



# Marktkommentar

## 3. Quartal 2023

### Zinsen auf Mehrjahreshoch

#### Konjunktur und Weltwirtschaft

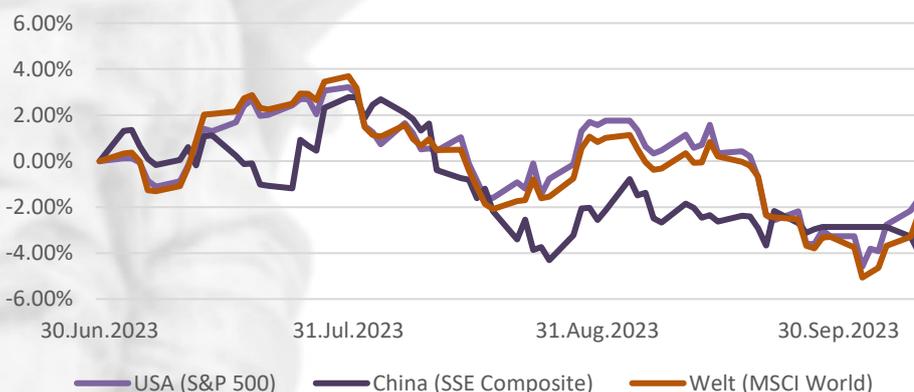
Zu Beginn des Quartals konnten Aktien zulegen bevor es im August zu einer stärkeren Korrektur kam. Besonders die getrübe Konjunkturaussicht im verarbeitenden Gewerbe und teils steigende Inflationszahlen befeuerten den Verkauf von Wertpapieren. Hinzu kam, dass sich die Wirtschaft in China, insbesondere der Immobiliensektor, weiter eintrübte. Dies akzentuierte sich in der Krise um den Immobilienkonzern Country Garden, welcher im August einen Zahlungsaufschub von seinen Kreditgebern benötigte. Dementsprechend fielen die chinesischen Indizes, zusammen mit den wirtschaftlichen Aussichten (Abb.1).

Ebenfalls im August stufte Fitch die Zahlungswürdigkeit der USA auf AA+ herab, mit der Begründung eines aus dem Gleichgewicht geratenen Staatshaushalts. Trotz der vorläufigen Einigung im Budgetstreit beruhigten sich die Märkte nicht. Besonders die Absetzung des Speakers, welcher das Repräsentantenhaus leitet, liess die Volatilität an den Aktienmärkten in die Höhe schnellen. Der amerikanische Kongress steht nun vor der schweren Aufgabe, einen überparteilichen Kompromiss in kurzer Zeit zu finden um einen Shutdown zu verhindern.

Desgleichen wurde das Energiethema mit dem sich nähernden Winter wieder wichtiger. Der steigende Ölpreis ist jedoch auch Ausdruck der reduzierten Fördermenge von Saudi Arabien, welches den reduzierten Modus Operandi noch bis Ende Jahr fortführen will. Auch der neuerlich aufflammende Konflikt rund um Israel verlieh dem Ölpreis Auftrieb, aus Angst vor einer Ausdehnung der Gefechte.

In der Schweiz war im dritten Quartal besonders die Präsentation der Halbjahreszahlen der UBS von Bedeutung. Zum einen konnte sich das Geschäft der Credit Suisse im zweiten Quartal stabilisieren. Zum anderen wurde der ambitionierte Zeitplan der Zusammenführung vorgestellt, welcher im 2024 abgeschlossen sein soll.

Abbildung 1: Aktienindizes



Quelle: Refinitiv, Datastream per 10.10.2023

#### Wichtigste Punkte

- Leichte Kursgewinne bei Aktien zu Beginn des dritten Quartals, Kursverluste gegen Quartalsende.
- Politische Machtspiele erschweren eine Einigung beim Budgetstreit in den USA gegen Ende September.
- Zinsen auf Mehrjahreshoch bei gleichzeitig rückläufiger Inflation gegen Ende des Quartals.
- Gold konnte leicht zulegen zu Beginn des Quartals, bevor es erheblich an Wert verlor. In den ersten Tagen des Oktobers stieg es auf Grund des Konflikts in Israel wieder an.
- Rohöl konnte durch die erhöhte Nachfrage im Sommer und die Verknappung des Angebots über das ganze Quartal hinweg an Wert zulegen.

