

Rückblick 2023 und Anlageausblick 2024

Rückblick 2023

Im Jahr 2023 erholten sich die weltweiten Aktienmärkte weitgehend von den Verlusten der Baisse des Jahres 2022, dem schlechtesten Jahr seit über zehn Jahren. Dieser Aufschwung erfolgte trotz Inflationsängsten, Zinserhöhungen, einer regionalen Bankenkrise in den USA, zunehmender geopolitischer Spannungen und militärischer Auseinandersetzungen. Unserer Ansicht nach waren die Hauptgründe für das positive Marktumfeld im Jahr 2023 a) die Vermeidung einer Rezession in den wichtigsten Ländern trotz massiver Zinserhöhungen, b) Unternehmensgewinne, die im Vergleich zum Vorjahr zwar eher flach waren, aber besser als erwartet ausfielen, c) die Verlangsamung der Inflation, das beherrschende Thema des vergangenen Jahres, und d) die Erwartung, dass der Zinserhöhungszyklus im Jahr 2023 enden würde und Zinssenkungen in Aussicht stehen. Diese Faktoren führten zu einem unerwarteten Anstieg der Risikobereitschaft und zu Kursgewinnen in den wichtigsten Anlageklassen.

Der MSCI World Index stieg um 24,4%, der S&P 500 um 26,3% und der NASDAQ 100 sogar um 55,1%, da Technologiewerte aufgrund der Entwicklungen im Bereich der künstlichen Intelligenz wieder in den Fokus rückten. Die Performance an anderen Märkten war etwas weniger spektakulär, wobei der MSCI Europe und der MSCI Switzerland um 16,5% bzw. 6,1% zulegten.

Die Performance von festverzinslichen Wertpapieren war über weite Strecken des Jahres eher verhalten, wesentliche Gewinne wurden erst im vierten Quartal erzielt. Der Swiss Bond AAA-BBB Total Return Index legte im Jahr 2023 um 7,4% zu, der Bloomberg Euro Aggregate TR um 7,2% und der Bloomberg US Aggregate TR um 5,5%.

Die Entwicklung bei anderen Risikoanlagen war uneinheitlicher. Der Bloomberg Commodity Index fiel um 12,6 %, was vor allem auf hohe Verluste bei Erdgas und die schwache Performance der Industriemetalle zurückzuführen ist. Gold legte aufgrund zunehmender geopolitischer Ängste um 13,1% zu, und der Bloomberg All Hedge Fund Index erzielte eine Rendite von 4,8%.

Der Schweizer Franken war die stärkste Währung unter den G10 und wertete gegenüber dem US-Dollar um 9,9% auf, während der Euro gegenüber dem USD um 3,1% zulegte. Somit erwies sich 2023 als ein schwieriges Jahr für global diversifizierte Portfolios in den Referenzwährungen EUR und insbesondere CHF, da diese aufgrund gegenläufiger Währungsentwicklungen nicht in vollem Umfang von den beträchtlichen Gewinnen am US-Aktienmarkt profitieren konnten. Zur Veranschaulichung: während der S&P 500 in USD 26,3% zulegte, betrug seine Rendite in CHF nur 14,9%.

Weltwirtschaft

Die Weltwirtschaft hat sich in den letzten Quartalen besser entwickelt als erwartet, was vor allem auf den starken Arbeitsmarkt, überschüssige private Ersparnisse aus der Covid-Pandemie, expansive Fiskalpolitik und die Tatsache zurückzuführen ist, dass Unternehmen und Immobilienbesitzer dank längerfristiger Finanzierungen aktuell immer noch von den niedrigen Renditen der Vergangenheit profitieren. Historisch betrachtet hat sich die Straffung der Zentralbankpolitik typischerweise mit einer Verzögerung von etwa 18 Monaten auf die Realwirtschaft auswirkt. Die Auswirkungen höherer Refinanzierungskosten sollten deshalb im Laufe des Jahres 2024 zunehmend spürbar werden und das globale Wirtschaftswachstum in den kommenden Quartalen dämpfen.

