



BELVÉDÈRE
Asset Management

Januar 2024

AUSBLICK 2024: KONSTRUKTIV

MARKT- PERSPEKTIVEN

AUSBLICK 2024: KONSTRUKTIV

«Das Unmögliche scheint möglich» und «Auf das 'annus horribilis' folgt kein 'annus mirabilis'» waren zwei unserer zentralen Thesen für 2023. Was ist daraus geworden? Ein Rück- und Ausblick.



Der US-Notenbank ist es kaum je gelungen, die Zügel ohne eine darauffolgende Rezession zu straffen. Die seit 2022 inverse Zinskurve untermauerte diese Befürchtung. Nur ein Mal seit den 1960er-Jahren folgte auf eine inverse Zinskurve keine Rezession. «Das Unmögliche scheint möglich» zielte darauf ab, dass es diesmal anders sein könnte. Tatsächlich erwies sich die US-Konjunktur 2023 als äusserst robust. Und 2024? Die US-Zinskurve ist noch immer invers, die Wachstumsdynamik lässt nach. Eine Rezession erwarten wir aber weiterhin nicht. In Europa ist der befürchtete starke Abschwung ausgeblieben, seit einem Jahr herrscht jedoch Stagnation. Die Flaute wird noch etwas anhalten, bevor ein zyklischer Aufschwung einsetzt. China bleibt ein Unsicherheitsfaktor, die Immobilienkrise belastet noch immer. Springt die Konjunktur nicht bald an, wird spannend zu sehen sein, ob die chinesische Regierung ihre bislang zurückhaltende Unterstützung ausweitet. Global betrachtet dürfte die Wachstumsdelle im ersten Halbjahr durchschritten werden, gefolgt von einer zaghaften Erholung in der zweiten Jahreshälfte.

2022 war eines der schlechtesten Anlagejahre überhaupt. Eine Erholung war zu erwarten. Die Aussichten schienen aber nicht so rosig. Die Zinsmärkte hatten zunächst von übertriebenen Zinssenkungsfantasien profitiert, kamen beim Auspreisen derselben aber deutlich unter Druck. Signale der Notenbanken, dass es 2024 tatsächlich zu Zinssenkungen kommen könnte, beflügelten die Zinsmärkte ab November erneut. Wie geht es weiter? Der Zinserhöhungszyklus der Notenbanken ist längst beendet, der Markt erwartet 2024 sogar deutliche Senkungen. Auch wir rechnen mit tieferen Leitzinsen, jedoch mit weniger Schritten als eingepreist. Nach dem jüngsten Zinsrückgang am langen Ende dürfte die Luft etwas draussen sein.

Unterbrochen nur von der US-Bankenkrise im März, stiegen die Aktienmärkte 2023 bis in den Sommer. Die überhöhten Erwartungen an die Geldpolitik führten in der Folge zu einer spürbaren Korrektur. Wie bei den Obligationen setzte danach eine Jahresendralley ein, die den S&P 500 und den Euro Stoxx auf Jahressicht auf +26.3% bzw. +19.5% hievte. Der Schweizer Markt hinkte dieser Entwicklung aufgrund der Sektorzusammensetzung (wenig Technologie), dem starken Franken (+10% zum US-Dollar, +6% zum Euro) und firmenspezifischer Faktoren (Schwergewichte Nestlé und Roche im Minus) hinterher. Auch die Turbulenzen bei den Banken, verbunden mit dem Untergang der Credit Suisse, respektive deren Übernahme durch die UBS, liessen die Kurse im Frühling stark korrigieren. Der SPI legte deshalb im gesamten Jahr nur 6.1% zu.

Was bringt 2024 für die Aktienmärkte? Kein Boom, aber auch keine Rezession. Entspannung in der Geldpolitik. Die Stimmung ist gut, aber nicht euphorisch. Man könnte ein solches Umfeld als «konstruktiv» bezeichnen, das immerhin ein positives Börsenjahr erwarten lässt.

