



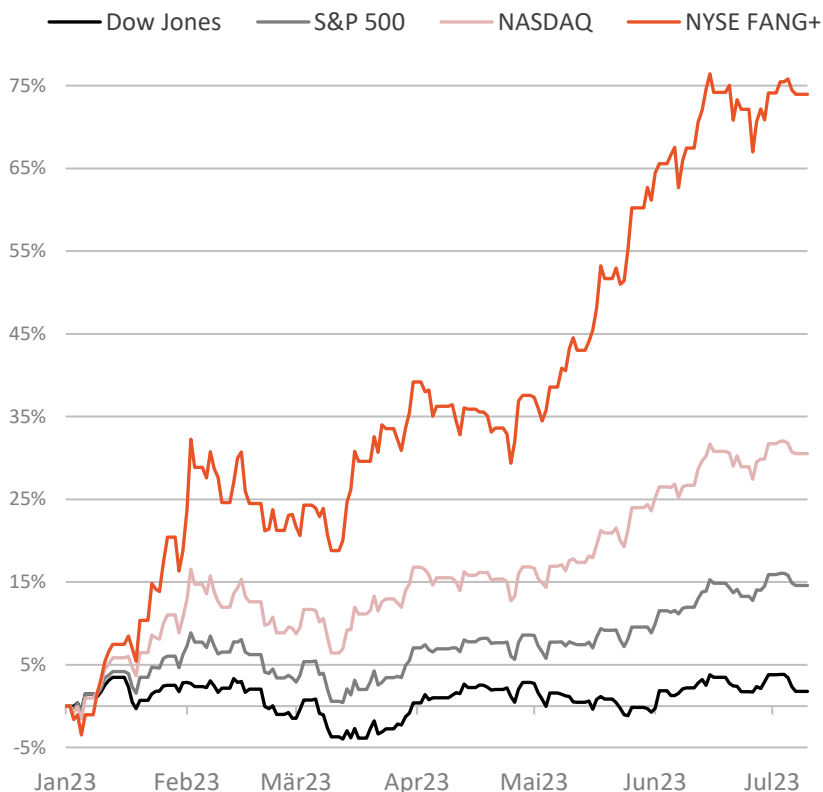
Anlegerbrief

3. Quartal 2023

Fokus: Hype auf künstliche Intelligenz

Nur rund zehn Titel haben den amerikanischen Aktienmarkt massgeblich nach oben geführt

