

KAUFMANN, WUNDERLIN & PARTNER

Marktausblick

1. Quartal 2024

19. Dezember 2023
Ausgabe Nr. 36

Vorwort	3
Makroökonomisches Umfeld	4
Zinsmärkte	6
Aktienmärkte	8
Rohstoffmärkte	10
Währungsmärkte	11
Fokus und Empfehlungen	12
Börsen	13

VORWORT

Die USA sind einmal mehr die Wachstumslokomotive unter den Industrieländern. Die gigantischen Regierungsprogramme haben zu einem signifikanten Aufschwung im Industriesektor geführt. Die Eurozone kämpft dagegen mit einer negativen BIP-Entwicklung, allen voran Deutschland. Nichtsdestotrotz erwarten wir für das kommende Jahr eine Beschleunigung der globalen wirtschaftlichen Aktivitäten – jedoch mit stark unterschiedlichen Geschwindigkeiten.

Die Geld- und Kapitalmärkte stehen unverändert im Mittelpunkt der geldpolitischen Aktivitäten der Zentralbanken. Nach einer im Jahr 2022 initiierten, beispiellosen Straffungskampagne gehen die Marktteilnehmer für das Jahr 2024 bereits wieder von Leitzinssenkungen aus. Unseren Einschätzungen entsprechend dürften diese jedoch erst in der zweiten Jahreshälfte erfolgen. Gleichzeitig erwarten wir eine Stabilisierung der mittel- und langfristigen Zinsen auf den heutigen Niveaus – nicht zuletzt aufgrund des stark gestiegenen Refinanzierungsbedarfs der Regierungen.

An den Aktienmärkten zeichnet sich ein Kräftemessen zwischen Konjunktur und Zinsen ab, so dass sich insbesondere das erste Quartal von seiner volatilen Seite zeigen dürfte. Vor diesem Hintergrund setzen wir unverändert auf Qualitätsunternehmen mit einer soliden Bilanz und einer starken Marktpositionierung. Für den weiteren Jahresverlauf sehen wir – trotz einer hohen Ungewissheit – positive Vorzeichen für Aktienengagements.

Gold nimmt unverändert eine wichtige Funktion als Stabilisator ein und hat somit auch dieses Jahr – in einem unsicheren geopolitischen Umfeld – seinen Wert als Absicherung in einem Portfoliokontext unter Beweis gestellt.

Unter den grössten Währungen hat der Schweizer Franken 2023 die beste Performance erzielt und somit für die Schweizerische Nationalbank einen wesentlichen Beitrag geleistet, um die hiesige Inflation auf den Zielbereich zurückzubringen. Wir halten somit an unserer positiven Haltung fest.



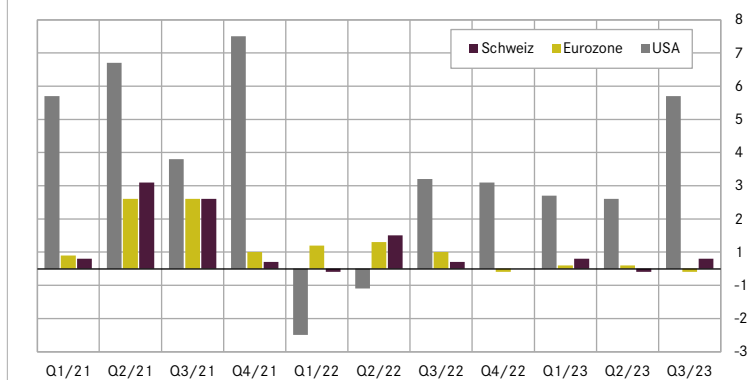
Marco Angelini, CFA
Chief Investment Officer

MAKROÖKONOMISCHES UMFELD

Nach einer beispiellosen geldpolitischen Straffungskampagne zeigen sich die Zentralbanken vor dem Hintergrund eines sich verlangsamenen Konjunkturzyklus zunehmend zurückhaltend. So verzeichnete die Eurozone – darunter gewichtige Länder wie Deutschland und Frankreich – im letzten Quartal bereits negative Wachstumsraten. Gleichzeitig ist die Kreditvergabe an Unternehmen in der Währungsunion zum ersten Mal seit 2015 gesunken – ein Indikator, der die Zurückhaltung der Firmen hinsichtlich ihrer Investitionsvorhaben verdeutlicht. Nichtsdestotrotz überwiegt unter den Währungshütern weiterhin Skepsis hinsichtlich der Nachhaltigkeit der rückläufigen Inflationsraten, insbesondere in den USA: So betonte der Gouverneur der US Zentralbank, Jerome Powell, die Einschätzung, dass *«stärkeres Wachstum eine weitere Straffung rechtfertigen würde. Es wäre verfrüht, die Geldpolitik als hinreichend restriktiv zu bezeichnen oder sogar auf Zinssenkungen zu spekulieren»*.

Die nachlassenden Auswirkungen des vergangenen Anstiegs der Inputkosten wurden im Rahmen von Zweitrundeneffekten durch höhere Lohnkosten kompensiert: Die Forderungen der Arbeitnehmer nach einem Ausgleich für den Kaufkraftverlust haben an den Arbeitsmärkten zu einem historisch hohen Lohnwachstum geführt. Gleichzeitig könnte jedoch eine stärkere Transmission der Geldpolitik auf

Abbildung 1: Wachstumsraten USA, Eurozone und Schweiz (vs. Vorquartal, saisonal adjustiert)
Quelle: US Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Staatssekretariat für Wirtschaft



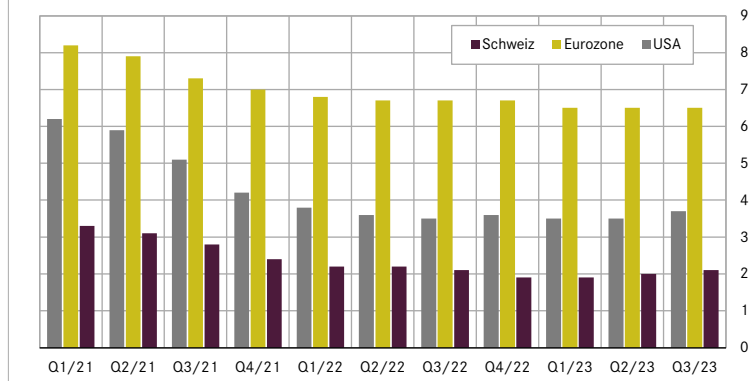
den Wirtschaftskreislauf oder eine unerwartete Verschlechterung des globalen Konjunkturumfelds das Wachstum signifikant beeinträchtigen und die Volkswirtschaften in eine tiefe Rezession stürzen. Die Notenbanken befinden sich somit in einem schwerwiegenden Dilemma: Eine Fortsetzung oder gar Verschärfung des bisherigen geldpolitischen Kurses könnte Konsum- und Investitionsnachfrage nachhaltig schädigen, eine verfrühte Lockerung dagegen die Teuerung wieder anheizen und eine Rückführung auf das von den Notenbanken formulierte Zweiprozentziel um mehrere Quartale verzögern.

