

Newsletter

Juli 2023

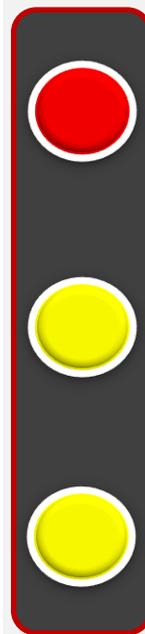
Q2 2023

Sehr geehrte Leserinnen und Leser

Der Sommer und damit auch seine barbarische Hitze haben uns mittlerweile erreicht. Letztere lässt sich in Badehosen definitiv besser "geniessen" als im langärmeligen Hemd und Anzug, weswegen wir hoffen, dass auch Sie bald in den Genuss der *Feriae Augusti* kommen. Der Begriff bezieht sich auf den Feiertag am 15. August und wurde ursprünglich von Gaius Octavius, auch bekannt unter dem Spitznamen Kaiser Augustus (der erste römische Kaiser), nachdem er 29 v. Chr. das Schicksal von Marcus Antonius und Kleopatra (und damit Ägyptens) besiegelte, eingeführt. Rund 500 Jahre später beanspruchte die katholische Kirche diesen Tag für die Aufnahme der seligen Jungfrau Maria in den Himmel (Mariä Himmelfahrt). Da viele Italiener um diesen bedeutungsvollen Feiertag ihre Ferien planen, wird der Begriff Ferragosto heute stellvertretend für die Ferienzeit um dieses Datum verwendet. Während man zunächst von ein bis zwei Wochen sprach, scheint der Zeitraum mittlerweile flexibel (auf ein bis zwei Monate) ausdehnbar zu sein, was in der Natur des Menschen liegt. Leider gilt dies nur bedingt für uns, womit wir für Sie am Ball bleiben.

Unsere **Ampel** verzeichnet keine Änderungen. Die **monetäre Ampel** bleibt rot, was in erster Linie mit der unsicheren Zinspolitik der Notenbanken und den entsprechenden Markterwartungen verbunden ist. Die **ökonomische Ampel** behält ihr Gelb bei. Zwar deuten Rezessionsindikatoren auf ein erhöhtes Risiko hin und auch das

Ausmass der Schäden der monetären Massnahmen ist noch nicht vollständig bekannt, aber es gibt genügend Gründe, die vermuten lassen, dass es sich "nur" um eine milde Rezession handeln wird. Die **Markttechnik** leuchtet ebenfalls weiterhin gelb. Der Markt hat sich eindeutig positioniert und erwartet eine sanfte Landung, aber die zurückgebliebene Marktbreite und der gedämpfte Risikoappetit deuten darauf hin, dass er noch nicht bereit für eine nachhaltige Bewegung zu neuen Hochs ist.



Monetäre Lage: Die Geldpolitik befindet sich auf einer Gratwanderung. Es gilt Wirtschafts- und Inflationsentwicklung abzuwägen. Die Markterwartungen weichen in den USA negativ ab und in Europa scheinen dieselben noch etwas zu niedrig sein.

Ökonomische Lage: Vieles spricht für eine höchstens milde Rezession. Letzten Endes wird aber die Geldpolitik darüber entscheiden. Die Wirtschaftspolitik dürfte aber weiterhin stützen. China hat hierfür ebenfalls Potential.

Technische Lage: Noch sind nicht alle Indikatoren (v.a. Marktbreite und Risikoappetit) auf grün, womit Vorsicht angebracht ist. Dies passt zur anhaltenden Unsicherheit. Der langfristige säkulare Trend ist aber weiterhin intakt.

Marktkommentar

Um es gleich vorwegzunehmen, an unseren Überlegungen hat sich weiterhin nichts geändert. Dies ganz einfach darum, weil die zentralen Themen (Inflation? Milde Rezession? Geldpolitik?) dieselben geblieben sind. Damit möchten wir uns bewusst kurzhalten und uns auf die Überprüfung der im letzten Quartal aufgestellten Szenarioanalyse konzentrieren. Unser Fokus gilt dem Basisszenario, da das Aufwärts- und Abwärtsszenario keiner weiteren, besonderen Erklärung bedürfen.

Tatsächlich spricht vieles für unser **Basisszenario**, welchem wir eine Wahrscheinlichkeit von 65% (die anderen Szenarien müssen ja auch berücksichtigt werden)

beigemessen haben und welches folgende Kernelemente beinhaltet:

- Die restriktive Zentralbankenpolitik führt zu einer **milden Rezession**, welche aber nur von kurzer Dauer ist.
- Dadurch schwächt sich die Nachfrage merklich ab, was die **Inflation** (auf ein strukturell akzeptiertes Niveau) beruhigt und damit den Zentralbanken erlaubt, weniger restriktiv zu agieren. Gleichzeitig schrumpfen jedoch aber auch die Gewinne der Unternehmungen (weiter).
- Obwohl vieles eingepreist ist, dürfte Letzteres

zunächst zu Schwankungen führen. Langsam und noch bevor die Gewinne die Talsohle erreicht haben, fängt sich der **Markt** aber. Da dieser die Zukunft (rund sechs Monate) diskontiert, drehen die Renditen wieder ins Positive (Konjunkturaussichten hellen sich wieder auf), angefeuert durch sich ausweitende Bewertungen.

