

## Lagebeurteilung

*Nach der Beilegung des US-Schuldenstreits rückt die Inflation wieder in den Fokus*

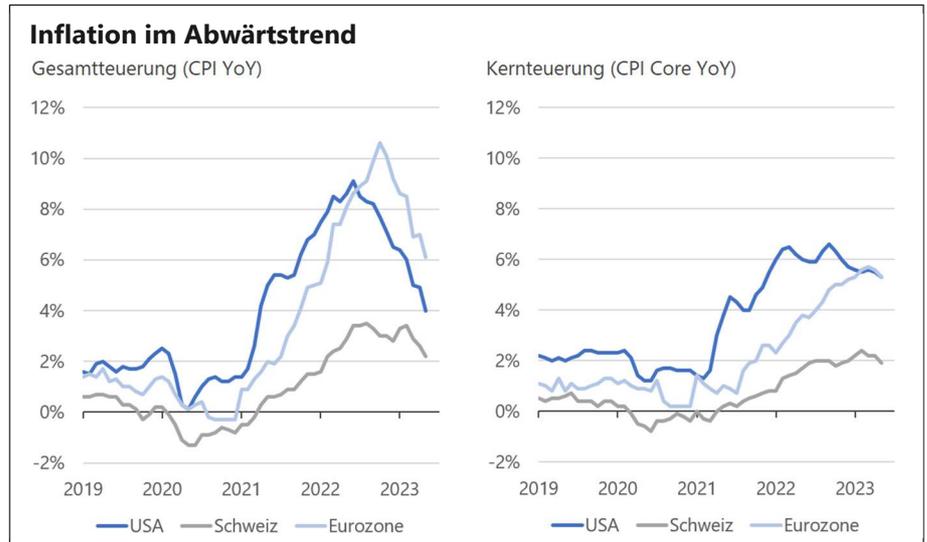
Das wichtigste Ereignis im Mai war die Anhebung der Schuldenobergrenze der USA. Die Verhandlungsdelegationen haben erst wenige Tage vor Ablauf der Frist eine Einigung erzielt. Der Kompromiss wurde vom Kongress ohne Änderungswünsche verabschiedet. Für die Aktien- und Obligationenmärkte wurde damit ein grosser Stolperstein für zwei Jahre aus dem Weg geräumt.

### Das Fed rückt wieder in den Fokus

Die Aufmerksamkeit der Anleger richtet sich wieder vermehrt auf die Notenbanken, allen voran die US-Notenbank Fed. Noch vor wenigen Wochen herrschte die Meinung vor, dass das Fed den Leitzins bereits in der zweiten Jahreshälfte senken muss. Die Bankenkrise und die befürchtete Verknappung der Kreditvergabe entpuppten sich aber als weniger gravierend als zunächst gedacht. Es hat sich unter den Anlegern die Ansicht durchgesetzt, dass die US-Behörden Regionalbanken in Schieflage notfalls abwickeln und deren Aktiven den Grossbanken zu vorteilhaften Konditionen überlassen. Der US-Finanzsektor erfährt dadurch eine Konsolidierung.

### Inflationsraten sinken weiter

Es besteht allerdings Grund zur Hoffnung, dass sich der Stress im Finanzsystem nicht weiter verstärkt: In den meisten Währungsräumen dürfte der Zinszyklus schon bald den Höhepunkt erreichen. Die Inflationsraten sind im Mai weiter gesunken. Der starke Rückgang der Energiepreise war ein zentraler Treiber, doch auch bei den Kerngütern gibt es erste Anzeichen



Quelle: Bloomberg

einer Trendwende. Die Kerninflation, welche die besonders schwankungsanfälligen Energie- und Rohstoffpreise ausschliesst, hat den Höhepunkt überschritten. Für eine baldige Pause bei den Leitzinserhöhungen spricht auch, dass die Notenbanken die Bilanzverkleinerung weiterführen werden, sodass der Wirtschaft weiter Liquidität entzogen wird. Beim Fed könnte der Höhepunkt des Leitzinses bereits erreicht sein. Für die Schweizerische Nationalbank (SNB) und die Europäische Zentralbank (EZB) werden noch je zwei Leitzinserhöhungen zu 0,25 Prozent erwartet. Eine baldige Leitzins-Senkung ist nicht absehbar.