Unter den Industrieländern haben die USA einmal mehr die Funktion der Wachstumslokomotive übernommen (Abbildung 1): So verzeichnete das Land im letzten Quartal eine eindruckliche Wachstumsrate (Bruttoinlandsprodukt) in der Höhe von 5.2%. Obwohl die ausufernden Ausgaben der US Regierung einen wesentlichen Beitrag zu dieser Steigerung beitrugen, registrierten

Konsum und Investitionen überdurchschnittlich starke Avancen. Wir stufen die Eintrittswahrscheinlichkeit einer Rezession in den USA als äusserst gering ein und gehen gleichzeitig davon aus, dass sich die Konjunktur in den kommenden Quartalen weiter erholen wird.

Gemäss Schätzungen der EU-Kommission wird die Eurozone dieses Jahr zwar eine (technische) Rezession vermeiden können, im vierten Quartal jedoch ein schwaches Wachstum in der Höhe von 0.2% registrieren. Für das Gesamtjahr erwartet die EU-Exekutive ein BIP-Wachstum von 0.6%, für 2024 von 1.2% - dies nicht zuletzt basierend auf einem projizierten Rückgang der Inflation auf 3.2% (Schätzung 2024) und einem unverändert robusten Arbeitsmarkt. Die Eurozone verfügt mit Sicherheit über ein grosses Aufholpotenzial, nichtsdestotrotz bleiben wir zurückhaltend: Die Abhängigkeit von den Rohstoffmärkten (primär Öl und Gas) ist – im Gegensatz zu den USA – signifikant. Gleichzeitig befindet sich Deutschland, die

Abbildung 2: Arbeitslosenraten USA, Eurozone und Schweiz (saisonal adjustiert)
Quelle: US Bureau of Labor Statistics, Eurostat, Staatssekretariat für Wirtschaft



mit Abstand gewichtigste Volkswirtschaft innerhalb der Währungsunion, in einem tiefgreifenden strukturellen Wandel. Zudem bremst die globale Konjunkturschwäche die lang ersehnte Erholung der Exportindustrie. In der Schweiz wuchs das Bruttoinlandsprodukt im dritten Quartal um 0.3%. Somit konnte sich die hiesige Wirtschaft unter den Industrieländern gut behaupten: Die konjunktursensitiven Branchen entwickelten sich aufgrund der schwächelnden internationalen Nachfrage und der starken Frankenaufwertung nur verhalten. Dagegen stützten die Staatsausgaben die Konjunktur überdurchschnittlich. Die Erholung des privaten Konsums blieb – angesichts zunehmender Kaufkraftverluste – mit einer Steigerungsrate von 0.2% schwach. Eine wichtige Konjunkturstütze bleibt der äusserst robuste Arbeitsmarkt: Mit einer Arbeitslosenquote von 2.1% (Abbildung 2) herrscht in der Schweiz beinahe Vollbeschäftigung (1.9%). Gemäss Einschätzung der Schweizerischen Nationalbank stellt eine ausgeprägte konjunkturelle

Abschwächung im Ausland das Hauptrisiko für die weitere Konjunkturerholung in der Schweiz dar. Das Wachstum dürfte auch im kommenden Jahr – den Prognosen der Expertengruppe des Staatssekretariats für Wirtschaft (SECO) zufolge – mit 1.2% weiterhin unterdurchschnittliche Raten verzeichnen.

In China zeichnet sich eine äusserst fragile und holprige Erholung ab: So kämpft das Land unverändert mit signifikanten Ungleichgewichten und Ausfällen am Immobilienmarkt – einem Wirtschaftszweig, der mit einem Anteil von ca. 25% einen gewichtigen Beitrag zur Volkswirtschaft leistet. Vor diesem Hintergrund und angesichts einer zunehmenden Verschuldung hat die bekannte Rating-Agentur *Moody's* den Ausblick für die Kreditwürdigkeit Chinas von «*stabil*» auf «*negativ*» herabgestuft. Somit droht in Zukunft eine Herabstufung des entsprechenden Kredit-Ratings.

Für das kommende Jahr erwarten wir auf globaler Ebene eine

Konjunkturerholung mit stark divergierenden Geschwindigkeiten: In den USA gehen wir – angesichts der bereits robusten Verfassung – von einer deutlichen Beschleunigung der wirtschaftlichen Aktivitäten aus. Laut den Einschätzungen von Nobelpreisträger Paul Krugman «*gibt es in den USA einen wahren Industrieboom, der selbst die optimistischsten Erwartungen übertrifft*». Im Rahmen der von der Regierung Biden verabschiedeten Gesetze («*Infrastructure Investment and Jobs Act*», «*Inflation Reduction Act*» und «*Chips Act*») wurden Investitionen von über USD 1'600 Mrd. gefördert und bereits über 800'000 Arbeitsplätze in der Industrie geschaffen. Die Branche beschäftigt so viele Menschen wie seit 2008 nicht mehr. Die Eurozone dürfte dagegen deutlich moderatere Wachstumsraten verzeichnen: Eine heterogene Fiskalpolitik, ein strukturell bedingter Rückstand in der Industrie und nicht zuletzt politische Partikularinteressen lähmen die Konjunkturerholung. Das Schicksal der Schweiz hängt stark mit der Verfassung der Europäischen Union zusammen, zumal Deutschland, Italien und Frankreich aggregiert ca. 30% des Schweizer Exportvolumens absorbieren. Die Erholung dürfte in den kommenden Quartalen somit moderat ausfallen.