Diese Elemente gilt es nun gesondert aufzufrischen.

Konjunktur bzw. die Wahrscheinlichkeit einer milden Rezession

Seit unserer letzten Berichterstattung hat sich das konjunkturelle Risiko nochmals verschärft, wobei es vom aktuellen Stand ausgehend nach wie vor realistisch erscheint, dass sich eine durchaus mögliche Rezession, je nach Region, über ein bis zwei Quartale erstreckt und sich damit in einer milden Form präsentiert.

Dass sich das Umfeld und der Ausblick eingetrübt hat, erkennt man schon allein an den **Einkaufsmanagerindizes** (monatliche Konjunkturmfragen tausender Unternehmen) **der Industrie und des Dienstleistungssektors**. Dieser Umstand betrifft in erster Linie das produzierende Gewerbe, welches sich in den USA, der Eurozone und der Schweiz mittlerweile deutlicher unterhalb der Wachstumsschwelle befindet, während der Dienstleistungssektor sich einigermassen stabil oberhalb derselben

bewegt. Halten sich beide weiterhin die Waage, so erscheint eine milde Rezession im Rahmen des Möglichen zu sein.

Auch die **Leading Economic Indizes** (LEI) für die USA und die Eurozone des Wirtschaftsforschungsinstituts *The Conference Board* deuten auf eine erhöhte Rezessionswahrscheinlichkeit hin. Der LEI setzt sich aus zehn unterschiedlichen Frühindikatoren (z.B. Wochenarbeitszeit, Arbeitslosenhilfe, Neuaufträge, Zinsspanne etc.) zusammen, welche Aussagen zur konjunkturellen Entwicklung der kommenden Monate ermöglichen. In den USA wurde die Rezessionsschwelle erreicht. In der Eurozone wurde dieselbe zwar zurückerobert, befindet sich aber nur sehr geringfügig darüber. Aufgrund der Komplexität verzichten wir auf eine graphische Darstellung.

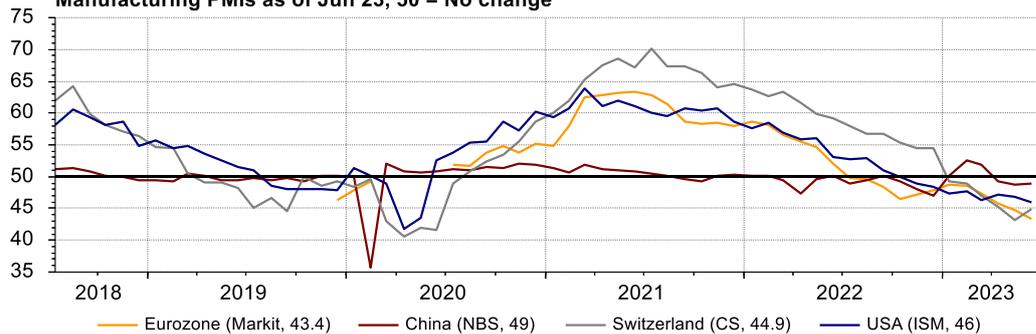
Gleichzeitig gilt es zu berücksichtigen, dass die nach wie vor sehr komfortable Lage am **Arbeitsmarkt** und die, mit Ausnahme USA, immer noch leicht überdurchschnittlichen **Sparquoten** (zum verfügbaren Einkommen) den **Konsum** einigermassen stützen sollten, obschon eine Abschwächung zu erwarten ist. Ferner sollten auch die ganzen **wirtschaftspolitischen Massnahmen** (inkl. des sich entfachenden Subventionswettbewerbs), auf welche wir immer wieder hingewiesen haben, einer definitoren richtigen Rezession entgegenwirken. Seitens **China**, dessen konjunkturelle Daten zuletzt enttäuschten, ist bisher keine grosse Unterstützung erfolgt. Angesichts der Tatsache, dass China an der Deflationsschwelle kratzt (Inflation bei 0%, Kerninflation bei 0.3%) und der einjährige Leitzins bei 3.55% (fünfjähriger Satz bei 4.2%) liegt,

scheint aber genug monetäres Pulver vorhanden zu sein, um diesen Umstand zu ändern. Ausserdem darf nicht vergessen werden, dass China, im Gegensatz zu Europa, zu haufenweise billiger Energie kommt und zudem darauf bedacht ist technologisch aufzuholen, womit auch hier weiterhin wirtschaftspolitische Unterstützung zu erwarten ist.

