

KAUFMANN, WUNDERLIN & PARTNER

Marktausblick

2. Quartal 2024

19. März 2024
Ausgabe Nr. 37

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

VORWORT

Die globale Konjunktur dürfte sich im weiteren Jahresverlauf moderat erholen – nicht zuletzt aufgrund tieferer Inflationsraten und robuster Arbeitsmärkte. Unter den gewichtigsten Industrieländern wird laut Schätzungen der OECD Deutschland dieses Jahr das schwächste Wachstum verzeichnen. Der Markt für Gewerbeimmobilien befindet sich in einer ausgeprägten Kontraktionsphase. Die Banken werden in den nächsten Quartalen Wertberichtigungen bekannt geben müssen.

An den Geld- und Kapitalmärkten warten die Investoren gespannt auf den geldpolitischen Kurswechsel der Zentralbanken. Wir rechnen mit den ersten Leitzinssenkungen im Juni. Wir gehen aus diesem Grund von einer Normalisierung der – aktuell herrschenden, inversen – Zinskurven aus. Wir haben somit die Duration in unseren gemischten Mandaten auf über 5 erhöht. Dadurch beabsichtigen wir eine Sicherung der heutigen Renditen. Ein besonderes Augenmerk richten wir auf die Emittenten: Wir setzen primär auf supranationale Organisationen und erstklassige Industrieunternehmen.

Die historische Aktienmarktentwicklung zeigt, dass in den ersten drei Monaten eines Lockerungszyklus die Investoren in der Regel Aktien verkaufen. Die Leitzinsen werden nämlich tendenziell dann gesenkt, wenn einerseits die Inflation rückläufig ist und andererseits das Wirtschaftswachstum nachlässt. Wir halten somit an unserer defensiven Portfolio-Ausrichtung fest. Deren Steuerung erfolgt nicht nur über die Regionen- und Sektorenauswahl, sondern auch über die gezielte Selektion der Unternehmen.

Die Notierungen an den Goldmärkten haben in den letzten Wochen Rekordwerte erreicht. Wir rechnen mit einer anhaltend hohen Nachfrage. Insbesondere die geopolitische Unsicherheit dürfte sich stützend auf den Goldpreis auswirken.

Der Schweizer Franken hat seit Jahresbeginn gegenüber praktisch allen wichtigen Währungen Kursverluste erlitten. Aktuell herrscht aufgrund der gegenwärtigen Zinsdifferenz sowie des unklaren Zinssenkungspfads der Zentralbanken Unsicherheit unter den Investoren. Die Währungen, die die attraktivsten Zinsen abwerfen, stehen somit in der Gunst der Anleger.



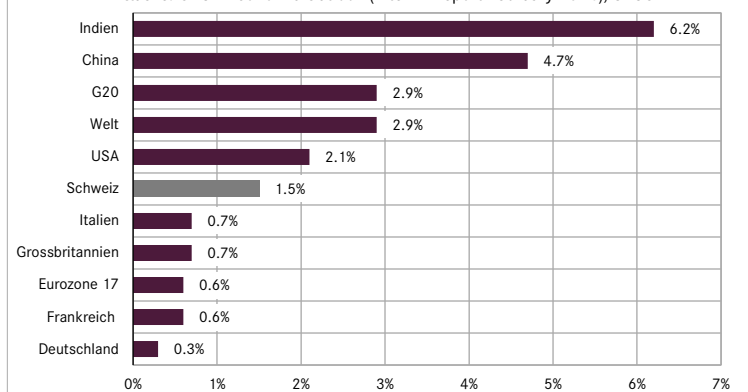
Marco Angelini, CFA
Chief Investment Officer

MAKROÖKONOMISCHES UMFELD

Die Konjunkturdynamik verlangsamt sich: So geht die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung OECD für das laufende Jahr von einer Abschwächung des weltweiten Wirtschaftswachstums aus. Angesichts steigender Schulden und anstehender Ausgaben prognostizieren deren Chefökonomien einen höheren Finanzdruck auf die Regierungen. Eine unterdurchschnittliche Entwicklung attestieren sie zudem unserem nördlichen Nachbarn, Deutschland, dem volkswirtschaftlich bedeutendsten Mitglied der Eurozone: Die Konjunktur sollte in diesem Jahr einen Zuwachs von lediglich 0.3 Prozent (Abbildung 1) verzeichnen und somit knapp an einer Rezession vorbeischnappen. Das aggregierte Bruttoinlandsprodukt der Eurozone wird dagegen mit 0.6 Prozent erwartet. Deutschlands Wirtschaft ist im vergangenen Jahr, als einzige unter den grossen Industrieländern der Welt, zum ersten Mal seit der Pandemie geschrumpft. Grund dafür war vor allem die Tatsache, dass das verarbeitende Gewerbe unter hohen Energiekosten, steigenden Zinssätzen und einer gedämpften Exportnachfrage litt.

Angesichts teurerer Finanzierungen signalisiert auch der Immobilienmarkt eine ausgeprägte Kontraktionsphase: So sind die Preise für Wohnimmobilien letztes Jahr so stark gefallen wie noch nie seit Beginn der systematischen Erhebung des *German*

Abbildung 1: OECD-Wachstumsprognosen (BIP) für 2024, / Schweiz: SECO-Prognose
Quelle: OECD Economic Outlook (Interim Report February 2024), SECO



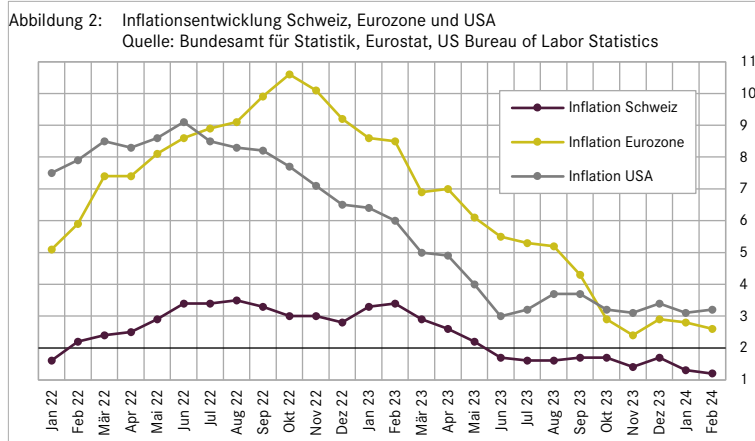
Real Estate-Index vor rund 60 Jahren. Eigentumswohnungen verzeichneten einen Rückgang von 8.9%, Einfamilienhäuser von 11.3%, Mehrfamilienhäuser sogar von 20.1%. Die Baugenehmigungen haben sich innerhalb von zwei Jahren beinahe halbiert.

