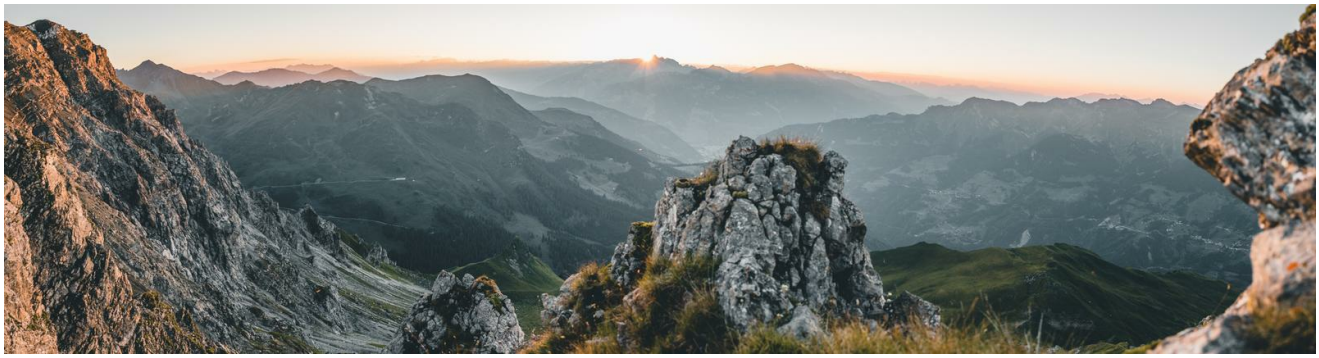
Swiss
Finance
Boutique.

Quartalsbericht Q1 2024



09. April 2024

Geschätzte Investoren

In unserem letzten Marktupdate vom 5. Januar 2024 war zu lesen, dass sich die US-Kerninflation im November weiter auf 3.10% überraschend stark zurückgebildet hatte. Wir hatten einen Rückgang in diesem Ausmass so nicht erwartet, obschon auch wir der Meinung waren, dass das Zinstop in den grossen westlichen Volkswirtschaften erreicht sein dürfte. Wir hatten angemerkt, dass es von diesem tieferen Inflationsniveau aus, in Richtung der 2% Fed-Zielgrösse, nun aber um einiges beschwerlicher und langwieriger verlaufen dürfte.

Unsere breit abgestützten Messungen von diversen Vorlaufindikatoren zeigten im 4. Quartal auf breiter Front klare Aufhellungstendenzen an. Trotzdem waren wir für den Jahresstart nicht unbedingt euphorisch gestimmt. Der Grund dafür lag an der heiss gelaufenen Jahresendrally und an den sechs eingepreisten Zinssenkungen für's Jahr 2024 in den USA. Für uns war dieses Bild einfach nicht stimmig; denn wieso sollte das Fed in Erwartung einer «weichen Ladung» der Marktteilnehmern, die Zinsen so stark reduzieren und damit riskieren, dass die Inflation wieder angeheizt wird. Sollte das Fed aber tatsächlich sechsmal an der Zinsschraube drehen, müsste, unserer Ansicht nach, die US-Wirtschaft in absehbarer Zeit in Richtung Rezession zusteuern («harte Landung»). Dieser Widerspruch und die gegen Ende des Jahres 2023 stark gefallenen Zinsen, liessen uns auf der Anleihenseite vorsichtig agieren, da wir der Meinung waren, dass sich das Risiko-/Renditeverhältnis in dieser Anlageklasse verschlechtert hat. Wir gingen von einem Rebound der Zinsen im 1. Quartal 2024 aus. Auf der Aktienseite waren wir neutral positioniert mit selektiven Kaufchancen bei Qualitätsperlen aus der zweiten Reihe. Bei Gold und Goldminen waren wir weiterhin positiv gestimmt.

Was ist im 1. Quartal passiert? Und was beschäftigt uns im weiteren Jahresverlauf?

