

# Anlagekommentar

Juli 2023

## Factum AG

### Aktuelle Positionierung:

| Portfolio Ausgewogen | Neutral | Aktuell | Veränderung* |
|----------------------|---------|---------|--------------|
| Liquidität           | 3%      | 4%      | →            |
| Obligationen         | 35%     | 35%     | →            |
| Aktien               | 47%     | 44%     | →            |
| Alternative Anlagen  | 15%     | 17%     | →            |

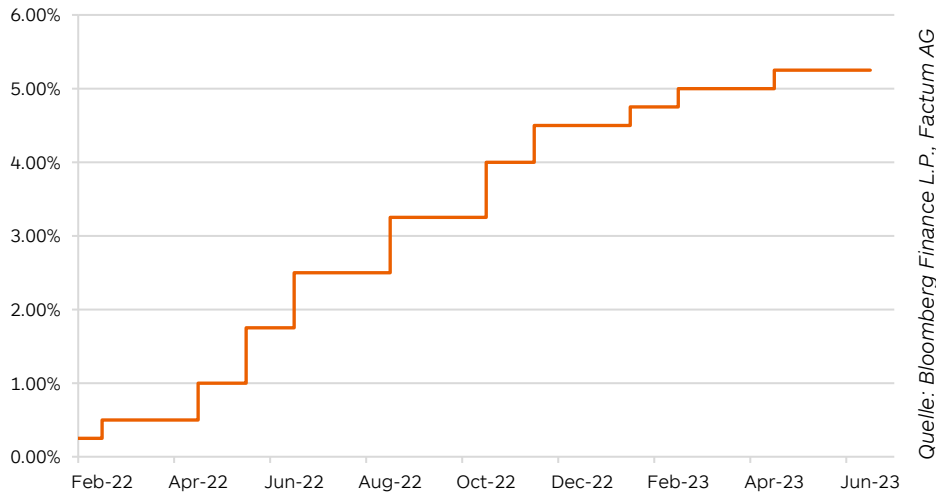
\*Veränderungen seit letztem Anlagekommentar (06.06.2023) & aktuelle Einschätzung.

### Strategie in Kürze

Das zweite Quartal 2023 war ein ausgezeichnetes für globale Aktien. So konnten diese im abgelaufenen Quartal rund 8% an Wert zulegen. Der Konflikt über einen möglichen Zahlungsausfall der USA wurde abgewendet und die Schuldenobergrenze in der Folge zum 79. Mal erhöht. Positiv zu erwähnen ist auch der starke Arbeitsmarktbericht in den USA, welcher die Erwartungen des Marktes klar übertroffen hat. Weiter fleissig an der Zinsschraube gedreht haben die Zentralbanken. Die Inflationsraten sind seit einigen Monaten in allen Ländern und Regionen auf dem Rückzug, befinden sich aber immer noch deutlich über den jeweiligen Notenbankzielen. So vollzog die Europäische Zentralbank einen Zinsschritt um 0.25% auf 4% und die Schweizerische Nationalbank passte den Leitzins auch um 0.25% auf 1.75% an. Nach zehn Zinserhöhungen in Folge hat die US-Notenbank Fed für einmal die Füsse stillgehalten, wobei ein weiterer Zinsschritt um 0.25% Ende Juli sehr wahrscheinlich ist. Somit dürfte die Geldpolitik auf kurze Frist restriktiv bleiben, wodurch die Abwärtsrisiken für die Konjunktur steigen.

«Ausgezeichnetes zweites Quartal für globale Aktien.»