Giorgio Saraco
CEO, Belvédère Asset Management

KONJUNKTUR

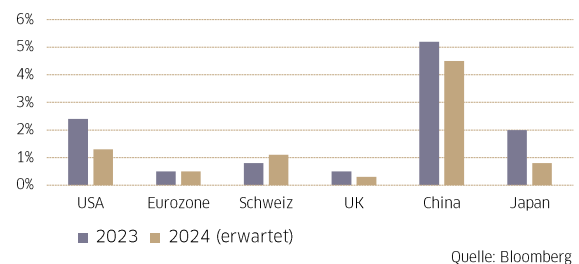
Vor einem Jahr war die Markterwartung klar: Rezession in den USA und starker Aufschwung nach der Covid-Pandemie in China. Gekommen ist es anders. Die chinesische Wirtschaft kam nie richtig in die Gänge, während das Momentum in den USA im Jahresverlauf sogar noch zunahm.

Konsens für 2024 ist eine «weiche Landung» in den USA. China und der Wirtschaft in der Eurozone wird nur noch wenig zugetraut. Für die Schweizer Wirtschaft wird eine leichte Beschleunigung erwartet, wobei der starke Franken eine Herausforderung bleibt.

Wir beurteilen die Aussichten für 2024 vorsichtig optimistisch. Ein wichtiger Grund dafür ist die in weiten Teilen der Welt fallende Inflation, auch hervorgerufen durch günstigere Energiepreise. Dadurch steigen die realen Einkommen, was den Privatkonsum stützt. In der Industrie dürfte sich der hartnäckige Lagerabbau dem Ende zuneigen

und dem Sektor im Jahresverlauf zu einem Wachstum verhelfen. Grösste Profiteure: Die Eurozone und Schweizer Exportfirmen. Die chinesische Wirtschaft würden wir nicht ganz abschreiben. Die Probleme am Immobilienmarkt sind adressiert und das Land bleibt trotz allem ein unverzichtbarer Produktionsstandort und hat beispielsweise bei den zukunftsträchtigen Elektroautos gegenüber dem Westen die Nase vorn.

BIP-Wachstum (gegenüber Vorjahr)



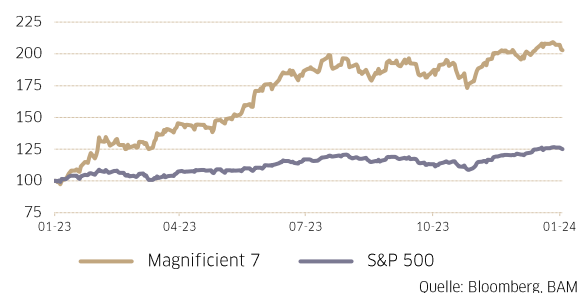
AKTIEN

Vor dem Hintergrund globaler Krisen und teilweise schwacher Wirtschaften entwickelten sich die Börsen im letzten Jahr erstaunlich gut. Geholfen haben die gegen Jahresende gesunkenen Zinsen, Preiserhöhungen durch die Firmen sowie neue Themen, allen voran die Künstliche Intelligenz (KI), die die Fantasie der Anleger beflügelte. Verzerrt wurde das Bild durch die phänomenale Performance der sogenannten Magnificent 7 (Apple, Microsoft, Amazon, Nvidia, Alphabet, Tesla, Meta), die mittlerweile etwa 17% des MSCI World ausmachen.

Wir erwarten für 2024 ein positives Börsenumfeld, gehen aber von einem Favoritenwechsel aus. So dürfte sich die Performance der angesprochenen Magnificent 7 nicht mehr wiederholen. An ihre Stelle könnten defensive Sektoren, wie etwa Pharma, Nahrungsmittel oder Versorger treten, die ebenfalls von den mittlerweile tiefen Zinsen profitieren sollten.

Auf der regionalen Ebene dürfte die Schweiz an Attraktivität gewinnen. Die Risikoprämie des SPI hat sich verbessert und die Dividendenrendite ist mit etwa 3% gegenüber den stark gefallen Zinsen für zehnjährige Staatsanleihen von 0.7% interessant. Ebenfalls profitieren könnten kleinere und mittlere Unternehmen aus der Schweiz und der Eurozone, falls sich der erwartete Lageraufbau manifestiert.

