

Globale Anlagestrategie

Viertes Quartal 2023

Übersicht

Weltwirtschaft

- ❑ Konjunktur: Beschleunigung USA im dritten Quartal. Europa verhalten. China vergleichsweise schwach, aber durch Stimulus-Massnahmen gestützt.
- ❑ Höher als übliche Ersparnisse aus den Pandemie-Lockdowns und hoher Anteil von Festhypotheken: Verzögerter Einfluss gestiegener Zinsen auf die Budgets der privaten Haushalte.
- ❑ Stark gestiegener Ölpreis: Bremst Inflationsrückgang und Konjunktur.

Kapitalmärkte

- ❑ Notenbankzinsen: Nahe am Höhepunkt, aber anhaltende Hochzinsphase. Fed erhöht die Prognose und erteilt Zinssenkungserwartungen im kommenden Jahr eine Absage.
- ❑ Anleihen: Flachere Zinskurve. Realrenditen attraktiv.
- ❑ Börsen: Nachrichtenfluss v.a. aus den USA in der Summe stützend. Positive Saisoneffekte im Schlussquartal.

Teil 1: Performance-Übersicht

Im Gefolge von weiterhin recht guten Konjunkturdaten, zumindest in den USA, sind die Anleiherenditen im abgelaufenen Quartal gestiegen und die Kurse von Staatsanleihen gesunken. Unternehmensanleihen, insbesondere hochverzinsliche, haben demgegenüber deutlich besser abgeschnitten.

Trotz saisonal negativer Faktoren haben sich die Aktienmärkte im dritten Quartal recht gut behauptet.

Wie erwartet haben die Erdölpreise, allerdings mit Verzögerung, auf die Produktionskürzungen von OPEC+ im Frühjahr reagiert.

Globale Finanzmärkte

	EUR-Performance			CHF-Performance			USD-Performance		
	Sep-23*	3Q23*	2023*	Sep-23*	3Q23*	2023*	Sep-23*	3Q23*	2023*
Aktienmärkte									
MSCI Welt	-1.6%	-0.4%	11.4%	-1.0%	-1.7%	8.6%	-3.3%	-2.7%	10.9%
MSCI Value	0.4%	1.6%	2.1%	1.0%	0.3%	-0.5%	-1.4%	-0.8%	1.6%
MSCI Growth	-3.4%	-2.2%	21.4%	-2.8%	-3.4%	18.3%	-5.1%	-4.5%	20.9%
MSCI Quality Growth	-3.1%	-0.6%	17.4%	-2.5%	-1.9%	14.3%	-4.8%	-3.0%	16.8%
Stoxx Europe 600	-1.0%	-1.8%	6.8%	-0.3%	-3.0%	4.1%	-2.7%	-4.1%	6.3%
DAX (ohne Dividenden)	-2.4%	-3.7%	8.2%	-1.8%	-4.9%	5.4%	-4.1%	-5.9%	7.7%
Swiss Market Index	-1.6%	-1.0%	5.4%	-1.0%	-2.3%	2.7%	-3.3%	-3.4%	4.9%
USA (S&P 500)	-2.0%	-0.1%	13.6%	-1.3%	-1.4%	10.7%	-3.7%	-2.5%	13.0%
Nasdaq	-3.7%	-1.4%	27.5%	-3.0%	-2.6%	24.3%	-5.4%	-3.7%	26.9%
Japan (Topix)	1.8%	3.5%	11.6%	2.5%	2.2%	8.8%	0.0%	1.1%	11.1%
MSCI Schwellenländer	-0.7%	-1.0%	0.5%	0.0%	-2.3%	-2.1%	-2.5%	-3.4%	0.0%
Schwellenländer Asien	-0.8%	-1.1%	-0.1%	-0.1%	-2.4%	-2.6%	-2.5%	-3.4%	-0.6%
Anleihen									
Deutschland (5-7 J.)	-1.5%	-0.7%	0.6%	-0.8%	-2.0%	-2.0%	-3.2%	-3.1%	0.1%
Schweiz (5-7 J.)	-1.4%	1.0%	5.7%	-0.8%	-0.3%	3.0%	-3.2%	-1.4%	5.2%
Europa, Investment Grade	-0.6%	0.6%	2.8%	0.1%	-0.7%	0.2%	-2.3%	-1.7%	2.3%
Europa, Hochverzinsliche	0.7%	2.1%	6.6%	1.3%	0.8%	3.9%	-1.1%	-0.3%	6.1%
USA (5-7 J.)	0.0%	0.2%	-0.4%	0.6%	-1.1%	-2.9%	-1.8%	-2.1%	-0.8%
USA, Hochverzinsliche	1.0%	3.2%	6.8%	1.6%	1.9%	4.0%	-0.8%	0.8%	6.3%
Schwellenl. (Hartwähr.)	-0.3%	0.6%	2.5%	0.4%	-0.7%	-0.1%	-2.0%	-1.8%	2.1%
Rohstoffe									
Erdöl (Brent)	10.4%	29.5%	17.2%	11.2%	27.9%	14.2%	8.5%	26.5%	16.6%
Industriemetalle	0.4%	3.5%	-6.7%	1.1%	2.2%	-9.1%	-1.3%	1.1%	-7.2%
Gold (US\$/Unze)	1.0%	2.7%	6.1%	1.7%	1.4%	3.4%	-0.8%	0.3%	5.6%
Landw. Rohstoffe	0.7%	0.2%	-5.0%	1.4%	-1.1%	-7.5%	-1.1%	-2.1%	-5.5%
Hedge Funds									
Hedge Fund of Funds	-	3.9%	3.9%	-	2.6%	1.2%	-	1.5%	3.4%