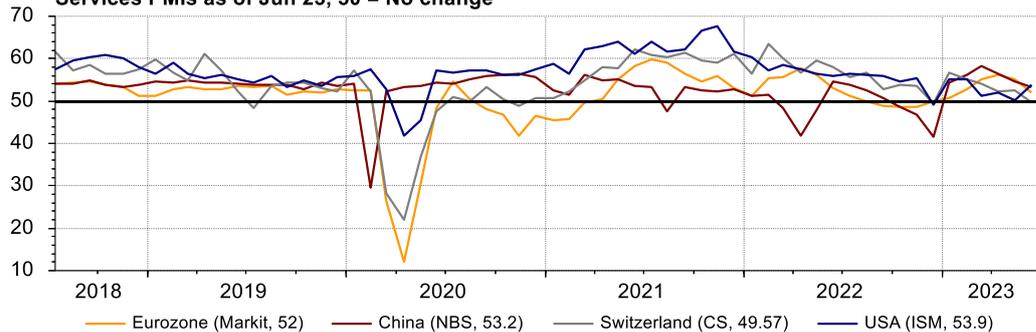
Insgesamt erscheint also die Annahme einer technischen, milden Rezession einigermassen plausibel und deckt sich auch mit den Erwartungen verschiedenster Institute, wie z.B. Oxford Economics, IMF, Zentralbanken, etc. D.h. jedoch nicht, dass die **Gefahr einer "echten" Rezession** vollständig gebannt ist (Abwärtsszenario mit einer Wahrscheinlichkeit von 15%), womit Wachsamkeit

PMIs Main Countries and Regions

Manufacturing PMIs as of Jun 23, 50 = No change



Services PMIs as of Jun 23, 50 = No change



Source: Refinitiv Datastream / GLSO Finanz AG

und eine kontinuierliche Überprüfung der Wirtschaftsdaten, insbesondere der Vorlaufindikatoren, weiterhin gefragt sind! Schliesslich gilt es zu bedenken, dass sich das komplette Ausmass des ökonomischen Schadens der monetären Bremsung nun so langsam entfaltet. I.d.R. ist mit einer Verzögerung von neun bis zwölf Monaten zu rechnen, gut möglich, dass die einzigartige Konstellation der COVID-Ära (massiver Arbeitskräftemangel und bedeutende staatliche Unterstützungsmassnahmen) diese Zeitspanne etwas verzögert haben. So sehen es auch die Auguren von Oxford Economics. Entsprechend haben sie Ihre negativen Konjunkturerwartungen für die USA etwas nach hinten verschoben, wobei nun das dritte und vierte Quartal betroffen sein sollen, was einer milden Rezession entsprechen würde. Die Schweiz soll es im zweiten Quartal (zuvor für das erste erwartet) getroffen haben, was sich jetzt dann zeigen wird. Interessanterweise ist für die Eurozone gar keine Rezession vorgesehen. Es wird für die restlichen Quartale je ein Wachstum von zwischen 0% und 0.3% (zum Vorquartal) erwartet. Dies erscheint uns angesichts der Tatsache, dass das BIP im Q1 gegenüber seinem Vorquartal um 0.1% gesunken ist und dass aus unserer Sicht die geldpolitische Gefahr etwas höher einzustufen ist als in den USA, etwas mutig, wobei Letzteres uns zum nächsten Thema führt.

Gefahr seitens Zentralbanken

Die obigen Ausführungen machen deutlich, dass, wie könnte es auch anders sein, das Ganze eine ziemliche Gratwanderung ist, welche keine geldpolitischen Fehler erlaubt. Um eine "richtige" Rezession zu vermeiden, müssen Geldpolitik und Konjunktur in einem gewissen Gleichgewicht stehen. Die **Marktlogik** besagt nichts anderes, als dass Bullenmärkte nicht aufgrund ihres Alters, sondern als Folge übermässig restriktiver Zentralbanken sterben. Schliesslich gibt es Grenzen, welches Zinsniveau, wirtschaftlich betrachtet, ausgehalten werden kann. Dass diese tiefer liegen, wenn die Wirtschaft bereits schwächelt, erscheint logisch, was zur Zeit ja der Fall ist. Damit diese Grenze nicht überschritten wird, ist es daher von grösster Bedeutung, dass die Inflation weiterhin zurückgeht, was - passend zu den ganzen Vorlaufindikatoren, welche wir in den vergangenen zwei Berichterstattungen präsentiert haben - zumindest für die USA, aber auch die Schweiz der Fall ist. Den Beweis hierzu liefert die [Inflationsübersicht](#) auf der nächsten Seite.

In den **USA** wachsen die Preise, nach dem Höchst von rund +9% im Juni 2022, mittlerweile "nur" noch um knapp +3% (Kerninflation bei +4.8%), was als positiv zu werten ist. Damit ist es aber leider noch nicht getan, auch wenn wir weiterhin davon ausgehen, dass ein gewisses strukturelles Niveau aus staatlicher Sicht (Entschuldung) durchaus erwünscht ist. Dies liegt v.a. daran, dass die starren

Komponenten der Konsumentenpreise (z.B. Mieten, Versicherungskosten, medizinische Ausgaben etc.) als auch die Preise für Dienstleistungen (z.B. Immobilien, professionelle Rasenpflege, Tierarzt, Automiete etc.) sich nur sehr langsam verbessern. Die FED will eine gewisse Nachhaltigkeit im Rückgang des Preisanstiegs erkennen, bevor Sie die Zügel aus der Hand gibt. Dass sie es noch vor kurzem nicht für möglich hielt, dass sich die Preise "nachhaltig" nach oben bewegen werden, lassen wir jetzt mal weg.