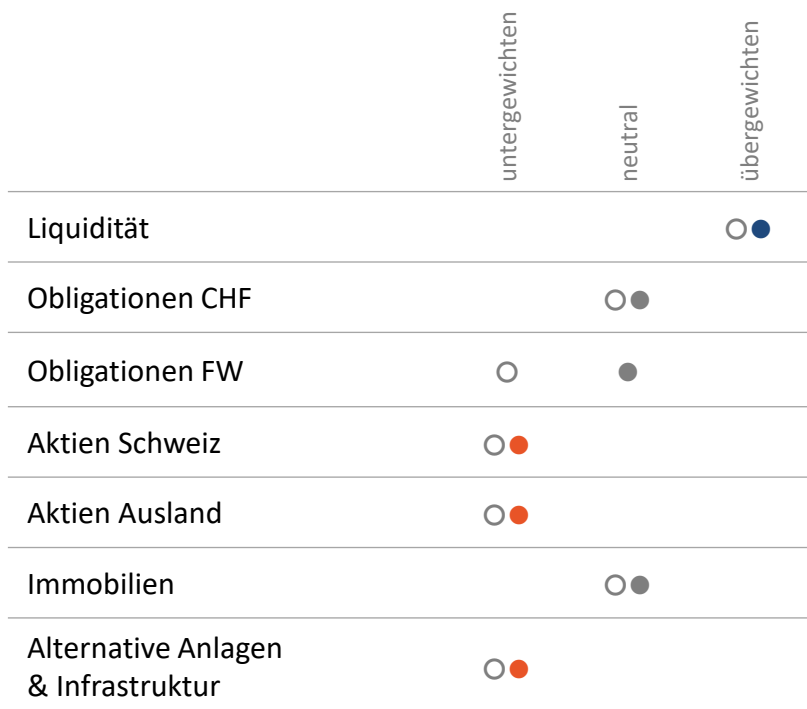
Amerikanischer Aktienmarkt in USD



- Seit Jahresanfang bildet sich bei eingetrübter Konjunkturlage eine Blase, die an die Covid Marktentwicklung erinnert.
- In der Pandemie-Welt bot das Thema Digitalisierung vielversprechende Aussichten. Heute liegt der Fokus auf dem Potential von künstlicher Intelligenz.
- Dieser stark konzentrierte Anlagetrend führt zu massiv in die Höhe getriebenen Kursen einzelner Titel. Diese ziehen die sonst wackelnden Börsenindizes nach oben.
- 2023 erwirtschafteten in den USA knapp zehn Titel die gesamte positive Rendite des S&P 500 Index. Ohne diese Titel fiel das Ergebnis eher nüchtern aus. Im Gegensatz zur spekulativen Phase der Neunziger Jahre generieren aber Firmen wie Microsoft, Nvidia, Meta, Apple u.a. mit ihrem heutigen Geschäftsmodell beträchtliche Gewinne.
- Dem breiten Markt fehlt es an Unterstützung und er ist anfällig für Korrekturen. Ein Platzen der spekulativen Blase ist schwierig zu prognostizieren. Der Effekt würde allerdings markant negativ ausfallen.

Taktische Allokation

Gewichtung



- Gewichtung der Vorperiode
- Aktuelle Gewichtung

Dem Aktienmarkt fehlen die Impulse

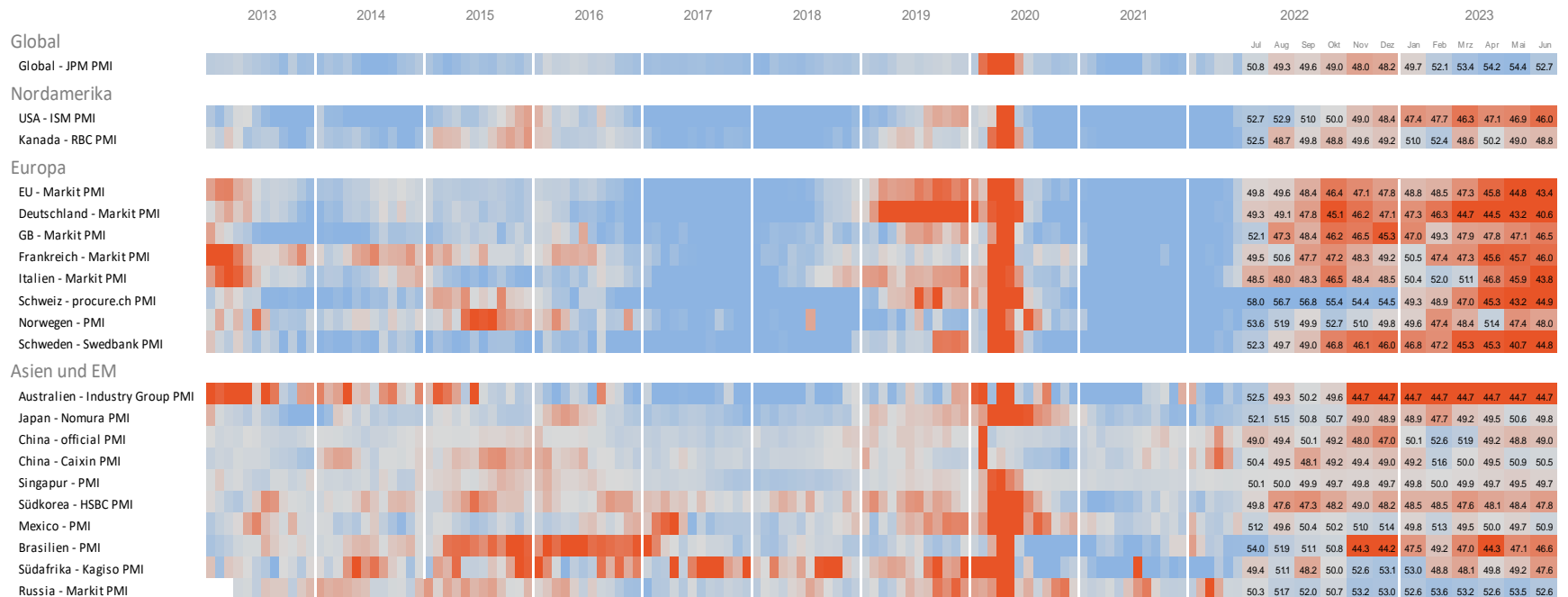
- Die Bankenkrise ist vorerst bewältigt. Die Marktteilnehmer gehen jedoch keine zusätzlichen Risiken ein und verbleiben am Seitenrand beziehungsweise in defensiven Anlagen wie Geldmarkt und Anleihen.
- Neben Geldmarktanlagen favorisieren wir aufgrund der inversen Zinsstrukturkurve weiterhin kurzlaufende Obligationen.
- Nachdem wir im laufenden Jahr die Gewichtung der Obligationen in CHF angehoben haben, ziehen wir vor dem Ende des Zinserhöhungszyklus mit den Fremdwährungsanleihen nach. Das Zinsrisiko (Duration) halten wir allerdings noch unter dem Strategieniveau.
- Dem Aktienmarkt fehlen die Impulse. Rückläufige Gewinne und hohe Bewertungen sprechen nicht für eine Erhöhung der Risiken. Unser Fokus bleibt auf Qualität und wir halten an der Untergewichtung fest. Sinkende Zinsen könnten das Blatt wenden.
- Bei Immobilien-Fonds und -Aktien verschwinden jedoch die Übertreibungen auf der Bewertungsseite. Im Gegensatz zum Ausland erwarten wir in der Schweiz eine weiche Landung. Die neutrale Gewichtung (für Schweizer Immobilien) wird beibehalten.
- Mit höheren Zinsen schwindet die Attraktivität von alternativen Produkten. Das schwache Wirtschaftswachstum löst keine Phantasien bei den Rohstoffen aus.