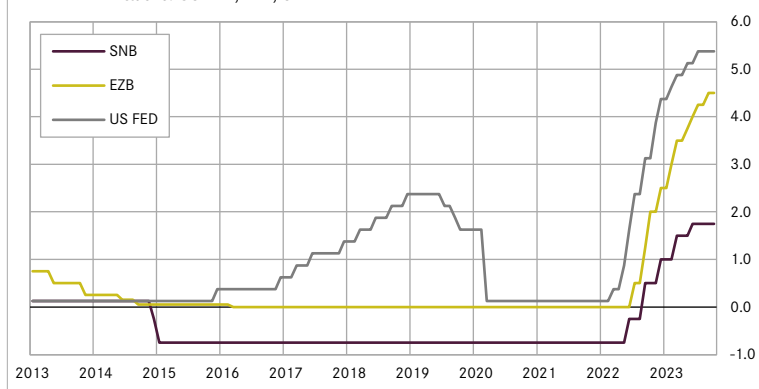
Marco Angelini, CFA
Chief Investment Officer

ZINSMÄRKTE

Die Geld- und Kapitalmärkte sind einmal mehr Tummelplatz der Zentralbanken und ihrer geldpolitischen Interventionen. Nach einem siebenjährigen Negativzinsregime und einem anderthalbjährigen Gegenmanöver mit Leitzinserhöhungen seltenen Ausmasses (Abbildung 3), zeichnet sich in Europa – und so auch in der Schweiz – eine Stabilisierung auf den aktuell herrschenden Niveaus ab. Nichtsdestotrotz divergieren die Meinungen unter den Währungshütern signifikant: Während Bundesbankpräsident Joachim Nagel die Überzeugung vertritt, dass die Leitzinsen *«ausreichend lang auf einem ausreichend hohen Niveau liegen müssen, da sich die Inflation als hartnäckig erwiesen hat und somit noch nicht besiegt ist»*, ist Isabel Schnabel, Mietglied im Rat der Europäischen Zentralbank, der klaren Meinung, dass *«die jüngsten Inflationszahlen eine weitere Zinserhöhung eher unwahrscheinlich machen»*.

Die Geldmärkte antizipieren eine erste Leitzinssenkung in der Höhe von 25 Basispunkten bereits bis April – eine Erwartung, die die Gouverneure der Zentralbanken rund um den Globus keineswegs teilen. So könnten die Konsumentenpreise in den kommenden Monaten aufgrund statistischer Basiseffekte wieder ansteigen: Im Dezember fällt z.B. der starke Rückgang der Energiepreise gegenüber dem Vorjahr aus der Berechnung der Inflationsrate heraus. Zudem dürfte der per 1. Dezember in der

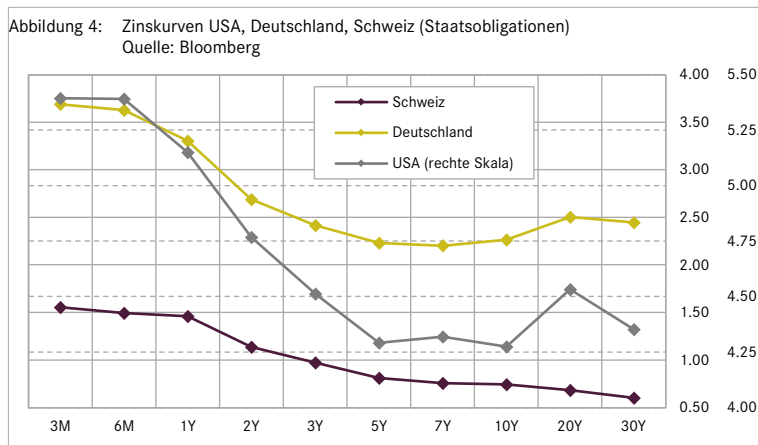
Abbildung 3: Entwicklung Leitzinsen
Quelle: US FED, EZB, SNB



Schweiz erfolgte Anstieg des Referenzzinssatzes von 1.5% auf 1.75% zu Mietzinserhöhungen in der Höhe von durchschnittlich 3% führen. Gleichzeitig haben Vermieter das Recht, zusätzlich 40% der allgemeinen Kostensteigerungen geltend zu machen. EZB-Vizepräsident Luis de Guindos betont, dass *«die Anleger das Risiko einer stärkeren konjunkturellen Abkühlung im Euroraum möglicherweise nicht vollständig einpreisen. Der Ausblick der Märkte ist etwas heiter und optimistisch. Es gibt da ein wenig Wunschdenken. Ich denke, dass Debatten über Zinssenkungen verfrüht sind»*.

Nebst der Steuerung des Geldmarktes durch ihre Leitzinspolitik strebt die Europäische Zentralbank ebenfalls eine Beendigung ihrer Interventionen an den Kapitalmärkten an: So könnte laut Aussagen des EZB-Rates das milliardenschwere und noch laufende Programm *PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme)* frühzeitig beendet werden. Mit dem Programm stellte die EZB während der Corona-Pandemie

günstige Finanzierungsbedingungen für die gesamte Volkswirtschaft sicher, indem sie das Zinsniveau mittels gigantischer Obligationenkäufe tief hielt. Die Reinvestition fälliger Anleihen will die EZB (noch) bis Ende 2024 fortsetzen und gleichzeitig die aus dem allgemeinen Wertpapierkaufprogramm resultierten Obligationenbestände monatlich um EUR 25 Mrd. verringern. Die US Zentralbank treibt dagegen ihren Bilanzabbau in einem wesentlich forscheren Tempo voran: In den letzten drei Quartalen wurden monatlich beinahe USD 100 Mrd. abgebaut. Vor diesem Hintergrund gehen wir davon aus, dass die EZB ihre quantitative Straffung bald beschleunigen und die Wiederanlage der fälligen Anleihen beenden wird. Gleichzeitig ist die Staatsverschuldung der Industrieländer – nicht zuletzt aufgrund der äusserst expansiven Fiskalpolitik – in den letzten zwei Jahren signifikant gestiegen. So haben die USA mit ihren gigantischen Subventionsprogrammen mittlerweile (auch) 100% ihrer Wirtschaftsleistung erreicht. Zudem



rechnet das *Congressional Budget Office* für die nächsten Jahre mit einem strukturellen US-Defizit von 5% bis 7% des BIP – eine Entwicklung, die in Europa – den Maastricht-Kriterien zum Trotz – ähnlich verläuft. Vor diesem Hintergrund hat die Rating-Agentur Moody's den Ausblick der USA jüngst von «stabil» auf «negativ» gesenkt.