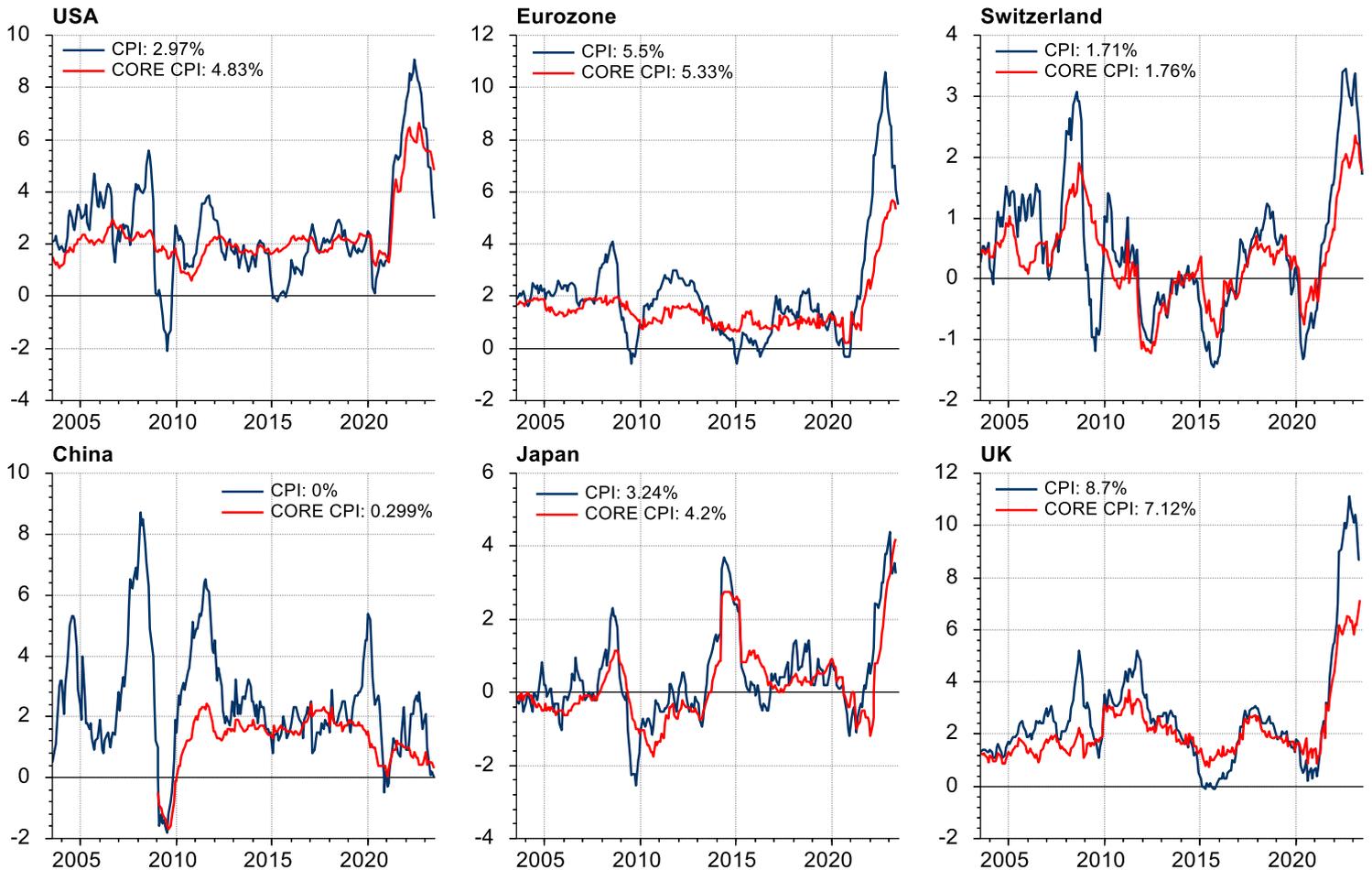
Immerhin deuten die diversen, immer wieder vorgestellten Vorlaufindikatoren (alle aufzuführen würde den Rahmen sprengen) zumindest auf eine weitere Abnahme der Inflation hin. So wachsen die Produzentenpreise nur noch mit 0.1% (Kernrate mit +2.4%). Die bezahlten Preise für Vorprodukte und -leistungen sowie die Lieferzeiten schrumpfen weiterhin und auch das Lohnwachstum (bei +4.4% auf Jahresbasis; im März 2022 bei +5.9%) hat sich beruhigt. Von grösster Bedeutung ist dabei, dass Letzteres sich unterhalb der Kerninflation entwickelt, um eine gefährliche Lohn-Preis-Spirale zu verhindern. Darauf deutet zumindest die Zunahme der Partizipationsrate am Arbeitsmarkt (im Prinzip Arbeitsangebot) hin, welche das Lohnwachstum drückt. Die auslaufenden Corona-Massnahmen (wie z.B. die Stundung der Studentenkredite) sowie die in den USA unterdurchschnittliche Sparquote dürften hierbei für Motivation sorgen. Hält dieser Umstand an, dürfte sich die Gefahr einer solchen Spirale weiter mindern, gebannt ist sie aber nicht, da der Arbeitsmarkt weiterhin sehr eng ist.