Vorauslaufende Indikatoren

Industrie Einkaufsmanager

Befragung von Einkäufern verschiedener Branchen auf derzeitige Aussichten: rot = Wirtschaft schrumpft / blau = Wirtschaft wächst

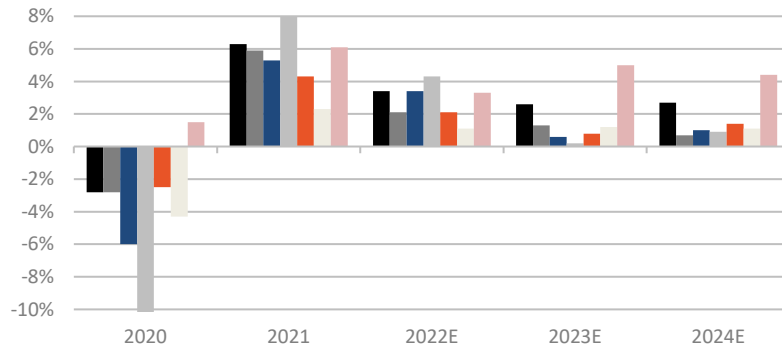
- Die vorlaufenden Indikatoren weisen auf wirtschaftliche Schwächen hin. Nicht nur die Einkaufsmanagerindices in der Industrie sind rückläufig, sondern auch jene bei den Dienstleistungen.
- Der US-Frühindikator (US Conference Board) ist in den letzten 14 Monaten stetig gesunken und deutet auf eine Rezession im zweiten Halbjahr hin.
- Generell nehmen auch die Stimmungsindikatoren von Unternehmen und Konsumenten ab (mit Ausnahmen wie die USA).