Den jüngsten Daten zufolge wuchs die US-Wirtschaft im dritten Quartal um annualisierte 4,9% gegenüber dem Vorquartal, was angesichts anhaltender Befürchtungen einer stärkeren Wachstumsabschwächung sehr solide ist. Während das verarbeitende Gewerbe schrumpft, entwickelt sich der viel wichtigere Dienstleistungssektor weiterhin erfreulich. Die jüngsten Veröffentlichungen wichtiger Frühindikatoren wie der Einkaufsmanagerindizes oder der Umfragen zur Verbraucherstimmung deuten nicht auf ein sehr negatives Wachstumsumfeld in den kommenden Monaten hin, so dass wir die Wahrscheinlichkeit einer sanften Landung oder einer leichten Rezession in den USA nach wie vor für hoch erachten.

Die Wirtschaft der Eurozone schrumpfte im dritten Quartal leicht um -0,1 % und für das vierte Quartal wird ein weiteres leicht negatives Quartal erwartet. Die Konsenserwartungen deuten auf eine sanfte Erholung in den kommenden Quartalen hin. Allerdings dürften die Wachstumsraten aufgrund massiver Zinserhöhungen und der Malaise im verarbeitenden Gewerbe, von der die deutsche Wirtschaft besonders stark betroffen ist, gedämpft bleiben. Die jüngste Schrumpfung der Industrieproduktion in der Eurozone um 6,6 % und die anhaltend schwache Verbraucherstimmung sind bezeichnend für die aktuellen Herausforderungen der Region.

Infolge einer deutlichen Zunahme des privaten Konsums um 1.8% wuchs die Schweizer Wirtschaft im dritten Quartal um 0,3 % im Vergleich zum Vorquartal. Der wichtige KOF-Frühindikator hat sich in den letzten Monaten leicht verbessert, liegt aber immer noch deutlich unter seinem langfristigen Durchschnitt. Nach einer möglichen Verlangsamung des Wachstums gegen Ende 2023 wird ein Anstieg auf 0,4 % BIP-Wachstum pro Quartal erwartet, gestützt durch den privaten Konsum und eine Verbesserung der Exporte.

Neben den Exzessen im Immobiliensektor leidet China vor allem auch an gedämpfter Inlandsnachfrage und geringer Exporttätigkeit aufgrund verhaltener globaler Nachfrage nach Industrieprodukten. Der derzeitige Deflationstrend bei den Verbraucher- und Erzeugerpreisen sowie Anzeichen eines schwächelnden Arbeitsmarktes lassen für das erste Halbjahr Zinssenkungen der People's Bank of China und vermehrte fiskalische Unterstützung zur Verbesserung des Wachstumsumfelds erwarten.

	GDP 2024	GDP 2025	CPI 2024	CPI 2025	CB Rate 2024	CB Rate 2025
United States	1.30%	1.70%	2.60%	2.30%	4.30%	3.25%
Euro Area	0.50%	1.40%	2.50%	2.10%	3.75%	3.00%
Germany	0.30%	1.20%	2.70%	2.20%	3.75%	3.00%
Switzerland	1.10%	1.50%	1.50%	1.40%	1.50%	1.00%
UK	0.30%	1.20%	3.00%	2.10%	4.50%	3.30%
Japan	0.80%	1.00%	2.30%	1.70%	0.10%	0.20%
China	4.50%	4.30%	1.40%	1.80%	2.25%	2.30%

Tabelle: Konsensschätzungen für das Bruttoinlandsprodukt (GDP), den Verbraucherpreisindex (CPI) und die Zentralbankrate (CB) für ausgewählte Länder/Regionen. Quelle: Bloomberg

Rentenmärkte

Die weltweite Verbraucherpreisinflation war im vergangenen Jahr überwiegend rückläufig und lag zuletzt bei 3,1 % in den USA, 2,4 % in der Eurozone, 1,4 % in der Schweiz und -0,5 % in China. Unserer Ansicht nach wird sich dieser globale Disinflationstrend in 2024 fortsetzen, da das Wirtschaftswachstum immer noch unter Trend liegt, Lieferkettenprobleme weitgehend verschwunden sind, die Lagerbestände tendenziell steigen und das Wachstum der Geldmenge M2 in den USA immer noch negativ ist. In der Vergangenheit gab es eine bemerkenswerte Korrelation zwischen Geldmengenwachstum und Inflation, wobei letztere mit einer Verzögerung von 9-12 Monaten auf M2 folgte.