## Geldpolitik

Der Kampf gegen die Inflation ist noch nicht ausgestanden. Dies war der überregionale Tenor der Zentralbanken. Im dritten Quartal haben sie die Zinsen nochmals erhöht wobei gegen Ende das Fed in den USA eine Zinspause einlegte. Auch die schweizerische Nationalbank (SNB) entschied überraschenderweise die Zinsen auf dem momentanen Niveau zu belassen. Die europäische Zentralbank (EZB) hingegen hat diese weiter erhöht.

Besonders zu schaffen macht den Zentralbanken das Kerninflationsniveau, die Inflation abzüglich Energie- und Lebensmittelteuerung. Diese ist zwar rückläufig schreitet jedoch nur sehr langsam Richtung Zielband. In den USA gab es zwischenzeitlich auch Inflationserhöhungen jedoch auf niedrigem Niveau. Der Inflationszuwachs war dabei besonders den erhöhten Ölpreisen zuzuschreiben. Die Nachfrage ist saisonal im Sommer hoch aufgrund der Reisetätigkeit. In Kombination mit der freiwilligen Fördermengenkürzung in Saudi-Arabien und dem teilweisen Wegfall von Russland als Lieferant, zogen die Ölpreise stark an. Die Verteuerung der Energie spürten die Konsumenten sogleich an den Zapfsäulen. Der zweite grosse Inflationstreiber waren wohnbedingte Kosten wie Miete. Ein weiterer eher technischer Grund ist, dass gewisse Basiseffekte, welche zuvor die Inflationsraten sinken liessen, nach einem Jahr wegfielen.

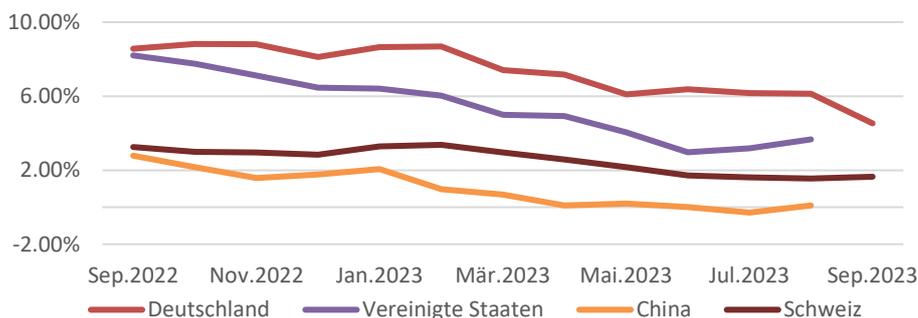
In der Schweiz lag die Inflation im dritten Quartal bereits im Zielband von bis zu zwei Prozent. Jedoch mahnt die SNB vor Herausforderungen, welche die Inflation auch hierzulande wieder anheizen können. Dazu gehören unter anderem Zweitrundeneffekte wie Lohnerhöhungen oder gestiegene Preise bei der Energieversorgung und beim Gesundheitswesen.

Durch die schnell erhöhten Zinsen werden aktuelle Schulden mit variablen Zinsen und auch neue Schulden teurer. Dies wirft die Frage auf, wie die teilweise hohe Staatsverschuldung, welche über Jahre im Niedrigzinsumfeld aufgebaut wurde, weiter finanziert werden kann. Im Jahr 2023 wird voraussichtlich ein Drittel der am Markt gehandelten, festverzinslichen US-Schulden (Notes, Bills und Bonds) auslaufen und erneuert werden müssen.