Trotz eines leichten Rückgangs der inländischen Nachfrage konnte die Schweizer Volkswirtschaft auch im vierten Quartal eine positive Wachstumsrate von 0.3 Prozent registrieren. Insbesondere der Dienstleistungssektor konnte – im Zuge einer kräftigen Erholung des Auslandtourismus – das Bruttoinlandsprodukt wesentlich stützen. Die tiefe Arbeitslosenrate von 2.2 Prozent – die jedoch aufgrund einer Verlangsamung insbesondere in der Industrie und bei den Exporten bereits einen moderaten Anstieg verzeichnet – erzeugt eine unverändert stabile Wirkung auf die Konsumtätigkeit. Diese wird zudem durch die stark sinkende Inflationsrate – Ende Februar erreichte sie mit 1.2 Prozent den tiefsten Stand seit Oktober 2021 – zusätzlich unterstützt. Selbst

die von den Zentralbanken vielbeachtete Kerninflation – welche der um (frische und saisonale) Nahrungsmittel sowie um Energie und Treibstoffe bereinigten Konsumentenpreisentwicklung entspricht – sank auf 1.1 Prozent.

Von den gewichtigsten Industrieländern befinden sich die USA mit Abstand in der besten Verfassung: Mit einem aktuellen BIP-Wachstum von 3.1 Prozent lassen die Amerikaner den Rest der Welt, allen voran jedoch die europäischen Staaten, vor Neid erblassen. Dank der «Bidenomics» – der milliardenschweren Standortpolitik des amtierenden US-Präsidenten Joe Biden, hat die Industrie in den USA einen regelrechten Investitionsboom ausgelöst – mit der Folge eines signifikanten Anstiegs der Erwerbsquote (die Arbeitslosenrate verharrt unter 4 Prozent, wogegen die Eurozone einen Wert von 6.4 Prozent ausweist) und eines signifikanten Schubs der Konsumausgaben.

Wir halten an unserem bisherigen Szenario fest: Die globale



Konjunktur dürfte sich im weiteren Jahresverlauf moderat erholen. Der Disinflationprozess (Abbildung 2) von Waren und Dienstleistungen – die Preisentwicklung verzeichnet zwar immer noch steigende Raten, schwächt sich jedoch graduell ab – dürfte die Konsumentennachfrage stützen und dank tieferen Geld- und Kapitalmarktzinsen die Investitionsnachfrage ankurbeln.

Risiken identifizieren wir in China: Die Immobilienkrise zeigt weiterhin ihre Wirkung. Grosse Immobilienentwickler stehen vor massiven Schuldenproblemen. So hat ein Gericht in Hong Kong die Auflösung des zweitgrössten chinesischen Immobilienunternehmens, China Evergrande, angeordnet: Mit USD 300 Mrd. weist der Konzern die weltweit höchste Verschuldung aus. Diese birgt Risiken für das Bankensystem und die breitere Wirtschaft. Zudem halten sich viele Chinesen aufgrund negativer Vermögenseffekte bei den Konsumausgaben zurück – ihre Wohnungen haben signifikante Wertverluste erlitten. Die erhoffte Erholung aus der

Corona-Krise verzögert sich. China dürfte somit als Handelspartner in naher Zukunft an Bedeutung verlieren. So schreibt die deutsche Aussenhandelsgesellschaft *Germany Trade and Invest* (GTAI): «Die dominante Stellung Chinas im Aussenhandel mit Deutschland bröckelt» – der Gesamtwert der Ein- und Ausfuhren Deutschland/China schrumpfte im vergangenen Jahr um 15 Prozent. «Sollte sich dieser Trend fortsetzen, so werden die USA China an der Spitze der bedeutendsten Aussenhandelspartner Deutschlands ablösen». Die Probleme an den Immobilienmärkten akzentuieren sich auch auf globaler Ebene. So musste kürzlich die *Deutsche Pfandbriefbank* im Sog der anhaltenden Schwäche am US Markt für Gewerbeimmobilien ihre Rückstellungen markant erhöhen. Wir gehen davon aus, dass auch in den kommenden Monaten weitere Finanzinstitute – primär Regional- und Landesbanken – ihre Bilanzen werden berichtigen müssen. Auf geopolitischer Ebene bergen die Geschehnisse im Mittleren

Osten erhebliche Gefahren für die globale Konjunkturentwicklung: Die Angriffe der jemenitischen Huthi-Rebellen auf Schiffe im Roten Meer haben massive Auswirkungen auf den Handel über den Suez-Kanal. Das abgewinkelte Handelsvolumen ist dort in den letzten zwei Monaten bereits um über 40 Prozent zurückgegangen. Die Zahl der wöchentlich durch den Suez-Kanal fahrenden Container-Schiffe ist gegenüber dem Vorjahr gar um 67 Prozent eingebrochen. Eine lang andauernde Störung auf den globalen Handelsrouten verursacht unweigerlich Lieferverzögerungen und somit eine kurzfristige Verknappung des Güterangebots. Gleichzeitig führt eine Umschiffung des Suez-Kanals zu wesentlich längeren Schiffsrouten und somit zu einer Verteuerung der Frachtkosten. Eine erneute Beschleunigung der Inflationsentwicklung können wir zum heutigen Zeitpunkt nicht gänzlich ausschliessen. Die Zentralbanken sähen sich in diesem Fall gezwungen, ihren restriktiven geldpolitischen Kurs fortzusetzen – mit entsprechend negativen Folgen für die Kreditmärkte.

