Swiss
Finance
Boutique.

Quartalsbericht Q3 2024



02. Oktober 2024

Geschätzte Investoren

In unserem letzten Marktupdate vom 9. Juli 2024 war zu lesen, dass sich die US-Wirtschaft nun langsam, aber sicher, als Reaktion auf die straffe Geldpolitik abzukühlen scheint. Beleg dafür sind die sinkende Inflation und das schwächere Lohnwachstum. Wir hatten angemerkt, dass der Trend bei den Arbeitslosenraten schon bald nach oben zeigen und sich beschleunigen könnte, was die Stimmung der Konsumenten belasten dürfte. Als Reaktion darauf könnten US-Unternehmen die Investitionen zurückfahren und weniger Stellen schaffen, was dann in einen Abschwung führen könnte. Da das US-Fed mit einem Zinsniveau von 5.25% über genügend Spielraum verfügt, um die Wirtschaft falls nötig zu stimulieren, gehen wir, wenn überhaupt, nur von einer milderen Rezession aus. Wir hatten relative Schwäche in den zyklischen Sektoren sowie im Bereich der Small und Midcaps gemessen, was wir zusammen mit der abnehmenden Marktbreite als Warnsignal interpretierten.

Da uns saisonal mit den Sommermonaten ohnehin eine eher anspruchsvollere Zeit an den Börsen bevorstand und im November noch die Präsidentschaftswahlen in den USA auf der Politagenda stehen, sind wir davon ausgegangen, dass wir es im 2. Halbjahr mit mehr Volatilität an den Börsen zu tun bekommen.

Wir hatten in unserem letzten Quartalsbericht das grosse Potenzial des Anlagethemas künstlichen Intelligenz thematisiert. Wir haben ausgeführt, dass die KI-Technologie unser Berufs- und Privatleben in den nächsten Jahren massiv beeinflussen wird. Mit dem Vergleich zur geplatzten Technologieblase aus dem Jahr 2000 - Zeitalter des Internets – wollten wir aufzeigen, dass es aufgrund von überhöhten Bewertungen in Folge von Blasenbildungen teils zu massiven Kurskorrekturen kommen kann. Die Stars und Überflieger von heute müssen über die Zeit oftmals neuen aufstrebenden Firmen Platz machen und es besteht die Gefahr, dass ihre Aktienkurse die

alten Höchststände nie mehr erreichen werden. Intel und Cisco Systems sind nur zwei namhafte Beispiele aus der damaligen Dotcomzeit.

Was ist im 2. Quartal passiert? Und was beschäftigt uns im weiteren Jahresverlauf?

Die Tinte unseres Quartalsberichts vom 9. Juli war kaum trocken, korrigierten die breiten Aktienindices Anfang August binnen dreier Handelstage zwischen -7% und bis zu -20%. Am Wochenende vom 4. August kamen gleich drei belastende Marktfaktoren zusammen:

- Die Entscheidung der japanischen Notenbank (BOJ) die Zinsen nach jahrelanger Nullzinspolitik auf 0.25% anzuheben, erwischte einige professionelle Marktteilnehmer auf dem falschen Fuss. Der japanische Yen schnellte schlagartig um rund 7% gegenüber dem USD in Höhe und zwang institutionelle Anleger und Hedge Funds dazu, sich mit Yen einzudecken. Beim sogenannten Carry Trade verschuldet man sich in einer Tiefzinswährung wie zum Beispiel dem japanischen Yen und legt das Geld in einer höher verzinsten Währung wie zum Beispiel im USD an. Das Spiel geht so lange gut, bis die Tiefzinswährung die Richtung wechselt. Wenn die Trendumkehr dann rasch Fahrt aufnimmt, gibt es oft heftige Kurssteigerungen in der Tiefzinswährung. Dies führte dazu, dass der japanische Nikkei 225 Index Anfang August, um mehr als -20% korrigierte, was nach Definition ein Bärenmarkt darstellt.
- Die Tötungen eines Hisbollah-Kommandanten und des Hamas-Chefs durch Israel, nährten die Sorgen um eine weitere Eskalation im nahen Osten. Ein möglicher Krieg könnte neben grossem menschlichem Leid auch viel Unsicherheit bezüglich der Energieversorgung aus der ölreichen Region bedeuten.
- Am Freitag, 2. August gesellte sich dann auch noch ein schwächerer US-Arbeitsmarktbericht als vom Markt erwartet dazu, was plötzlich wieder Rezessionsängste in der grössten Volkswirtschaft der Welt aufkommen liess.