Angespannt ist die Lage auch am Häusermarkt. Bereits im letzten Quartal haben wir die Lage am britischen Häusermarkt beleuchtet. Jedoch ist das Phänomen, mit regionalen Besonderheiten, global. Kanada ist ein weiteres Beispiel: Konkret wurde das preislich teure Wohneigentum durch Schulden finanziert. Da Hypotheken in Kanada häufig kurze Laufzeiten oder eine variable Verzinsung haben, leiden die Schuldner besonders. Auch eine negative Amortisation ist in diesem Markt keine Besonderheit mehr. Positiv zu erwähnen ist hingegen, dass Kredite in Kanada konservativer vergeben werden als im südlichen Nachbarland, weshalb Zahlungsausfälle bisher nur vereinzelt aufgetreten sind. Viele Schuldner, welche sich im Niedrigzinsumfeld der letzten Jahre verschuldet haben, leiden momentan unter den erhöhten Zinsen.

Gegen Ende des Quartals gab es auch positive Signale aus der Wirtschaft. So hat sich die Stimmung bei Managerumfragen (PMI) im verarbeitenden Gewerbe leicht verbessert, vor allem im Zusammenhang mit nach wie vor gefüllten Auftragsbüchern. Ebenfalls ist die Inflation im Euroraum zurückgekommen im Vergleich zum Vormonat. Insbesondere in Deutschland war der Rückgang markant.

Abbildung 2: Inflationsentwicklung in ausgewählten Ländern



Quelle: Refinitiv, Datastream per 10.10.2023



## Marktdaten

### Aktienmärkte Perf. 2023

SPI	4.59%
DAX	10.77%
Euro Stoxx 50	14.27%
S&P 500	14.97%
Nasdaq Composite	30.43%

### Verfallrenditen

#### Staatsanleihen in %

10Y Eidgenosse	1.12%
10Y Bundesanleihe DE	2.78%
10Y US Treasury	4.65%

### Goldpreis oz. Perf. 2023

in CHF	0.19%
in EUR	3.07%
in USD	2.35%

### Rohstoffe Perf. 2023

Öl Brent	10.13%
----------	--------

Year-to-Date (YTD) Performance in Lokalwährung, per 10.10.2023

Quelle: Refinitiv, Datastream

## Finanz- und Kapitalmärkte

Die Aktienmärkte hatten ein volatiles Quartal hinter sich. Zu Beginn des Quartals ging die Aktienrally weiter wie im ersten Halbjahr. Insbesondere Titel aus der Tourismusbranche konnten über den Sommer und auch im ersten Monat des dritten Quartals profitieren. Kursgewinne verzeichnen konnten unter anderem Airbnb und Royal Caribbean Cruises. Ausserdem konnte der Aktienmarkt Japans seine positive Performance vom ersten Halbjahr fortführen. Andererseits litt die Weltwirtschaft im August unter der schlechten Stimmung in China. Chinas Wirtschaft zog nach den Turbulenzen der Pandemie nur langsam an. Unter anderem bereiten den Investoren die hohe Arbeitslosigkeit, besonders unter jungen, gut ausgebildeten Universitätsabgängern, die hohe Staatsverschuldung auf lokaler Ebene sowie die Einschränkung privater und ausländischer Firmen durch neue Gesetze Sorgen. Die wachsende Skepsis im Ausland, kombiniert mit einer verhaltenen inländischen Nachfrage und hohen Zinsen im Westen, setzten die global verschuldeten Immobilienfirmen stark unter Druck. Der vorläufige Höhepunkt dieser Entwicklungen manifestierte sich im temporären Zahlungsausfall von Country Garden. Zwar gab es eine zwischenzeitliche Einigung, gefolgt von Kursanstiegen der Aktien, jedoch bleibt der Konzern nach wie vor stark verschuldet.

Getrieben von der Krise im Reich der Mitte, innenpolitischen Spannungen in den USA sowie dem hohen Zinsumfeld korrigierten die Aktienmärkte. Gleichzeitig stiegen die Verfallsrenditen auf US-Obligationen auf ein Mehrjahreshoch. Zwischenzeitlich erhielt man für 10-jährigen US-Staatsanleihen eine Verfallsrendite von 4.8 Prozent. Die erhöhten Renditen führten zu Preisabschlägen auf bereits emittierten Obligationen, was sich in der Preisperformance (vor Zinszahlungen) spiegelte. Der Zinsabfall zu Beginn des Monats Oktober führte jedoch zu starken Performancezuwächsen, besonders bei Obligationen mit langer Duration.