Marco Angelini, CFA
Chief Investment Officer

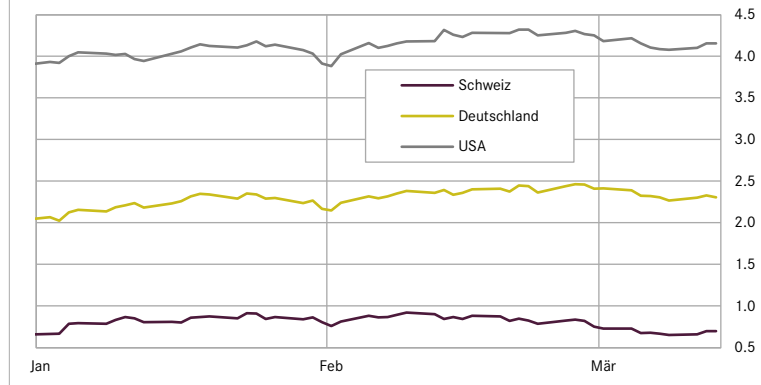
ZINSMÄRKTE

Seit unserer letzten Berichterstattung vom 19. Dezember 2023 haben sich die Renditen an den Geld- und Kapitalmärkten innerhalb einer engen Bandbreite mehr oder weniger seitwärts bewegt (Abbildung 3). Insbesondere die Zinsphantasien der Investoren – getrieben primär durch den erwarteten geldpolitischen Kurs der Zentralbanken – prägten die Geschehnisse an den Obligationenmärkten.

Die Währungshüter haben den ersten Schritt noch nicht gewagt: Die Leitzinsen verharren seit mehreren Monaten auf ihren bisherigen, restriktiven Niveaus (USA 5.50%, Eurozone 4.5%). Unermüdlich weisen die Notenbanker auf die Notwendigkeit weiterer verlässlicher Konjunkturdaten hin, insbesondere zur Lohnentwicklung: Steigende Löhne erzeugen – in der Regel – eine höhere Konsumnachfrage und führen somit zu steigenden Preisen an den Gütermärkten. Aus den veröffentlichten Protokollen der geldpolitischen Lagebeurteilungen der Zentralbanken geht klar hervor, dass die Kreditkosten mit hoher Wahrscheinlichkeit ihren Höhepunkt erreicht haben.

Gleichzeitig herrscht jedoch die Einschätzung, dass eine zu schnelle Lockerung des geldpolitischen Kurses mittels einer Leitzinssenkung grössere Risiken birgt als die Kreditkosten zu lange hochzuhalten. «Wir warten darauf, dass wir zuversichtlicher werden, dass sich die Inflation

Abbildung 3: Entwicklung Renditen 10-jährige Staatsobligationen 2024
Quelle: Bloomberg



nachhaltig bei 2% einpendelt. Wenn wir diese Zuversicht haben – und wir sind davon nicht weit entfernt – wird es angemessen sein, damit zu beginnen, den Grad der Restriktion zurückzuschrauben», so Jerome Powell, Gouverneur der US Federal Reserve Bank, anlässlich seines jüngsten Auftritts vor dem amerikanischen Kongress.

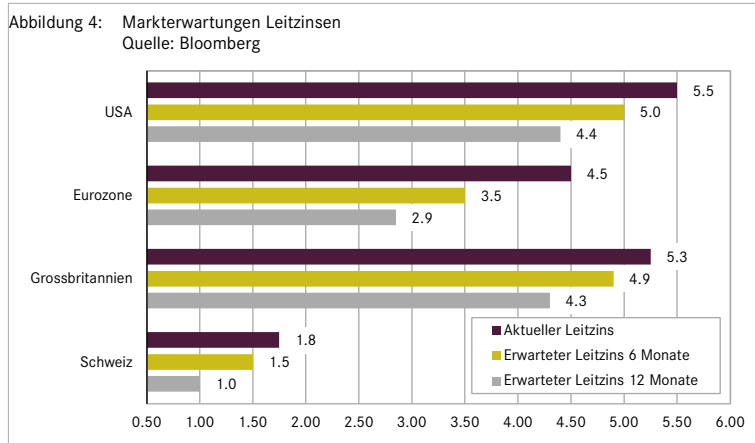
Die Zentralbanken befinden sich unverändert in einem schwierigen Dilemma:

- Eine längere Fortführung des restriktiven geldpolitischen Kurses gefährdet zunehmend die Stabilität am Immobilienmarkt. So hat die amtierende US Finanzministerin, Janet Yellen, auf die aus den Gewerbeimmobilien resultierenden Gefahren hingewiesen. *Moody's Analytics* hat in diesem Zusammenhang eine rekordhohe Leerstandsquote von 21 Prozent (Europa 8 Prozent) ermittelt – schlechte Nachrichten für die USD 1'500 Mrd. an Schulden, die gemäss Schätzungen von *Morgan Stanley* bis Ende 2025 in diesem Marktsegment

zur Erneuerung fällig werden. Luis de Guindos, Vizepräsident der Europäischen Zentralbank, betrachtet in diesem Zusammenhang die «Ansteckung des Finanzsektors durch die Krise in den Gewerbeimmobilien als eines der Hauptrisiken für die Finanzstabilität».

- Eine überstürzte Lockerung der geldpolitischen Rahmenbedingungen wäre für die Notenbanken fatal: «Es ist leichter, die Zinsen schneller zu senken, wenn die Inflation schneller als erwartet zurückgeht, als sie nach einer Zinssenkung sofort wieder anzuheben, falls es einen Rückschlag bei der Inflation gibt. Der Vertrauensverlust wäre sehr hoch», so Robert Holzmann, Gouverneur der Österreichischen Zentralbank und EZB-Ratsmitglied.