Wachstum und Inflation

Jährliche Veränderungen

Wachstumserwartungen (E)



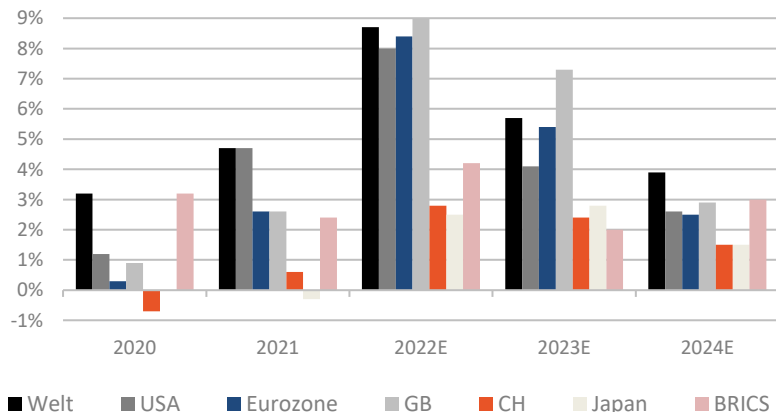
Wachstum

- Die steigenden Zinsen drücken auf die Wirtschaftsdynamik. Das Wachstum bewegt sich Richtung Stagnation und kurze rezessive Phasen können nicht ausgeschlossen werden. Deutschland befindet sich bereits in einer technischen Rezession, die USA stehen am Rande einer Rezession.
- Der Wirtschaftsaufschwung in China entpuppt sich als Strohhalm. Die Zentralbank senkt den Leitzins vor dem Hintergrund unerwartet schwacher Konjunkturdaten. Das Vertrauen bei Unternehmen und privaten Haushalten ist angeschlagen.
- Nach dem Nachholbedarf auf die pandemiebedingten Einschränkungen fehlen die Wachstumstreiber.

Inflation

- Gründe für den laufenden Rückgang der Teuerung sind primär die fallenden Energiepreise und die restriktive Geldpolitik der Notenbanken.
- Die Zählung der Inflation ist nicht gratis, sondern geht mit einer – gewünschten – Verlangsamung der wirtschaftlichen Aktivität einher.
- Langfristig rechnen die Marktteilnehmer nicht mit einer nachhaltigen Teuerung, weshalb die längeren Zinsen nicht ansteigen.
- Kurzfristig begünstigen der gute Arbeitsmarkt und höhere Kosten über den Zinsanstieg (Stichwort Mieten) die Inflation.

Inflationserwartungen (E)

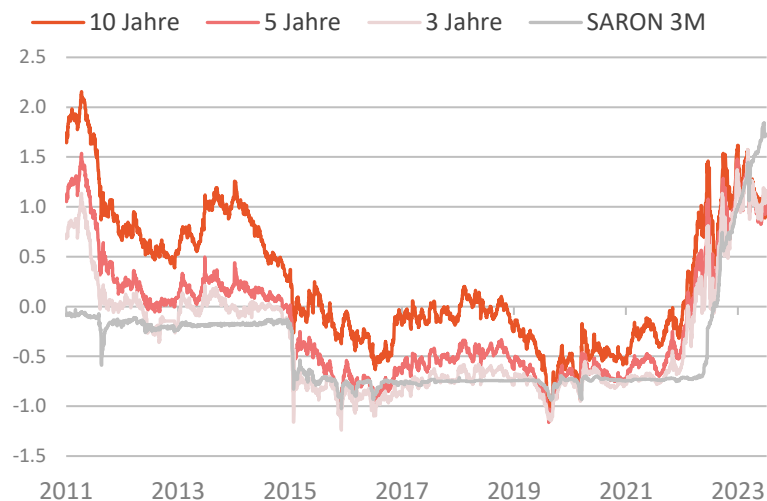


Obligationen

Schweizer Franken

- Die Zinswende in der Geldpolitik wurde zu Beginn 2022 eingeläutet. Nach nun rund einem Jahr mit steigenden Zinsen kommt der Zinserhöhungszyklus langsam an sein Ende.
- Die SNB hat bisher die Zinsen um 2.5 Prozentpunkte erhöht, die EZB um 4 und das Fed sogar um 5 Prozentpunkte.
- Die US-Notenbank (Fed) legte an ihrer Sitzung letzten Sitzung im Juni eine Pause ein, in Europa hält man vorerst an der restriktiven Politik fest, nähert sich aber auch einem Zinsgipfel.