Es ist offensichtlich: Der steigende Refinanzierungsbedarf der Regierungen dürfte im kommenden Jahr an den Kapitalmärkten zu einer Emissionsflut führen und für einen anhaltenden Aufwärtsdruck entlang der Zinskurve sorgen. Gleichzeitig mehren sich die Stimmen, dass die Unruhen und strukturellen Veränderungen zu einer Deglobalisierung und somit zu einer jahrelangen höheren Inflationsrate führen könnten. Firmen sähen sich in einem derartigen Szenario gezwungen, die höheren Investitions- und Produktionskosten Abnehmern und Konsumenten aufzubürden. «Wir werden wahrscheinlich höhere Realzinsen und auch höhere Nominalzinsen sehen. Dies wird

Auswirkungen auf die Finanzierbarkeit des US-Defizits haben. Die Friedensdividende ist eindeutig am Ende», so der Multimilliardär und Gründer von Citadel Securities, Ken Griffin.

Wir erwarten in den kommenden Quartalen sowohl in der Eurozone als auch in den USA eine Normalisierung der (heutigen inversen) Zinskurve (Abbildung 4): Unseren Einschätzungen entsprechend werden die Notenbanken – unter der Voraussetzung einer nachhaltig rückläufigen Entwicklung der Kerninflation (Inflationsrate ohne Berücksichtigung der Preise im Lebensmittel- und Energiesektor, da diese stärkeren Schwankungen unterworfen sind) – in der zweiten Jahreshälfte beginnen, ihren geldpolitischen Kurs zu lockern und somit die ersten Leitzinssenkungen bekannt geben. Gleichzeitig werden sich die Zentralbanken im Rahmen einer Beschleunigung ihrer quantitativen Straffungsprogramme (Quantitative Tightening) graduell von den Kapitalmärkten zurückziehen. Die Regierungen werden somit ihren höheren

Refinanzierungsbedarf nicht mehr über die Notenbanken sicherstellen können. Der daraus resultierende Angebotsüberhang an Staatsobligationen dürfte ausschliesslich über attraktive Renditen vom Markt absorbiert werden können. Die Zinsen dürften somit im mittel- und langfristigen Laufzeitenbereich durch einen stetigen Aufwärtsdruck unterstützt werden. Wir erwarten somit gegen Ende 2024 – nach mehreren Leitzinssenkungen – die Rückkehr zu einer normalen Zinskurve, bei welcher längere Laufzeiten höhere Zinsen bieten.

Im ersten Halbjahr 2024 gehen wir für die Kapitalmärkte somit von moderaten Zinsbewegungen aus. Vor diesem Hintergrund erwarten wir bei Unternehmen mit sehr hohem Fremdfinanzierungsgrad eine erneute Verschärfung der Kreditkonditionen. So könnte sich die Verfassung von Immobilienentwicklern, die vorwiegend im Segment der Gewerbeimmobilien tätig sind, weiter verschlechtern. Dieser Markt leidet unter sinkenden Bewertungen sowie tiefgreifenden strukturellen Änderungen (z.B. Home Office) und ist dadurch mit einem signifikanten Überangebot konfrontiert. Wir schliessen nicht aus, dass die Bilanzen der involvierten kreditgebenden Institute dementsprechend in Mitleidenschaft gezogen werden könnten.

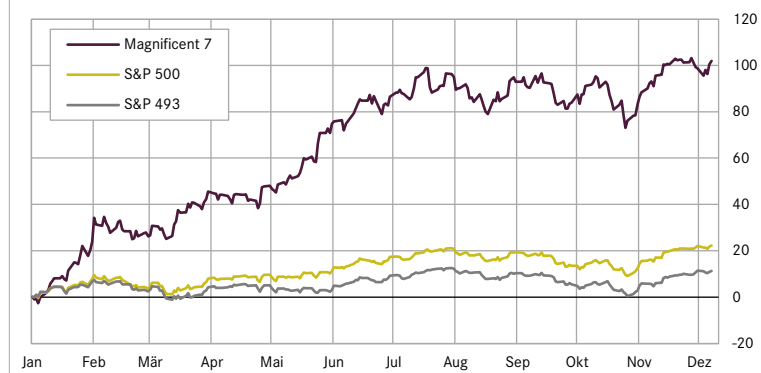
Marco Angelini, CFA
Chief Investment Officer

AKTIENMÄRKTE

Für die Aktienmärkte fällt in diesem Jahr das Fazit positiver aus als noch im Vorjahr, jedoch ist die Performance auch dieses Jahr im historischen Durchschnitt nicht herausragend. Betrachtet man beispielsweise den Schweizer Aktienmarkt, so beträgt hier die positive Veränderung seit 2022 nicht einmal 4 Prozent. Schaut man hingegen über den grossen Teich und betrachtet zum Beispiel den Technologie-Index Nasdaq 100, so sieht man hier einen ordentlichen Gewinn von knapp 40 Prozent – jedoch entfällt hier jeder zweite Punkt in diesem Index auf die lediglich sogenannten «Magnificent Seven» – Apple, Alphabet, Amazon, Microsoft, Meta, Nvidia, Tesla (Abbildung 5). Die makroökonomische und geopolitische Entwicklung war über das ganze Jahr hinweg sehr ereignisreich und entsprechend hat sich dies in einer wellenförmigen Entwicklung der Aktienmärkte widerspiegelt – es war viel Volatilität im Spiel, jedoch wenig Beständigkeit.

Einem überraschend euphorischen Jahresauftakt aufgrund der Wiedereröffnung der chinesischen Wirtschaft nach dem strengen Covid-Regime, besser als erwartete Wirtschaftsdaten und die grosse Hoffnung der Marktteilnehmer, dass die Zentralbanken ihr aggressives Vorgehen in Bezug auf Zinserhöhungen schon sehr bald beenden würden, folgte die Krise im amerikanischen Regionalbankenmarkt, zähe Verhandlungen um die

Abbildung 5: Entwicklung S&P 500 vs. Magnificent 7 2023 (Total Return)
Quelle: Bloomberg



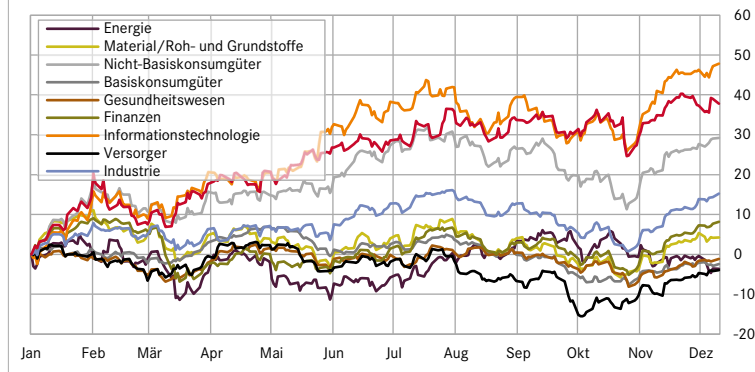
Staatsschuldenobergrenze in den USA, eine zwischenzeitlich schärfer als erwartete Rhetorik des US-Notenbankchefs Jerome Powell und der Nahost-Konflikt, welche die anfänglichen Kursavancen der Aktienmärkte in einer saisonal schwachen Phase bis Ende Oktober wieder zunichtemachten. Den temporären Markttrübsatzen haben wir genutzt, um in Antizipation einer bevorstehenden Jahresend rally neue Anlageopportunitäten selektiv wahrzunehmen und entsprechend konnten wir mit den stark anziehenden Notierungen seit November einen positiven Performancebeitrag erwirtschaften.