Magnificent 7 vs. S&P 500 (Total Return, indexiert)



ZINSEN

Die langfristigen Zinsen stiegen im letzten Jahr stark an und erreichten beispielsweise im Falle der USA mit 5% Werte, wie wir sie seit der Finanzkrise nicht mehr gesehen haben. Erst gegen das Jahresende hin kam es zu einer deutlichen Entspannung. In diesem Tempo dürfte es allerdings nicht weitergehen, denn das hohe Emissionsvolumen aufgrund des angespannten US-Haushalts könnte den Markt durchaus wieder belasten. Schweizer Staatsanleihen führten im letzten Jahr ein Eigenleben, weil der Franken gesucht und die Inflation im internationalen Vergleich tief blieb.

Klar ist, dass der Zinserhöhungszyklus der Notenbanken abgeschlossen ist. Weniger klar ist hingegen, wann und wieviel die Zinsen in diesem Jahr gesenkt werden. Gerade die Fed dürfte sich hüten die Zinsen zu früh zu senken, da sie das Risiko eines erneuten Inflationsanstiegs analog den 1970er Jahren nicht eingehen will. In diesem Sinne erscheinen die aktuell vom Markt eingepreisten drei Zinssenkungen bis Mitte Jahr sehr optimistisch. Die SNB hat mit dem Verzicht auf weitere Devisenverkäufe den Weg für eine Zinssenkung in diesem Jahr geebnet.

| Anlageklassen | Einschätzung | Kommentar |
|-------------------|--------------|--|
| Anleihen | | |
| Staaten | | Die Fed wird die Zinsen senken, aber die aktuell hohen Erwartungen dürften enttäuscht werden. Am langen Ende wird der Weg für weitere Zinsrückgänge harziger. |
| Unternehmen | | |
| Aktien | | |
| Schweiz | | Das Börsenumfeld dürfte grundsätzlich freundlich bleiben. Nach der exorbitanten Performance der Technologieaktien könnte ein Favoritenwechsel einsetzen. Profiteure: Der Schweizer Markt und defensive Sektoren. |
| Eurozone | | |
| Grossbritannien | | |
| USA | | |
| Schwellenländer | | |
| Immobilien | | |
| Schweiz | | Wohnimmobilien profitieren von steigenden Mieten. Gewerbeimmobilien sind im historischen Vergleich günstig bewertet. |
| Rohstoffe | | |
| Öl | | Die USA kompensieren die tiefere Förderung der Opec. Das aktuelle Preisniveau erscheint wieder attraktiv. Gold profitierte bereits stark von den tieferen Zinsen. |
| Gold | | |

unattraktiv attraktiv aktuelle Einschätzung

Impressum

© BAM 2024. Alle Rechte vorbehalten.

Herausgeber: Belvédère Asset Management AG

Autoren: Giorgio Saraco, Matthias Wullschleger

Redaktionsschluss: 3.1.2024

Disclaimer

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Ansichten dienen ausschliesslich zu Informationszwecken und begründen weder eine Aufforderung seitens der Belvédère Asset Management noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zur Tätigkeit sonstiger Transaktionen. Die darin enthaltenen Informationen und Ansichten beruhen auf Quellen, die wir als zuverlässig erachten. Dennoch können wir weder für die Zuverlässigkeit noch für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Quellen garantieren. Soweit gesetzlich zulässig schliessen wir jede Haftung für direkte, indirekte oder Folgeschäden aus, einschliesslich entgangenen Gewinns, die aufgrund der publizierten Informationen entstehen. Interessierten Investoren empfehlen wir dringend, ihren persönlichen Kundenbetreuer zu konsultieren, bevor sie auf der Basis dieses Dokumentes Entscheidungen fällen, damit individuelle Umstände, Bedürfnisse und Anlageziele im Rahmen einer umfassenden Beratung gebührend berücksichtigt werden können.



Matthias Wullschleger
Senior Investment Analyst