Swap-Kontrakte signalisieren an den Kapitalmärkten, dass 90 Basispunkte (und somit mindestens drei Zinssenkungen in der Höhe von 25 Basispunkten) für die kommenden 12 Monate eingepreist sind (Abbildung 4) – während es Ende letzten Jahres noch



sieben waren. Die erste Senkung wird – analog unseren Einschätzungen – für Juni erwartet. Angesichts der weiterhin über 3 Prozent herrschenden Inflationsraten – insbesondere bei der Kerninflation (ohne Nahrungsmittel und Energie) gehen wir in den USA von einer langsameren Normalisierung der Geldpolitik aus und erwarten dementsprechend für dieses Jahr ausschliesslich zwei Leitzinssenkungen: Die Vereinigten Staaten kämpfen mit einer stattlichen Kerninflationsrate von 3.8 Prozent.

Die Eurozone ist dagegen – nicht zuletzt aufgrund der wesentlich schwächeren Konjunktorentwicklung – mit einer deutlichen tieferen Kerninflation von 3.1 Prozent konfrontiert. Unter Ausschluss exogener Schocks dürfte der EZB-Rat drei Zinsschritte bekannt geben.

Trotz der am 1. Januar 2024 umgesetzten Erhöhung des normalen Mehrwertsteuersatzes von 7.7 auf 8.1 Prozent und der am 1. Dezember 2023 erfolgten Anpassung des Referenzzinssatzes von 1.5 auf 1.75 Prozent, hat auch in der Schweiz der

Inflationsdruck in den letzten Quartalen nachgelassen. Mit einer Teuerung von 1.2 Prozent hat die Schweizerische Nationalbank ihr geldpolitisches Inflationsziel grundsätzlich schon erreicht. Eine (baldige) Zinssenkung erachten wir somit als reine Formsache. Analog unseren Prognosen für die Eurozone gehen wir davon aus, dass das SNB-Direktorium im weiteren Jahresverlauf den Leitzins im Rahmen von drei Schritten von 1.75 Prozent auf 1 Prozent senken wird.

An den Geld- und Kapitalmärkten herrschen weiterhin inverse Zinskurven: Angesichts einer bald erwarteten geldpolitischen Lockerung schieben die Investoren kurzfristige Anlagen in langfristige um: Die erhöhte Nachfrage *am langen Ende* der Zinskurve führt zu einem Anstieg der Kursnotierungen und somit zu fallenden Verfallrenditen. Wir sind klar der Auffassung, dass sich die Zinskurven mit dem geldpolitischen Kurswechsel der Notenbanken über die nächsten Quartale normalisieren werden. Aus diesem Grund haben wir in

unserer taktischen Asset Allocation die Portfolio-Duration – die durchschnittliche Kapitalbindungsdauer der festverzinslichen Vermögensquote – auf über 5 (Jahre) erhöht. Dadurch streben wir primär eine Sicherung des aktuell herrschenden (langfristigen) Zinsniveaus an. Zudem dürften aufgrund einer sich normalisierenden Zinskurve mit leicht rückläufigen langfristigen Renditen moderate Kursgewinne resultieren.

Angesichts angespannter Kreditmärkte werden wir bei den sich ergebenden Portfolioumschichtungen den Sektoren, deren Emittenten und zugrunde liegenden Bonitäten besondere Beachtung schenken: Wir gehen keine Kompromisse ein und bevorzugen supranationale Organisationen sowie erstklassige Industriewerte mit einer soliden Kapitalstruktur. Finanzemittenten werden wir aufgrund der unberechenbaren Lage am Markt für Gewerbeimmobilien weitgehend meiden: Die Wahrscheinlichkeit weiterer Abschreibungen und Rückstellungen in den Bilanzen der Finanzinstitute stufen wir für die kommenden Quartale als hoch ein.

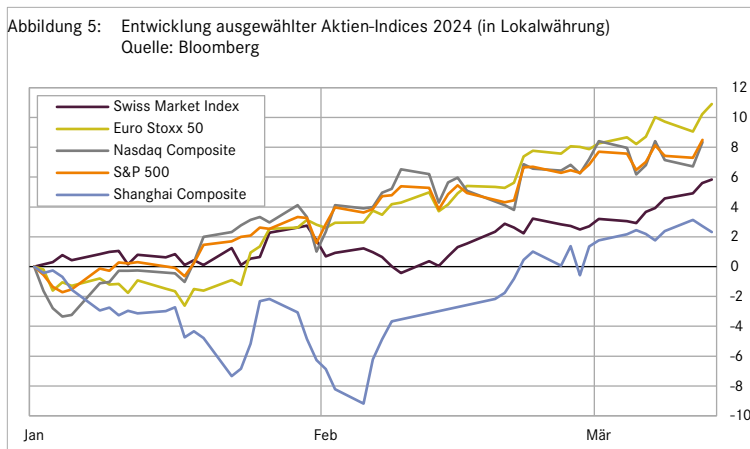
Marco Angelini, CFA
Chief Investment Officer

AKTIENMÄRKTE

Aus dem historischen Kontext heraus lässt sich festhalten, dass sich die Aktienmärkte positiv entwickelt haben, wenn die Phase steigender Zinsen zu Ende geht. Im Durchschnitt steigen dabei die weltweiten Aktienmärkte um 6.5 Prozent. Dass wir uns in solch einer geldpolitischen Wende befinden, verdeutlicht auch die bisherige Entwicklung der Aktienmärkte auf Jahressicht.

Diverse Aktienindizes haben im Februar neue Rekordniveaus erreicht. Nach über 34 Jahren gelang es auch dem japanischen Nikkei, seinen 25 Jahre alten Höchststand zu übertreffen und die Marke von 40'000 Punkten erstmals zu durchbrechen. Die US-Börsen werden derweil nebst der Zinssenkungsfantasie insbesondere vom Hype um Künstliche Intelligenz beflügelt, allerdings zeigt sich insbesondere unter den Einzeltiteln der «Magnificent Seven» – Apple, Alphabet, Amazon, Microsoft, Meta, Nvidia, Tesla – ein anderes Bild wie dies noch im vergangenen Jahr der Fall war. Tesla und Apple weisen beispielsweise auf Jahressicht zweistellige Kursverluste aus.