Angesichts der sich abschwächenden Wirtschaft und der obigen Erläuterungen scheint ein baldiges Ende der Zinsanhebungen (FED sieht die Möglichkeit von noch bis zu zwei Anhebungen um je 25 BP bis Ende Jahr) zumindest langsam in Sicht zu sein. Dass aber ein erstes Nachlassen schon in diesem Jahr folgen wird, so wie es der Markt erwartet, erachten wir weiterhin als unrealistisch. Hierfür ist der Arbeitsmarkt noch zu stabil und die starren Preiskomponenten noch zu starr. Die Gefahr eines ausufernden Zinsanstiegs scheint sich insgesamt betrachtet jedoch in Grenzen zu halten.

Die **Eurozone** hat, wie schon mehrfach erwähnt, im Zyklus Verspätung, womit von stabilen oder gar abnehmenden Leitzinsen (noch) nicht die Rede sein kann. Der allgemeine Preisanstieg hat sich zwar von seinem Hoch im Oktober 2022 von +10.6% auf 5.5% beruhigt, die Kerninflation, welche bei 5.3% liegt, jedoch nicht! Berücksichtigt man, dass die Löhne in der gewerblichen Wirtschaft (Industrie, Konstruktion und Dienstleistungen) im Q1 2023 um +4.9% angezogen haben (vor einem Jahr noch um +2.9%), so erübrigt sich jede Diskussion um nachlassende Zinsen. Auf der anderen Seite dürften der Umstand, dass das BIP-Wachstum auf Quartalsbasis bereits negativ ist und das labile Eurozone-Gefüge (z.B. Verschuldung Italien, bröckelndes Deutschland, Energielage) ein

Inflation Rate: Consumer Prices (CPI)

As of Jun 23, CPI Change Y/Y in %, Core CPI Change Y/Y in %



Source: Refinitiv Datastream / GLSO Finanz AG

Ausufeln verhindern. Die Geldpolitische Gefahr scheint sich damit auch hier einigermaßen in Grenzen zu halten. Ein Ende des Zinsanstiegszyklus ist jedoch noch nicht absehbar, womit uns die geldpolitische Gefahr etwas höher als in den USA erscheint. Folgt die Eurozone einer ähnlichen Entwicklung wie in den USA, ist aber davon auszugehen, dass sich auch hier erste Erfolge in der Kerninflation in den kommenden Monaten abzeichnen werden, was nötig wäre.

In der **Schweiz** ist die Inflation mit +1.7% (Kerninflation +1.8%) unter das geldpolitisch anvisierte Zielband von 2% gefallen, womit der Handlungsdruck niedrig ist. Zwar erwartet man im zweiten Halbjahr 2023 eine erneute Zunahme (Zweitrundeneffekte, Strompreise, Mieten und importierte Inflation) auf leicht über 2%, aber mehr als eine weitere Zinserhöhung erscheint uns, *ceteris paribus*, nicht angezeigt.

Alles in allem ist die Gratwanderung, auf welcher sich die Zentralbanken befinden, deutlich erkennbar. Allzu viel verträgt die Wirtschaft wohl nicht mehr, aber gleichzeitig scheint ein Ausufeln, nicht nur aus politischen Gründen, auch nicht unbedingt nötig zu sein, was uns zum nächsten Thema führt.

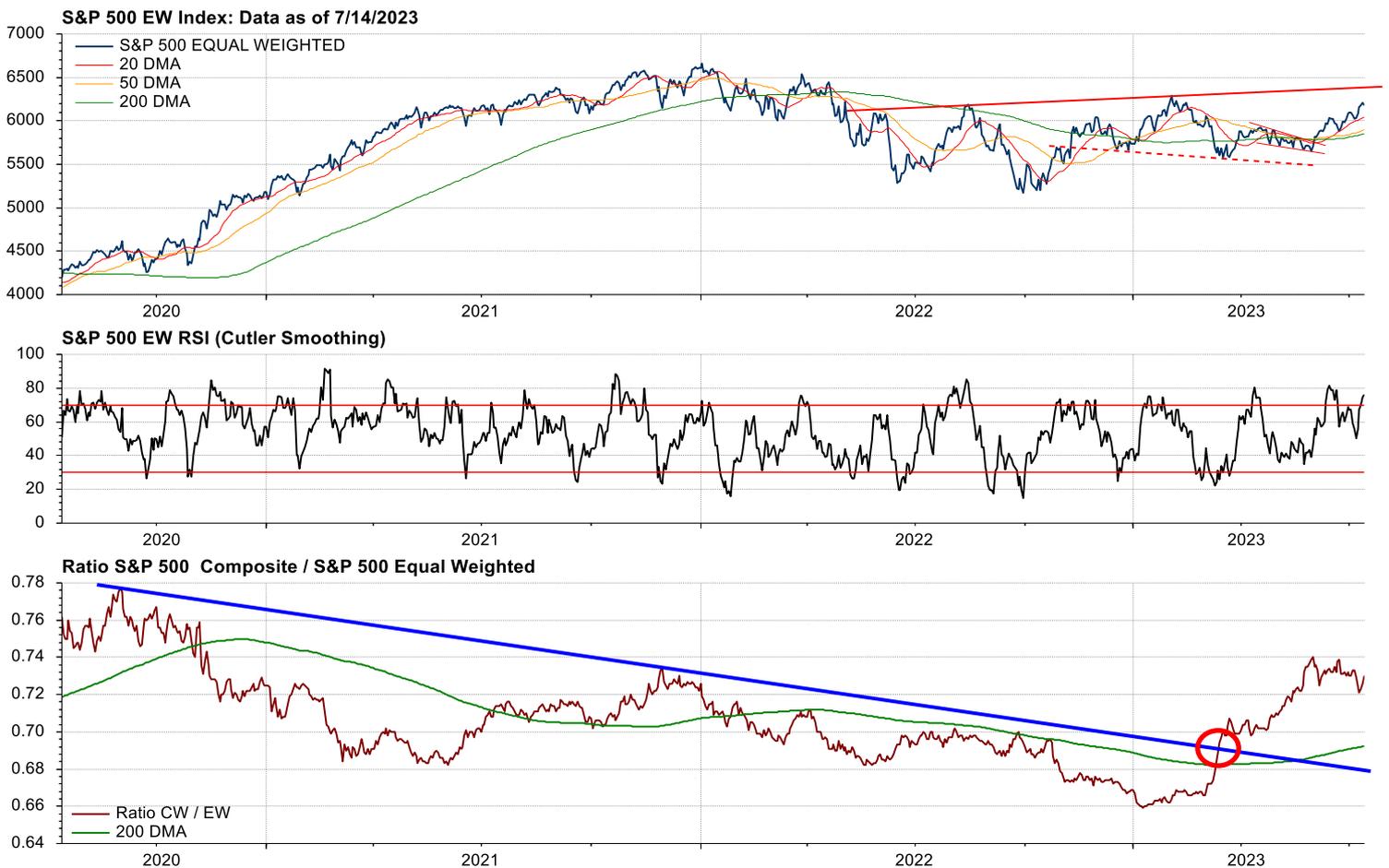
Wie ordnet der Markt das Ganze ein?