*Daten per 22. Sep. 2023. Hedge Funds bis zum letztverfügbaren Monatsende. Quelle: Indexanbieter

Teil 2: Weltwirtschaft – USA vergleichsweise solide

Obwohl bereits vor Jahresfrist erste Rezessionsängste aufgekommen waren, präsentieren sich die Volkswirtschaften der westlichen Industrieländer trotz stark gestiegener Notenbankzinsen in erstaunlich guter Verfassung. In den USA sind die Wachstumsschätzungen für dieses Jahr von rund 0,5% auf mittlerweile 2,0% gestiegen. Die besser als erwartete Konjunktur dürfte immer noch teilweise auf Sonderfaktoren im Zusammenhang mit der Pandemie zurückzuführen sein. So verfügen viele private Haushalte immer noch über höher als normale Ersparnisse aus der Zeit der Lockdowns. Im damaligen Tiefzinsumfeld konnten zudem viele US-Hausbesitzer ihre Hypotheken zu rekordtiefen Zinssätzen refinanzieren. Auch in Europa dürfte der hohe Anteil festverzinslicher Hypotheken den unmittelbaren Einfluss steigender Zinsen auf den Konsum reduziert haben. Die Investitionstätigkeit der Unternehmen ist weit stärker von der – nach wie vor recht guten – Gewinnentwicklung als vom Zinsniveau geprägt.

In Europa sind dennoch gewisse konjunkturelle Schwächezeichen erkennbar. Für die USA bleibt unser Basisszenario, dass im ersten Halbjahr 2024 eine konjunkturelle Abkühlung als Folge der stark gestiegenen Notenbankzinsen (welche mittlerweile real, d.h. unter Abzug der Inflation, mit über 1% auf dem höchsten Stand seit über 15 Jahren sind) eintreten wird. China befindet sich in einer Übergangsphase in Richtung eines strukturell tieferen Wachstums, welches nicht wie in der Vergangenheit primär vom Immobiliensektor, sondern vom Konsum und innovativen Branchen getragen werden soll. Eine ungeordnete Entwicklung ist in der staatlich gelenkten Wirtschaft Chinas aber nicht zu erwarten.