### Leitzins der US-Notenbank Fed



Es gibt allerdings auch Faktoren, welche die Abwärtsdynamik abfedern. In den USA sind die Haushalte weniger hoch verschuldet als in vorangegangenen Phasen eines wirtschaftlichen Abschwungs. Der Dienstleistungssektor zeigt sich noch widerstandsfähig. Er kompensiert die Rezession im Industriesektor, was wiederum den Arbeitsmarkt stützt. Die Unternehmen haben insgesamt robuste Bilanzen und die Banken sind besser kapitalisiert als in der Vergangenheit. Dennoch wird sich die wirtschaftliche Abschwächung fortsetzen und eine Rezession ist wahrscheinlich. Die Chancen für einen milden Verlauf erachten wir aber weiterhin als intakt. Unseres Erachtens reflektieren die Aktien- und Obligationenmärkte das makroökonomische Umfeld nur unzureichend und bleiben deshalb anfällig für Korrekturen. Nach der starken Erholung der Aktienmärkte im Juni haben wir im Anlagekomitee unsere Aktienquote diskutiert. Obwohl Teilbereiche des Aktienmarktes deutlich überkauft sind und auch die Sentimentindikatoren für eine vorsichtige Positionierung sprechen, haben wir die Aktienquote nicht weiter reduziert. Aktuell halten wir ein leichtes Untergewicht der Aktienquote bei den von uns verwalteten Vermögensverwaltungsmandaten als gerechtfertigt und legen dabei den Fokus auf Qualität und Stabilität.

«Mit Vorsicht in die zweite Jahreshälfte.»

#### Politik

Anfang Juni ist es in den USA zu einer Einigung bezüglich Erhöhung der US-Schuldenobergrenze gekommen. Die Einigung sieht vor, dass die Obergrenze um zwei Jahre angehoben wird, während die Ausgaben in diesem Zeitraum gedeckelt werden. Den USA drohte Anfang Juni das Geld auszugehen, weil die bisher geltende Vorgabe des Kongresses die öffentlichen Verbindlichkeiten bei rund USD 31 Bio. gedeckelt hatte. Die Einigung wurde von

«Anfang Juni kam es zu einer Einigung bezüglich Erhöhung der US-Schuldenobergrenze.»

den internationalen Finanzmärkten mit Wohlwollen aufgenommen. Leider wiederholt sich dieses leidige Thema in regelmässigen Zeitabständen, was die Märkte in Atem hält. So kam es beispielsweise im Juli 2011, lediglich zwei Tage vor der Deadline, zu einer Einigung wobei der Schaden bereits ange richtet war. Damals büsste der breite S&P500 17% an Wert ein, Anleihen so wie der Goldpreis haussierten und die USA verloren ihr AAA-Rating von Stan dard & Poor's.

Die Einigung in Bezug auf die Erhöhung der Schuldenobergrenze ist zweifels ohne positiv zu werten. Mittelfristig wird jedoch die Einigung den langfristig verhängnisvollen finanzpolitischen Kurs von Amerika nicht wesentlich zum Guten verbessern. Seit der Finanzkrise 2008 nahmen die Staatsschulden sig nifikant zu und nach der Covid-Pandemie scheinen Staatsausgaben und Budgetdefizite ausser Kontrolle geraten zu sein. Unter langfristigen Aspek ten jedenfalls wird die Einigung die überbordenden Staatsausgaben nur ge ringfügig eindämmen, da sie sich nur auf etwa einen Drittel des Bundeshaus halts bezieht, während die im Trend steigenden Kosten für obligatorische Aufwendungen wie die Sozialversicherung und Medicare sowie die Schuld zinsen unangetastet bleiben.

Der seit zwanzig Jahren mächtigste Mann der Türkei wird auch die nächsten fünf Jahre im Amt bleiben. Der Amtsinhaber Recep Tayyip Erdogan gewann Ende Mai die Stichwahl gegen seinen Herausforderer Kemal Kilicdaroglu mit 52% zu 48%. Damit endet die Wahl, die als lange Zeit offen galt, die aber letztendlich kaum zu nennenswerten Verschiebungen führte. Vor fünf Jahren siegte Erdogan allerdings schon im ersten Wahlgang.