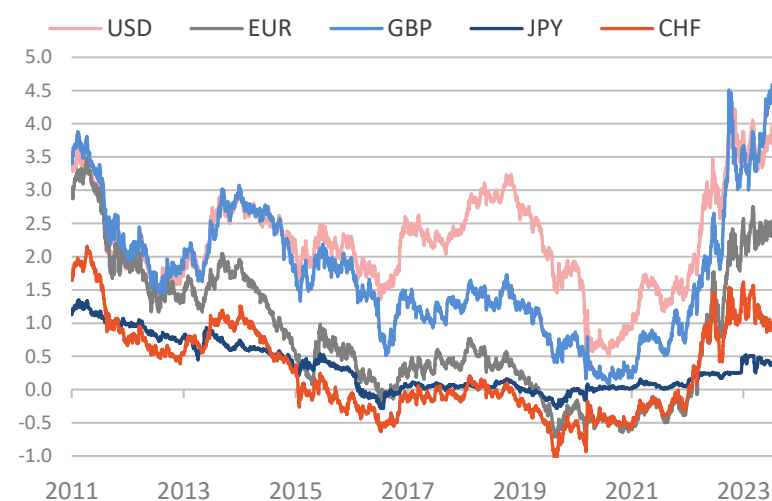
Zinstrend Eidgenossen



Fremdwährungen

- Stützt man sich bei der Berechnung der Realrenditen auf die erwartete Inflation ab (z.B. jene des IWF für 2027), steigen die realen Renditen für 10-jährige Obligationen seit langem wieder in den positiven Bereich. Dies erhöht nun auch die Attraktivität von längeren Anleihen.
- Das Thema Rezessionsängste ging an den Kreditmärkten bisher vorbei. Im März sind die Kreditprämien im Zuge der Bankenkrise markant angestiegen, haben sich aber wieder auf die Niveaus von Anfang Jahr zurückgebildet. Hier könnten sich durchaus negative Überraschungen verbergen.

Zinstrend 10j. Regierungsanleihen

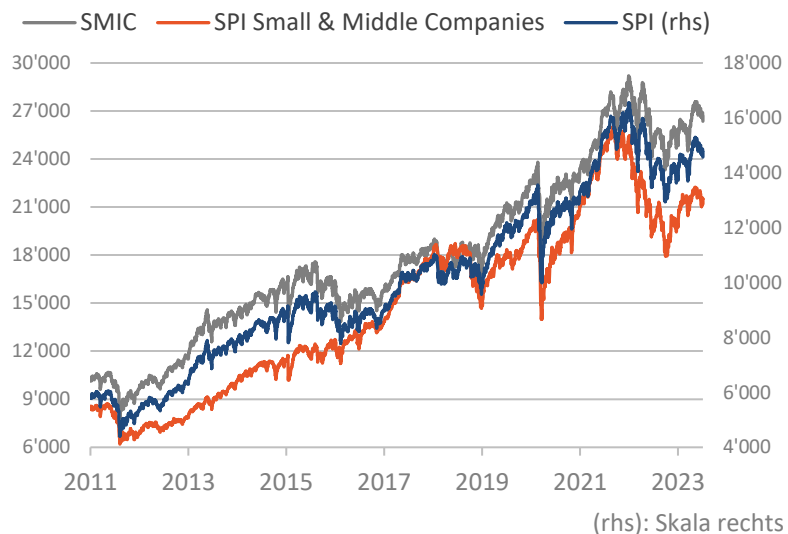


Aktien

Schweiz

- Der Schweizer Aktienmarkt reagiert erstaunlich gelassen auf die steigenden Zinsen und das unsichere konjunkturelle Umfeld. Fehlende Impulse führen zu einer lustlosen Seitwärtsbewegung bei tiefen Volumina.
- In der kommenden Berichtssaison der Halbjahreszahlen besteht die Gefahr von Gewinnwarnungen.
- Die Inflation beschert zwar mehr Umsatz, aber bei tieferen Margen, was sich eher negativ auf den Gewinn auswirkt.
- Wir bleiben tendenziell defensiv ausgerichtet, mit einem Untergewicht bei den eher zyklischen Nebenwerten.