Die Zinsen für 10-jährige US Treasury Notes notierten Ende Juli noch bei 4.29%. Am 5. August im Zuge der oben beschriebenen Marktturbulenzen sanken die Zinsen binnen kürzester Frist um 51 Basispunkte auf 3.78%. Hier kann man doch von einer beträchtlichen Reaktion des Obligationenmarktes sprechen, der sofort eine schwächere Konjunktur einpreiste. Das diesjährige Tief bei den langfristigen US-Zinsen markierte der 16. September mit einem Zinsniveau von 3.62%. Kurze Zeit später, am 18. September senkte die US-Notenbank Fed die Zinsen in einem Jumbozinsschritt von -0.50% zum ersten Mal seit mehr als zweieinhalb Jahren. Das Zinsniveau in den USA wurde somit von 5.25% auf 4.75% gesenkt, da sich die Inflation im Jahresverlauf auf 2.5% zurückgebildet hatte. Dieser Schritt markiert die Wende im Zinszyklus und weitere Senkungen werden folgen. Am selben Tag hatte zuvor auch die Europäische Zentralbank die Zinsen weiter von 4.25% um 0.25% auf 4.00% gesenkt. Der scheidende SNB-Direktor Thomas Jordan senkte zu seinem Abschied am 26. September die Zinsen ebenfalls um 0.25% von 1.25% auf aktuell 1.00%. Das war schon die dritte Zinssenkung in Folge in der Schweiz. Aus dem Communiqué war zu entnehmen, dass der starke Franken, die bei uns ohnehin tiefere Inflation massiv abbremst. Es ist mit weiteren Zinssenkungen seitens der SNB zu rechnen, vielleicht schon an der nächsten Sitzung im Dezember.

Die Zinssenkung in den USA und der Ausblick auf weiteren Rückenwind seitens der Zentralbanken weltweit, hat sowohl den Aktien- wie auch den Anleihenmärkten im September Flügel verliehen. Viele Aktienindices notieren auf historischen Höchstständen. Der USD hat sich seit der

Leitzinssenkung der Fed hingegen um gut 5% gegenüber dem CHF abgewertet. Die Bewertungskennzahlen einiger Aktienmärkte sind unseres Erachtens sportlich. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis des MSCI World Index auf der Grundlage der Gewinnerwartungen der kommenden 12 Monate liegt derzeit bei 18.9, was einem Aufschlag von etwa 14% gegenüber dem 10-Jahres-Durchschnitt von 16.6 entspricht. Gegenüber dem 20-Jahres-Durchschnitt von etwa 15 beträgt der Aufschlag sogar satte 25%. Der US-Aktienmarkt ist aufgrund seiner starken Gewichtung des Technologiesektors immer noch am teuersten bewertet. Die grosse Frage ist, ob der US-Wirtschaft das eingepreiste Softlanding auch tatsächlich gelingt !

Der Goldpreis setzte seinen Aufwärtstrend im dritten Quartal wie von uns erwartet fort und stieg in den letzten drei Monaten um 13.86%. Eine Feinunze Gold kostet aktuell 2'650.15 USD. Seit Jahresanfang entspricht das einem Zuwachs von 28.50%. Auch die von uns schon lange favorisierten Goldminenaktien notieren auf Jahressicht um 38.13% höher. Gold ist kurzfristig überkauft und es könnte durchaus wieder einige Wochen konsolidieren und seitwärts tendieren. Der Aufwärtstrend stufen wir aber weiterhin als intakt ein und bleiben positiv für das Edelmetall. Auch der kleine Bruder Silber bietet noch einiges an Aufholpotenzial. In der Vergangenheit stieg der Goldpreis nach jeder Leitzinssenkung der US-Notenbank in den letzten fünfundzwanzig Jahren im Schnitt um 6,3% pro Zinsschritt von 25-Basispunkten. Wenn wir, wie der Markt von 200 bis 250 Basispunkten tieferen US-Zinsen ausgehen, würde das ein weiteres Kurspotenzial von 25 bis 30% implizieren. Aufgrund der starken Avance könnte ein Teil davon aber bereits im Preis reflektiert sein. Sollte die Fed die Zinsen aber zögerlicher als erwartet senken, kann es beim gelben Metall temporär durchaus zu stärken Rückschlägen kommen. Es sprechen aber viele Faktoren dafür, dass der Aufwärtstrend intakt bleibt. Bei den Minen sehen wir nach wie vor das höhere Kurspotenzial, da die Bewertungen trotz der jüngsten Kursanstiege, relativ wie auch im historischen Kontext, weiterhin sehr attraktiv sind. Wir erwarten höhere Gewinnschätzungen in diesem Sektor.