Der Wahlsieg Erdogans kann die prekäre Wirtschaftslage nicht vergessen machen. Die Nationalbank hat mit Stützungskäufen die Lira in den letzten Monaten relativ stabil gehalten. Doch nun neigen sich die Reserven dem Ende entgegen. Sollte die Regierung keine Kehrtwende in der Wirtschaftspo litik bekanntgeben, dürfte sich der Kurs der Lira deutlich abschwächen.

### Konjunktur

Die US-Wirtschaft scheint derzeit allen Widrigkeiten (stark gestiegene Zinsen und verschärfte Kreditbedingungen) zu trotzen. Der Arbeitsmarkt bleibt an gespannt und der Immobilienmarkt (Baubewilligungen, Neubaubeginne) zei gen Anzeichen einer Stabilisierung. Das Statistikamt gab Ende Juni bekannt, dass das BIP-Wachstum (annualisiert) im 1. Quartal 2023 nicht wie ursprüng lich gemeldet 1.3% sondern 2.0% betrug. Die Gründe für die Widerstandsfä higkeit der US Wirtschaft liegen nach wie vor beim privaten Konsum, zehren

«Eine nachhaltige Lösung der Schuldenthematik wurde nicht erzielt.»

«Amtsinhaber Erdogan hat die Stichwahl um das Präsidentenamt gewonnen.»

«Türkei mit wirtschaftlichen Problemen.»

«Die US-Wirtschaft scheint derzeit allen Widerwärtigkeiten zu trotzen.»

die Verbraucher (trotz erhöhten Preisen) nach wie vor von dem während der Pandemie angehäuften Sparüberhang. Positiv ist vor allem die Dienstleistungsnachfrage, denn die Einkaufsmanagerindices des verarbeitenden Gewerbes zeigen mit Werten unter 50 weiterhin eine Kontraktion an.

Auch in Europa ist der wirtschaftliche Einbruch ausgeblieben und dies obwohl die Konjunkturlokomotive Deutschland seit zwei Quartalen ein negatives Wachstum zeigt. Auch hier stützt der private Konsum, vor allem im Sektorservicesektor, die Konjunktur.

In China hat sich die Euphorie vom Jahreswechsel, die durch die Aufhebung der Zero Covid-Massnahmen ausgelöst wurde, deutlich beruhigt. Obwohl sich einige Indikatoren wieder dem Niveau vor der Pandemie angenähert haben, wird die zweitgrösste Volkswirtschaft der Welt nicht an die früheren Wachstumsszahlen anknüpfen können. Im Kontrast zu den Industrieländern zeigen sich in China eher disinflationäre Tendenzen. Es wird erwartet, dass seitens der Regierung nach den Zinssenkungen weitere Stimulierungsprogramme aufgelegt werden, welche jedoch nicht vergleichbar sind mit denjenigen nach der Finanzkrise oder nach dem «Lockdown» der Wirtschaft im Frühjahr 2020.

### Aktienmärkte

Die Anleger waren speziell die letzten Wochen sehr optimistisch eingestellt und das erste Semester brachte eine Rendite – Aktien Welt konnten in US-Dollar inklusive Dividenden rund 15% an Wert zulegen – welche aus historischer Sicht in zwei Jahren erzielt wird.

«Auch in Europa stützt der private Konsum.»

«China kann nicht an die Wachstumsszahlen der Vorjahre anknüpfen.»

«Das erste Semester brachte eine Rendite, welche aus historischer Sicht in zwei Jahren erzielt wird.»