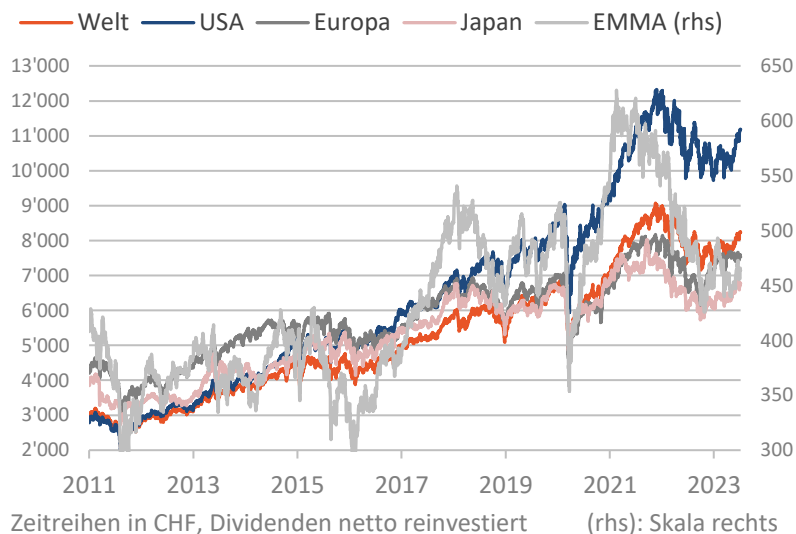
Kurstrend Aktien Schweiz



Ausland

- Nach einem schwierigen April und Mai beenden die Weltbörsen das Quartal euphorisch, getrieben durch den Technologiesektor.
- Die Inflationsentwicklung und die konjunkturellen Aussichten bleiben unsicher.
- Ein „Soft Landing“ ohne Gewinneinbussen oder Eintrübung des Arbeitsmarktes ist nicht vereinbar mit einer deutlich sinkenden Inflation.
- Die Entschädigung für Risiken bleibt weiterhin mager. Unser Fokus liegt auf Qualitätstiteln.

Kurstrend Aktien Ausland (MSCI) in CHF

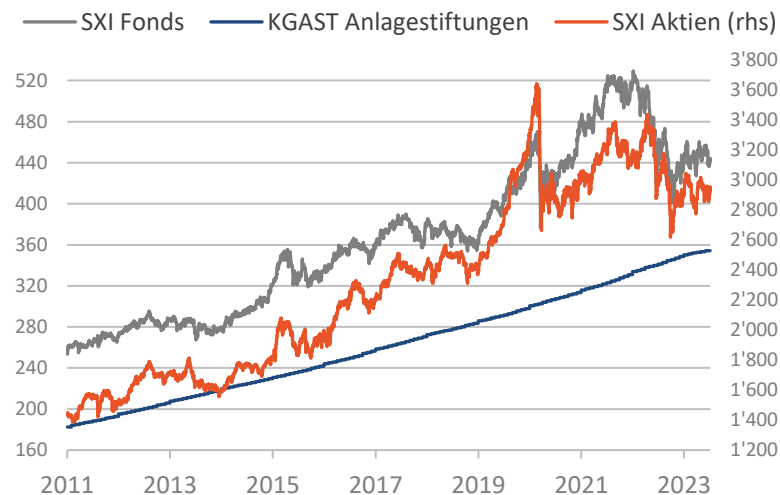


Immobilien

Fokus auf Schweizer Immobilien

- Die Zinswende bringt für Mieter (über den Anstieg des Referenzzinssatzes) und Eigentümer höhere Kosten.
- Im Gegensatz zum Ausland erwarten wir in der Schweiz eine weiche «Landung». Der Schweizer Markt gilt aufgrund der Nettozuwanderung, der Wohnungsknappheit, der rückläufigen Bautätigkeit und einem eher geringen Zins- und Inflationsanstieg als robust.
- Kurzfristig könnten Immobilienfonds und -aktien aufgrund der z.T. grossen Abschläge Potenzial aufweisen, aber tiefe Diskontsätze werden wohl der Vergangenheit angehören.

