

## Ein beruhigendes erstes Halbjahr

Die Finanzmärkte starteten vorsichtig in das Jahr 2023, zeigten sich aber dennoch von einer wesentlich attraktiveren (und damit beruhigenderen) Seite als im letzten Jahr.

Die große Mehrheit der Anlagekategorien legte nämlich in den letzten sechs Monaten zu. Mit Ausnahme der börsennotierten Schweizer Immobilien und der chinesischen Aktien zeigen alle von uns beobachteten Finanz- und Aktienindizes eine positive, in einigen Fällen sogar erfreuliche Entwicklung.

### Wertentwicklung der wichtigsten Aktienindizes am 30.06.2023 (in CHF)

Suisse	SMI	5.1%
	SMIM	8.8%
Europe	EURO STOXX 50	14.7%
USA	Dow Jones	0.6%
	NASDAQ	28.5%
	S&P 500	11.5%
Japon	NIKKEI	15.1%
Chine	CSI 300	-8.7%
Immobilier suisse	SXI Real Estate	-2.3%
Obligations en CHF	Swiss Bond Index	3.6%

Seit dem letzten Winter haben die meisten Weltbörsen eine ziemlich klare Trendwende vollzogen und setzten während des gesamten ersten Halbjahres den Aufwärtstrend fort, der durch die Krise im Bankensektor im März und die weitere Straffung der Geldpolitik kaum gebremst wurde.

Die Aktienmärkte entwickeln sich seit Anfangs 2023 erfreulich. Angetrieben von der Wachstumsdynamik der Technologie Aktien, sowie der Luxusgüteraktien. Alles was in irgendeiner Weise mit Künstlicher Intelligenz zu tun hat, war gefragt.

Defensive Sektoren und "Value"-Titel (Energie, aber auch Aktien aus den Sektoren Gesundheit und Basiskonsumgüter) bleiben deutlich zurück.

Dies ist der Grund für den "Stillstand" unseres Leitindex Swiss Market Index (SMI), der durch Nestlé, Novartis und vor allem Roche belastet ist, und der damit klar hinter den anderen, zyklischeren Aktienmärkten (Nasdaq in den USA und den europäischen Börsen insgesamt) zurückbleibt. Anzumerken ist, dass die europäischen Aktien des EuroStoxx 50 (+14,7%) ihre amerikanischen Pendanten des S&P 500 (+11,5%) im ersten Halbjahr übertrumpft haben.

Um die relativ schlechte Performance unseres sehr "konservativen" SMI zu erklären, muss man als "Entschuldigung" für seine besondere Zusammensetzung den Zusammenbruch und das Verschwinden eines seiner Mitglieder (die Aktie CREDIT SUISSE) und das (vorübergehende?) Unglück seines einzigen technologie orientierten Wertes (Logitech) hinzufügen. Zu erwähnen ist noch, dass die Aktie der Zürich Fin. Group (-4,5 % im Jahr 2023) 2022 die beste Börsenperformance des SMI (+3,7 %) erzielt hat.

### Wertentwicklung der Schweizer Aktien des SMI im Jahr 2023

ABB	22.8%
Alcon	14.9%
Cie Financière Richemont	25.4%
Geberit	5.6%
Givaudan	2.7%
Holcim	24.9%
Kuehne+Nagel Int	21.1%
Logitech	-7.9%
Lonza Group	15.4%
Nestlé	-0.2%
Novartis	6.6%
Partners Group	1.8%
Roche	-6.0%
Sika	11.4%
Sonova	6.8%
Swiss Life Holding	7.9%
Swiss Re	3.8%
Swisscom	10.2%
UBS Group	4.0%
Zurich Insurance Group	-4.5%

Zum ersten Mal seit vielen Monaten sind die Geldströme in Aktien also wieder positiv. Anleger, die generell untergewichtet und speziell in Technologiewerten unterinvestiert waren, kauften während des gesamten Halbjahres weiter und trieben die Indizes nach oben.

Und dies trotz ausgeprägter Unsicherheiten (um nicht zu sagen Widrigkeiten) wie dem Inflationsdruck und der damit verbundenen Geldpolitik sowie der sehr unsicheren Entwicklung der Weltkonjunktur, die die Unternehmensgewinne zwangsläufig unter Druck setzte.

Dieser Enthusiasmus (in einigen Fällen sogar "Euphorie") und die deutliche Erholung der Aktienkurse müssen auch und vor allem vor dem Hintergrund der Ereignisse des letzten Jahres gesehen werden.