Es lässt sich feststellen, dass der Marktfokus sich geändert hat. Im Vordergrund ist nicht mehr die Inflation allein, sondern die Wirtschaftsentwicklung leistet ihr nun beste Gesellschaft! Wie kommen wir darauf?

Der **Markt hat sich klar positioniert** und erwartet eine sogenannte **weiche Landung**. Eine solche bezeichnet eine zyklische Verlangsamung des Wirtschaftswachstums, die eine (echte) Rezession vermeidet. Dies lässt sich daran erkennen, dass auf Jahresbasis 2023 sowohl in den USA als auch in der Eurozone v.a. zwei Sektoren zum starken Anstieg der Leitindizes S&P 500 und Stoxx Europe 600, welche nicht stellvertretend für den Gesamtmarkt stehen (!), beigetragen haben. Es handelt sich hierbei um die Sektoren Technologie und Diskretionärer Konsum (von nicht "lebensnotwendigen" Gütern und Dienstleistungen).

Am Beispiel USA lässt sich dies einfach veranschaulichen, indem man den klassischen, nach Marktkapitalisierung gewichteten **S&P 500 mit seinem gleichgewichteten Pendant (S&P 500 Equal Weight) vergleicht** (nächste Seite). Bei Letzterem ist jede Position im Index prozentual

S&P 500: Equal-Weighted vs Cap-Weighted



gleichgewichtet. Nun gilt es im Gegensatz hierzu zu verstehen, dass der S&P 500 zu fast 25% von fünf Titeln dominiert wird (Apple, Microsoft, Amazon, Nvidia, Alphabet), d.h. die restlichen 495 vertretenen Aktien teilen sich ein Restgewicht von 75% (!), und dass die genannten Sektoren rund 40% des Index ausmachen (Technologie 28.3%, Diskretionärer Konsum 10.8%). Im gleichgewichteten Gegenstück weisen die Letztgenannten ein Gewicht von insgesamt 24%, also vereinfachend gesagt praktisch die Hälfte, aus.

Nun zur Graphik: Das oberste Feld zeigt die Entwicklung des **S&P 500 Equal Weight** und das unterste das **Verhältnis vom "normalen" S&P 500 dazu** (das mittlere Feld lassen wir bewusst weg). Letzteres lässt klar erkennen, welchen Einfluss die genannten Aktien und Sektoren auf die Leitindexentwicklung hatten und wie stark damit der "Rest des Marktes" abgehängt wurde! Technisch betrachtet ist dies keine besonders gute Entwicklung, da für eine nachhaltige Bewegung eine gewisse Marktbreite (hat sich zuletzt jedoch etwas verbessert) vorausgesetzt ist. Jedenfalls verdeutlicht der eindeutige Ausbruch der *Ratio* über ihren Abwärtstrend die Position des Marktes (Wachstumssektoren als Zugpferde), dass eine Rezession vermieden werden kann. Seine Botschaft ist klar!