Ebenfalls starke Bewegungen konnten am Rohstoffmarkt beobachtet werden. Zu den Gewinnern gehörte hier Rohöl. Zu Beginn dieses Quartals lag das schwarze Gold in der Jahresbetrachtung (Year-to-Date in CHF) im negativen Bereich. Mit der gestiegenen Nachfrage durch das Reisen in den Sommermonaten und der künstlichen Verknappung des Angebots stieg der Preis stark an. EUR- und CHF-Investoren profitierten ebenfalls von einer USD-Aufwertung auf ihren Rohölpositionen.

Gold hatte ein durchzogenes Quartal. Im Juli gab es noch leichte Kursgewinne für das Edelmetall. In den Währungen EUR und CHF wurden diese jedoch durch die anfängliche Abwertung des USD teilweise neutralisiert. Der Kurseinbruch von Gold in den folgenden zwei Monaten, getrieben durch die erhöhten Zinsen auf Obligationen, neutralisierte die Jahresgewinne seit März. Auch die Aufwertung des Greenbacks gegen Ende des Quartals vermochte den Rückgang für EUR- und CHF-Investoren nicht zu kompensieren. Allerdings konnte Gold von den geopolitischen Unsicherheiten Anfangs Oktober und den fallenden Zinsen profitieren.

Abbildung 3: YTD-Performance des S&P 500, 10Y Treasury und Gold



Quelle: Refinitiv, Datastream per 10.10.2023

## Vermögensallokation

Anlageklasse	Gewichtung
Liquidität	Übergewicht
Obligationen	Untergewicht
Aktien	Leichtes Untergewicht
Gold	Starkes Übergewicht

- Liquidität wird konstant verkleinert und am Markt angelegt.
- Bei Obligationen kaufen wir nach wie vor selektiv zu, halten aber an einem Untergewicht fest und legen eher am Geldmarkt an.
- Die Aktienselektion bleibt konstant. Die bisherigen Titel haben massgeblich zur Performance beigetragen.
- Das Goldübergewicht wird auch im kommenden Quartal beibehalten.

## Aktuelle Vermögensallokation

Die Bank ist nach wie vor defensiv positioniert. Besonders die starke Verschuldung im Zinshochumfeld wird als mögliches Risiko wahrgenommen. Daher setzt die Bank auf eine selektive Auswahl bei Aktien wie Obligationen, welche Emittenten mit konservativer Finanzierung präferiert.

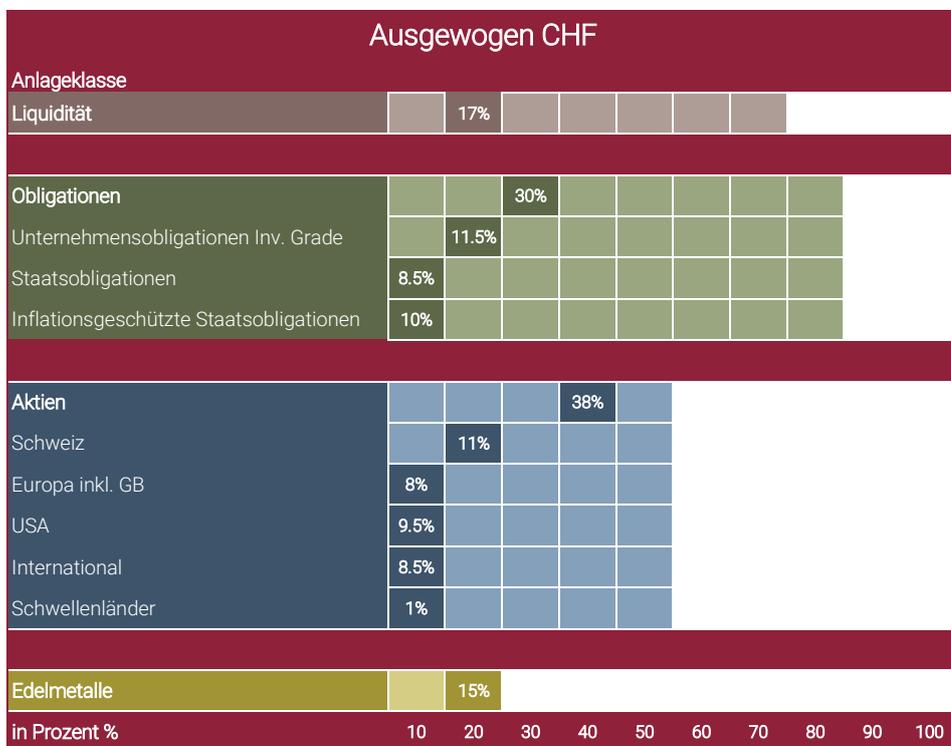
Über das dritte Quartal hinweg haben wir sukzessive die Obligationenquote über die verschiedenen Mandatswährungen ausgebaut, um von dem erhöhten Zinsumfeld zu profitieren. Dabei lag der Fokus sowohl auf Staats- als auch Unternehmensanleihen. Bei der Investition, wird strikt eine Core-Satellite-Strategie verfolgt. Dementsprechend wird in breitdiversifizierte Indizes investiert und selektive Schwerpunkte nach Bankmeinung gesetzt. Die Obligationenerhöhung ging zu Lasten der gehaltenen Liquidität, welche leicht abgebaut wurde. Trotz der Erhöhung besteht weiterhin ein Untergewicht bei Obligationen, welches in CHF besonders ausgeprägt ist. Dies unter anderem, da die Zinsen in der Schweiz noch am wenigsten gestiegen sind.