Die Inflation in den USA ist im Januar auf Februar von 3.10% auf 3.20% leicht angestiegen, was über

den Markterwartungen lag. Die im 1. Quartal anziehenden Ölpreise stellen im Hinblick auf die weitere Inflationsentwicklung klaren Gegenwind dar. Die bereits tiefere Vergleichsbasis könnte sich als hartnäckige Hürde in der weiteren Inflationsbekämpfung erweisen. Der Anleihenmarkt hat, basierend auf den erhöhten Inflationsnotierungen sowie dem weiterhin erstaunlich robusten US-Arbeitsmarkt, die Zinssenkungserwartungen massiv reduziert. Aktuell preist der Markt nur noch drei Zinssenkungen für 2024 ein, wobei die erste um -0.25% an der Junisitzung beschlossen werden soll. Somit haben sich die Markterwartungen sukzessive an unsere Sicht angeglichen und die 10-jährigen US-Zinsen stiegen von 3.88% Ende 2023 auf 4.30% Ende März 2024. Die höheren Zinsen führten einerseits zu einem stärkeren USD und belasteten gleichzeitig die Obligationenkurse mit längeren Laufzeiten.

Bei Gold und Goldminenaktien sind wir schon seit längerer Zeit positiv gestimmt und entsprechend übergewichtet. Historisch gesehen hat sich der Preis des gelben Metalls in Richtung des absehbaren Zinshöhepunkts (Realzinsen), oftmals vorteilhaft entwickelt und zeitverzögert auch den Minenaktien Rückenwind verliehen. Die starke Goldpreisentwicklung im 1. Quartal ist aber weder auf fallende Zinsen noch auf eine er-höhte Beliebtheit bei Finanzinvestoren zurückzuführen, ganz im Gegenteil. Der Hauptgrund für die Hausse lag vor allem an der regen Nachfrage seitens der Notenbanken, welche weiter ihre USD-Devisenreserven diversifizieren. Dies betrifft hauptsächlich Notenbanken von Ländern, welche eher eine distanzierte politische Beziehung zu den USA pflegen. Sollten die Finanzinvestoren, aufgrund des positiven Newsflows rund um das Thema Gold wieder zurückkehren und Trendfolgestrategien von Hedgefunds das Potenzial bei Goldminenaktien ebenfalls erkennen, liegt im relativ kleinen Minenmarkt noch einiges an Kurspotenzial drin.

Der vielbeachtete S&P 500 Index in den USA liess sich weder von den wieder anziehenden Inflationsnotierungen noch von den wieder steigenden Zinsen beeindrucken und marschierte Schritt für Schritt fast täglich weiter nach oben. Getragen wurde der Index weiter von den grossen Technologiegiganten wie Nvidia, Meta, Microsoft, Amazon und Alphabet. Von den glorreichen Sieben sind nur noch deren Fünf übriggeblieben, denn Apple und vor allem Tesla mussten Kursrückschläge hinnehmen. Die Marktbreite hat sich aber trotzdem, sowohl in den USA, als auch in Europa ausgeweitet, was als positives Zeichen zu werten ist. Small- und Midcaps hatten es im 1. Quartal relativ zu den grösseren Bluechips aber weiterhin schwer. Sollten die Zinsen im Jahresverlauf aber tatsächlich sinken, müsste dies gerade den kleineren und mittleren Unternehmen Flügel verleihen. Auch die Bewertungsunterschiede im Quervergleich zu den Grosskonzernen ist so vorteilhaft, wie seit vielen Jahren nicht mehr. Auf mittlere Sicht bieten sich bei qualitativ hochwertigen Mittelständlern ganz klare Kaufchancen an.