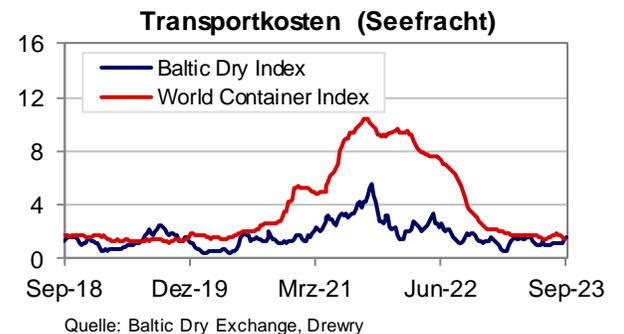
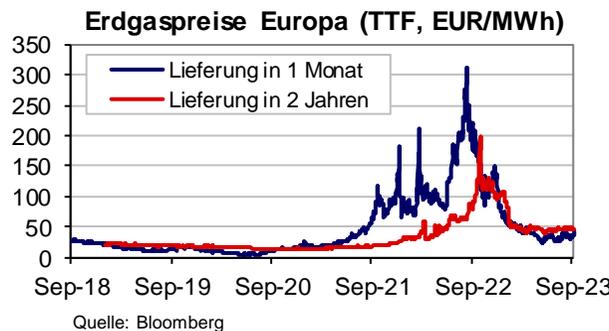
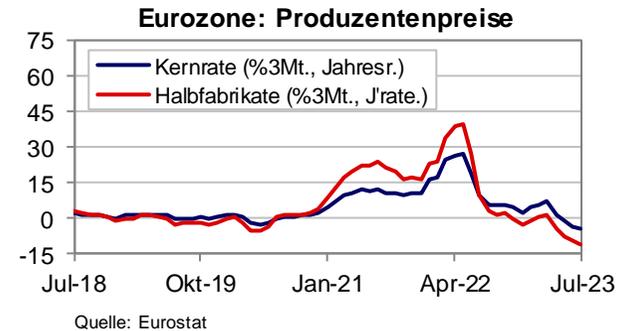
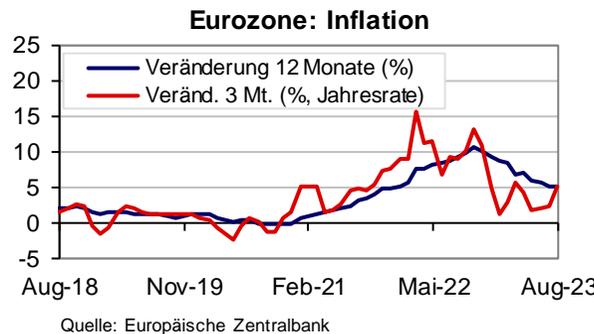
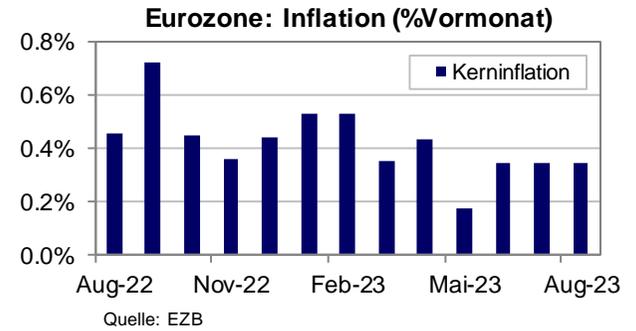
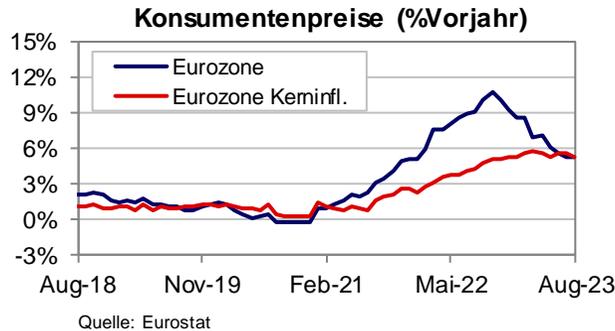
Bei der Inflation hat sich die Lage bei einer Reihe im letzten Jahr noch stark preistreibenden Faktoren entspannt. Dazu gehören Lieferketten, Transportkosten und in Europa die Erdgas- und Strompreise. Es zeigt sich anhand von zeitnahen Daten aus den USA, dass die mit dem Ende der Pandemie im vergangenen Jahr enorm gestiegene Zahl offener Stellen sinkt. Auch lässt der Lohndruck etwas nach, besonders bei Neuanstellungen. Bei der seitens Notenbanken im Vordergrund stehenden Kerninflation (welche Energie und Nahrungsmittel nicht enthält), lassen die jüngsten Daten in Europa keine Entwarnung zu, während in den USA Fortschritte beim Abbau der Kerninflation erkennbar sind. Ein zumindest vorübergehend negativer Faktor sowohl für die Konjunktur als auch die Inflation ist der markante Anstieg der Erdölpreise der letzten Monate.