Der S&P 500 und der europäische Leitindex Euro Stoxx 50 haben sich fast im Gleichschritt entwickelt. Beide Indizes weisen ein Plus von knapp 12 Prozent auf. Der chinesische Aktienmarkt hinkt bisher auch im Jahr 2024 den anderen Weltbörsen hinterher und weist lediglich ein kleines Plus von 1.2 Prozent auf



(Abbildung 5). Luft nach oben gibt es auch beim Schweizer Leitindex SMI. Dieser notiert, insbesondere aufgrund seiner defensiven Titelkonstitution, mit einem Jahresplus von rund 3.5 Prozent noch gut 11 Prozent unter seinem Höchst von Ende 2021. Allerdings punktet der Schweizer Aktienmarkt im internationalen Vergleich einmal mehr mit einer attraktiven Dividendenrendite. Dividendenzahlungen werden von den Investoren als Zeichen für ein solides Geschäftsmodell sowie stabile Gewinne gewertet, wodurch sich das Vertrauen der Anleger erhöht und diese dazu bewegt, eine Aktie langfristig zu halten. Aus diesem Grund schützen viele Schweizer Unternehmen nicht nur regelmässig einen Teil ihrer erwirtschafteten Gewinne aus, sondern erhöhen diese Zahlungen stetig.

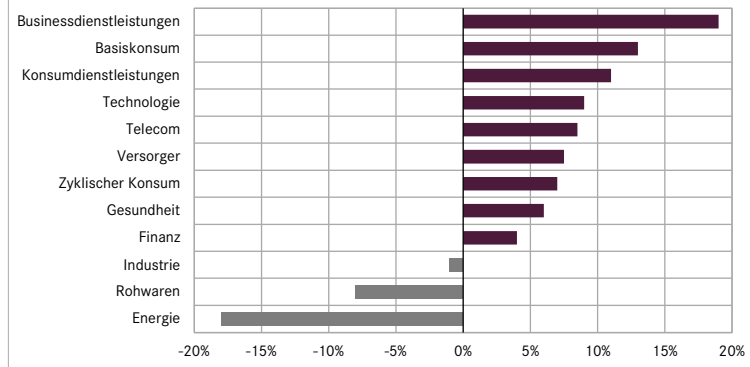
Sobald die Zinsen gesenkt werden, sieht die historische Entwicklung der Börsen weniger vorteilhaft aus. In den ersten drei Monaten eines Lockerungszyklus werden nämlich Aktien in der Regel vermehrt verkauft. Ein Grund

hierfür ist die Tatsache, dass die Leitzinsen normalerweise dann gesenkt werden, wenn nicht nur die Inflation rückläufig ist, sondern auch, wenn das Wirtschaftswachstum nachlässt.

Im aktuell disflationären Umfeld halten wir an unserer defensiven Portfolioausrichtung fest und steuern diese nicht nur über die Regionen- und Sektorenauswahl, sondern auch über die gezielte Selektion von Unternehmen. Unserer Erfahrung nach zeigen hierbei Aktien von hoher Qualität und geringem Risiko die stärkste negative Korrelation, das bedeutet sie sind bei sinkender Inflation verstärkt zu berücksichtigen. Dieser Qualitätsfaktor berücksichtigt eine überdurchschnittlich gute Profitabilität, ein stabiles Gewinnwachstum sowie einen geringen Verschuldungsgrad eines Unternehmens.

Für den Fall einer globalen Abschwächung des Wirtschaftswachstums erscheinen insbesondere Schweizer Aktien interessant, so dass wir an unserem regionalen Fokus festhalten.

Abbildung 6: Annualisierte Outperformance vs. Gesamtmarkt in US Disinflation 1980-1983
Quelle: Bloomberg



Erstens setzt sich das Schwergewicht des Schweizer Aktienindex aus konjunkturabhängigen Titeln zusammen. Zweitens ist das Zinsniveau in der Schweiz ebenso wie die Inflation im Vergleich aller G10-Länder am niedrigsten, was für mittelfristig eher höhere Bewertungen spricht.

Auf Sektorebene haben wir jüngst diverse Anpassungen vorgenommen. So schätzen wir den Energie- und Industriesektor neuerdings als neutral ein. Angesichts der Tatsache, dass die sinkende Inflation oftmals mit einem Wirtschaftsabschwung einherging, werden grundsätzlich konjunkturabhängige Unternehmen verstärkt gemieden.

Den Finanzsektor stufen wir als negativ ein. Mittelfristig sind nämlich insbesondere bei Banken eine nachlassende Wachstumsdynamik bei den Nettozinsen und flache Renditekurven zu erwarten. Des Weiteren weisen viele Institute auch erhöhte Kreditrisiken aus – vor allem im Bereich der Gewerbeimmobilien – die zu höheren Kreditausfällen in

den Büchern der Banken führen können.

Die von uns im Hinblick auf ein anhaltend disinflationäres Umfeld am meisten bevorzugten Sektoren sind die Bereiche Basiskonsumgüter und Gesundheitswesen. Titel aus defensiven Sektoren weisen in einem Umfeld mit rückläufigen Inflationsraten und sinkenden Zinsen historisch betrachtet eine bessere Performance aus (Abbildung 6). Die Bewertungen sind zudem teilweise unter dem 10-Jahres-Durchschnitt. Der Gesundheitssektor profitiert ausserdem anhaltend von verschiedenen sektoralen Wachstumsthemen wie digitale Gesundheit, demografische Trends und strukturellem Wachstum in den Schwellenländern.

Im Bereich der Technologiewerte haben wir auch im ersten Quartal an unserem Übergewicht festgehalten, was sich positiv auf die Performance ausgewirkt hat, allerdings haben wir das positive Momentum genutzt und – aufgrund der hohen Bewertungen –

in den vergangenen Wochen graduell Gewinne realisiert.