Für das Jahr 2024 erwarten wir an den Märkten ein Kräftemessen um die weitere Entwicklung von Konjunktur und Zinsen. Nach deutlich tieferen Inflationsraten zum Jahresende hin, kehrt bei einem Grossteil der Marktteilnehmer zunehmender Optimismus hinsichtlich eines Zinsstopps, respektive einer früher als erwarteten ersten Zinssenkung, ein. Da wir der Meinung sind, dass

die Zinsen aufgrund einer hartnäckigen Kerninflation wohl noch für längere Zeit auf einem hohen Niveau verharren und die Notenbanken die Zinsen vermutlich erst ab der zweiten Jahreshälfte wieder senken könnten, ist folglich auch das Halten von zu viel Liquidität zunehmend mit einem signifikanten, potenziellen Wiederanlagerisiko verbunden, weshalb wir schrittweise gewisse taktische Anpassungen an unserer Vermögensallokation vornehmen werden.

Aufgrund der Unsicherheit über die geldpolitischen Aussichten gehen wir auch im ersten Quartal von einer anhaltenden, erhöhten Volatilität an den globalen Aktienmärkten aus. Zwar sprechen zum Start in das neue Jahr sowohl die Saisonalität, das Momentum als auch ein attraktiveres Risiko-Rendite-Profil für eine Erhöhung der taktischen Aktienquote, jedoch werden wir aufgrund der konjunkturellen Unsicherheiten und einer anhaltend restriktiven Geldpolitik der Notenbanken, zumindest im ersten Quartal 2024, unsere defensivere

Abbildung 6: Entwicklung MSCI-Sektoren 2023
Quelle: Bloomberg



Positionierung beibehalten. Wir sind dennoch bestrebt, selektiv attraktive Opportunitäten wahrzunehmen, welche unserem strukturierten und disziplinierten Anlageprozess entsprechen. Hierbei legen wir einen Fokus auf Qualität und Wachstum und setzen insbesondere in einem unsicheren Umfeld auf entsprechende Qualitätsunternehmen – jene mit einer hohen Rendite auf das investierte Kapital, einer starken Marktpositionierung, soliden Bilanzen und attraktiven Wachstumsaussichten. Historisch betrachtet haben sich nämlich insbesondere diese Unternehmen in einer Spätphase des Wirtschaftszyklus überdurchschnittlich entwickelt. Zahlreiche dieser Unternehmen befinden sich im Technologie-Sektor, welcher in diesem Jahr der am besten rentierende Sektor war (Abbildung 6) und innerhalb unseres Portfolios sowohl in der Vergangenheit als auch im laufenden Jahr aufgrund unseres taktischen Übergewichts somit zu einem ausserordentlichen Renditebeitrag geführt hat. Entsprechend werden wir auch im kommenden

Quartal in diesem Sektor weiterhin ein leichtes taktisches Übergewicht beibehalten. Da sich jedoch, wie zu Beginn bereits erwähnt, die diesjährigen Gewinne an den Aktienmärkten auf einige wenige, hoch bewertete Unternehmen aus diesem Sektor konzentriert haben, erachten wir es auch aus bewertungstechnischen Gründen als sinnvoll, diese Konzentrationsrisiken etwas zu reduzieren, da wir mit unserer Portfolioausrichtung nämlich eine noch breitere Diversifikation anstreben.

Trotz einer anhaltenden Ungewissheit für das erste Quartal, sehen wir im weiteren Jahresverlauf 2024 aufgrund potenziell niedrigerer Zinsen und einer Konjunkturerholung positive Vorzeichen für die Entwicklung der Aktienmärkte bis zum Ende nächsten Jahres, welche zu entsprechenden Anpassungen bei der strategischen und taktischen Ausrichtung unseres Portfolios führen würde.

Auf Sektorebene streben wir entsprechend im Bereich von Industrie- und Versorgerwerten

eine schrittweise Erhöhung der Allokation an. Eine Marktkorrektur im ersten Quartal würden wir insbesondere im Industriesektor als attraktive Einstiegsgeschichte erachten, da dieser Sektor im nächsten Investitionszyklus in einer Reihe von Bereichen stark sein wird: Energiewende und Dekarbonisierung (z. B. Energieeffizienz, erneuerbare Energien); Automobilindustrie (Umstellung auf Elektrofahrzeuge) und die Verlagerung von Betrieben (z. B. mehr Automatisierung). Bei den Versorgern schätzen wir hingegen das defensive Profil und die Widerstandsfähigkeit der Erträge, da diese Werte insbesondere in einem volatilen Umfeld und in Abschwungphasen traditionell als sichere Häfen gelten.

Abschliessend lässt sich somit festhalten, dass die Ungewissheit sowohl auf wirtschaftlicher als auch auf geopolitischer Ebene im ersten Quartal 2024 anhalten und für einen folglich volatilen Verlauf der Aktienmärkte zum Jahresbeginn sorgen wird. Entsprechend verfolgen wir weiterhin einen ausgewogenen und disziplinierten Ansatz, konzentrieren uns dabei auf hochwertige Aktien und bleiben flexibel.