Inflation Europa

Die Inflation in der Eurozone (Konsumentenpreise im Vorjahresvergleich) ist aufgrund tieferer Energie- und Transportkosten gesunken, wobei sich der Rückgang in den letzten Monaten nicht weiter fortgesetzt hat (s. Veränderung im 3-Monatsvergleich).

Die Produzentenpreise sind derzeit rückläufig, im Einklang mit globalen Trends also Folge gesunkener Transportkosten und weitgehend funktionsfähigen Lieferketten.

Die Kerninflation (d. h. die Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel) hat sich jedoch auf monatlicher Basis noch nicht wie erhofft verringert, wenngleich sich im September, angesichts des sehr hohen Monatswertes im Vorjahresmonate, ein deutlicher Rückgang gegenüber dem Vorjahr ergeben hat.



Teil 3: Geldpolitik – Fed erhöht Prognose erneut

Trotz nachlassender Inflation stellt die Widerstandsfähigkeit der Volkswirtschaften Europas und besonders jene der USA die Notenbanken auf die Probe, zumal eine wirtschaftliche Abschwächung, welche auch am Arbeitsmarkt deutlich erkennbar ist, als Voraussetzung dafür gilt, die Inflation nachhaltig in den Zielbereich der Notenbanken zurückzuführen.

Da sich die Geldpolitik derzeit etwa zwischen leicht expansiv (leicht negative Realzinsen in der Eurozone, vergleichbar mit den Jahren vor der Pandemie) und leicht restriktiv (über 1% realer Notenbankzinssatz in den USA auf Basis des Kern-PCE-Deflators) bewegt, dürften die Höchststände der Leitzinsen in Reichweite sein. Gleichzeitig ist absehbar, dass die Notenbankzinsen weit länger hoch bleiben werden als Anfang Jahr erwartet, was sich in der markant erhöhten Zinsprognose der US-Notenbank im September bestätigt hat.

Geldpolitischer Ausblick

	Notenbank-Zinsen			Zins in 6 Monaten		Markt-Kurs
	Aktuell	Letzte Änderung		Zins	Trend	Sep. 2024
Eurozone	4.00	14.09.2023	0.25	4.00	Unverändert	3.63
Grossbritannien	5.25	03.08.2023	0.25	5.50	Erhöhung	5.04
Schweiz	1.75	22.06.2023	0.25	2.00	Erhöhung	1.81
USA	5.38	26.07.2023	0.25	5.63	Erhöhung	4.97
Kanada	5.00	13.07.2023	0.25	5.25	Erhöhung	5.47
Australien	4.10	06.06.2023	0.25	4.25	Erhöhung	4.43
Brasilien	12.75	20.09.2023	-0.50	12.00	Senkung	-
Japan	-0.10	19.12.2008	-0.20	-0.10	Unverändert	0.00
China	2.50	15.08.2023	-0.15	2.40	Senkung	-
Indien	6.50	08.02.2023	0.25	6.50	Unverändert	-

*Daten per 22. Sep. 2023. Letzte Spalte: Forward-Kurs. Quelle: Notenbanken, Börsen, eigene Prognosen

Fed-Prognose: Fed Funds-Zins

Prognose vom: Dez.22 Mrz.23 Jun.23 Sep.23				
Medianwert der Prognose				
Dec-24	4.13	4.25	4.63	5.13
Dec-25	3.13	3.13	3.37	3.88
Dec-26	-	-	-	2.88
Mittelwert der Prognose				
Dec-24	4.30	4.40	4.75	5.05
Dec-25	3.32	3.33	3.58	3.97
Dec-26	-	-	-	3.22
Langfristig	2.50	2.50	2.50	2.50