### Aktien Welt Index 2023 - 1. Halbjahr



Quelle: Bloomberg Finance L.P., Factum AG

Das zweite Halbjahr dürfte aus unserer Sicht anspruchsvoller werden, was durch unsere aktuell eher vorsichtige Positionierung im Aktienbereich untermauert wird. Das erste Halbjahr war auf keinen Fall eine Einbahnstrasse wie die obige Graphik deutlich darstellt. Die Regionalbankenkrise in Amerika, der unsägliche Konflikt über die Erhöhung der Schuldenobergrenze in den USA sowie das politische und geopolitische Umfeld waren immer wieder Konflikt-herde, welche für Nervosität und folglich Kursrückschläge sorgten. Die Kursavancen, die seit Ende Mai zu beobachten sind, waren hauptsächlich durch einzelne US-Technologieaktien getrieben, während in Europa und dem Rest der Welt nicht viel davon zu spüren war. Die grossen Gewinner des ersten Halbjahres waren die grossen amerikanischen Tech-Konzerne. So konnte die US-Technologiebörse rund 33% zulegen. Hervorzuheben ist auch Japan, wo der Nikkei rund 29% avancierte. Der Swiss Market Index liegt mit einem Plus von rund 8% im hinteren Mittelfeld wobei der chinesische Aktienmarkt das Schlusslicht bildet. Zweifelsohne haben sich die Index-Schwergewichte (US-Technologieaktien) vom Rest des Marktes entfernt, was in der Regel ein Phänomen ist, welches auf eine Übertreibung hindeutet, weil die Marktbreite für einen nachhaltigen «Bullenmarkt» nicht gegeben ist. Künstliche Intelligenz (KI) ist ohne Zweifel ein ernst zu nehmender Megatrend. Aus unserer Sicht neigt der Markt bei solchen Entwicklungen dazu, auf kurze Frist zu überschliessen und im Gegenzug die Auswirkungen auf die Gesamtlage in der längeren Frist zu unterschätzen. Wie eingangs erwähnt, erachten wir ein leichtes Untergewicht der Aktienquote für den Moment als adäquat, wobei eine Balance zwischen «Growth» und «Value» Aktien nach wie vor Sinn ergibt.

### Obligationenmärkte

Die Entwicklung an den Zinsmärkten war im ersten Halbjahr weiterhin geprägt von der Politik der Notenbanken. Während das Federal Reserve nach einem der stärksten Zinserhöhungszyklen (plus 500 Basispunkte) der jüngeren Geschichte im Juni 2023 erstmals pausierte, erhöhten die europäische Zentralbank (EZB) und die Bank of England (BoE) um 0.25% bzw. 0.50%. Auch die Schweizerische Nationalbank hat den Leitzins im Juni nochmals um 25 Basispunkte erhöht, wobei das absolute Zinsniveau in der Schweiz, im Vergleich zu den anderen westlichen Industrieländern, nach wie vor sehr tief ist.

Das weiterhin entschlossene Vorgehen der Notenbanken hat dazu geführt, dass sich die Zinsstrukturkurven noch stärker invertierten. Erst mit der Veröffentlichung des Protokolls der US Notenbank vor ein paar Tagen (weitere Zinserhöhungen scheinen wahrscheinlich) haben sich auch die langfristigen

«Das zweite Halbjahr dürfte aus unserer Sicht anspruchsvoller werden.»

«Die Notenbanken bleiben tonangebend.»

«Die Zinskurven wurden noch deutlich inverser.»

Zinsen aus der Seitwärtsentwicklung gelöst und sind deutlich in Richtung Höchststände 2023 angestiegen.

Trotz der wirtschaftlichen Unsicherheit konnten sich im bisherigen Jahresverlauf die Hochzinsanleihen und der Anleihenmarkt der Schwellenländer gut behaupten.