Ebenfalls konnten wir im dritten Quartal die Aktienanlage regional breiter diversifizieren, ohne die Aktienquote zu erhöhen. In Aktien sind wir jedoch nach wie vor leicht untergewichtet, was im dritten Quartal zu unserem Vorteil war.

Die Goldallokation hat sich im Verlauf des Quartals nicht verändert. Die Kursrückgänge hatten dementsprechend einen starken Einfluss auf die Portfolioperformance. Jedoch schwächten die Währungsschwankungen teilweise die Verluste, ähnlich wie bei den Aktien, leicht ab.

Insgesamt konnten wir mit unserer Konkurrenz mithalten und sogar Boden gut machen. Dies hängt insbesondere mit der aggressiveren Positionierung und der dementsprechend höheren Aktienquote der anderen Banken zusammen. Mit der erhöhten geopolitischen Unsicherheit und starken Kursschwankungen schauen wir vorsichtig auf das letzte Quartal des Jahres 2023 und fühlen uns mit unserer Positionierung gut aufgestellt.

Abbildung 4: Momentane Allokation



Der Bericht entstand am 10.10.2023.



Bank von Roll AG  
Bleicherweg 37  
CH-8027 Zürich

Tel. +41 44 233 32 00  
Fax +41 44 233 32 90

### Disclaimer

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen dienen lediglich der allgemeinen Information und sollten nicht als Grundlage für wesentliche Geschäftsentscheidungen verwendet werden, ohne dass zuvor mit der Bank von Roll AG Kontakt aufgenommen wurde, um genauere und aktuellere Informationen zu erhalten. Insbesondere werden sämtliche Marktdaten, einschliesslich der Preise von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten, in annähernder und/oder vereinfachter Form dargestellt und können sich im Laufe der Zeit ändern. Die Preise und Werte der beschriebenen Anlagen können schwanken. Dies ist weder ein Angebot noch eine Aufforderung durch oder im Auftrag der Bank von Roll AG zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten. Die verwendeten Informationen stammen aus oder basieren auf Quellen, welche die Bank von Roll AG als zuverlässig erachtet. Die Bank von Roll AG übernimmt keine rechtliche Verantwortung oder Haftung für die Genauigkeit, Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen, die über dieses Dokument zugänglich sind. Jegliche Schlussfolgerungen, die der Benutzer aus den hier dargestellten Informationen zieht, sind seine eigenen und können nicht der Bank von Roll AG zugeschrieben werden. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für die zukünftige Entwicklung einer Anlage. Die Kommerzialisierung oder Verteilung dieses Dokuments ist nicht erlaubt.