Während die Aktienmärkte im ersten Quartal stark von der Berichtssaison und mehrheitlich optimistischen Aussichten geprägt waren, haben höher als erwartete Inflationswerte die Stimmung zwischenzeitlich nur kurz getrübt.

Sollten allerdings aufgrund des anhaltenden Inflationsdrucks doch weniger Zinssenkungen als zu Beginn des Jahres erwartet erfolgen, müssen die aktuellen Bewertungen mit einem hinreichend hohen Wirtschaftswachstum untermauert werden. Entsprechend hat sich mit den Anpassungen der Zinserwartungen der Fokus und somit auch das Enttäuschungspotenzial verschoben; eine Wette auf eine Bewertungsausweitung rechtfertigt für uns nicht das Eingehen von zusätzlichen Risiken – umso weniger vor dem Hintergrund der bisher weitestgehend ausgeblenden geopolitischen Risiken. Entsprechend bleiben wir für den Moment im Bereich der Aktien unter dem strategischen Zielwert.

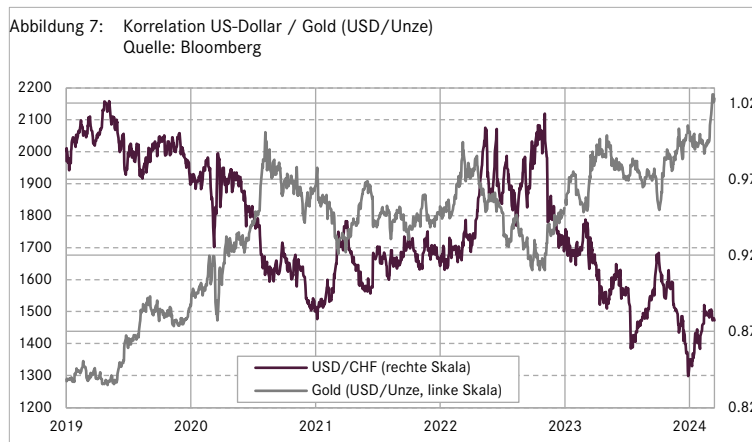
Marc-André Sutter
Leiter Portfolio Management

ROHSTOFFMÄRKTE

Historisch gesehen hat ein steigender US-Dollar in der Regel zu einem sinkenden Goldpreis geführt (Abbildung 7). Diese Wechselwirkung blieb allerdings im ersten Quartal aus, denn trotz eines stärkeren US-Dollar hat sich der Goldpreis bisher um mehr als 5 Prozent verteuert und schneidet somit im Vergleich zu den anderen Edelmetallen einmal mehr am besten ab.

Bis Mitte Februar haben anhaltende Spekulationen auf Zinssenkungen grosser Notenbanken für Auftrieb beim Goldpreis gesorgt. Nachdem jedoch Mitte Februar höher als erwartete Inflationszahlen aus den USA publiziert wurden, haben sich diese Fantasien kurzfristig in Luft aufgelöst und der Goldpreis pro Feinunze (31,1 Gramm) ist auf 1'990 US-Dollar abgesackt und somit auf den niedrigsten Stand seit Mitte Dezember gefallen.

Allerdings hat sich das gelbe Edelmetall sehr schnell von diesem Rücksetzer erholt, denn zunehmend schwache Konjunkturdaten aus den USA haben die Erwartungen an eine baldige Zinssenkung erneut verstärkt, was den Goldpreis auf ein neues Rekordhoch bei 2'180 US-Dollar getrieben hat. Weitere Gründe für die jüngste Kursrally sind auch auf eine zuletzt gestiegene Nachfrage aus China zurückzuführen, wo im Januar die Goldimporte aus Hongkong deutlich gestiegen sind.



Wir rechnen auch für 2024 mit einer anhaltend hohen Nachfrage. Nebst der Geldpolitik - und der damit verbundenen Erwartung an sinkende Zinsen im Jahresverlauf - wird sich auch die geopolitische Unsicherheit stützend auf den Goldpreis auswirken. Entsprechend halten wir an unserer gegenwärtigen Allokation fest.

Der Rohölpreis hat sich im bisherigen Jahresverlauf von der volatilen Seite gezeigt - getrieben durch die Entwicklungen der geopolitischen Situation und einer schwachen Konjunkturentwicklung in grossen Verbrauchsländern und -regionen (insbesondere in China und Europa). Zudem ist das Rohölangebot in anderen Teilen der Welt wie in den USA nach wie vor reichlich, was einem weiteren, grösseren Preisanstieg im Weg steht. Aus diesen Gründen hat sich der Preis des «schwarzen Goldes» seit Jahresbeginn, trotz anhaltender geopolitischer Unsicherheiten, auch «erst» um knapp 8 Prozent verteuert.

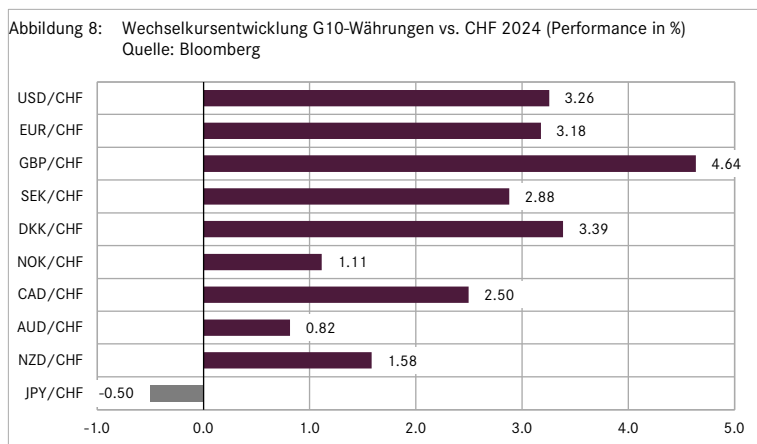
Folglich haben sich jüngst auch mehrere Länder des Ölverbands Opec+ darauf geeinigt, ihre Förderkürzungen von rund zwei Millionen Barrel je Tag bis Mitte des Jahres fortzuführen.