2022 war in der Tat eines der schlechtesten Börsenjahre seit langem. Ein "Aufholeffekt" konnte (logischerweise) allein unter diesem Gesichtspunkt in Betracht gezogen werden.

Schließlich materialisierte sich die "Phobie" im Zusammenhang mit der Energieknappheit im Winter glücklicherweise nicht, was zu mehr Optimismus und einer positiveren Einstellung gegenüber riskanten Anlagen führte.

Die erste Jahreshälfte war für die Aktien der Industrieländer recht dynamisch, aber auch für die Anleihen, die nach der Zinswende an Attraktivität gewonnen haben. Die Renditen liegen heute weit über den Renditen, die wir von denselben Anleihen seit vielen Jahren gewohnt waren.

Börsennotierte Immobilien leiden zwar immer noch unter dem starken und raschen Anstieg der Zinssätze, haben aber mittlerweile ein Bewertungsniveau erreicht, das die meisten schlechten Nachrichten einpreist.

## Inflation, Zinssätze und Geldpolitik

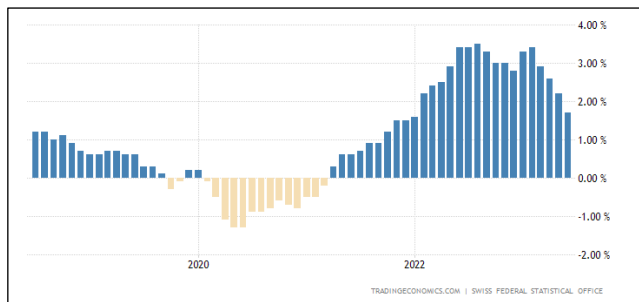
Die Inflation ist weiterhin das zentrale Thema. Auch wenn sie sich allmählich abschwächt, liegt sie derzeit noch deutlich über den Zielen der verschiedenen Zentralbanken.

In den USA ging die Inflation im Mai auf 4,0% zurück, und dürfte im Juni weiter zurückgehen. Wir erinnern daran, dass die Inflation in den USA vor genau einem Jahr fast 10 % erreicht hatte (9,1 % im Juni 2022). Die Ökonomen der Federal Reserve rechnen jedoch erst 2025 mit einer Rückkehr auf 2,5%.

Dasselbe Szenario gilt für die Eurozone, wo die Inflation immer noch über 5% liegt (5,5% im Juni) und die Experten der Europäischen Zentralbank eine Rückkehr zu 2,3% erst für 2025 prognostizieren. Zur Erinnerung: Im Oktober 2022 lag die Rate noch bei 10,6%.

In der Schweiz ging die Preisentwicklung im Juni auf 1,7% zurück. Im Sommer 2022 lag sie bei 3,5 % und liegt nun unter dem Ziel der Schweizerischen Nationalbank von 2%, wird aber in den nächsten Monaten wahrscheinlich um diesen Wert herum stagnieren, was eine erhöhte Wachsamkeit erfordert.

**Inflationsrate in der Schweiz von Juni 2020 bis Juni 2023**



Trotz der beschriebenen Abschwächung des Inflationsdrucks, wie oben beschrieben, bleibt die Geldpolitik der wichtigsten Zentralbanken restriktiv; die Zinssätze sind nach wie vor aufwärts gerichtet.

Die Zentralbanker behalten ihren Kurs bei und weisen darauf hin, dass der Kampf gegen die Inflation noch lange nicht gewonnen ist. Die Hoffnungen auf eine geldpolitische Lockerung in der zweiten Jahreshälfte sind nun unsicherer, da der Inflationsrückgang vom derzeitigen Niveau aus wahrscheinlich langsamer und weniger spektakulär verlaufen wird.

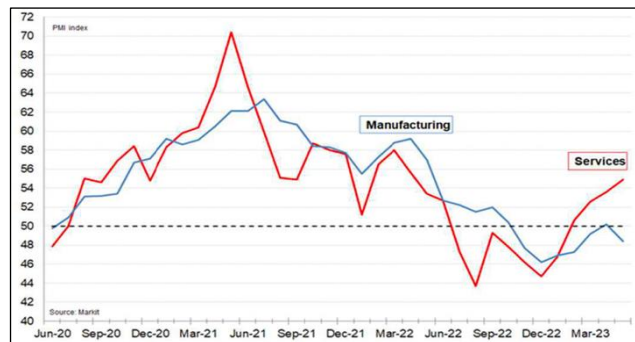
Wir sind jedoch der Ansicht, dass dieselben Zentralbanken bald eine nachhaltige Pause in ihrem geldpolitischen Straffungszyklus einlegen werden und dass der Höhepunkt des Renditeanstiegs nicht mehr weit entfernt ist; aus diesem Grund haben wir unser Gesamtengagement in Anleihen erhöht.