Kurstrend indirekte Immobilien Schweiz



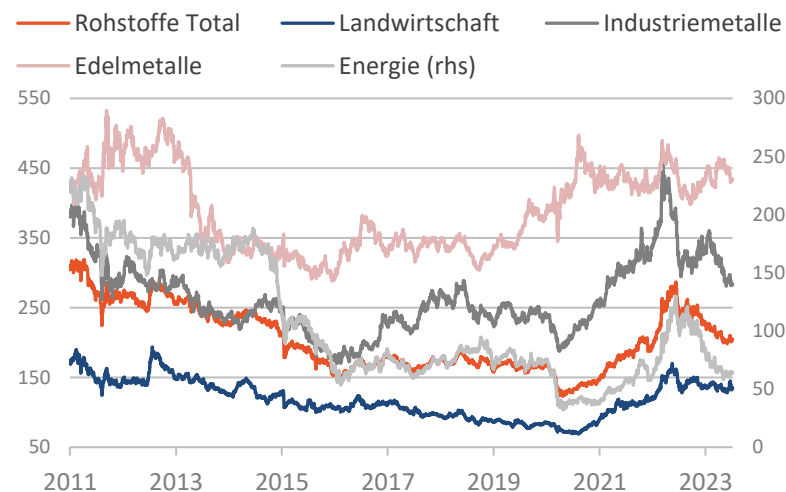
(rhs): Skala rechts

Alternative Anlagen

Attraktivität schwindet

- Mit höheren Zinsen schwindet die Attraktivität von alternativen Produkten und über höhere Refinanzierungskosten steigen die Risiken.
- Das schwache Wirtschaftswachstum löst keine Fantasien bei den Rohstoffen aus. Die Hoffnung auf Chinas Wirtschaftsaufschwung entpuppte sich als Strohfeuer, entsprechend bleibt die Nachfrage aus.
- Die erfolgreiche Bekämpfung der Teuerung durch die Zentralbanken und die steigenden Realzinsen reduzieren die Nachfrage nach Gold.

Kurstrend Rohstoffe (DJ/UBS) in CHF

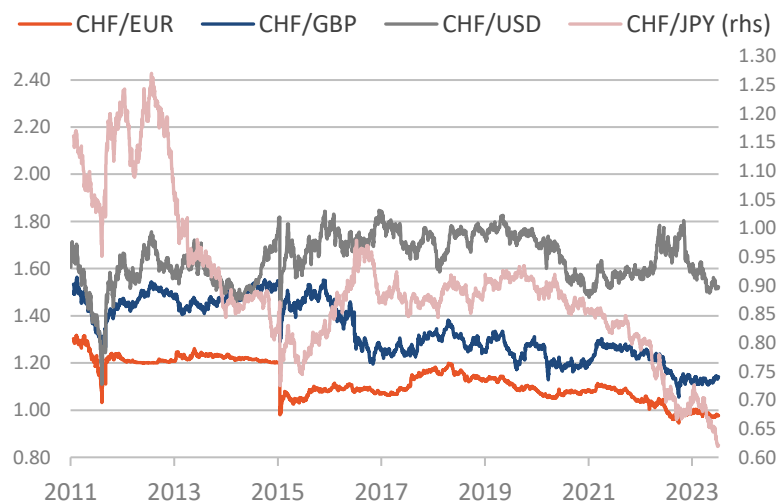


Währungen

Starker Schweizer Franken

- Die restriktivere Geldpolitik in Europa reduziert die Zinsdifferenz zu den USA, was abwertend auf den Dollar wirkt. Mit der Abnahme der Wirtschaftsdynamik gerät der USD zusätzlich unter Druck.
- Der Schweizer Franken bleibt auf der starken Seite und der Euro könnte sich anschliessen.
- Entgegen den Erwartungen erreicht der Yen neue Tiefs. Anscheinend überwiegt die Funktion als Refinanzierungswährung immer noch die Attraktivität von Japan als Investitionsoportunität.