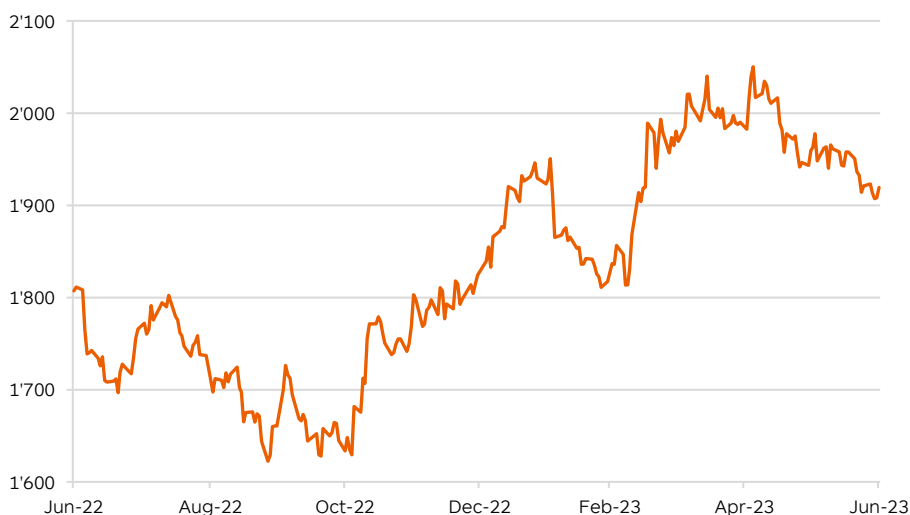
### Rohstoffe

Ende Juni erreichte Gold bei Kursen um USD 1'890 pro Feinunze den tiefsten Stand seit März. Die Wahrscheinlichkeit weiterer Zinserhöhungen ist jüngst wieder angestiegen und hat die Attraktivität zinsloser Anlagen wie Gold deutlich geschmälert. Die USD-Positionierungen haben sich auf der Shortseite wieder ausgeweitet und notieren leicht über der neutralen Zone. Nach der neutralen Phase sind wir saisonal in eine positive eingetreten.

«Wir halten an unserer neutralen Goldquote fest.»

Realzinsen und deren Trendveränderung sprechen nach wie vor gegen einen kräftigen Aufwärtsschub beim Goldpreis. Die spekulative Positionierung beim US-Dollar haben sich aufgrund der negativen Korrelation zum Goldpreis eher leicht verschlechtert. Charttechnisch scheint sich der Kurs um USD 1'900 pro Feinunze zu stabilisieren. Richtig Entwarnung gibt es jedoch erst wieder ab Kursen jenseits von USD 1'930. Die Monate Juli bis September sind tendenziell positive Zeiten für den Goldpreis. Das Sentiment gegenüber Gold als Anlageklasse hat sich mit den Kursavancen seit Jahresanfang etwas erholen können. Wir halten an unserer neutralen Goldquote fest – was in einem gemischten Portfolio 3% entspricht – und erachten die Position im Portfoliokontext weiterhin als gerechtfertigt.

### Goldpreis über ein Jahr



Quelle: Bloomberg Finance L.P., Factum AG

## Währungen

Der Schweizer Franken zeigt dieses Jahr nicht nur eine Stärkephase vis-à-vis dem Euro, sondern auch gegenüber dem US-Dollar. Die Stärke im Vergleich zum Euro kann durch die stärkere Wirtschaftslage der Schweiz erklärt werden, denn die Konjunktur der Eurozone zeigte in den letzten zwei Quartalen einen Rückgang, eine technische Rezession – die Schweizer Wirtschaft hingegen zeigte Wachstum. Der US-Dollar reduziert sich gegenüber dem Schweizer Franken, da die Zinsdifferenz bei den 10-jährigen Anleihenrenditen sich wegen der fortgesetzten Schweizer Zinserhöhungen seit dem vierten Quartal 2022 zulasten der US-Zinsen verringert hat. Wir gehen weiterhin von einem relativ stabilen Schweizer Franken aus, auch wenn die geopolitischen Spannungen etwas in den Hintergrund getreten sind. Doch weder der Ukrainekrieg noch das Säbelrasseln zwischen Amerika und China haben sich wirklich entspannt.

«Die Stärkephase des Schweizer Frankens hält an.»

