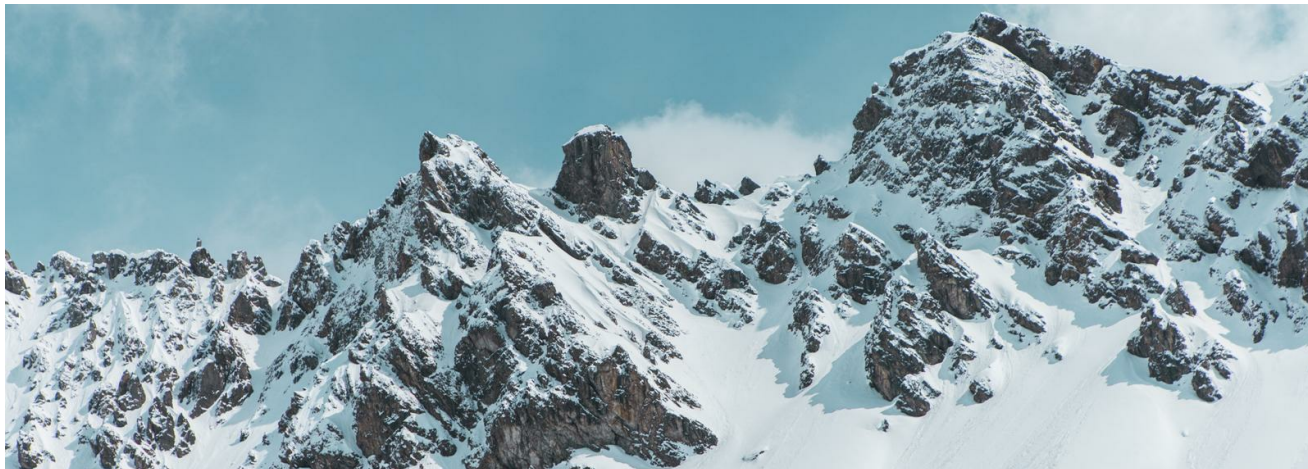


Quartalsbericht Q4 2024



06. Januar 2025

Geschätzte Investoren

In unserem letzten Markupdate vom 1. Oktober 2024 war zu lesen, dass die Zinssenkungen in den USA und der Ausblick auf weiteren Rückenwind seitens der Zentralbanken weltweit, sowohl den Aktien- als auch den Anleihenmärkten Auftrieb verliehen hatte. Wir hatten angemerkt, dass die Bewertungsniveaus einiger Aktienmärkte unseres Erachtens sportlich seien, da das Kurs-Gewinn-Verhältnis des MSCI World Index auf der Grundlage der Gewinnerwartungen der kommenden 12 Monate bei 18.9 lag. Dies entspricht einem Aufschlag von knapp 15% gegenüber dem 10-Jahres-Durchschnitt von 16.6 und gegenüber dem 20-Jahres-Durchschnitt von etwa 15, sogar satte 25%. Die Bewertungskennziffern werden vor allem vom amerikanischen Aktienmarkt nach oben verzerrt, da die Gewichtung des teuren Technologiesektors in den USA ausgeprägt ist. Die dominierende Frage an den Finanzmärkten war lange Zeit, ob der US-Wirtschaft das Kunststück des eingepreisten Softlanding-Szenarios tatsächlich gelingen würde.

Nach den starken Avancen im 3. Quartal beim Goldpreis und einem neuen Allzeithoch Ende Oktober bei 2'787 USD pro Unze, erwarteten wir eine Verschnaufpause im letzten Quartal. Gold war überkauft und reif für eine Konsolidierung. Wir schätzten das temporäre Korrekturpotenzial auf bis zu 2'500 USD pro Unze. Wir führten aus, dass dies unseres Erachtens aber lediglich eine kurzfristige Schwäche darstellen sollte. In der Vergangenheit hat der Goldpreis nämlich nach Leitzinssenkungen der US-Notenbank im Schnitt rund 6% pro Zinsschritt von 25 Basispunkten zugelegt. Da wir von weiteren Zinssenkungen ausgehen und die Notenbanken weiterhin Nettogoldkäufer sind, dürfte der Goldpreis gut abgestützt sein und weiter über Rückenwind verfügen. Weiterhin positiv schätzten wir auch das Kurspotenzial bei den Minengesellschaften ein, da sich die Bewertungen weiterhin

äusserst attraktiv präsentieren.