Nur ist es leider aber so, dass von der FED orchestrierte **weiche Landungen extrem selten** sind. Schaut man sich in

den USA die letzten neun Zinshebungszyklen an (ab 1970), dann fällt auf, dass nur diejenigen zwischen Mai 1983 und Juli 1984 sowie zwischen Februar 1994 und Februar 1995, also insgesamt zwei, nicht zu einer (richtigen) Rezession geführt haben. Zudem ist der Zinshebungszyklus noch gar nicht offiziell beendet. Und zu guter Letzt deuten die oben präsentierten Indikatoren auf ein **erhöhtes Rezessionsrisiko** hin. Ein Restrisiko kann daher nicht ausgeschlossen und muss berücksichtigt werden, zumal das vollständige Ausmass der wirtschaftlichen, monetär induzierten Schäden noch nicht bekannt ist. Entsprechend ist davon auszugehen, dass in den genannten Sektoren zu viel zu früh vorweggenommen wurde.

Letzteres legt die Vermutung nahe, dass der Markt selbst das mögliche Ausmass einer "nur" milden Rezession etwas unterschätzt. Damit scheinen **Markterwartung und ökonomische Realität** derzeit **auseinanderzuklaffen**.

Technologie bleibt im Zusammenhang mit den Themen *Artificial Intelligence, Cloud Computing* und *Cyber Security* zwar langfristig interessant, ist aber technisch betrachtet stark überdehnt, womit sich eine Pause/Korrektur anbahnt. Letzteres erstaunt angesichts des *AI-Hypes*, der viel Zukunftsmusik diskontiert, nicht. Was den diskretionären Konsum anbetrifft, so darf, nebst der zu erwartenden technischen Pause, ein weiteres Fragezeichen gesetzt werden. Fragen Sie sich selbst, ob Sie im

Falle einer (milden) Rezession oder allgemeiner wirtschaftlicher Abschwächung (unter Trend) lieber auf Ihr Brot oder den Zukauf weiterer Luxusartikel verzichten möchten. Die Antwort ist klar. Dies dürfte auch der Grund sein, wieso die Marktbreite innerhalb des Sektors schwach ist. Überzeugung sieht anders aus.

Die klare Positionierung des Marktes bedeutet folglich, dass Wirtschaftsdaten vermehrt in den Fokus rücken, während das Inflationsthema eine Stufe zurückversetzt wird. Entsprechend werden die Meldung diverser Wirtschaftsdaten sowie die Unternehmensergebnisse auf seine Stimmung drücken oder diese bestätigen. Mit Schwankungen ist folglich zu rechnen.

Zudem **weichen auch dessen monetären Erwartungen ab**. In den **USA** geht der Markt von höchstens noch einer Zinserhöhung auf 5.4% (Zielband 5.25% bis 5.5%) aus (impliziert durch die *Fed Fund Futures*) und erwartet, dass die Zinsen sich per Ende Jahr sogar etwas abschwächen. Damit der Markt recht behält, müsste sich die Kerninflation stärker beruhigen, als dies die FED vermutet. Anzeichen gibt es hierfür, wie weiter oben beschrieben, aber der zeitliche Horizont ist leider unklar. Zudem darf nicht vergessen werden, dass die FED ihren Zyklus mit zwei weiteren in Aussicht gestellten Zinserhöhungen noch nicht offiziell abgeschlossen hat. I.d.R. erfolgt dies nachdem die Wirtschaft eingebrochen ist, weswegen sanfte Landungen sehr selten sind. In der **Eurozone** erwartet der Markt ein Hoch von rund 4% in der Einlagefazilität (eines der drei Leitzinsen der EZB). Bei einem derzeitigen Stand von 3.5% bedeutet dies, dass zwei Zinserhöhungen à je 25 BP eingepreist sind. Angesichts der hartnäckigen Kerninflation (und des Lohnwachstums), könnte der Markt auch hier negativ überrascht werden.

Die Positionierung des Marktes ist also gewissen Risiken ausgesetzt, die es zu berücksichtigen gilt!

Wie wir das Ganze einordnen, entnehmen Sie dem Fazit.

Fazit

Der Markt erwartet, dass die monetären Bremsungen in einer sanften Landung münden. Dies gilt es zu respektieren, da die Aktienmärkte in der Regel der wirtschaftlichen Entwicklung oft voraus sind und deswegen ja auch als Frühindikator gelten.

In gewisser Hinsicht teilen wir seinen Optimismus, schliesslich ist der säkulare Bullenmarkt intakt. Entsprechend hat unser Basisszenario, welches ebenfalls von einer sanften Landung ausgeht, die höchste Wahrscheinlichkeit (65%) unter unseren Szenarien. Hiermit berücksichtigen wir explizit eine milde Rezession. Auch wenn

sich die Inflation, v.a. in den USA und der CH stark beruht hat, bleibt eine gewisse strukturelle Komponente vorhanden, was sich daran erkennen lässt, dass die Kernrate (ohne Energie und Lebensmittel) die breit gefasste Rate dort übersteigt. In der Eurozone fehlt hierfür nicht mehr viel. Es erscheint also durchaus realistisch, dass eine milde wirtschaftliche Schrumpfung notwendig sein wird, um den hartnäckigen Teil der Inflation zu "brechen", obschon ein gewisses Niveau aus politischen Überlegungen wünschenswert ist.

