

# Trion Invest-Letter

## Marktbericht 1. Semester 2023

Bern, Juni 2023

### Marktentwicklung 2023

Das erste Halbjahr 2023 ist für zahlreiche Anlageklassen besser ausgefallen als erwartet. Insbesondere die Aktienmärkte der Industrieländer können auf positive Kursentwicklungen zurückblicken. Die Hausse wurde hauptsächlich durch die grossen zyklischen Unternehmen sowie die bedeutenden Technologieunternehmen angetrieben. Insbesondere die neuesten Berichte zur künstlichen Intelligenz (KI) lösten bei den Aktien dieser Branche zeitweise ein Kursfeuerwerk aus. Defensive, nicht konjunktursensitive Sektoren wie Basiskonsumgüter, Gesundheit und Telekommunikation hatten derweil das Nachsehen.

Nicht bewahrheitet haben sich die Erwartungen der Marktteilnehmer auf eine frühzeitige Lockerung der Geldpolitik durch die Notenbanken. Auch die erhoffte Wiederbelebung der chinesischen Konjunktur ist nicht eingetreten und die geopolitischen Herausforderungen bleiben weiterhin bestehen.

### Kursentwicklungen per 26.06.2023, in CHF

Aktien Schweiz	+7.4%
Aktien Europa	+7.8%
Aktien USA	+10.1%
Aktien Asien	-0.5%
Obligationen Schweiz	+3.6%
Immobilien Schweiz	+0.6%
Gold	+2.2%

Quelle: Refinitiv

Wie geht es nun weiter? Um diese Frage zu beantworten, werfen wir zuerst einen Blick auf das aktuelle makroökonomische Umfeld und analysieren die Signale, welche die Finanzmärkte senden. Nebst einer anschliessenden Konklusion zeigen wir zum Abschluss auf, wie wir uns in diesem Umfeld positionieren.

### Aktuelles Umfeld

Die restriktiven geldpolitischen Massnahmen in den westlichen Ländern entfalten langsam ihre Wirkung, und die Inflationsraten haben sich merklich abgeschwächt. Dieser Rückgang lässt sich zum einen auf günstige Basiseffekte und zum anderen auf die gesunkenen Energiepreise zurückführen. Vorausschauende Indikatoren weisen darauf hin, dass sich die Wirtschaft weiter abkühlen wird.

In den USA sank die Inflationsrate im Mai im Vergleich zum Vorjahresmonat auf 4%. Als hartnäckiger zeigt sich die Kerninflationsrate, bei welcher die Energie und die Nahrungsmittel ausgeklammert werden. Sie betrug im Mai nach wie vor hohe 5.3%. Insgesamt hat sich das Wirtschaftswachstum in den USA noch nicht im gewünschten Mass abgekühlt. Insbesondere der Arbeitsmarkt erwies sich bis anhin als zu robust. Die historisch tiefe Arbeitslosenrate führte zu entsprechendem Lohnzuwachs bei den Arbeitnehmern, welche dank höheren Löhnen den Konsum und das Wirtschaftswachstum stützten. Vorauslaufende Indikatoren wie die Einkaufsmanagerindizes der Industrie kündigen indes schwierigere Zeiten an. Sie lassen darauf schliessen, dass die Unternehmensinvestitionen in den kommenden Monaten deutlich tiefer ausfallen werden.

Nach zehn zum Teil kräftigen Zinserhöhungen auf 5.25% hat die US-Notenbank Fed Mitte Juni zum ersten Mal seit dreizehn Monaten eine Pause eingelegt. Da geldpolitische Interventionen ihre Wirkung nicht in jedem Bereich gleich schnell entfalten, ist diese Pause gut nachvollziehbar. Die Fed wird in den kom-

menden Monaten ein besonderes Augenmerk auf die Entwicklung der Arbeitslosenrate und auf die unerwünschten Auswirkungen ihrer restriktiven Geldpolitik werfen.

In der Eurozone hat sich die Inflationsrate auf 6.1% abgeschwächt. Wie in den USA erweist sich die Kerninflationsrate auch in Europa mit 5.3% als resistent. Diese Resistenz hat die Europäische Zentralbank EZB anlässlich ihrer Sitzung Mitte Juni dazu veranlasst, den Leitzins auf 3.5% zu erhöhen. Angesichts der Zinsdifferenz zur Inflationsrate dürfte dies nicht der letzte Zinsschritt der EZB gewesen sein. Im Unterschied zu den USA ist das Wirtschaftswachstum in der Eurozone im vierten Quartal 2022 sowie im ersten Quartal 2023 zum Erliegen gekommen. Bis jetzt hat sich diese Stagnation der Wirtschaftsdynamik aber nicht auf den Arbeitsmarkt ausgewirkt.