Aus technischer Sicht scheint der Preis momentan bei ca. 85 US-Dollar gedeckelt zu sein. Um diese Marke nachhaltig zu durchbrechen, müsste sich unserer Meinung nach der Nahost-Konflikt noch weiter zuspitzen oder die Opec-Staaten müssten die Fördermengen noch drastischer kürzen.

Unserer Ansicht nach ist eine rasche Verbesserung der Nachfrage auf kurze Sicht aufgrund einer sich abschwächenden Weltwirtschaft nicht zu erwarten, was schlussendlich dazu führen wird, dass sich der Ölpreis über die kommenden Monate tendenziell eher seitwärts bewegen wird.

Marc-André Sutter
Leiter Portfolio Management

WÄHRUNGSMÄRKTE



Lange Zeit hat man in der Schweiz eine nominale Aufwertung gesehen, welche eine schützende Funktion gegenüber dem Inflationsdruck aus dem Ausland eingenommen hat. Gegen Ende 2023 hat man jedoch eine reale Aufwertung erkennen können, was die Situation für die Unternehmen in der Schweiz zunehmend schwieriger macht.

Die Kerninflation nahm in der Schweiz nach 2020 nie um mehr als 2.5 Prozent zu, in Japan zum Beispiel jedoch um 4.7 Prozent. Noch höher stieg die Kerninflation in den USA, der Eurozone oder auch in Grossbritannien, wo diese zwischenzeitlich zwischen 5 und 6 Prozent lag. Da die Schweiz bereits seit längerem schwächere Preissteigerungen als die G10-Länder verzeichnet, sieht es gegenwärtig danach aus, als hätte man hierzulande angemessene monetäre Bedingungen. Zuletzt wurden in der Schweiz die Zinsen im Juni 2023 angehoben, während die Währung an Stärke gewann.

Seit Jahresbeginn sieht man allerdings eine andere Entwicklung: der Schweizer Franken hat gegenüber praktisch allen wichtigen Währungen Kursverluste erlitten (Abbildung 8). Gegenüber dem US-Dollar und dem Britischen Pfund stehen Verluste von 4 Prozent zu Buche und gegenüber dem Euro ein Minus von 3.4 Prozent.

Wir haben im letzten Marktausblick bereits darauf hingewiesen, dass die Entwicklungen der Währungen auf kurze Sicht sehr stark von den Zinsdifferenzen abhängen werden. Primär ist es nämlich genau diese Zinsdifferenz, welche Investoren in Form von «Carry Trades» veranlasst, Gelder aus dem Schweizer Franken in höher verzinsliche Währungen wie den US-Dollar oder den Euro umzuschichten. Bei der Entwicklung des Wechselkurs spielt aber nicht nur das aktuelle Zinsniveau eine Rolle, sondern auch die zukünftigen Erwartungen. Hierbei hat sich in den ersten Monaten des Jahres 2024 eine Änderung zu Ungunsten des Schweizer

Frankens ergeben. Sowohl die US-Notenbank Fed als auch die Europäische Zentralbank (EZB) haben ihre ersten Leitzinssenkungen nach hinten verschoben und entsprechend allfällige Erwartungen auf eine frühe Zinssenkung gedämpft.

Wie im letzten Marktausblick erwähnt, war der Schweizer Franken in den vergangenen Jahren jeweils als sicherer Hafen gefragt. Aktuell herrscht aber aufgrund der gegenwärtigen Zinsdifferenz sowie eines unklaren Zinssenkungspfades der Zentralbanken Unsicherheit an den Märkten, so dass der Fokus gegenwärtig weiter auf den Währungen liegt, welche die attraktivsten Zinsen abwerfen.

Wir sind der Meinung, dass der Schweizer Franken – vor allem unter Berücksichtigung der Inflationsunterschiede – immer noch sehr hoch bewertet ist. Die niedrige Inflation und das Potenzial, dass die Schweizerische Nationalbank (SNB) die Zinsen vor der EZB senkt, spricht kurzfristig gegen den Franken. Folglich dürfte er sich in den nächsten Monaten eher seitwärts bewegen oder sich weiter leicht abschwächen. Über die mittlere Frist hingegen erwarten wir jedoch eine Erholung Richtung 0.93 Euro pro Franken.

Marc-André Sutter
Leiter Portfolio Management

FOKUS UND EMPFEHLUNGEN

MAKROÖKONOMISCHES UMFELD

- Die OECD erwartet auf globaler Ebene für das laufende Jahr eine Abschwächung des Wirtschaftswachstums. Insbesondere in Deutschland dürfte die BIP-Entwicklung bescheiden ausfallen.
- Die Schweizer Volkswirtschaft kann sich im globalen Umfeld gut behaupten. Die tiefe Arbeitslosenrate dient unverändert als solide Stütze der Konsumtätigkeit.
- Für den weiteren Jahresverlauf gehen wir von einer moderaten Erholung aus – nicht zuletzt dank dem globalen Disinflationsprozess und den tiefer erwarteten Geld- und Kapitalmarktzinsen.
- Die Immobilienkrise in China breitet sich aus. Für das zweitgrösste Immobilienunternehmen, China Evergrande, wurde die Liquidation angeordnet: Mit USD 300 Mrd. weist der Konzern die weltweit höchste Verschuldung aus.