Quelle: Federal Reserve



Quelle: Fed, EZB

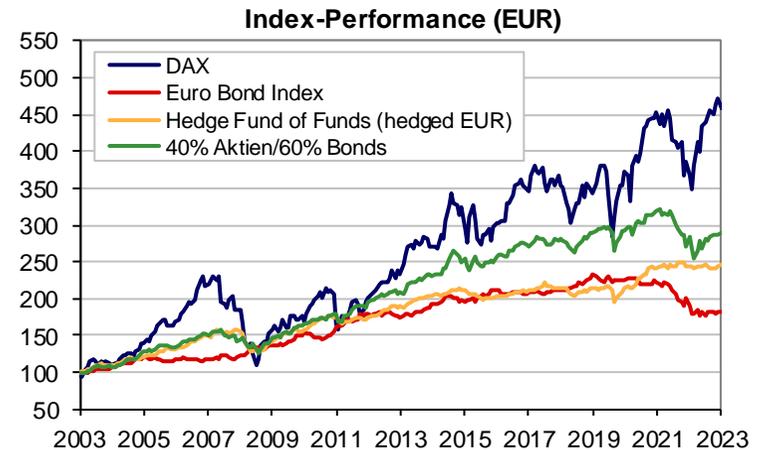
Teil 6: Hedge Funds und Immobilien

Hedge Funds haben in den letzten Jahren eher verhalten zugelegt, besonders auch im Vergleich mit der Performance eines klassischen Portfolios, d.h. 50% Anleihen/50% Aktien in den USA bzw. 60% Anleihen/40% Aktien in Europa.

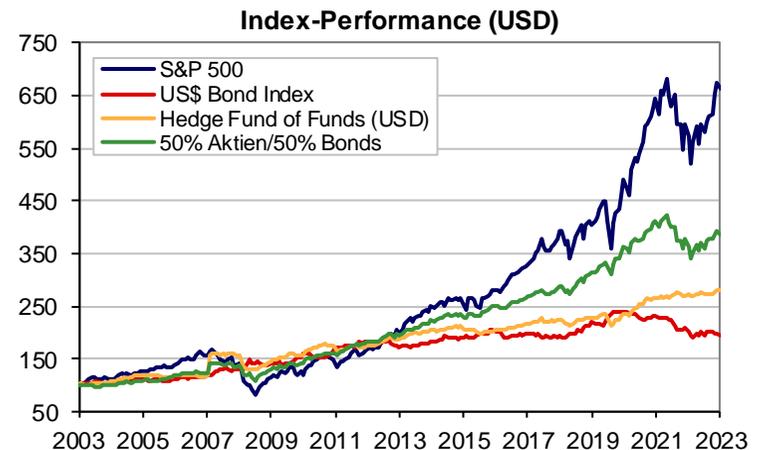
Hedge Funds

	Währung		Jahr*	2022
Hedge Fund Index	USD	Hedge Fund of Funds	3.4%	1.1%
Währungs-gesichert	EUR	Hedge Fund of Funds	-0.1%	-1.3%
	CHF	Hedge Fund of Funds	-0.7%	-2.2%
Benchmark	USD	50% US-Stocks/50% US Bonds	8.8%	-17.2%
Equity type	USD	Equity Market Neutral	2.9%	1.7%
	USD	Long-Short Equity	7.4%	-5.8%
	USD	Emerging Markets	1.2%	-6.0%
	USD	Convertible Arbitrage	2.4%	-3.3%
Event/fixed income	USD	Distressed	4.2%	-4.5%
	USD	Event Driven	5.6%	-6.8%
	USD	Event Driven-Multi Strategy	6.2%	-8.0%
	USD	Fixed Income Arbitrage	4.8%	-1.0%
Macro/CTA, übrige	USD	Global Macro	-7.4%	15.9%
	USD	Managed Futures	-3.0%	19.1%
	USD	Multi-Strategy	8.0%	1.3%
	USD	Risk Arbitrage	4.2%	-2.2%