Auch in der Schweiz ist die Inflation über die letzten Monate deutlich zurückgekommen und lag im Mai bei 2.2%. Die Kerninflationsrate hat sich auf 1.9% abgeschwächt. Dennoch dürfte die Schweizerische Nationalbank SNB ihren Leitzins von derzeit 1.75% weiter anheben. Für den weiteren Jahresverlauf rechnet die Nationalbank mit einem BIP-Wachstum von 1%. Dämpfend wirken die verhaltene Nachfrage aus dem Ausland, die teuerungsbedingten Kaufkraftverluste und die restriktiveren Finanzierungsbedingungen. Die Arbeitslosigkeit wird in diesem Umfeld vermutlich leicht ansteigen, und die Auslastung der Produktionskapazitäten dürfte etwas zurückgehen. Insgesamt bleiben die Rezessionsrisiken aber dank dem Privatkonsum moderat.

China als zweitgrösste Volkswirtschaft hat derweil andere Herausforderungen zu meistern. Der nach dem Ende der Null-Covid-Politik erhoffte Investitions- und Konsum-Schub entpuppte sich als Enttäuschung. Die Detailhandelsverkäufe, die Industrieproduktion, die Anlageinvestitionen sowie die Investitionen im

Immobilien Sektor entwickelten sich allesamt schwächer als von den Ökonomen erwartet. Das fehlende Vertrauen der Konsumenten und Unternehmen zeigt sich auch anhand der abnehmenden Wachstumsrate der Geldmenge. China hat kein Inflations- sondern vielmehr ein Deflationsproblem. Diese Gemengelage zwang die People's Bank of China kürzlich zu einer Leitzinssenkung. Die Signale verdichten sich, dass durch die Zentralregierung bald grössere Stimuluspakete verkündet werden dürften. Sicherlich hinderlich für die weitere Entwicklung ist die bereits heute hohe Verschuldung der Unternehmen und Privathaushalte.

### **Signale der Finanzmärkte**

Die Kursavancen der westlichen Aktienmärkte lassen vermuten, dass der Markt von einem optimalen Szenario mit nachlassender Inflation und ausbleibender Rezession ausgeht. Wie eingangs erwähnt, waren die Avancen sektoriell sehr unterschiedlich. Die Kursgewinne konzentrierten sich auf einige wenige grosskapitalisierte Unternehmen (allen voran auf ausgewählte Unternehmen aus der Technologiebranche), während die Aktienkurse von kleinkapitalisierten Unternehmen praktisch an Ort und Stelle verharren. Diese fehlende Marktbreite lässt sich am US-amerikanischen Aktienindex S&P 500 veranschaulichen. Während der normale S&P 500 (Gewichtung der Unternehmen im Index nach deren Marktkapitalisierung) im laufenden Jahr um 10.1% zulegen sollte, stieg der gleichgewichtete Index (jedes Unternehmen im Index hat das gleiche Gewicht) lediglich um 0.9%.

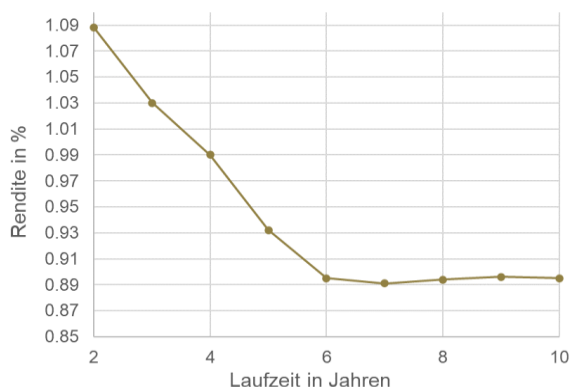
**S&P 500 im Vergleich mit dem gleichgewichteten S&P 500, Kursentwicklung 01.01. bis 26.06.2023, in CHF**



Quelle: Refinitiv / eigene Darstellung

Mit der nach wie vor starken Invertierung der Zinskurve signalisieren die Obligationenmärkte im Gegensatz zum Aktienmarkt eine hohe Wahrscheinlichkeit einer Rezession. Die Zinskurve bemisst die Renditedifferenz zwischen kurz- und langfristigen Staatsanleihen. Normalerweise ist diese Differenz positiv, wobei die Anleger für die höhere Unsicherheit von langfristigen Staatsanleihen mit einer entsprechend höheren Verzinsung kompensiert werden. Ist die Differenz hingegen negativ und die Zinskurve somit invers, ist der kurzfristige Zinssatz höher als der langfristige. Die Marktteilnehmer rechnen in diesem Fall mit einer wirtschaftlichen Abkühlung, begleitet von zukünftig tieferen Zinsen.