Es stellt sich die Frage, in welchem Ausmass der Markt eine solche erwartet und damit, was eingepreist ist. Die Entwicklung der Leitindizes (S&P 500 und Stoxx Europe 600), v.a. angetrieben durch die sehr starke Preisbewegung der Sektoren Technologie und Diskretionärer Konsum, legt die Vermutung nahe, dass der Markt von einer sanfteren Landung ausgeht als derzeit angezeigt. Damit klammert er gewisse Gefahren aus:

- Der Zinsanstiegszyklus ist offiziell noch nicht vorbei.
- Der wirtschaftliche Schaden der monetären Massnahmen ist noch nicht vollständig bekannt.
- Die Rezessionsindikatoren deuten auf ein erhöhtes Risiko hin.
- Sanfte Landungen sind sehr selten.

Markt und ökonomische Realität scheinen folglich auseinanderzuklaffen. Wäre er wirklich überzeugt und damit bereit neue Hochs zu erreichen, dann müssten Marktbreite und Risikoappetit höher sein und sich nicht nur auf grosskapitalisierte Unternehmungen und zwei Sektoren beschränken, womit eine gewisse Vorsicht, trotz längerfristigem Optimismus, angebracht ist. Dafür wird es wohl ein geändertes monetäres Narrativ sowie ein sich festigendes Vertrauen in die eigenen Konjunkturerwartungen brauchen. Idealerweise müsste im Zuge der technisch angezeigten Pause/Korrektur der Zugpferde eine Rotation einsetzen zu Gunsten der vernachlässigten Sektoren sowie der kleineren und mittleren kapitalisierten Firmen. Die Möglichkeit hierzu ist zumindest technisch gegeben. Der Weg dürfte insgesamt steinig und volatil bleiben, da viele Elemente zusammenspielen müssen. Deswegen darf auch das Abwärtsszenario, welches im Prinzip von einer richtigen Rezession, also einer breiten (nicht nur produzierendes Gewerbe), signifikanten (über mehr als ein, zwei Quartale) Schrumpfung der Konjunktur ausgeht, nicht ausser Acht gelassen werden. Das gleiche gilt für das Friede-Freude-Eierkuchen Szenario, welches aber angesichts der oben präsentierten Daten zurzeit eher an Wahrscheinlichkeit verloren hat.

Damit sich unser Basisszenario bewahrheitet und der säkulare Bullenmarkt unbeirrt seinen Weg fortschreitet, müssen viele Elemente zusammenspielen. Eines davon, und vermutlich das Wichtigste, ist, wenn der Markt sich in seiner Gesamtheit (nicht nur zwei Sektoren), technisch häufig hinter den Kulissen, für eine Marktrichtung positioniert. Dies bedeutet nichts anderes, als dass er sämtliche Faktoren berücksichtigt und diskontiert hat. Da dies noch nicht gänzlich der Fall ist, verabschieden wir uns mit den weisen Worten von **Charlie Munger** (Aktionär und stellvertretender Vorsitzender von Berkshire Hathaway): "*The big money is not in the buying and selling, but in the waiting.*". Natürlich bezog er sich auf die Geduld bis sich die Investition in ein Qualitätsunternehmen ausbezahlt, dennoch trifft die Aussage auch hier zu. Geduld zahlt sich in der Regel aus.

Freundliche Grüsse

Dr. Gianluigi Socchi

Igor Socchi

Philipp Wille

Disclaimer

Dieses Dokument wurde von der GLSO Finanz AG (nachfolgend «GLSO») mit grösster Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. GLSO gibt jedoch keine Zusicherung bezüglich der Richtigkeit oder Vollständigkeit dessen Inhalts und lehnt jede Haftung für Verluste infolge der Verwendung dieser Informationen ab. Die in diesem Dokument geäusserten Meinungen sind diejenigen der GLSO zum Zeitpunkt der Redaktion und können jederzeit und ohne Ankündigung ändern. Das Dokument dient ausschliesslich Informationszwecken und ist ohne Rücksicht auf die Bedürfnisse oder die Finanzlage eines bestimmten Anlegers erstellt worden. Es stellt weder eine Anlageempfehlung noch ein Angebot zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar und entbindet den Empfänger nicht von seiner eigenen Beurteilung. GLSO empfiehlt dem Empfänger, allenfalls unter Beizug eines unabhängigen professionellen Beraters, die Informationen in Bezug auf die Vereinbarkeit mit seinen eigenen Verhältnissen, die jeweiligen finanziellen Risiken sowie auf juristische, regulatorische, steuerliche und andere Konsequenzen zu prüfen. Dieses Dokument darf ohne schriftliches Einverständnis der GLSO weder stellenweise noch vollständig vervielfältigt werden. Es richtet sich ausdrücklich nicht an Personen, denen der Zugang zu solchen Informationen unter der geltenden Gesetzgebung aufgrund ihrer Nationalität oder ihres Wohnsitzes untersagt ist. Mit jeder Anlage sind Risiken, insbesondere diejenigen von Wert- und Ertragsschwankungen, verbunden. Die bisherige Performance einer Anlage und historische Finanzmarktszenarien stellen keine Garantie für zukünftige Performanceentwicklungen dar. Bei Anlagen in Fremdwährungen besteht zusätzlich das Risiko, dass die Fremdwährung gegenüber der Referenzwährung des Anlegers an Wert verliert. Der Anleger kann unter Umständen Verluste erleiden.