*Daten verfügbar bis 31. Aug. 2023. Quelle: Bloomberg



Quelle: Deutsche Börse, Bloomberg Indiz., HFR, ICE, eigene Berechnungen

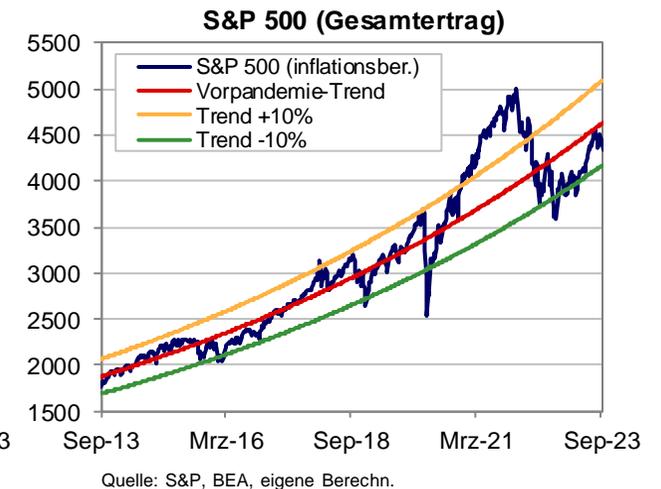
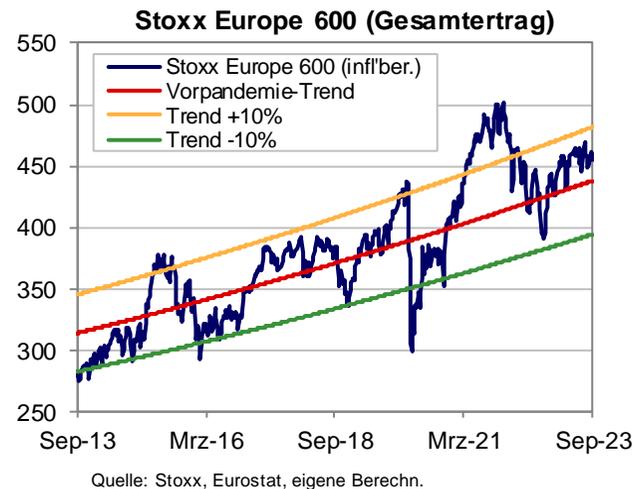


Source: S&P, Bloomberg Indices, HFR, own calculations

Teil 7: Aktienmärkte – Nachrichtenfluss etwa neutral

Insgesamt erachten wir den für die Börsen zentralen Nachrichtenfluss bezüglich Konjunktur und Inflation in den USA als leicht stützend, in Europa neutral bis leicht negativ. Bezüglich der Entwicklung der Unternehmensgewinne für das dritte Quartal erwarten wir im Mittel kaum Überraschungen, da sich die Konjunktur insgesamt recht gut gehalten hat und eine Reihe von Unternehmen die Erwartungen mit der Veröffentlichung der Resultate für das zweite Quartal bereits etwas zurückgenommen hat.

Die Börsen befinden sich etwa in der Mitte des Trendkanals (USA) bzw. leicht darüber (Europa), ohne aber Extremwerte ausserhalb des Kanals zu erreichen. Die saisonalen Faktoren sind im Schlussquartal positiv. Qualitäts-Wachstumsaktien dürften weiterhin vergleichsweise gut abschneiden, trotz kurzfristigem Gegenwind aufgrund steigende Anleiherenditen.



Teil 9: Anlagestrategie – Investiert bleiben

Für die Kapitalmärkte ist die Konjunktur ultimativ der wichtigste Faktor. Unser Basisszenario ist unverändert und sieht vorerst noch kein Abgleiten in eine Rezession vor. Die US-Wirtschaftsdaten sind besser als erwartet, während sich Europas Konjunktur zweifelsohne schwächer präsentiert. Das Risiko einer deutlich schwächeren Konjunktur verorten wir mittlerweile primär in der ersten Hälfte 2024.