### Industrie in der Rezession

Die Wirtschaft verkraftet die geldpolitische Straffung relativ gut. Das Wirtschaftswachstum hat sich erheblich verlangsamt, der befürchtete Einbruch der Konjunktur ist jedoch ausgeblieben – sowohl in der Schweiz als auch in der Eurozone und in den USA. Das hat unter anderem damit zu tun, dass

der Dienstleistungssektor noch immer von Aufholeffekten nach der Pandemie profitiert und expandiert. Die Industrie dagegen befindet sich in den meisten Ländern Europas in einem Abschwung. Der Anstieg der Zinsen belastet die Nachfrage nach Investitionsgütern und verteuert die Kredite. Für den weiteren Jahresverlauf ist mit einer anhaltenden Wachstumsschwäche zu rechnen.

### Fazit

- Die Anhebung der Schuldenobergrenze in den USA schafft Planungssicherheit.
- Sinkende Energiepreise dämpfen den Inflationsdruck.
- Die Wachstumsaussichten bleiben verhalten.

## Aktien

### Mega Caps treiben die Aktienrally

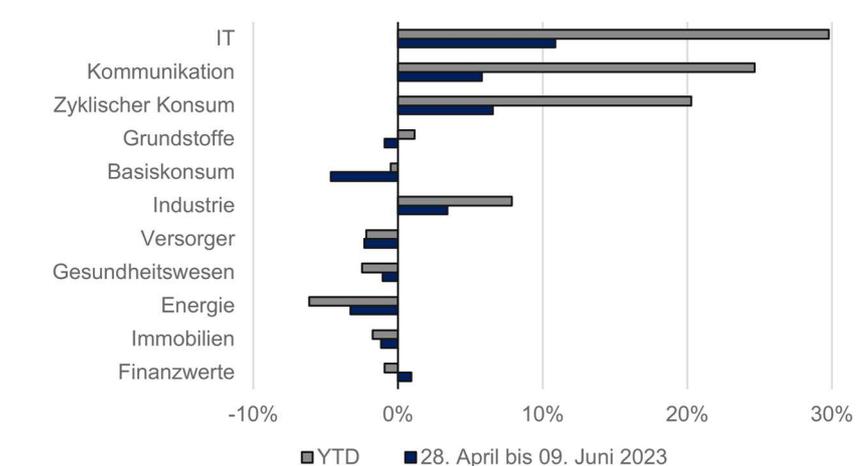
Die Aktienmärkte entwickelten sich im Mai positiv. Vor allem im letzten Drittel des Monats konnten die Indizes nochmals kräftig zulegen. Nebst der Einigung im US-Schuldenstreit hat auch der Boom rund um Künstliche Intelligenz (KI) den Markt getrieben. Ausgelöst wurde dieser durch «Large Language Modelle» wie ChatGPT. Besonders stark profitiert haben «Mega Caps» - Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von mehr als 800 Mrd. Dollar. Dazu gehören Microsoft, Apple, Amazon, Alphabet und Meta sowie der neu dazugestossene Halbleiterhersteller Nvidia. Diese Valoren gelten bei vielen Marktteilnehmern inzwischen als sichere Häfen. Die Aktienrally bei den grossen US-Indizes seit Anfang Jahr wurde v.a. durch Mega Caps getragen. Beim S&P 500 waren sie für gut drei Viertel des Kursanstiegs verantwortlich. Oder anders ausgedrückt: Die Rendite des S&P 500 seit Jahresbeginn würde ohne die Mega Caps lediglich 2,3 Prozent betragen – aktuell liegt sie bei 10 Prozent (gemessen in Franken).

### Erneute Sektor-Rotation

In den letzten Wochen fand eine Sektor-Rotation statt, aber nicht nach dem Muster «defensiv oder zyklisch», sondern vielmehr wurden Sektoren, die Mega Caps enthalten, stark nachgefragt. Somit ist es nicht überraschend, dass die Sektoren Technologie (Microsoft, Apple & Nvidia), Telekommunikation (Alphabet & Meta) sowie Zyklischer Konsum (Amazon) auf den Plätzen 1 bis 3 puncto Rendite seit Jahresbeginn rangieren.

### Entwicklung der globalen Aktiensektoren im Jahr 2023

Performance in CHF



Daten: MSCI World Sector Indices per 09.06.2023

Quelle: Bloomberg

### Schweizer Small Caps überzeugen

Während Small Caps in den USA und in der Eurozone seit Jahresbeginn stark hinter den Large Caps zurückgeblieben sind, zeigt sich in der Schweiz ein anderes Bild. Hier übertrumpfen die kleineren Werte die grossen. Vor allem kleinere Unternehmen aus den Bereichen Pharma und Technologie sind bei den Investoren gefragt.