## Rezession oder nicht Rezession?

Die Widerstandsfähigkeit der Weltwirtschaft, ist trotz steigenden Zinsen sowie dem geopolitischen Konflikt, positiv zu beurteilen.

Aber noch ist nichts gewonnen. Die wichtigsten vorlaufenden Wirtschaftsindikatoren bleiben sehr uneinheitlich und bestätigen zwar eine weiterhin solide Aktivität im Dienstleistungssektor, aber eine wiederkehrende Abschwächung im verarbeitenden Gewerbe.

**Divergenz der Frühindikatoren und des US Business Confidence Index zwischen dem Dienstleistungssektor und der Industrie in grossen Volkswirtschaften, das Beispiel USA**



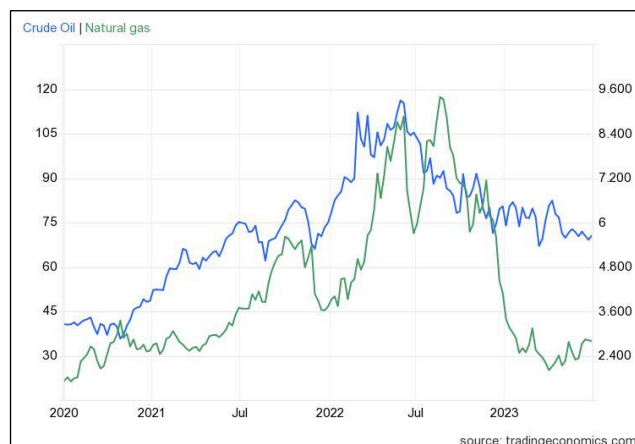
Quelle : UBP

Man kann daher von einer weichen Landung der wichtigsten Volkswirtschaften sprechen, die jedoch vor allem auf den starken Rückgang der Energie- und Lebensmittelpreise seit ihren Höchstständen unmittelbar nach dem Ausbruch des Krieges in der Ukraine zurückzuführen ist.

Aus globaler Sicht deuten die jüngsten Prognosen des IWF auf eine Abschwächung hin, wobei das weltweite Wirtschaftswachstum mit rund 3% nur knapp über dem als rezessiv eingestuften Niveau liegt.

Dieses gedämpfte und stagnierende globale Wachstum führt zu einer geringeren Nachfrage nach allen Rohstoffen und erklärt den Rückgang der Preise für Öl, Gas und die wichtigsten strategischen Industriemetalle.

**Entwicklung der Gas- und Ölpreise von Juni 2020 bis Juni 2023**



Quelle : Rothschild & CO/Bloomberg

## Eine unvermeidlich unsichere Geopolitik

Der russisch-ukrainische Konflikt ist trotz der jüngsten ukrainischen Offensive, die lediglich die Rollen zwischen Angreifern und Verteidigern vertauscht, leider immer noch in vollem Gange.

Allerdings ist dieser Krieg in den Hintergrund getreten; auch wenn der Zusammenstoß zwischen Prigoschin und Putin ihn für einige Stunden wieder in den Vordergrund gerückt hat (es ist schwierig, eine Erklärung für diesen Vorfall zu finden, was die Komplexität des aktuellen geopolitischen Kontextes zeigt). Keine besondere Reaktion der Märkte, die den Krieg nicht mehr als wichtiges Element betrachten; dies haben wir bereits in unseren vorherigen Kommentaren geschrieben.

Die politische und geopolitische Situation ist immer noch "besorgniserregend" (sie wird es ohnehin auf unbestimmte Zeit sein...), aber die Elemente, die wir genauer verfolgen, bleiben stabil oder unter Kontrolle und haben derzeit einen geringeren finanziellen Einfluss:

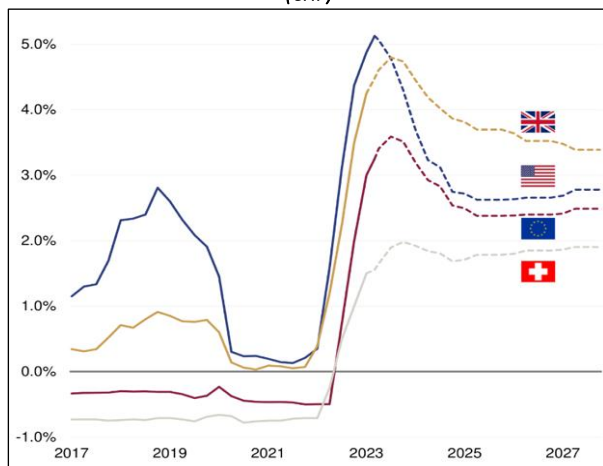
- Die chinesisch-amerikanischen Spannungen
- Die sozialen Proteste in Frankreich und die Verschlechterung des politischen Dialogs.
- Der Vorwahlkampf in den USA
- Etc.