Die Inflation, besonders die seitens Notenbanken im Fokus stehende Kerninflation, dürfte in den USA eher sinken (rückläufige Mietpreisinflation) als in der Eurozone, wo sie in den letzten Monaten überraschend hoch geblieben ist. Die Geldpolitik steht demgegenüber nicht mehr ähnlich im Vordergrund wie früher im Zinserhöhungszyklus, zumal die Zinshöchststände in Reichweite sind.

In der Summe spricht der Nachrichtenfluss, welcher derzeit aus den USA besser ist als in Europa, für zumindest gut gehaltene Börsen. Der Anstieg der Ölpreise ist allerdings ein leicht negativer Faktor für die Inflation und die Konjunktur. Der jüngste Aufwärtsdruck auf die Anleiherenditen dürfte keine dauerhaften Auswirkungen auf den breiteren Aktienmarkt haben, solange sich die Wirtschaftsdaten nicht verschlechtern.

Die empfohlene Vermögensallokation bleibt vor diesem Hintergrund unverändert, mit neutraler Gewichtung bei Aktien. Bei der Aktienselektion bietet ein Fokus auf Qualitätswachstumswerte einen gewissen Schutz in einem schwächeren konjunkturellen Umfeld. Nach der enormen Rallye in technologienahen Sektoren in der ersten Jahreshälfte, getragen u.a. von sehr hohen Erwartungen, was die künftige Nutzung von Sprachmodellen betrifft, erwarten wir, wie schon im abgelaufenen Quartal, eine ausgewogene Branchenperformance. Gewinnmitnahmen im Technologiesektor (auch bei Halbleiteraktien) dürften weitergehen, zum Teil bedingt durch Aufwärtsdruck bei den Zinsen.

Mittelfristig sehen wir ein ansprechendes Umfeld für Staatsanleihen. Ebenso bleiben Unternehmensanleihen mit guter Bonität interessant. Bei Staatsanleihen würden wir längere Laufzeiten wählen als bei Unternehmensanleihen (im Mittel neutrale Duration). Inflationsgeschützte Anleihen bieten sich als Ergänzung im festverzinslichen Bereich an. Die Gewichtung des US-Dollars bleibt vorerst neutral.

Die R & A Group Research & Asset Management AG ist ein unabhängiges, auf Finanzmarkt-Analysen und Vermögensverwaltung spezialisiertes Unternehmen. Die R & A Group zeichnet sich aus durch ein umfangreiches Investment Research mit einem Schwerpunkt in den Bereichen Anlagestrategie und Aktienselektion.

Das 2001 gegründete Unternehmen ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Zürich und verfügt über eine Bewilligung der Finanzmarktaufsicht (FINMA) als Vermögensverwalter gemäss Finanzdienstleistungsgesetz (FINIG 2018; SR 954.1).

***Investment-
Research at Work™***

Disclaimer: Wir übernehmen keine Gewährleistung für die Richtigkeit der Informationen in diesem Dokument, obgleich die Informationen auf Quellen beruhen, die wir für verlässlich halten. Wir sind unabhängig und haben keine Geschäftsverbindungen mit Unternehmen, die in diesem Dokument erwähnt sind. Ansichten, Schätzungen und Prognosen in diesem Dokument reflektieren unsere Beurteilung zum Zeitpunkt des Schreibens. Wir haben keine Verpflichtung, dieses Dokument zu aktualisieren, zu ändern oder zu ergänzen oder den Leser zu benachrichtigen, wenn sich Ansichten, Schätzungen oder Prognosen ändern oder nicht mehr akkurat sind. Dieses Dokument ist ausschliesslich zu Informationszwecken bestimmt und stellt keine Offerte zum Kauf oder Verkauf von Aktien oder anderen Wertschriften oder jede andere Anlageentscheidung dar. Dieses Dokument darf Personen in den USA, Grossbritannien und anderen Ländern, die dies allenfalls untersagen, nicht abgegeben werden.

Die Datenquellen sind jeweils vermerkt (ausgenommen sind Kursgraphiken; hier stammen die Daten von Börsen oder Indexanbietern).

© R & A Group Research & Asset Management AG · Bodmerstrasse 3 · CH-8002 Zürich · Telefon +41-44-201 07 20 · e-Mail info@ragroup.ch · www.ragroup.ch