Die Märkte nehmen einiges vorweg

Unsere breit abgestützten Messungen haben sich im 1. Quartal weiter aufgehellt. Die PMI's (Einkaufsmanagerindices für die Industrie) konnten sich mehrheitlich weiter von ihren bescheidenen Niveaus aus verbessern. Hier ist wichtig zu erwähnen, dass die Börsen oft nicht die absoluten Stände widerspiegeln, sondern die Veränderungen, sprich die Zukunftserwartungen handeln. Europa und vor allem Deutschland tun sich aber weiterhin schwer, richtig in Fahrt zu kommen. Umso erstaunlicher ist die seit Monaten positive Kursentwicklung beim Euro Stoxx 50 und im DAX. Wir glauben, dass der Grund in der industrielastigen Zusammensetzung der Indices liegt. Gross angelegte, subventionierte Kapitalinvestitionen der westlichen Volkswirtschaften, sowie anhaltende Nearshoring-Aktivitäten haben die Kursentwicklung der Industriewerte unterstützt. Diese strukturellen Treiber begünstigen das weitere Kurspotenzial bei Qualitätspapieren aus dem Industriesektor. Der Immobiliensektor in China scheint langsam einen Boden zu finden, wenn man den jüngsten Medienberichten aus dem fernen Osten vertrauen kann. Wie in unserem letzten Quartalsbericht bereits ausgeführt, ist der Pessimismus gegenüber dem chinesischen Aktienmarkt äusserst ausgeprägt. Hier könnten schon leicht positive Überraschungen zu heftigen Kursavancen führen. Im Bereich der Sektoren hat sich das Bild ebenfalls weiter aufgehellt. Die defensiven Sektoren wie Haushaltsgüter, Telekom, Energieversorger, Essen und Trinken bekundeten in unserer Sektorenrangliste weiterhin Mühe. Die prozyklischen Sektoren wie Halbleiter, Industriegüter, Technologie, Automotive, Baugewerbe und Freizeit- und Reisen hatten hingegen die Nase vorn. Dies ist ein klares Zeichen für eine erhöhte Risikobereitschaft der Marktteilnehmer. Das Sentiment bei Small- & Midcaps hellte sich im Verlauf des Quartals ebenfalls etwas auf. Auf der Mikroseite haben die Zahlenpräsentationen zum 4. Quartal die Erwartungen der Analysten mehrheitlich erfüllt. Die Chefs zahlreicher Industrieunternehmen sehen die Talsohle langsam aber sicher durchschritten und der Lagerabbauzyklus, infolge der Lieferengpässe, scheint beendet zu sein. Wir sprechen hier nicht von einer euphorischen Stimmung aber die Situation scheint sich allmählich zu entspannen.

Also volle Kraft voraus?

So einfach ist es leider nicht. Trotz einer klar verbesserten Gesamtsituation, scheint mittlerweile aber auch schon einiges davon in den aktuellen Aktienkursen eingepreist zu sein. Sicherlich gibt es punktuell noch Chancen, aber in der Breite dürfte sich unseres Erachtens der Markt nach dem starken 1. Quartal, zunehmend schwertun. Unsere Sentimentindikatoren sind schon seit mehreren Wochen im überkauften «Gier-Bereich» und auch die Volatilität suggeriert breite Sorglosigkeit. Dies sind Warnsignale, welche man ernst nehmen sollte. Saisonal kommen wir ohnehin in eine statistisch schwierigere Phase, in welcher sich die Aktienkurse von Ende April bis Ende Oktober tendenziell schwertun. Nicht zu vergessen, dass Anfang November das Resultat der US-Präsidentschaftswahl ansteht, was zumindest im zweiten und dritten Quartal immer wieder mal für Nervosität sorgen dürfte. Sollte die Inflation weiter hartnäckig bleiben und das Fed dazu veranlassen, mögliche Zinssenkungen auf dem Zeitstrahl weiter nach hinten zu verschieben, könnte das die positive Stimmung an den Märkten abrupt kippen und für Ernüchterung sorgen.

Positionierung



- Wir haben die Liquiditätsquote im 1. Quartal, nach dem Zinsrebound zu Gunsten von Anleihen mit längeren Laufzeiten etwas reduziert.
- Taktisch halten wir, je nach Anlagestrategie, aber immer noch Cashquoten zwischen 10 und 15%, um bei Rückschlägen antizyklisch, bei qualitativ hochwertigen Midcap-Perlen, zugreifen zu können.



- Das Risiko-/Renditeverhältnis bei globalen Anleihen hat sich im Verlauf des 1. Quartals wieder etwas verbessert. Die Zinsen haben (mit Ausnahme der Schweiz) wieder etwas angezogen.
- Die Kreditrisikoprämien bleiben eng, womit der Anleihenmarkt weiterhin keine Rezession erwartet.
- Schweizer Obligationen haben, seit der überraschenden Zinssenkung von 1.75% auf 1.50% der SNB am 21.03.2024, zugelegt. Der Schweizer Franken hat sich daraufhin abgewertet.