AKTIENMÄRKTE

- Der S&P 500 und der Euro Stoxx 50 haben sich dieses Jahr – im Gegensatz zum SMI – fast im Gleichschritt entwickelt. Allerdings punktet der Schweizer Aktienmarkt mit einer attraktiven Dividendenrendite.
- Die historische Entwicklung zeigt, dass in den ersten drei Monaten eines Lockerungszyklus die Aktienbörsen tendenziell Verluste verzeichnen – nicht zuletzt aufgrund einer nachlassenden Wachstumsdynamik.
- Für den Fall einer globalen Abschwächung erscheinen insbesondere Schweizer Aktien attraktiv. Auf Sektorebene haben wir den Finanzsektor mit «negativ» eingestuft. Viele Institute bergen erhöhte Kreditrisiken – vor allem im Bereich der Gewerbeimmobilien. Im Technologiesektor sind wir weiterhin Übergewichtet, haben jedoch partiell Gewinne realisiert.
- Wir halten unsere Untergewichtung auf taktischer Ebene aufrecht und setzen auf Aktien von hoher Qualität und mit geringem Risiko.

ZINSMÄRKTE

- Die Renditen an den Geld- und Kapitalmärkten haben sich im letzten Quartal eher seitwärts bewegt. Mit Sehnsucht warten die Investoren auf die erste Leitzinssenkung der Zentralbanken.
- Swap-Kontrakte signalisieren bis Jahresende mehrere Zinsschritte. Wir prognostizieren für die USA zwei Leitzinssenkungen, für die Eurozone und die Schweiz dagegen drei.
- Die Zinskurven sind weiterhin invers. Mit dem erwarteten geldpolitischen Kurswechsel der Notenbanken gehen wir von einer graduellen Normalisierung aus.
- Wir haben in unseren gemischten Mandaten die Portfolio-Duration auf über 5 (Jahre) erhöht. Dadurch wollen wir das aktuelle Renditeniveau mittel- und langfristig sichern.

ROHSTOFF- UND WÄHRUNGSMÄRKTE

- Der Goldpreis hat in den letzten Monaten neue Rekordstände verzeichnet. Nebst dem erwarteten geldpolitischen Kurswechsel wirkt sich auch die Unsicherheit auf geopolitischer Ebene stützend auf die Gold-Notierung aus.
- Der Rohölpreis hat sich im bisherigen Jahresverlauf von seiner volatilen Seite gezeigt. Aus technischer Sicht scheint ein Kurs bei ca. USD 85.00 gedeckelt zu sein. Eine dramatische Zuspitzung im Nahostkonflikt könnte jedoch diese Marke nachhaltig durchbrechen.
- Der Schweizer Franken hat seit Jahresbeginn gegenüber praktisch allen wichtigen Währungen Kursverluste erlitten und ist – insbesondere unter Berücksichtigung der Inflationsunterschiede – weiterhin sehr hoch bewertet. Aufgrund der aktuellen Zinsdifferenz sowie des unklaren Zinssenkungspfads der Zentralbanken herrscht unter den Investoren Unsicherheit. Der Fokus liegt dementsprechend auf den Währungen mit den attraktivsten Zinsniveaus.

BÖRSEN

	Aktueller Kurs	Performance 2024		Hoch / Tief 52 Wochen			
		in Lokalwährung	in CHF	Hoch	% vom Hoch	Tief	% vom Tief
Währungen							
USD / CHF	0.8847		5.15%	0.9318	-5.05%	0.8333	6.17%
EUR / CHF	0.9623		3.60%	0.9998	-3.75%	0.9255	3.98%
GBP / CHF	1.1269		5.16%	1.1506	-2.06%	1.0637	5.94%
Indices Obligationen							
CHF SBI AAA-BBB 3-5Y TR	125.76	0.34%	0.34%	126.11	-0.28%	120.24	4.59%
Barclays USD Aggregate TR Index	2 126.34	-1.65%	3.41%	2 168.69	-1.95%	1 978.32	7.48%
Barclays EUR Aggregate TR Index	235.16	-0.99%	2.57%	239.24	-1.71%	220.96	6.42%
Barclays GBP Aggregate TR Index	238.44	-2.45%	2.58%	246.27	-3.18%	220.88	7.95%
Indices Aktien Europa							
SMI	11 720.70	5.23%	5.23%	11 799.91	-0.67%	10 251.33	14.33%
SMIM	2 644.27	3.09%	3.09%	2 798.31	-5.50%	2 317.65	14.09%
DJ EuroStoxx 50	4 993.12	10.43%	14.41%	5 031.82	-0.77%	3 980.94	25.43%
CAC 40	8 161.42	8.20%	12.09%	8 218.07	-0.69%	6 773.82	20.48%
DAX	17 942.04	7.11%	10.96%	18 039.05	-0.54%	14 458.39	24.09%
FTSE 100 Index	7 743.15	0.13%	5.30%	7 936.11	-2.43%	7 206.82	7.44%
FTSE MIB Index	33 786.18	11.32%	15.32%	34 023.40	-0.70%	24 751.07	36.50%
Indices Aktien USA							
Dow Jones	38 905.66	3.23%	8.54%	39 282.28	-0.96%	31 429.82	23.79%
S&P 500	5 150.48	7.98%	13.54%	5 189.26	-0.75%	3 838.24	34.19%
Nasdaq Composite	16 128.53	7.44%	12.97%	16 449.70	-1.95%	11 238.44	43.51%
Indices Aktien Asien							
Hang Seng Index	16 564.04	-2.84%	1.99%	20 864.74	-20.61%	14 794.16	11.96%
Nikkei 225	38 668.23	15.55%	15.49%	40 472.11	-4.46%	26 632.92	45.19%
Indices Aktien Schwellenländer							
		in USD					
MSCI Emerging Markets	1 048.68	2.44%	7.71%	1 054.44	-0.55%	908.09	15.48%
MSCI India	967.66	5.00%	10.40%	988.66	-2.12%	702.97	37.65%
MSCI China	55.33	-0.25%	4.89%	67.03	-17.45%	48.62	13.80%
Diverses							
Gold oz (USD)	2 168.66	5.12%	10.53%	2 195.15	-1.22%	1 810.51	16.51%
BRENT CRUDE (USD)	85.27	11.04%	16.76%	89.26	-4.47%	69.44	22.80%

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

15. März 2024

Publikationsdatum

19. März 2024