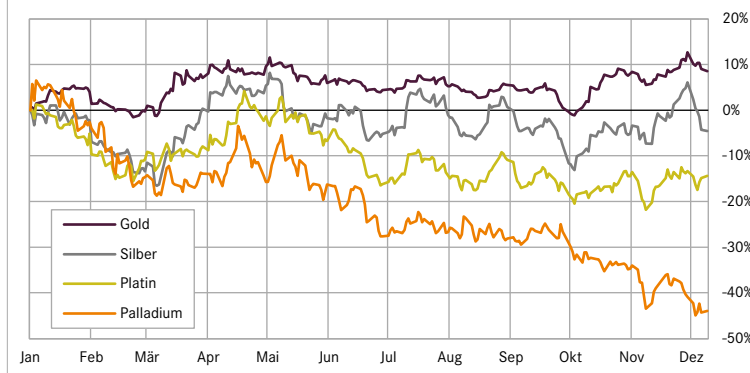
Marc-André Sutter
Leiter Portfolio Management

ROHSTOFFMÄRKTE

Die Renditen auf zehnjährige inflationsgeschützte US-Staatsanleihen (welche als Referenz für die Opportunitätskosten der Goldhaltung gelten) sind zwischenzeitlich erstmals seit mehr als zehn Jahren über 2,5 Prozent gestiegen und auch der Dollar befand sich mit Ausbruch des Nahost Konflikts auf dem höchsten Niveau seit letztem November. Normalerweise wirkt sich all dies negativ auf den Goldpreis aus und entsprechend müsste der Goldpreis theoretisch mehrere Hundert Dollar tiefer notieren. Die Kursentwicklung im Jahresverlauf hat jedoch gezeigt, dass das gelbe Edelmetall unserer Meinung nach eine wichtige Funktion als Stabilisator einnimmt und immer noch in ein diversifiziertes Portfolio gehört. Gold hat auf Jahressicht knapp 9 Prozent an Wert zugelegt und ist somit der stärkste Wert unter den Edelmetallen (Abbildung 7). Beobachtet man die Geschehnisse des laufenden Jahres (US-Regionalbankenkrise, Credit Suisse, Nahost-Konflikt, Inflation, Zinsen), so hat Gold nebst einer erfreulichen Performance auch seinen Wert als Absicherung in einem Portfoliokontext unter Beweis gestellt und einmal mehr gezeigt, für was es ausserdem steht: Sicherheit.

Wir sind der Ansicht, dass die jüngste Erholung primär stimmungsgetrieben ist und die Geschehnisse im Nahen Osten nur kurzfristigen Rückenwind verleihen. Es stellt sich somit auch die

Abbildung 7: Entwicklung ausgewählter Edelmetalle 2023 (in Lokalwährung)
Quelle: Bloomberg



Frage, wieviel im Hinblick auf potenzielle Leitzinssenkungen der US-Notenbank Fed - und einer folgenden Dollarabschwächung - beim jetzigen Goldpreisniveau bereits eingepreist ist. Des Weiteren bleibt abzuwarten, ob der Goldpreis nach seinem kurzzeitigen Allzeithoch bei 2'135 US-Dollar nun im dritten Anlauf die psychologisch wichtige Marke von 2'000 US-Dollar dauerhaft hinter sich lassen kann oder ob die laufende Rallye erneut am Widerstandsniveau bei 2'075 US-Dollar scheitert und sich ein sogenanntes „Triple Top“ abzeichnet, was für gewöhnlich eine Trendumkehr nach unten ankündigt. Entsprechend umsichtig sind wir in Bezug auf unsere taktische Positionierung und würden bei einer grösseren Trendumkehr entsprechende Teilgewinne realisieren.

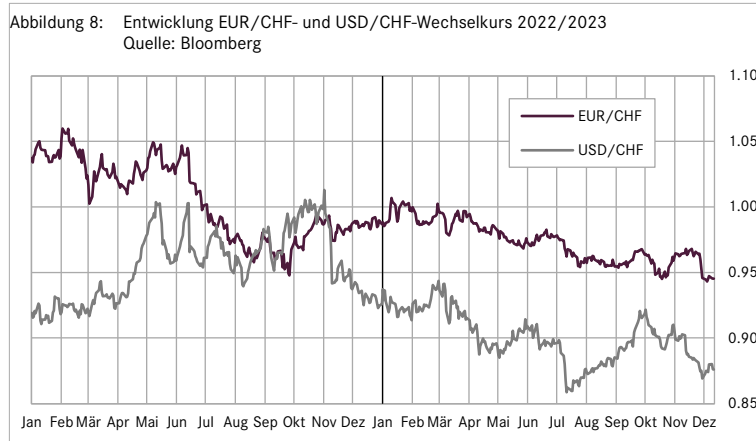
Der Ölpreis beeinflusst die Weltwirtschaft direkt, dennoch stellt er gegenwärtig keinen Inflationstreiber mehr dar. Während im vergangenen Jahr sein Einfluss auf die Teuerung in den USA noch bei knapp 40% lag, weist

der Ölpreis im laufenden Jahr sogar einen negativen Beitrag auf. Trotz dem starken Preisanstieg über den Sommer hinweg, befindet sich der Ölpreis auf Jahresbasis mit einem Minus von knapp 11% nach wie vor in negativem Territorium. Für die volatilen, unterjährigen Notierungen war insbesondere auch der Kontrast eines zusätzlichen Ölangebots des Iran gegenüber stärkerer Produktionskürzungen von Saudi-Arabien und Russland verantwortlich.

In Kombination mit aktuell steigenden Ölreserven in den USA und einer sich abschwächenden Weltwirtschaft, könnte der Ölpreis im ersten Quartal das Jahrestief bei ca. USD 67 pro Barrel testen, bevor insbesondere weitere Massnahmen des Ölverbundes OPEC+ mit dem Ziel das Gleichgewicht und die Stabilität des Ölmarktes zu gewährleisten, zu weiteren Angebotskürzungen und einem somit wieder anziehenden Ölpreis führen könnte.

Marc-André Sutter
Leiter Portfolio Management

WÄHRUNGSMÄRKTE



Auch in diesem Jahr galt wieder einmal: Krisenzeit ist Frankenzeit. Bei geopolitischen Unruhen und entsprechenden Verwerfungen an den Finanzmärkten kommt der Volatilitätskomponente vieler Währungen eine entscheidende Rolle zu. Hierbei fungiert der Schweizer Franken grundsätzlich als sicherer Hafen. Der Ruf bewahrheitete sich im Hinblick auf den Kriegsausbruch im Nahen Osten einmal mehr - es floss nämlich verstärkt Kapital aus dem Ausland in Richtung Schweiz.

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat mit dem Verkauf von ausländischen Devisen den Franken in diesem Jahr zusätzlich stark gemacht. Damit hat es die SNB in diesem Jahr als eine der wenigen Zentralbanken geschafft, die Inflationsraten schon jetzt in ihren Zielbereich zurück zu bringen.