Währungsentwicklung



(rhs): Skala rechts

Fazit

Den Aktienmärkten fehlt die Perspektive

- Künstliche Intelligenz ist das neue Thema, das die Aktienmärkte beflügelt. Allerdings gilt dies nur für Teilsegmente des Marktes. Die Euphorie geht nicht in die Breite.
- Eine Wiederbelebung der Aktienmärkte bedingt einen markanten Gewinnanstieg der Unternehmen oder einen akzentuierten Zinsrückgang. Beide Szenarien betrachten wir in der kurzen Frist als unwahrscheinlich.
- Die Bekämpfung der Inflation bzw. Abschwächung des Konsums wird sich unweigerlich auf die Unternehmensgewinne auswirken. Höhere Lohnkosten (Fachkräftemangel) und höhere Refinanzierungskosten wirken zusätzlich negativ.
- Der Zinserhöhungszyklus der Zentralbanken nähert sich seinem Ende. Die Markterwartungen für das FED liegen aktuell bis Ende Jahr noch bei zwei Zinserhöhungen. Allerdings wird bis Ende 2024 bereits mit Zinssenkungen im Umfang von rund 1.25% gerechnet. In Europa (EZB und SNB) erwartet man ebenfalls noch zwei Zinserhöhungen aber danach nur einen marginalen Zinsrückgang von rund 0.25%.
- Das heisst, ausgehend von den USA könnte sich mittelfristig durchaus wieder ein Potenzial für steigende Aktienmärkte bilden.
- Zuerst sollten aber noch die Gewinnausweise der Unternehmen für das erste Halbjahr analysiert werden.

Disclaimer

Haftungsausschluss

Die Angaben in diesem Dokument dienen lediglich der Information und stellen keine Anlageberatung dar. Die Daten werden ausschliesslich zum persönlichen Gebrauch sowie zu Informationszwecken bereitgestellt und können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die VI VorsorgeInvest AG (VI) übernimmt keine Gewährleistung für Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der publizierten Daten und schliesst jegliche Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art aus der Benutzung dieser Informationen aus. Die VI legt eine Beratung durch eine qualifizierte Fachperson nahe.

Die publizierten Informationen stellen weder Entscheidungshilfen für wirtschaftliche, rechtliche, steuerliche oder andere Beratungsfragen dar, noch dürfen allein aufgrund dieser Angaben Anlage- oder sonstige Entscheide gefällt werden. Dieses Dokument ist kein Prospekt im Sinne von Artikel 652a resp. 1156 des schweizerischen Obligationenrechts oder Artikel 27 ff. des Kotierungsreglementes der SIX Swiss Exchange AG. Die Informationen wurde nicht im Sinne der von der Schweizerischen Bankiervereinigung herausgegebenen Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse zusammengetragen und unterliegen daher nicht diesen Richtlinien.

Diese Informationen dürfen nicht an US-Personen nach Definition der Regulation S des US Securities Act von 1933 verteilt werden. US-Personen umfassen natürliche und juristische Personen, Unternehmen, Firmen, Kollektivgesellschaften und sonstige Gesellschaften, die nach amerikanischem Recht gegründet wurden.

Performance

Die zukünftige Performance von Anlagevermögen lässt sich nicht aus der aufgezeigten Entwicklung ableiten. Der Wert und die Rendite von Anlagen können fallen und steigen. Sie werden durch die Marktvolatilität sowie durch Wechselkursschwankungen beeinflusst. Die VI garantiert keine Werterhaltung oder Wertsteigerung des investierten Kapitals. Die Wert- und Renditeentwicklung von Fonds berücksichtigt keine Kosten und Gebühren, die beim Kauf, Rückkauf und/oder Umtausch der Anteile anfallen.

Quellenangaben

Die Daten basieren auf öffentlich zugänglichen Informationen und von Bloomberg Finance L.P. . Verwendete Grafiken und Bilder stammen von Shutterstock.com und von der VI VorsorgeInvest AG.



VI VorsorgeInvest AG
Bahnhofstrasse 64
8001 Zürich

T +41 44 215 51 67
F +41 44 215 51 61

info@vivorsorge.ch
www.vivorsorge.ch