Wir hatten darauf hingewiesen, dass die 10-jährigen US Treasuries bei einem Zinsniveau von 3.74% bereits einiges an erwarteter Konjunkturabkühlung in den USA vorwegnehmen. Wir gingen davon aus, dass hier durchaus die Richtung zwischenzeitlich wieder nach oben zeigen könnte, vor allem dann, wenn die Inflation sich hartnäckiger als erwartet herausstellen sollte. In Europa sowie in der Schweiz gingen wir davon aus, dass die Notenbanken die Zinsen, aufgrund nachlassender Inflation, weiter reduzieren würden.

Die Aussicht auf breite Unterstützung der meisten Volkswirtschaften durch die expansive Geldpolitik der Notenbanken, mittels weiterer Zinssenkungen, liess uns für die stark unter die Räder gekommen Mittelständler (Small & Midcaps), eine Lanze brechen. In diesem Marktsegment sind sowohl die Bewertungen, als auch die Wachstumsaussichten nach dreijähriger Underperformance, historisch attraktiv.

Was ist im 4. Quartal passiert? Und was beschäftigt uns im weiteren Jahresverlauf?

Am 5. November gelang Donald Trump bei den US-Präsidentschaftswahlen ein Erdrutschsieg. Nachdem in den Medien stets von einem Kopf an Kopf Rennen die Rede war, war das Resultat am Ende alles andere als knapp. Die Erklärung für die Rückkehr von Trump ins Weisse Haus liegt unseres Erachtens darin, dass es vielen Amerikaner durch die hohe Inflation nach Corona schlechter ging als in der ersten Amtszeit unter Trump. Am Schluss vom Tag entscheidet für den Durchschnittsamerikaner der persönliche Warenkorb und wenn in diesem weniger drin ist als vorher, wird das in den USA an der Urne abgestraft. Am 20. Januar 2025 tritt der neue/alte Präsident sein Amt im Oval Office offiziell an und die Welt und natürlich auch die Finanzmärkte warten gespannt darauf, was uns in den ersten Wochen seiner Amtszeit erwarten wird. Es wird sicherlich nicht langweilig und es ist mit Überraschungen und somit auch mit erhöhter Volatilität zu rechnen.

Im Nachgang der Wahl von Donald Trump haben die Aktienmärkte vor allem in den USA weiter jubiliert. Trotz widersprüchlicher Wahlversprechen, haben die Finanzmärkte rasch die Themen wie tiefere Unternehmenssteuern und Deregulierung positiv eingepreist. Die Risiken von Handelsbeschränkungen durch neue Zölle, welche zusammen mit härteren Immigrationsgesetzen und einer weiteren Zunahme der Staatsverschuldung inflationär wirken dürften, haben zumindest die Aktienmärkte im alten Jahr komplett ignoriert. Die Anleihenmärkte hingegen senden erste Zeichen von erhöhtem Unbehagen aus. Die Zinsen für 10-jährige US-Staatsanleihen sind seit ihrem Tief im September bei 3.62% fast um 100 Basispunkte auf 4.57% angestiegen. Es wäre ein Trugschluss, die steigenden Zinsnotierungen nur der Wahl von Donald Trump zuzuschreiben, aber der Umstand seiner Politagenda könnte den Trend in Richtung eines höheren Zinsniveaus begünstigen.