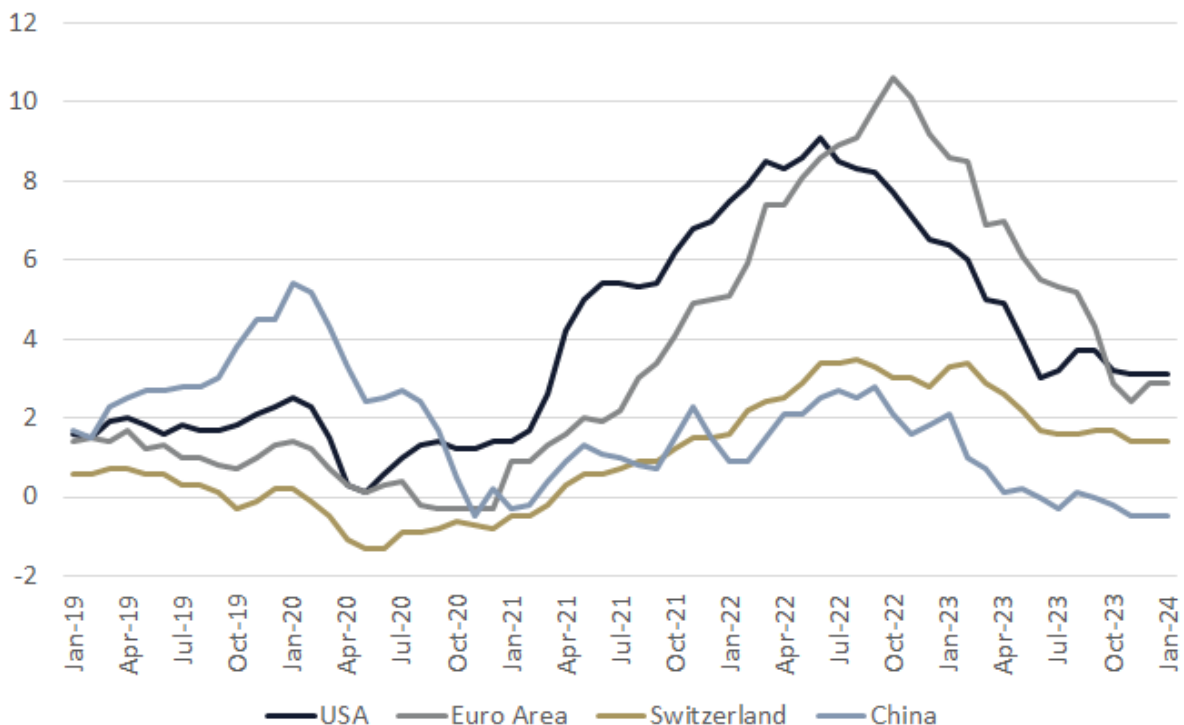


Tabelle: Entwicklung der Verbraucherpreisinflation in den letzten 5 Jahren für ausgewählte Länder/Regionen. Quelle: Bloomberg

Da die Inflation weltweit weiterhin nach unten tendiert, sollte das Ende des aktuellen Straffungszyklus bereits erreicht sein. Der nächste große Zinsschritt der Fed und der EZB wird mit hoher Wahrscheinlichkeit nach unten gerichtet sein. Die People's Bank of China hat bereits im Jahr 2023 mit geldpolitischer Lockerung begonnen, indem sie zur Förderung der Kreditvergabe den Leitzins für Kredite um 20 Basispunkte und den Einlagenreservesatz für Banken um 25 Basispunkte gesenkt hat.