**Aktuelle Zinskurve Schweizer Staatsanleihen**



Quelle: Refinitiv / eigene Darstellung

Wenn man das Verhalten der Zinskurve in der Vergangenheit analysiert, fällt auf, dass diese rund ein Jahr vor Beginn einer Rezession invers wird, aber noch vor Beginn der Rezes-

sion wieder in den positiven Bereich dreht. Zudem haben die vergangenen Rezessionen überwiegend erst dann begonnen, wenn die Notenbanken die Zinserhöhungen beendet oder gar bereits mit den ersten Zinssenkungen begonnen haben. Bei der Zinskurve in den USA kam es im Verlauf des Novembers 2022 zur Inversion.

Ungeachtet der lauenden Herausforderungen ist der Risikoappetit der Anleger jüngst deutlich gestiegen. Noch sind die von uns beobachteten Stimmungsbarometer aber nicht im euphorischen Bereich.

### Konklusion

Die Konjunktur wird sich über die nächsten Monate weiter abkühlen. Haupttreiber dieser Abkühlung sind die Bemühungen der Zentralbanken, die Inflationsraten auf die gewünschten Niveaus zurückzuführen. Obschon die höheren Zinsen ihre Wirkung zu entfalten beginnen, deutet die Hartnäckigkeit der Kerninflationen darauf hin, dass der schwierigste Teil der Aufgabe noch vor uns liegen dürfte. Im Fokus der Zentralbanken steht hauptsächlich die Entwicklung des Arbeitsmarkts. Erst wenn in diesem Bereich eine nachhaltige Abkühlung zu verzeichnen ist, darf mit einer Lockerung der Geldpolitik gerechnet werden.

Trotz dieser herausfordernden Situation sowie der fehlenden Marktbreite sendet der Aktienmarkt grösstenteils positive Signale für die Zukunft. Diesem positiven Ausblick gegenüber steht jedoch der Obligationenmarkt, welcher infolge der inversen Zinsstrukturkurve eine Rezession in absehbarer Zeit prognostiziert.

Aktuell schätzen wir die Wahrscheinlichkeit, dass der Obligationenmarkt richtig liegen wird, höher ein.

## Unsere Positionierung

In unserem aktuellen Basisszenario gehen wir von einer Rezession in Europa und in den USA aus. Wir erwarten, dass sich der weitere Rückgang der Inflation auf die gewünschten Niveaus als hartnäckig erweisen wird. Die Notenbanken werden ihre geldpolitischen Fehler aus den 1970er und 1980er Jahren nicht wiederholen und die Leitzinsen somit eher zu spät als zu früh senken.

Zinsen und Obligationen: Das wieder attraktivere Umfeld hat uns Anfang Jahr dazu bewegen, die Obligationenquote auf neutral anzuheben. Aufgrund unserer mittelfristigen Optik einer erhöhten strukturellen Inflation (Stichwort De-Globalisierung und Protektionismus, strukturelle Knappheiten und Demographie) halten wir uns eher am kurzen bis mittleren Ende der Zinskurve auf. Wir gehen auch davon aus, dass sich die Zinskurve im Verlaufe der nächsten 12 – 18 Monate normalisieren wird.

Aktien: Wir bevorzugen weiterhin Firmen mit einer hohen Bilanzqualität und einem konjunkturresistenten Geschäftsmodell. Entsprechende Aktien haben im laufenden Jahr nur unterdurchschnittlich profitieren können. Gleichwohl halten wir daran fest und sind der Meinung, dass eine aufkommende Rezession unserer Ausrichtung wieder mehr entgegenkommen wird. Noch bleiben wir untergewichtet.

Alternative Anlagen: Aus Diversifikationsgründen halten wir nach wie vor an der neutralen Gewichtung fest. Dabei bevorzugen wir Schweizer Immobilien und Gold.

**TRIONINVEST**  
Yannick Gaschen

Dufourstrasse 29  
CH-3005 Bern  
+41 (0)31 359 30 36  
[yannick.gaschen@trioninvest.ch](mailto:yannick.gaschen@trioninvest.ch)  
[www.trioninvest.ch](http://www.trioninvest.ch)