Der neue US-Finanzminister und Hedgefund Manager Scott Bessent besetzt eine Schlüsselposition in Donald Trumps Regierung. Er übernimmt eine anspruchsvolle Aufgabe, da im Jahr 2025 rund ein

Drittel der US-Staatsschulden neu refinanziert werden müssen. Die Kosten für die jährliche Bedienung der Zinsen auf den US-Treasuries übersteigt bereits heute das Budget von fast einer Billion USD für das US Militär. Die Zinsen in den USA und ihre weitere Entwicklung werden somit für die US-Regierung als auch für die Finanzmärkte von höchster Priorität sein. Nachdem im September noch vier bis fünf Zinssenkungen für das Jahr 2025 eingepreist wurden, sind es mittlerweile nur noch deren zwei.

Das Bewertungsniveau in den USA, gemessen am KGV des S&P 500, entspricht einem Multiple der geschätzten Gewinne für das Jahr 2025 von 25. Dies entspricht einem Aufschlag von fast 40% gegenüber dem 20-Jahres-Durchschnitt der bei gut 18 liegt. Wenn man den Kehrwert berechnet, ergibt das eine erwartete Rendite von 4% für US-Aktien, verglichen mit Anleihenrenditen von bester Bonität, welche über 5% abwerfen. Wir bewegen uns somit auf dünnem Eis. Sollten die Unternehmen die Gewinnerwartungen enttäuschen, ist es wahrscheinlich, dass Kapital aus dem US-Aktien- in den Anleihenmarkt umgeschichtet wird. Unseres Erachtens ist die Gefahr einer Rezession in den USA aber trotzdem gering. Das nominelle Wachstum wird bei rund 5% erwartet und selbst nach Abzug der Inflation sollten rund 2% an realem Wirtschaftswachstum übrigbleiben. Das heisst nicht, dass die Märkte temporär unter stärkere Einbussen leiden können, aber gegen unten sollten die Märkte damit über ein gewisses Sicherheitspolster verfügen. In vereinzelt hochbewerteten Einzeltiteln kann aber durchaus einiges an Luft entweichen, wenn die Erwartungen verfehlt werden sollten.

Die politischen und wirtschaftlichen Probleme in Europa zeigen sich in vielerlei Hinsicht. Zum Beispiel in der Unfähigkeit Frankreichs eine Regierung zu bilden. Ob die neue Regierung, notabene die vierte in diesem Jahr, von Premierminister François Bayrou handlungsfähiger ist als die Regierung Barnier, bleibt fraglich. Auch die vorgezogenen Neuwahlen am 23. Februar 2025 in Deutschland, nach dem Scheitern der Ampelkoalition von Bundeskanzler Olaf Scholz, ist Ausdruck der gespaltenen Positionen in der grössten Volkswirtschaft Europas. Die wichtigsten Themen werden Migration und Wirtschaftspolitik sein. Es wird sehr schwierig werden eine schlagkräftige Regierung zu bilden, welche mehrheitsfähige Reformen auf den Weg bringen kann. Die gegenwärtigen Bewertungen in Europa reflektieren aber bereits viel Negatives. Im Bereich der Mittelständler (Small & Midcaps) sind die Korrekturen unseres Erachtens selektiv klar überzogen. Die EZB als auch die SNB werden ihre expansive Geldpolitik mit grosser Wahrscheinlichkeit auch im neuen Jahr weiter fortsetzen. Die EZB hatte die Zinsen im Dezember um 0.25% auf 3.15% weiter reduziert. Das Top im September 2023 lag noch bei 4.50%. Die Schweiz vollzog gar einen Jumbozinsschritt von 0.50% und reduzierte den Leitzins von 1.00% auf 0.50%.

Auch China kämpft seit geraumer Zeit mit beträchtlichen Herausforderungen. Ein schwächelnder Konsum, ein darbender Immobilienmarkt und ein ausbleibender Wirtschaftsaufschwung sind nur einige Themen die Beijing im neuen Jahr beschäftigen werden. Zudem wird weiterer Stress in der Handelspolitik mit den USA nach Trumps Rückkehr erwartet. Die Aktienmärkte haben auch hier

bereits viel Negatives eingepreist und schon kleine positive Überraschungen könnten für sprunghafte Erholungen sorgen. Für einen nachhaltigen Befreiungsschlag braucht es aber massive Unterstützung seitens der Regierung in Form von Stimulusprogrammen.