In einem Umfeld rückläufiger Inflation und mässigen Wachstums dürften sich qualitativ hochwertige Anleihen im Allgemeinen gut entwickeln und sie bieten zudem Schutz für ein diversifiziertes Portfolio im Falle einer stärkeren Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit. Die Kreditaufschläge erscheinen auf dem derzeitigen Niveau als nicht besonders attraktiv. Allerdings dürfte sich das Risiko einer Ausweitung der Spreads in Grenzen halten solange das Wirtschaftswachstum nicht enttäuscht. Die Aussicht auf eine geldpolitische Lockerung im Jahr 2024 dürfte sich insgesamt positiv auf das gesamte Risikospektrum der festverzinslichen Wertpapiere auswirken. Dennoch bleibt die Refinanzierung im Segment niedriger Qualität herausfordernd und die bereits im Anstieg befindlichen Ausfallraten müssen genau beobachtet werden.

Wir bleiben in allen Mandaten in festverzinslichen Wertpapieren übergewichtet, wobei der Schwerpunkt eindeutig auf hochwertigen Emittenten bei kurz- bis mittelfristiger Duration liegt.

Aktien

Unsere Erwartung eines langsamen, aber positiven Wirtschaftswachstums, nachlassender Inflation und der Aussicht auf geldpolitische Lockerung in den wichtigsten Regionen im Jahr 2024 sollte den Aktienmarkt grundsätzlich unterstützen. Die starke Performance der letzten Monate bei geringem Gewinnwachstum hat jedoch zu hohen Bewertungen vieler Indizes geführt.

Der MSCI World Index wird derzeit mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 17,3 auf der Grundlage von 12-Monats-Gewinnschätzungen gehandelt, was über dem 10-Jahres-Durchschnitt von 16,6 und dem 20-Jahres-Durchschnitt von etwa 15 liegt. Der S&P 500 notiert fast 10 % über seinem 10-Jahres-Durchschnitt und rund 25 % über dem 20-Jahres-Durchschnitt. Der Schweizer SMI-Index notiert 10 % über seinem 20-Jahres-Durchschnitt, während die Bewertung des MSCI Europe in etwa auf dem Durchschnitt liegt. Wir sind der Meinung, dass längerfristige Durchschnitte den Wert der Aktienmärkte besser widerspiegeln, da die Zinssätze vor 20 Jahren ungefähr mit dem heutigen Niveau vergleichbar waren.

	P/E +12M	P/E +24M	DY 2024	FCF Yield	ROE
MSCI World	17.3	15.7	2.1%	3.9%	14.3%
S&P 500	19.3	17.4	1.6%	3.5%	17.9%
NASDAQ 100	23.9	20.6	0.9%	2.9%	20.9%
MSCI Europe	13.1	12.2	3.7%	5.8%	12.6%
DAX	11.3	10.3	4.5%	5.9%	9.0%
SMI	17.1	15.3	3.3%	5.0%	23.7%
Nikkei 225	19.0	17.1	1.9%	3.2%	6.7%
MSCI China	8.9	7.7	2.9%	7.9%	9.7%
MSCI EM	11.6	10.1	3.2%	5.4%	10.8%

Tabelle: Konsensschätzungen für Kurs-Gewinn-Verhältnis (P/E), Dividendenrendite (DY), Free-Cashflow-Rendite (FCF-Yield) und Eigenkapitalrendite (ROE) für ausgewählte Indizes. Quelle: Bloomberg

Die Konsensgewinnschätzungen für den MSCI World Index und den S&P 500 waren in den vergangenen Monaten im Aufwärtstrend und bewegen sich seit Ende 2023 seitwärts. Der Gewinntrend für den Schweizer SMI-Index und den MSCI Europe verläuft in etwa seitwärts. Steigende Gewinne sind elementar, da sie der wesentliche Treiber längerfristiger Aktienmarktrenditen sind. Verhaltene Wirtschaftswachstum dürfte in den kommenden Monaten zu Abwärtsrevisionen der Gewinnerwartungen führen, ein eher herausforderndes Umfeld für die Aktienmärkte.