## Marktübersicht 30. Juni 2023

| Aktienindizes (in Lokalwährung) | Aktuell   | 1 Mt (%) | YtD (%) |
|---------------------------------|-----------|----------|---------|
| SMI                             | 11'280.29 | 0.58     | 8.29    |
| SPI                             | 14'861.77 | 0.50     | 8.20    |
| Euro Stoxx 50                   | 4'399.09  | 4.35     | 19.18   |
| Dow Jones                       | 34'407.60 | 4.68     | 4.94    |
| S&P 500                         | 4'450.38  | 6.61     | 16.88   |
| Nasdaq                          | 13'787.92 | 6.66     | 32.32   |
| Nikkei 225                      | 33'189.04 | 7.56     | 28.65   |
| Schwellenländer                 | 989.48    | 3.83     | 5.02    |

## Rohstoffe

|                     |          |       |        |
|---------------------|----------|-------|--------|
| Gold (USD/Feinunze) | 1'919.35 | -2.21 | 5.23   |
| WTI-Öl (USD/Barrel) | 70.64    | 3.75  | -11.99 |

## Obligationenmärkte (Veränderung in Basispunkten)

|                                   |      |      |       |
|-----------------------------------|------|------|-------|
| US Treasury Bonds 10J (USD)       | 3.84 | 0.19 | -0.04 |
| Schweizer Eidgenossen 10J (CHF)   | 0.96 | 0.07 | -0.66 |
| Deutsche Bundesanleihen 10J (EUR) | 2.39 | 0.11 | -0.18 |

## Währungen

|         |      |       |        |
|---------|------|-------|--------|
| EUR/CHF | 0.98 | 0.37  | -1.27  |
| USD/CHF | 0.90 | -1.66 | -3.13  |
| EUR/USD | 1.09 | 2.06  | 1.91   |
| GBP/CHF | 1.14 | 0.34  | 1.62   |
| JPY/CHF | 0.62 | -5.05 | -12.08 |
| JPY/USD | 0.01 | -3.44 | -9.14  |

Autoren: Christof Wille / Christian Kranz  
Redaktionsschluss: 11. Juli 2023

Zur Beantwortung allfälliger Fragen stehen wir Ihnen sehr gerne zur Verfügung. Die Factum AG Vermögensverwaltung ist eine der Finanzmarktaufsicht Liechtenstein unterstellte und lizenzierte unabhängige Vermögensverwaltungsgesellschaft. Diese Publikation dient ausschliesslich der Information und ist weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zur Vornahme anderweitiger Anlageentscheidungen. Sie stellt damit auch keine Finanzanalyse im Sinne des Marktmissbrauchsgesetzes dar. Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus zuverlässigen Quellen und werden unter grösster Sorgfalt erstellt. Trotzdem schliessen wir jede Haftung für die Korrektheit, Vollständigkeit und Aktualität aus. Sämtliche enthaltenen Informationen sowie angegebene Preise können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Der Wert von Finanzinstrumenten kann steigen oder fallen. Die zukünftige Performance kann nicht aus der vergangenen Kursentwicklung abgeleitet werden. Unter besonderen marktbezogenen oder titelspezifischen Umständen kann die Veräusserung von Finanzinstrumenten nur unter Zeitverzug und mit einer Preiseinbusse erfolgen. Daher ist es grundsätzlich schwierig, den Wert einer Anlage und die Risiken, denen diese unterliegt, zu quantifizieren. Wir weisen darauf hin, dass es der Factum AG Vermögensverwaltung und deren Mitarbeitern grundsätzlich gestattet ist, die in diesem Dokument erwähnten Finanzinstrumente zu halten, zu kaufen oder zu verkaufen, ohne dabei aber die Kunden in irgend einer Form zu benachteiligen. Diese Publikation sowie die in ihr enthaltenen Informationen unterstehen dem liechtensteinischen Recht. Bei allfälligen Streitigkeiten hieraus sind ausschliesslich die liechtensteinischen Gerichte am Gerichtsstand Vaduz zuständig.