Eine Erklärung für den Unterschied der Small Cap Performance zwischen den Regionen ist das unterschiedliche Zinsniveau. In der Schweiz wird der Höhepunkt des SNB-Leitzinses ungefähr bei 2 Prozent erwartet, in der Eurozone dagegen bei 3,7 Prozent und in den USA sogar bei 5,3 Prozent. Die Finanzierungskosten sind in diesen Währungsräumen wesentlich höher. Und der Markt geht davon aus, dass das Zinsniveau in den USA und der Eurozone auch 2024 hoch bleiben wird.

Hohe Zinsen verteuern die Finanzierungskosten und schmälern den Gegenwartswert zukünftiger Gewinne.

### Fazit

- Die Aktienrally wurde von wenigen, sehr grossen Unternehmen getragen.
- Die Sektoren Technologie, Kommunikation und zyklischer Konsum konnten deshalb am stärksten zulegen.
- In der Schweiz schnitten Small Caps wesentlich besser ab als in den USA und in der Eurozone.

## Zinsen

*Die Abschwächung der Teuerung schürt Hoffnungen auf ein baldiges Ende der Leitzinserhöhungen*

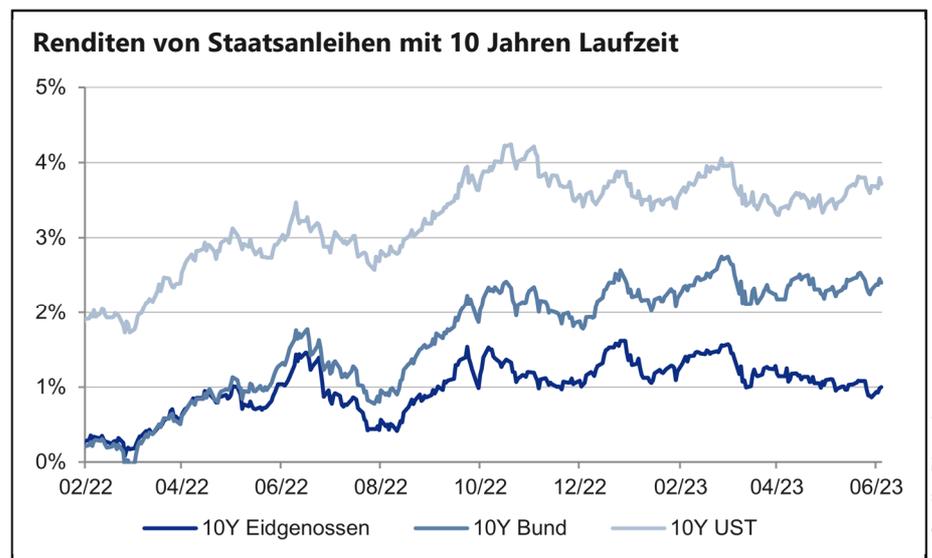
Die Kapitalmarktzinsen entwickelten sich im Mai uneinheitlich. In der Schweiz setzte sich der Abwärtstrend fort, in den USA und in der Eurozone sind sie dagegen gestiegen. Besonders stark war der Anstieg bei den kürzeren Laufzeiten im Dollar, wo die Zinsen auf einem deutlich höheren Niveau liegen als zu Beginn des Jahres. Aber auch bei den längeren Laufzeiten tendierten die Dollar-Zinsen wieder Richtung Januar-Niveau. Die Sorgen um die US-Regionalbanken sind wieder in den Hintergrund getreten.

### Robuste US-Wirtschaft

Das Fed hat im Juni erstmals nach 10 Leitzinserhöhungen in Folge eine Pause eingelegt. Dennoch ist es möglich, dass das Ende des Straffungszyklus noch nicht erreicht wurde und weitere Leitzins-Erhöhungen folgen. An den Terminmärkten ist neu ein weiterer, möglicherweise letzter Zinsschritt von 25 Basispunkten im Juli eingepreist. Die Wirtschaft zeigt sich überraschend robust, so dass nicht mehr mit baldigen Leitzinssenkungen gerechnet wird.

### Die EZB bekräftigt ihren Kurs

In der Eurozone und in der Schweiz ist die Inflation im Mai überraschend stark gesunken. Angesichts der hohen Kernteuerung hat die EZB aber weitere Leitzinserhöhungen in Aussicht gestellt. Für den bevorstehenden Zinsentscheid vom 15. Juni wird ein erneuter Zinsschritt von 25 Basispunkten erwartet. Im weiteren Jahresverlauf



dürfte mindestens eine weitere Leitzinserhöhung hinzukommen. Der Einlagesatz der EZB liegt aktuell bei 3,25 Prozent.