- Für Aktien sind wir weiterhin neutral gestimmt. Wir steuern die Quote dynamisch, basierend auf unserem Anlagemodell. Bei Qualitätsperlen aus dem KMU-Bereich sehen wir nach wie vor Chancen. Value- und Biotechaktien haben ebenfalls Aufholpotenzial.
- Japan bleibt interessant. Die Firmen haben solide Bilanzen, die Bewertungen sind attraktiv und der JPY notiert auf historisch tiefen Levels.



- Gold hat den Aufwärtstrend fortgesetzt und notiert Ende März um 8% höher, bei 2'233$/Oz.
- Kurzfristig ist Gold etwas überkauft und könnte eine Konsolidierungsphase einlegen.
- Wie bereits ausgeführt, sind die mittelfristigen Aussichten aber weiterhin vielversprechend.



- Aus Diversifikationsgründen setzen wir selektiv Alternative Anlagen ein.
- Wir behalten uns den Einsatz von Absicherungsinstrumenten vor.

Aktien–Indices

Europa	Stand 31. 12. 22	Stand 31. 12. 23	Stand 31. 3. 24	Performance Q1 24	Performance 2023
SMI	10'729	11'138	11'730	5.32%	9.33%
SPI	1'035	1'112	1'132	1.77%	9.38%
DAX	13'924	16'752	18'492	10.39%	32.81%
Euro Stoxx 50	3'794	4'521	5'083	12.43%	34.00%
Stoxx Europe 600	425	479	513	7.03%	20.66%
CAC 40	6'474	7'543	8'206	8.78%	26.75%
FTSE 100	7'452	7'733	7'953	2.84%	6.72%
Nordamerika					
S&P 500	3'839	4'770	5'254	10.16%	36.85%
NASDAQ 100	10'940	16'826	18'255	8.49%	66.87%
DJ Industrial Average	33'147	37'690	39'807	5.62%	20.09%
S&P/TSX Comp Index	840	930	971	4.42%	15.54%
Asien / Australien					
NIKKEI 225	26'095	33'464	40'369	20.63%	54.70%
DJ Shanghai Index	444	414	413	-0.32%	-7.04%
Hang Seng	19'781	17'047	16'541	-2.97%	-16.38%
Australia S&PASX200	7'039	7'591	7'897	4.03%	12.19%
Global					
MSCI WORLD	2'603	3'169	3'437	8.44%	32.05%
MSCI Emerging Markets	956	1'024	1'040	1.63%	8.78%

Devisen

	Stand 31. 12. 22	Stand 31. 12. 23	Stand 31. 3. 24	Performance Q1 24	Performance 2023
EUR / CHF	0.9874	0.9297	0.9728	4.63%	-1.48%
GBP / CHF	1.1129	1.0729	1.1378	6.05%	2.24%
EUR / USD	1.0673	1.1047	1.0800	-2.23%	1.20%
AUD / CHF	0.0939	0.0829	0.0830	0.18%	-11.60%
DKK / CHF	0.1328	0.1247	0.1304	4.57%	-1.78%
SEK / CHF	0.0888	0.0835	0.0842	0.86%	-5.14%

Alternative Investments

	Stand 31. 12. 22	Stand 31. 12. 23	Stand 31. 3. 24	Performance Q1 24	Performance 2023
Gold USD / OZ	1'812	2'062	2'207	7.01%	21.78%
Öl Brent Crude	82.82	77.69	86.17	10.92%	4.04%

Zinsen

	Stand 31. 12. 22	Stand 31. 12. 23	Stand 31. 3. 24	Performance Q1 24	Performance 2023
US Staatsanleihe 10 J.	3.55	4.26	3.47	-18.54%	-2.36%
EU Staatsanleihe 10 J.	2.93	3.19	2.31	-27.65%	-21.12%
CH Staatsanleihe 10 J.	2.08	1.79	1.16	-35.20%	-44.16%
Fed Target Rate	4.50	5.50	5.50	0.00%	22.22%
EZB-Leitzins	2.50	4.50	4.50	0.00%	80.00%
SNB Policy Rate	1.00	1.75	1.50	-14.29%	50.00%

Datenquelle: FactSet