## Ein ermutigendes zweites Halbjahr

Unsere Einschätzung der beiden grundlegenden Parameter: Zinssätze und Wachstum.

- Die restriktive Geldpolitik beginnt zu wirken. Die Verschlechterung der Kreditbedingungen bedeutet, dass sich die geldpolitische Straffung ihrem Ende nähert. Die Erwartungen an die "Endzinsen" stabilisieren sich auf Höchstständen (ca. 5,5% in den USA, ca. 3,5% in der Eurozone, ca. 2% in der Schweiz), Niveaus die bereits sehr nahe an den heutigen liegen.
- Das globale Wachstum verlangsamt sich, aber das Szenario einer weichen Landung überwiegt. Der konjunkturelle Tiefpunkt könnte im letzten Quartal 2023 erreicht werden.

**Aktuelle Leitzinsen und "Terminalsätze" der Zentralbanken der USA (USD), Großbritannien (GBP), Deutschlands (EUR) und der Schweiz (CHF)**



## Unser strategischer Ansatz

Alles zu verkaufen, um sich während der gesamten zweiten Jahreshälfte über die erzielten Gewinne zu freuen, die sogar über den Erwartungen zu Jahresbeginn lagen, ist so, als hätte man das Glück gehabt, bei einem Glücksspiel zu gewinnen, und als wäre es an der Zeit, mit dem Spielen aufzuhören. Das entspricht nicht unserer Auffassung von Investieren. Das ist spekulieren, und entspricht nicht unserer Anlagephilosophie.

Es gibt natürlich einen Mittelweg zwischen dem überoptimistischen Anleger, der die Realität des aktuellen Umfelds oder die Herausforderungen des Augenblicks ignoriert, und dem Ängstlichen, der befürchtet, dass sich der Himmel plötzlich verdunkelt und der Wert seiner Investitionen auf Null sinkt.

Der beste Ratgeber in solchen Situationen ist sicherlich gesunder Menschenverstand und wahrscheinlich auch eine gewisse Erfahrung, die man sich durch die Analyse früherer Börsenzyklen angeeignet hat.

Unser geduldiger (keine größere Über-/Untergewichtung im Vergleich zu unserer mittelfristigen strategischen Allokation) und ausgewogener Ansatz (angemessenes Engagement in den beiden grundlegenden Anlageklassen Aktien und Anleihen) führt bis zur Jahresmitte zu einem angemessenen Kapitalzuwachs; eine zufriedenstellende Entwicklung, die auch in der zweiten Jahreshälfte anhalten dürfte.

## Unsere taktische Aufteilung

### Anleihen

Festverzinsliche Anlagen finden eindeutig wieder ihren Platz in den Portfolios und werden schließlich zunehmend als attraktive Alternative betrachtet.

Nach dem starken Anstieg der Zinssätze, der 2022 begonnen hat, gibt es zweifellos interessante Möglichkeiten, in diesen Markt zu investieren.

Generell bevorzugen wir Anleihen in CHF, EUR und USD, halten die Laufzeiten eher kurz und achten besonders auf die Bilanzen der emittierenden Unternehmen, indem wir Anleihen mit erstklassiger Bonität bevorzugen. In diesem Zusammenhang raten wir, sich auf die Bonität der Emittenten zu konzentrieren und nur Investment-Grade-Anleihen von hoher Qualität auszuwählen und risikoreichere Hochzinsanleihen zu meiden.

**Renditen bei Fälligkeit von Staatsanleihen in USD, EUR und CHF**

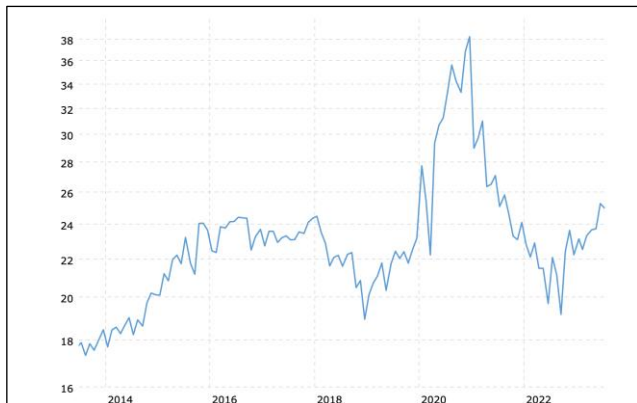


## Aktien

Auch bei dieser Anlageklasse muss der Schwerpunkt eindeutig auf einer sorgfältigen Auswahl von erstklassigen Titeln liegen. Unternehmen mit soliden Geschäftsmodellen, guten Bilanzen und stabilen Margen sollten bevorzugt werden.