Peking intensiviert in die Bemühungen, den Zielwert von rund 5% für das jährliche Wirtschaftswachstum doch noch zu erreichen. Wie Bloomberg berichtet, hat die Zentralbank von China (PBoC) am Dienstag, 24. September ein mehrteiliges Stimulus-Paket vorgestellt, das unterschiedliche Maßnahmen zur Stützung der Konjunktur beinhaltet. Die Aktienkurse in China und Hongkong schnellten als Reaktion darauf umgehend in die Höhe. Die Kurszuwächse in den Indices betrugen 25% und mehr. Das Finanzministerium soll in den nächsten Tagen ebenfalls Massnahmen vorstellen, um die Erholung in Gang zu bringen, schreibt die Nachrichtenagentur Reuters basierend auf informierten anonymen Quellen. Bisher zögerte Präsident Xi Jinping, auf die Flaute mit noch mehr Schulden zu reagieren. Nun scheinen sich die Prioritäten aber verschoben zu haben. Ob die Massnahmen die gewünschten Wachstumseffekte bringen, bleibt abzuwarten.

Tauziehen zwischen Licht und Schatten

Unsere breit abgestützten Messungen zeigen im 3. Quartal ein gemischtes Bild. Die PMI's trübten sich über die Sommermonate von Juni bis August mehrheitlich ein. Auch die Daten für den September zeigen weiter nach unten. Die Summe der globalen PMI's zeigt nun seit vier Monaten in Folge eine Reduktion der Industrieproduktion an. Deutschland notiert nur leicht über den Tiefstwerten von Juli 2023. Positiv zu erwähnen ist die starke Verbesserung der PMI-Notierungen in den letzten beiden Monaten in der Schweiz. Sollte sich der positive Trend verfestigen, könnte die Talsohle durchschritten sein. Steigende PMI's, gepaart mit Unterstützung der Notenbanken an der Zinsfront, könnten vielleicht schon bald die seit mehr als drei Jahren andauernde Underperformance in den Small & Mindcaps beenden. Aus Erfahrung wissen wir, dass wenn das Sentiment dreht, hier rasch kräftige Kurssteigerungen möglich sind. Es bleibt abzuwarten, ob der US-Notenbank der Drahtseilakt der richtigen Dosis an Unterstützung für die Wirtschaft gelingt. Sollten wir wider Erwarten doch noch in die Rezession abgleiten, könnte der Markt aufgrund des «Priced for Perfection» Status zwischenzeitlich herbe Verluste erleiden. Wenn dieses Szenario eintritt, wird der Markt aber schon bald die zukünftigen Chancen antizipieren und mit dem Rückenwind von sinkenden Zinsen müssten dann endgültig die zyklischen Sektoren nach langem darben wieder Aufwind erhalten. Erste Anzeichen erhielten wir letzte Woche, als die zyklischen Sektoren wie Grundstoffe, Freizeit & Reisen, Chemie, Industrie oder Baugewerbe aus ihrem Dornröschenschlag erwacht sind. Das technische Bild ist weiterhin intakt. Die Sentimentindikatoren des CNN Fear & Greed Index befinden sich mit 68 Punkten in der Gierzone, was eine überkaufte Marktsituation anzeigt. Auf Unternehmensstufe gab es im laufenden Quartal einige Gewinnwarnungen. Die negative Stimmung im Automobilsektor fand ihren Höhepunkt mit Gewinnwarnungen von Volkswagen, BMW, Mercedes und Stellantis. In den USA senkte der Logistiker Fedex seine Prognosen nach unten, was dem Kurs zusetzte. Zusammengefasst kann man sagen, dass es sowohl Licht als auch Schatten gibt. Bei den Mittelständlern sollte die Morgendämmerung in absehbarer Zeit einsetzen. Wir werden die Preisentwicklungen weiterhin eng verfolgen und handeln, sofern unser Anlagemodell Trendbrüche nach oben oder nach unten anzeigen sollte.

Positionierung 2024



- Wir haben die Liquiditätsquote im 3. Quartal weiter reduziert und die Anleihenquote erhöht.
- Taktisch halten wir, je nach Anlagestrategie, aber nach wie vor Cashquoten von bis zu 10% in Callgeldern, um bei Rückschlägen das Aktienexposure bei Qualitätswerten antizyklisch zu erhöhen.