Unter den grössten Währungen weltweit hat die Schweizer Währung in diesem Jahr somit wieder einmal die beste Performance und konnte damit unsere positive Haltung gegenüber der

Heimatswährung bestätigen. Gegenüber dem Euro kennt der Schweizer Franken seit 2022 nur eine Richtung (Abbildung 8) und konnte auch in diesem Jahr um knapp 4.5 Prozent und gegenüber dem US-Dollar sogar um über 5 Prozent zulegen. Wir halten trotz einer potenziellen Überbewertung an unserem Übergewicht fest. Sollte sich die geopolitische Situation zuspitzen oder sich die Konjunktur im ersten Quartal 2024 deutlich abschwächen, ist es nämlich nicht auszuschliessen, dass der Franken gegenüber dem Euro sogar auf 0,90/0,92 ansteigen wird.

Angesichts seiner hohen Liquidität und der robusten Wirtschaft, zählt auch der US-Dollar zu den sicheren Häfen. Während sich die US-Wirtschaft dank der konsumfreudigen Amerikaner als äusserst resilient erweist, trotz auch der US-Dollar den Prognosen. Viele Experten hatten zu Jahresbeginn nämlich eine Währungsabschwächung erwartet, insbesondere auch unter dem Hintergrund einer potenziellen Rezession und dem rekordhohen

Budgetdefizit, jedoch sind sowohl das Wachstum als auch die Renditen in den USA höher als in den meisten anderen Ländern. Allen voran das über den Erwartungen liegende Wachstum, das durch höhere Löhne und einen starken Arbeitsmarkt gestützt wird, wirkte sich stützend auf die Kursentwicklung des US-Dollar aus.

Der Euro hingegen bleibt das Sorgenkind. Die Konjunktur in der Eurozone ist schwächer als in der Schweiz oder den USA und auch die EU-Inflation bewegt sich trotz jüngst kräftig nachgebenden Preisen weiterhin deutlich über dem Zielband von 2 Prozent, das die Europäische Zentralbank (EZB) festgelegt hat. Die Entwicklung der Gemeinschaftswährung hängt tendenziell von den geldpolitischen Erwartungen und der Richtung, in die sich die Renditen der Staatsanleihen bewegen, ab. So wurde das EUR/USD-Währungspaar seit Ende 2021 hauptsächlich von den Bewegungen der Zinsdifferenz zwischen der Eurozone und den USA bestimmt. Wir sind der Ansicht, dass sich das Währungspaar auch im kommenden Jahr primär abhängig von den Zinsdifferenzen bewegen wird. Im Vergleich zur amerikanischen Notenbank Fed wird die EZB unserer Meinung nach mit einer ersten Zinssenkung noch etwas länger zuwarten.

Marc-André Sutter
Leiter Portfolio Management

FOKUS UND EMPFEHLUNGEN

MAKROÖKONOMISCHES UMFELD

- Die Notenbanken befinden sich in einem schwerwiegenden geldpolitischen Dilemma: Eine erneute Erhöhung der Leitzinsen könnte die Konjunktur nachhaltig schwächen, eine verfrühte Lockerung dagegen die Inflation wieder anheizen.
- Die USA sind einmal mehr die Wachstumslokomotive unter den Industrieländern. Wir erwarten im 2024 eine Beschleunigung der wirtschaftlichen Aktivitäten. Der Industriesektor erlebt einen regelrechten Boom.
- Die Eurozone verzeichnet aktuell negative Wachstumsraten. Wir gehen von einer nur verhaltenen Erholung aus. Deutschland befindet sich in einem tiefgreifenden strukturellen Wandel.
- In der Schweiz wird für das kommende Jahr vom Staatssekretariat für Wirtschaft ein unterdurchschnittliches Wachstum erwartet. Die Inflation dürfte sich knapp unter 2% stabilisieren.

AKTIENMÄRKTE

- Die Entwicklung an den Aktienmärkten geht positiv in die Börsenannalen ein. Die makroökonomische und geopolitische Entwicklung war das ganze Jahr hinweg sehr ereignisreich.
- Für das kommende Jahr erwarten wir ein Kräfte-messen zwischen Konjunktur und Zinsen, wobei wir im ersten Quartal von einer anhaltend hohen Volatilität ausgehen. Die Geldpolitik der Notenbanken dürfte weiterhin restriktiv bleiben.
- Wir richten ein besonderes Augenmerk auf Qualität und Wachstum und setzen auf Unternehmen mit einer starken Marktpositionierung, soliden Bilanzen und intakten Wachstumsaussichten.
- Auf Sektorebene streben wir im Bereich der Industrie- und Versorgeraktien eine schrittweise Erhöhung der Allokation.
- Ein leichtes taktisches Übergewicht halten wir weiterhin im Technologiesektor aufrecht.

ZINSMÄRKTE

- Im 2024 bahnen sich die ersten Leitzinssenkungen an. Wir rechnen in der zweiten Jahreshälfte mit den ersten Ankündigungen.
- Die Entwicklung der Renditen an den Kapitalmärkten wird nicht zuletzt von der quantitativen Straffung der Notenbanken beeinflusst werden. In diesem Zusammenhang gehen wir davon aus, dass die EZB ihre Geldpolitik anpassen wird.
- In den kommenden Quartalen erwarten wir eine Normalisierung der heutigen (inversen) Zinskurven. Die Zinsbewegungen im mittel- und langfristigen Bereich dürften hierbei moderat ausfallen.
- Bei Unternehmen mit sehr hohem Fremdfinanzierungsgrad dürften sich die Kreditkonditionen weiter verschärfen. Im Bereich der Gewerbeimmobilien identifizieren wir erhöhte Risiken.

ROHSTOFF- UND WÄHRUNGSMÄRKTE

- Das gelbe Edelmetall nimmt unverändert eine wichtige Funktion als Stabilisator ein und hat seinen Wert als Absicherung in einem Portfoliokontext unter Beweis gestellt. Wir sind entsprechend umsichtig in Bezug auf unsere taktische Positionierung und werden bei einer grösseren Trendumkehr Teilgewinne realisieren.
- Der Ölpreis stellt gegenwärtig keinen Inflationstreiber mehr dar. Wir schliessen Angebotskürzungen seitens des Överbundes OPEC+ im Sinne einer Stabilisierung des Ölmarktes nicht aus.
- Der Schweizer Franken hat auch in diesem Jahr die beste Performance unter den grössten Währungen erzielt. Dank dieser Aufwertung konnte die Schweizerische Nationalbank die Inflationsrate in ihren Zielbereich zurückführen.
- Der Euro bleibt für uns das Sorgenkind: Die Konjunktur entwickelt sich schwächer als in den USA. Gleichzeitig bewegt sich die Inflation deutlich über dem Zielband von 2%.