### Inflation in der Schweiz nahe Ziel

In der Schweiz ist die Inflation im Mai von 2,6 auf 2,2 Prozent gefallen. Sie notiert damit nur noch knapp über dem Ziel der SNB von 2 Prozent. Die Teuerung ist jedoch relativ breit abgestützt. Ausserdem wird der Anstieg der Mieten den weiteren Rückgang der Teuerung hemmen. Das SNB-Direktorium liess deshalb durchblicken, dass die Straffung der Geldpolitik noch nicht abgeschlossen ist. Die SNB wird den Leitzins bei ihrer geldpolitischen Lagebeurteilung vom 22. Juni voraussichtlich von 1,5 Prozent auf 1,75 Prozent anheben. Im Herbst dürfte ein weiterer, womöglich letzter, Zinsschritt um 0,25 Prozentpunkte hinzukommen.

### Fazit

- Aufgrund der überraschend starken Konjunktur in den USA erwarten die Anleger, dass die Dollar-Zinsen länger hoch bleiben.
- Der Grossteil der Leitzinserhöhungen liegt jedoch hinter uns.
- Obligationen werden wieder wesentlich besser verzinst als während der Tiefzinsphase. Angesichts des abnehmenden Inflationsdrucks haben auch die Kursrisiken abgenommen.

## Weitere Anlageklassen

---

### *Konjunktursorgen belasten den Ölpreis*

#### **Gold hält hohes Kursniveau**

Anfang Mai überschritt der Preis einer Feinunze Gold 2'050 Dollar. In der Zwischenzeit rutsche er wieder unter die 2'000-Dollar-Marke. Die nachlassenden Bankenturbulenzen und der womöglich baldige Höhepunkt bei den Leitzinsen hemmen die Suche nach sicheren Häfen wieder etwas. Auch dank der anhaltend hohen Nachfrage seitens der Notenbanken hält sich der Goldpreis auf hohem Niveau und liegt nur wenige Prozente unter seinem Drei-Jahres-Höchststand. Aktuell notiert er knapp unter 2'000 Dollar.

#### **Ölpreis sinkt weiter**

Der Ölpreis ist in den vergangenen zwölf Monaten deutlich gesunken. Gut gefüllte Lager und eine schwächelnde globale Nachfrage haben in den letzten Wochen den Druck auf die Preise verstärkt. Die OPEC-Staaten werden die Fördermenge nun weiter kürzen, um den Markt zu stabilisieren. Saudi-Arabiens Energieministerium teilte in der ersten Juniwoche mit, dass es seine Ölproduktion zur Stützung der Preise ab Juli weiter verringern werde. Erst im

April hatte die OPEC+ überraschend eine Kürzung der Fördermenge angekündigt. Doch trotz des reduzierten Angebots auf dem Weltmarkt schwächelt der Ölpreis weiter. Der Fasspreis der Sorte WTI hat die 70-Dollar-Marke zuletzt wieder unterschritten. Ob es zu einer erneuten Reaktion der Förderstaaten kommen wird, ist noch offen.

#### **Positive Performance bei Cat Bonds**

In den ersten fünf Monaten des Jahres konnten Cat Bonds eine positive Performance ausweisen. Dies lag zum Grossteil an der Preiserholung nach dem Hurrikan Ian, der die Performance im dritten Quartal 2022 stark beeinträchtigt hatte. Diese Einmaleffekte kamen im Mai jedoch nicht mehr zum Tragen. Die Anleger positionierten sich stattdessen für die anlaufende Hurrikan-Saison in den USA. Die Risikoaufschläge verharren deshalb auf hohem Niveau. Interessant dürfte in diesem Sommer die Frage sein, welche Folgen der El Niño-Effekt auf die Tropenstürme an der US-Ostküste haben wird.

#### **Disclaimer**

Sämtliche in dieser Dokumentation verwendeten Informationen und Zahlen wurden von der Früh & Partner Vermögensberatung AG mit grösster Sorgfalt, Gewissenhaftigkeit und Zuverlässigkeit verarbeitet. Dennoch übernimmt Früh & Partner keine Gewähr für deren Richtigkeit und Vollständigkeit und haftet in keinem Fall für Schäden oder Verluste irgendwelcher Art. Handlungen oder Unterlassungen, ausgehend von den in dieser Dokumentation enthaltenen Angaben geschehen ausschliesslich auf eigene Verantwortung des Kunden.

Die Hintergrundinformationen werden vom Research von Früh & Partner erarbeitet und stellen die aktuelle Einschätzung unserer Analysten dar. Es handelt sich dabei um Prognosen und nicht um verbindliche Aussagen. Einschätzungen und Bewertungen basieren sowohl auf öffentlich zugängliche Informationen als auch auf intern ausgewerteten Daten und weiteren branchenüblichen Quellen.

Eine positive Wertentwicklung in der Vergangenheit garantiert keine Gewinne für die Zukunft.