Laut der jüngsten Umfrage der American Association of Individual Investors sind 48,6 % der Privatanleger optimistisch und 23,5 % pessimistisch. Diese optimistische Grundstimmung bei niedriger Aktienvolatilität, bereits sehr gut gelaufener Märkte, hoher Bewertung und anhaltender wirtschaftlicher Unsicherheit ist nicht ungefährlich und möglicherweise Vorbote einer kurzfristigen Korrektur.

Obwohl wir Aktien mittelfristig weiterhin positiv gegenüberstehen, sind wir derzeit taktisch untergewichtet, um unseren Bedenken hinsichtlich der kurzfristigen Aussichten für die Aktienmärkte Rechnung zu tragen. Wir bevorzugen Qualitätsaktien und Märkte mit defensiven Merkmalen.

Währungen

Da die Inflation in der Schweiz deutlich unter 2% liegt besteht seitens der Schweizerischen Nationalbank keine Notwendigkeit, den Schweizer Franken weiter aufwerten zu lassen, um die Wirtschaft vor importierter Inflation zu schützen. Wir glauben, dass die SNB bald ihren Kurs ändern und den CHF gegenüber anderen Währungen verkaufen wird, um die Exporte zu unterstützen und das Wirtschaftswachstum anzukurbeln. Nach der starken Aufwertung des CHF gegenüber USD, EUR und anderen G10-Währungen sehen wir das Potenzial für eine moderate Abwertung in den kommenden Monaten.

Die Aussicht auf Zinssenkungen durch die US-Notenbank in der ersten Hälfte des Jahres 2024 hat in den vergangenen Monaten zu einer ausgeprägten Schwäche des USD gegenüber den wichtigsten Währungen geführt. Der US-Dollar-Index, ein handelsgewichteter Durchschnitt

des USD gegenüber sechs Hauptwährungen, hat in Q3/2023 fast 5% verloren. Kurzfristig sehen wir das Potenzial für eine moderate Aufwertung des USD, insbesondere für den Fall, dass ein stärker als erwarteter wirtschaftlicher Abschwung zu einem ungünstigeren Umfeld für Risikoanlagen führt. Im Fall wieder aufkeimender Inflationssorgen würde eine restriktivere Reaktion der Fed höchstwahrscheinlich zu Aufwertungsdruck auf den USD führen.

Für den Euroraum sehen wir weiterhin das Risiko enttäuschender wirtschaftlicher Entwicklungen aufgrund des schwächelnden Exports, zurückhaltenden privaten Konsums oder möglicher Volatilität der Energiepreise aufgrund geopolitischer Entwicklungen. Dies dürfte eine mögliche Aufwertung des EUR gegenüber den anderen Hauptwährungen begrenzen.

Alternative Anlagen

Angesichts unseres Kernszenarios einer sich verlangsamenden Inflation und des verhaltenen Wirtschaftswachstums erachten wir Investments in Rohstoffe aktuell als wenig attraktiv. Eine Ausnahme ist Gold, das Anleger langfristig als Element der Portfoliodiversifizierung und als Absicherung gegen «Black Swans» wie z.B. Rezessionen, Kriege, Staatsbankrotte oder Hyperinflation halten sollten.

Unkorrelierte oder wenig korrelierte Anlagen wie Hedgefonds, Handelsfinanzierungen, Private Equity, versicherungsgebundene Wertpapiere oder Immobilien können in Zeiten wirtschaftlicher und geopolitischer Unsicherheit zur Stabilisierung der Portfoliorenditen beitragen. Wir werden weiterhin sorgfältig ausgewählte Produkte in diesem Bereich allokalieren, um eine bessere Portfoliodiversifizierung zu erreichen und die Risiko-Ertrags-Eigenschaften zu verbessern.

Positionierung der Anlageklassen

Die folgende Tabelle zeigt unsere aktuelle taktische Asset Allokation auf Sicht der kommenden 1-3 Monate.

		--	-	0	+	++
Liquidity						
Fixed Income	Total					
	Government					
	IG Corporates					
	HY					
	EM					
	Duration					
Equities	Total					
	USA					
	Euro Area					
	Switzerland					
	UK					
	Japan					
	EM					
Alternatives	Total					
	Precious Metals					
	Private Markets					
	Hedge Funds					