- Die Zinsen sind in der Breite gefallen, was Anleihen unterstützt. Kurzfristig ist aber schon einiges eingepreist.
- Die Kreditrisikoprämien sind weiterhin eng, womit der Anleihenmarkt keine US-Rezession erwartet.
- Wir sehen weiterhin Chancen bei länger laufenden US-Anleihen, da sich die US-Wirtschaft abkühlt. Das Fed hat mit dem Zinssenkungszyklus begonnen. Der USD dürfte sich weiter abschwächen.



- Für Aktien sind wir weiterhin neutral gestimmt. Wir steuern die Quote dynamisch, basierend auf unserem Anlagemodell.
- Qualitätsperlen aus dem KMU-Bereich bieten in einem sinkenden Zinsumfeld attraktive Einstiegslevels.
- Value-Aktien sind im Verhältnis zu Growth-Papieren historisch unterbewertet.



- Gold hat wie von uns erwartet, den Aufwärtstrend nach kurzer Verschnaufpause im 3. Quartal fortgesetzt.
- Kurzfristig erwarten wir eine Konsolidierung, wobei wir durchaus 2'500 USD pro Unze nochmals testen können.
- Gold- und Silberminenaktien sind auch nach den jüngsten Kursavancen immer noch sehr attraktiv bewertet.
- Wenn nur ein geringer Teil der weltweiten Investitionen in den kleinen Goldminenmarkt fliessen sollten, wird das die Kurse deutlich bewegen.



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

Aktien-Indices

Europa	Stand 31. 12. 23	Stand 30. 6. 24	Stand 30. 9. 24	Performance Q3 24	Performance 2024
SMI	11'138	11'994	12'169	1.46%	9.26%
SPI	14'571	15'919	16'242	2.03%	11.47%
DAX	16'752	18'235	19'325	5.97%	15.36%
Euro Stoxx 50	4'521	4'894	5'000	2.17%	10.59%
Stoxx Europe 600	479	511	523	2.24%	9.17%
CAC 40	7'543	7'479	7'636	2.09%	1.23%
FTSE 100	7'733	8'164	8'237	0.89%	6.51%
Nordamerika					
S&P 500	4'770	5'460	5'762	5.53%	20.81%
NASDAQ 100	16'826	19'683	20'061	1.92%	19.22%
DJ Industrial Average	37'690	39'119	42'330	8.21%	12.31%
S&P/TSX Comp Index	930	983	1'069	8.80%	14.97%
Asien / Australien					
NIKKEI 225	33'464	39'583	37'920	-4.20%	13.31%
DJ Shanghai Index	414	403	460	14.33%	11.10%
Hang Seng	17'047	17'719	21'134	19.27%	23.97%
Australia S&PASX200	7'591	7'768	8'270	6.47%	8.95%
Global					
MSCI WORLD	3'169	3'512	3'723	6.02%	17.48%
MSCI Emerging Markets	1'024	1'086	1'171	7.79%	14.37%

Devisen	Stand 31. 12. 23	Stand 30. 6. 24	Stand 30. 9. 24	Performance Q3 24	Performance 2024
EUR / CHF	0.9297	0.9631	0.9414	-2.25%	1.26%
GBP / CHF	1.0729	1.1359	1.1315	-0.39%	5.46%
EUR / USD	1.1047	1.0717	1.1161	4.13%	1.03%
AUD / CHF	0.0829	0.0844	0.0801	-5.10%	-3.36%
DKK / CHF	0.1247	0.1291	0.1263	-2.21%	1.26%
SEK / CHF	0.0835	0.0849	0.0832	-1.93%	-0.36%

Alternative Investments	Stand 31. 12. 23	Stand 30. 6. 24	Stand 30. 9. 24	Performance Q3 24	Performance 2024
Gold USD / OZ	2'062	2'328	2'650	13.86%	28.50%
Öl Brent Crude	77.69	87.26	71.70	-17.83%	-7.71%

Zinsen	Stand 31. 12. 23	Stand 30. 6. 24	Stand 30. 9. 24	Performance Q3 24	Performance 2024
US Staatsanleihe 10 J.	4.26	3.99	3.31	-17.04%	-22.30%
EU Staatsanleihe 10 J.	3.19	2.69	2.21	-17.88%	-30.88%
CH Staatsanleihe 10 J.	1.79	0.98	0.59	-39.23%	-66.90%
Fed Target Rate	5.50	5.50	5.00	-9.09%	-9.09%
EZB-Leitzins	4.50	4.25	3.65	-14.12%	-18.89%
SNB Policy Rate	1.75	1.25	1.00	-20.00%	-42.86%

Datenquelle: FactSet