BÖRSEN

	Aktueller Kurs	Performance 2023		Hoch / Tief 52 Wochen			
		in Lokalisierung	in CHF	Hoch	% vom Hoch	Tief	% vom Tief
Währungen							
USD / CHF	0.8704		-5.85%	0.9440	-7.80%	0.8553	1.77%
EUR / CHF	0.9482		-4.18%	1.0097	-6.09%	0.9404	0.84%
GBP / CHF	1.0994		-1.73%	1.1506	-4.45%	1.0783	1.96%
Indices Obligationen							
CHF SBI AAA-BBB 3-5Y TR	125.30	4.33%	4.33%	125.35	-0.04%	119.81	4.58%
Barclays USD Aggregate TR Index	2 134.79	4.20%	-1.90%	2 134.79	0.00%	1 978.32	7.91%
Barclays EUR Aggregate TR Index	234.37	5.78%	1.36%	234.37	0.00%	220.44	6.32%
Barclays GBP Aggregate TR Index	238.62	2.46%	0.69%	245.52	-2.81%	220.88	8.03%
Indices Aktien Europa							
SMI	11 188.91	4.28%	4.28%	11 616.37	-3.68%	10 251.33	9.15%
SMIM	2 549.30	2.93%	2.93%	2 798.31	-8.90%	2 317.65	9.99%
DJ EuroStoxx 50	4 530.19	19.42%	14.43%	4 561.11	-0.68%	3 767.26	20.25%
CAC 40	7 531.22	16.33%	11.48%	7 582.47	-0.68%	6 388.23	17.89%
DAX	16 766.05	20.41%	15.39%	16 837.18	-0.42%	13 791.52	21.57%
FTSE 100 Index	7 548.44	1.30%	-0.45%	8 047.06	-6.20%	7 206.82	4.74%
FTSE MIB Index	30 295.69	27.79%	22.46%	30 571.47	-0.90%	23 353.17	29.73%
Indices Aktien USA							
Dow Jones	37 090.24	11.90%	5.35%	37 094.85	-0.01%	31 429.82	18.01%
S&P 500	4 707.09	22.60%	15.42%	4 709.69	-0.06%	3 764.49	25.04%
Nasdaq Composite	14 733.96	40.77%	32.54%	14 743.55	-0.07%	10 207.47	44.34%
Indices Aktien Asien							
Hang Seng Index	16 358.79	-17.30%	-22.22%	22 700.85	-27.94%	15 972.31	2.42%
Nikkei 225	32 686.25	25.26%	8.92%	33 853.46	-3.45%	25 661.89	27.37%
Indices Aktien Schwellenländer							
		in USD					
MSCI Emerging Markets	937.47	1.79%	-4.17%	1 057.59	-7.95%	908.09	7.20%
MSCI China	54.02	-15.52%	-20.46%	74.94	-27.91%	53.99	0.07%
Diverses							
Gold oz (USD)	2 031.89	11.40%	4.88%	2 135.39	-5.09%	1 773.98	12.69%
BRENT CRUDE (USD)	74.71	-7.45%	-12.86%	91.92	-18.72%	69.86	6.94%

DISCLAIMER

Diese Publikation dient ausschliesslich zu Informations- und Marketingzwecken und ist nicht auf die Herbeiführung eines Vertragsabschlusses gerichtet, sondern enthält lediglich Anlagekommentare der Kaufmann, Wunderlin & Partner AG sowie eine Einschätzung zu ausgewählten Finanzinstrumenten und/oder Finanzdienstleistungen und gilt daher als Werbung im Sinne von Art. 68 FIDLEG und Art. 95 FIDLEV. Somit stellt diese Publikation kein Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen Produkten seitens oder im Auftrag der Kaufmann, Wunderlin und Partner AG dar.

Die in diesen Unterlagen enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus zuverlässigen Quellen, trotzdem lehnt die Kaufmann, Wunderlin und Partner AG jede vertragliche, ausdrückliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Angaben ab. Die Gültigkeit der darin enthaltenen Empfehlungen ist auf den Zeitpunkt der Erstellung beschränkt und kann je nach Marktentwicklung rasch an Aktualität verlieren. Sämtliche Preis- und Kursangaben können jederzeit infolge Marktschwankungen und ungenügender Marktliquidität zu Ihren Ungunsten ändern. Zudem sind die Informationen in dieser Publikation in keiner Weise als Zusicherung einer zukünftigen Performance zu verstehen.

Im Weiteren übernimmt die Kaufmann, Wunderlin & Partner AG keinerlei Haftung für den Inhalt dieser Publikation und haftet insbesondere nicht für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, einschliesslich direkte, indirekte oder Folgeschäden, die aufgrund von in diesem Dokument enthaltenen Informationen und/oder infolge der den Finanzmärkten inhärenten Risiken entstehen können.

Eine Anlage in die in diesen Publikationen beschriebenen Fonds sollte erst nach vorheriger, sorgfältiger Durchsicht und Prüfung des aktuellsten Verkaufsprospektes, des Fondsreglements sowie der darin enthaltenen rechtlichen Informationen erfolgen.

Alternative Anlagen, derivative oder strukturierte Produkte sind komplexe Anlageinstrumente, die typischerweise ein hohes Risiko aufweisen und nur für den Verkauf an Anleger bestimmt sind, die das damit verbundene Risiko verstehen und akzeptieren.

Investitionen in Schwellenländer sind besonders spekulativ und beträchtlich volatiler als Investitionen in herkömmliche Märkte. Darüber hinaus sind Anlagen in Fremdwährungen Wechselkursschwankungen ausgesetzt.

Gestützt auf seine unabhängige Beurteilung (und allenfalls aufgrund solcher von professionellen Fachpersonen) sollte der Anleger vor Abschluss einer Transaktion einerseits sich über die Vereinbarkeit einer solchen Transaktion mit seinen Verhältnissen im Klaren sein und andererseits die besonderen finanziellen Risiken sowie die juristischen, regulatorischen, kreditmässigen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen der Transaktion in Erwägung ziehen.

Das vorliegende Dokument darf ohne die schriftliche Genehmigung der Kaufmann, Wunderlin und Partner AG weder auszugsweise noch vollständig vervielfältigt werden.

Impressum

Herausgeber

Kaufmann, Wunderlin und Partner AG

Redaktionsschluss

14. Dezember 2023

Publikationsdatum

19. Dezember 2023