Das Gesamtbild unserer Messungen hat sich eingetrübt

Unsere breit abgestützten Messungen zeigen auch im 4. Quartal ein weiterhin gemischtes Bild. Nachdem sich die PMI's im Oktober und November etwas erholen konnten, zeigten die Daten vom Dezember schon wieder eine Abschwächung an. Eine klare Aussage zum produzierenden Gewerbe bleibt somit weiterhin schwierig, da sich aus dem auf und ab der PMI-Zahlen noch kein klarer Trend erkennen lässt. Was weiterhin augenscheinlich ist, sind die schwachen absoluten Notierungen in Europa. Es stellt sich somit die berechtigte Frage, ob die Talsohle bei den Small & Mindcaps tatsächlich bereits durchschritten ist, oder ob der längst überfällige Aufschwung hier doch noch etwas länger auf sich warten lässt. Aus Erfahrung wissen wir aber, wenn das Sentiment bei den Mittelständlern dreht, sind hier rasch kräftige Kursavancen möglich. Das markttechnische Bild hat sich zwar in der Breite etwas abgeschwächt, präsentiert sich aber mehrheitlich immer noch intakt. Vor allem die amerikanischen Aktienmärkte fallen weiterhin mit relativer Stärke auf. Die Sentimentindikatoren des CNN Fear & Greed Index befinden sich mit 30 Punkten in der Angstzone, was eine überverkaufte Marktsituation anzeigt. Die Marktbreite konnte zuletzt auch nicht überzeugen und hat sich wieder abgeschwächt. Auf der Mikroseite werden die Jahresergebnisse der Unternehmen mit grosser Spannung erwartet. Nach diversen Gewinnwarnungen aus den zyklischen Industrien wie Automobil, Chemie oder Transport bleibt abzuwarten, wie die Firmenchefs die weitere Entwicklung in ihren Branchen beurteilen. Von entscheidender Bedeutung für die weitere Entwicklung des Gesamtmarkts bleiben aber die Ergebnisse der grossen Technologieschergewichte.

Es bleibt abzuwarten, ob der neuen US-Regierung zusammen mit der US-Notenbank der Drahtseilakt der richtigen Dosis an Unterstützung für die heimische Wirtschaft gelingen wird. Wir sind hier etwas skeptisch, denn der Markt hat seit der Wahl von Donald Trump, unseres Erachtens einen nahezu «Priced for Perfection» Status erreicht, was die Gefahr von zwischenzeitlichen Korrekturen und erhöhter Volatilität birgt. Die Bewertungen in den USA sind in den meisten Branchen historisch hoch. Unter diesen Voraussetzungen könnten schon leichte Enttäuschungen bei den Firmenergebnissen und etwas weniger optimistische Prognosen, die Kurse ins Rutschen bringen. Aus Bewertungssicht präsentiert sich Europa in gewissen Branchen sowohl absolut als auch im historischen Kontext, sehr attraktiv. Zum Beispiel die beiden Sektoren Basiskonsum und Automobilindustrie waren in den letzten 25 Jahren nur in 12% der Fälle noch günstiger zu haben als heute. Aber auch Sektoren wie Energie, Transport und Immobilien werden relativ zur eigenen Historie zu attraktiven Levels gehandelt.

Wir werden die Preisentwicklungen weiterhin eng verfolgen und handeln, sofern unser Anlagemodell Trendbrüche anzeigen sollte.

Positionierung 2025

	Q1	Q2	Q3	Q4
Liquidität	+	☒	☐	☐
		☐	☐	☐
	-	☐	☐	☐

- Wir haben die Liquiditätsquote im 4. Quartal bei rund 10% stabil gehalten und in Callgeldern parkiert. Wir werden die erhöhte Liquiditätsquote bei Rückschlägen antizyklisch für Zukäufe bei Qualitätsaktien nutzen.