Die Bewertungen sind im historischen Vergleich immer noch recht hoch, vor allem in den USA (nach oben verschoben durch die Multiples der großen Technologiewerte), verbergen aber erhebliche sektorielle oder faktorielle Divergenzen.

*P/E Ratio des US-amerikanischen S&P 500 Index*



Quelle : [macrotrends.net](https://www.macrotrends.net)

Die Anleger sollten daher versuchen, ihre Portfolios durch die Aufnahme von Titeln mit günstigeren Bewertungen auszugleichen oder sich für einige Mid Caps zu interessieren, die im Vergleich zu ihren größeren Kollegen deutliche Abschläge aufweisen.

Derzeit halten wir an unserem Qualitätsstandard fest und konzentrieren uns auf Unternehmen mit starken Positionen und soliden Bilanzen, die eher in Large Caps angesiedelt sind, wobei wir eine Sektorallokation mit einer Mischung aus "Old und New Economy" anstreben.

Der gesunde Menschenverstand sagt uns ganz klar, dass es ein nicht zu unterschätzendes Risiko einer relativen Unterperformance birgt, wenn man in der zweiten Jahreshälfte keine Aktien mehr hat. Umgekehrt ist es nach der Börsenperformance in der ersten Jahreshälfte leichtsinnig, die Euphorie in bestimmten Sektoren und bei bestimmten Aktien völlig zu ignorieren.

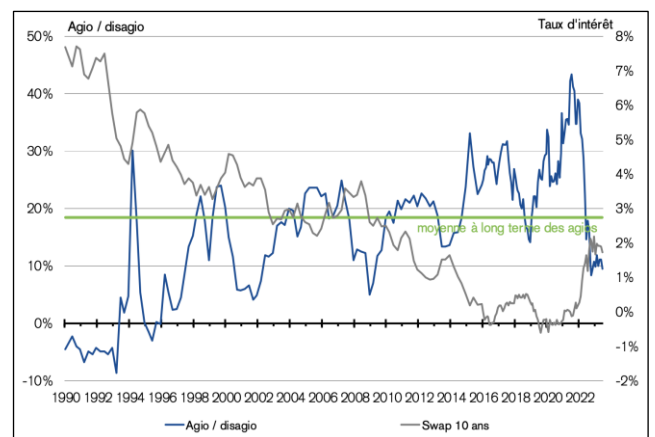
Mit anderen Worten: Bargeld zu besitzen ist kein Problem mehr. Es ist ein Zeichen von gesundem Menschenverstand, die Gewichtung etwas zu erhöhen, indem man einige Gewinne mitnimmt, z. B. aufgrund der jüngsten Begeisterung für Technologiewerte, die im Bereich der künstlichen Intelligenz einzuordnen sind.

## Immobilien

Der Zinsanstieg hat den Schweizer Immobilienmarkt stark belastet.

Nach den erheblichen Kurskorrekturen im Jahr 2022 und in geringerem Maße zu Beginn dieses Jahres bieten sich nun jedoch wieder Chancen, da die Gebühren und Prämien stark gesunken sind (von 45 % Anfang 2022 auf 10 %) und die neuen Zinsbedingungen weitgehend berücksichtigt werden.

*Agios und Disagios auf Schweizer Immobilienfonds*



Quelle : [Credit-Suisse Asset Management \(Schweiz\) AG](https://www.credit-suisse.com)

Derzeit sollte man sich auf Qualitätsimmobilien konzentrieren, sowohl im Wohnbereich (der sich besser hält) als auch im Bereich Gewerbe/Industrie.

Wir halten daher eine moderate Position in diesem Segment, da wir davon überzeugt sind, dass Schweizer Immobilienfonds und/oder börsennotierte Immobiliengesellschaften Teil eines breit diversifizierten Portfolios sein sollten - heute noch mehr als in der Vergangenheit.

Mit freundlichen Grüßen

**Adequaris Finance**  
Pascal Reynaud, den 10. Juli 2023