bleibt die jetzt beginnende Berichtssaison der Unternehmen bestimmend für die kurzfristige Marktentwicklung. Dabei werden die Indizes und deren Entwicklung überschätzt, da sie vergleichsweise schlecht die reale Wirtschaft repräsentieren. Zu wenige Unternehmen dominieren aktuell die Indizes, was von der Entwicklung der breiten Masse der Unternehmen ablenkt.

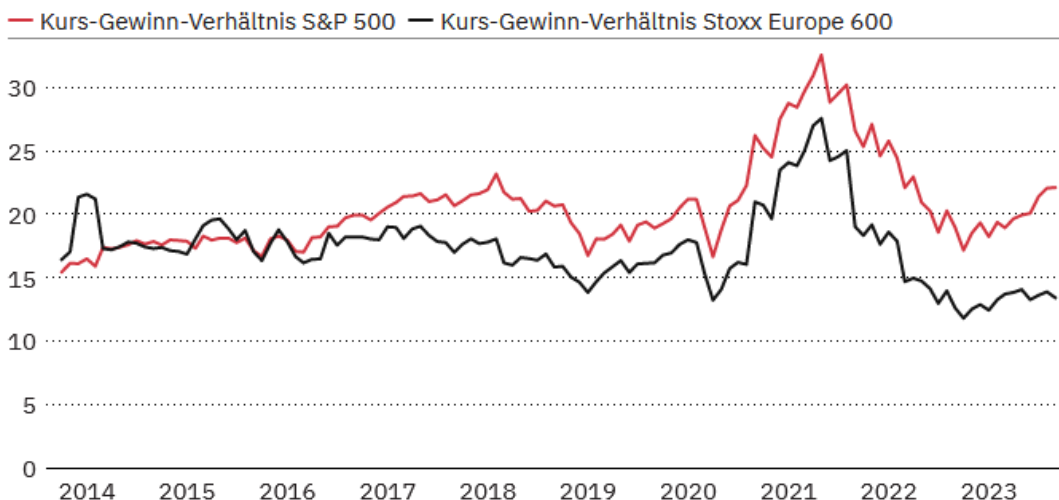
Darüber hinaus hat die Geopolitik der letzten Jahre den Trend zu De-Globalisierung und Multi-Polarität begründet, der unterm Strich sowohl wachstumshemmend

als auch inflationär wirkt – ein Thema, das auch die Kapitalmärkte in den kommenden Jahren immer wieder vor Herausforderungen stellen wird.

Der US-amerikanische Aktienmarkt sieht auf Indexniveau (z. B. S&P500) ungleich teurer aus als der europäische Markt (z. B. Stoxx600). Die für US-Titel gezahlten Kurs-Gewinn-Verhältnisse sind um durchschnittlich 75 % teurer. Sowohl die US- als auch die europäischen Indizes sind aufgrund ihrer Zusammensetzung von Besonderheiten geprägt. So sind in den USA in erster Linie Technologiewerte stark gestiegen und haben die durchschnittliche Bewertung hochgezogen. In Europa sind meist Banken (wegen steigender Zinsen) gestiegen sowie Luxustitel (wegen Chinas Post-Pandemie-Phantasie). Generell fehlen Europa die sehr teuren Wachstumstitel, was die Indizes günstiger erscheinen lässt. Gleichzeitig ist festzustellen, dass die breite Masse US-amerikanischer Aktien ebenfalls nicht teuer erscheint, viele Sektoren blicken auch auf keine positive Wertentwicklung seit Jahresbeginn.

## US-Aktien sind teurer

Bewertungen USA vs. Europa



Quelle: Bloomberg



# Asset Allocation & Investmentstrategie

## **Auf die Einzeltitelselektion kommt es an**

Nach vorne schauend wird es zunehmend auf die Aktienselektion ankommen. Bei Technologietiteln ist aktuell durch die Künstliche-Intelligenz-Euphorie ein rosarotes Szenario eingepreist, dessen Eintritt äusserst fragwürdig erscheint. Bei europäischen zyklischen Titeln ist eine schwerwiegende Rezession eingepreist. Während dank der Notenbanken ein risikoloser Zins zwischen 4 % im Euro und 5,5 % im US-Dollar zu verdienen ist, liegen die Gewinnrenditen (umgekehrtes Kurs-Gewinn-Verhältnis auf Basis laufender Gewinne) bei Aktien in den USA bei nur 4,5 % (S&P 500), in Europa immerhin bei 7,0 % (Stoxx600). Historische Risikoprämien bewegen sich um 4 % bezogen auf den risikolosen Zins.

Es gibt aktuell viele attraktive Aktien, während die Aggregate, also Indizes, schwer zu beurteilen sind. So haben zuletzt US-amerikanische Technologietitel – also die Gewinner des Jahres bislang – kräftig korrigiert, um die geänderten Zinsszenarien einzupreisen. Dies ist grundsätzlich zu begrüssen, da Überbewertungen abgebaut werden. Aufgrund der Psyche des Aktienmarktes besteht aber immer das Risiko, dass sich derartige Korrekturen auch auf Titel ausweiten, die eigentlich bereits sehr günstig bewertet sind. Wir halten konsequent an unserer Ausrichtung fest, in hohe Qualität zu investieren, auch wenn dies seit Jahresbeginn eine im Vergleich zu den Indizes schlechtere Wertentwicklung gebracht hat.

## **Infrastruktur**

Konjunktur unabhängige Aktien aus dem Infrastruktur-Sektor verleiten dem Realwert-Strategie-Portefeuille die nötige Stabilität. Gute Dividenden-Renditen und stabile Geschäftsmodelle werden nachhaltig positiv wirken.

## **Gold bewährt sich als Krisenwährung**

Gold zeigte sich zuletzt robust trotz stark steigender Zinsen. Abgaben von Anlegern, die Gold bei Nullzins als Geldersatz erworben hatten, wurden überkompensiert von Käufen internationaler Notenbanken. Insbesondere die Idee der erweiterten BRICS-Staaten (Brasilien, Russland, Indien, China, Südafrika) einer gemeinsamen, goldunterlegten Währung konnte beflügeln. Daneben sorgt die unveränderte geopolitische Unsicherheit für eine gewisse Stabilität. Wir gehen davon aus, dass bei weiter vorherrschenden von Unsicherheit dominierten Szenarien Gold weiter einen wertvollen Portfoliobeitrag leisten kann.

## **Der Wert der Liquidität**

Den Wert der Liquidität im Hinblick auf erneut denkbare Marktverwerfungen schätzen wir hoch ein. Wir halten deswegen einen ausreichend hohen Anteil des Portfolios an liquiden Mitteln, um bei Kurseinbrüchen Qualitätstitel günstig einzusammeln. Gold halten wir unverändert als strategische Krisenwährung und als Inflationsschutz.



Herzliche Grüsse  
Ihr azemos-Team

### **Reinhard Stäuble**

Tel. +41 52 633 60 01

E-Mail: [r.staeuble@azemos.ch](mailto:r.staeuble@azemos.ch)