	Q1	Q2	Q3	Q4
Bonds	+	☐	☐	☐
		☒	☐	☐
	-	☐	☐	☐

- Die 10-jährigen US-Zinsen sind von ihren Tiefstständen Mitte September von 3.62% auf 4.57% bis zum Jahresende angestiegen. Somit notieren die Treasuries nur unweit von ihren Höchstständen bei 5% im Herbst 2023.
- Auf diesem erhöhten Zinsniveau ergeben sich selektiv auch wieder Chancen bei längerlaufenden US-Anleihen.
- Die Kreditrisikoprämien sind weiterhin eng, womit der Anleihenmarkt weiterhin keine US-Rezession erwartet.

	Q1	Q2	Q3	Q4
Aktien	+	☐	☐	☐
		☒	☐	☐
	-	☐	☐	☐

- Für Aktien sind wir nach wie vor neutral gestimmt. Wir steuern die Aktienquote dynamisch, basierend auf unserem Anlagemodell.
- Qualitätsperlen aus dem KMU-Bereich bieten weiterhin attraktive Einstiegslevels.
- Value-Aktien sind im Verhältnis zu Growth-Papieren historisch unterbewertet.

	Q1	Q2	Q3	Q4
Gold	+	☒	☐	☐
		☐	☐	☐
	-	☐	☐	☐

- Gold hat wie von uns erwartet, im 4. Quartal leicht korrigiert und hat sich mehrheitlich seitwärts bewegt.
- Die Konsolidierung dürfte nun aber bald abgeschlossen sein. Wir erwarten neue Höchststände im Jahresverlauf.
- Gold- und Silberminenaktien sind nach der Korrektur im 4. Quartal ein klarer Kauf.

	Q1	Q2	Q3	Q4
Alternative Anlagen	+	☐	☐	☐
		☒	☐	☐
	-	☐	☐	☐

- Aus Diversifikationsgründen setzen wir selektiv Alternative Anlagen ein.

Aktien-Indices

Europa

	Stand			Performance	
	31. 12. 23	30. 9. 24	31. 12. 24	Q4 24	2024
SMI	11'138	12'169	11'601	-4.67%	4.16%
SPI	14'571	16'242	15'472	-4.74%	6.18%
DAX	16'752	19'325	19'909	3.02%	18.85%
Euro Stoxx 50	4'521	5'000	4'896	-2.09%	8.28%
Stoxx Europe 600	479	523	508	-2.92%	5.98%
CAC 40	7'543	7'636	7'381	-3.34%	-2.15%
FTSE 100	7'733	8'237	8'173	-0.78%	5.69%

Nordamerika

S&P 500	4'770	5'762	5'882	2.07%	23.31%
NASDAQ 100	16'826	20'061	21'012	4.74%	24.88%
DJ Industrial Average	37'690	42'330	42'544	0.51%	12.88%
S&P/TSX Comp Index	930	1'069	1'035	-3.19%	11.31%

Asien / Australien

NIKKEI 225	33'464	37'920	39'895	5.21%	19.22%
DJ Shanghai Index	414	460	461	0.08%	11.18%
Hang Seng	17'047	21'134	20'060	-5.08%	17.67%
Australia S&P/ASX200	7'591	8'270	8'159	-1.34%	7.49%

Global

MSCI WORLD	3'169	3'723	3'708	-0.41%	17.00%
MSCI Emerging Markets	1'024	1'171	1'075	-8.15%	5.05%

Devisen

	Stand			Performance	
	31. 12. 23	30. 9. 24	31. 12. 24	Q4 24	2024
EUR / CHF	0.9297	0.9414	0.9384	-0.32%	0.94%
GBP / CHF	1.0729	1.1315	1.1350	0.31%	5.78%
EUR / USD	1.1047	1.1161	1.0355	-7.22%	-6.26%
AUD / CHF	0.0829	0.0801	0.0798	-0.37%	-3.72%
DKK / CHF	0.1247	0.1263	0.1258	-0.36%	0.90%
SEK / CHF	0.0835	0.0832	0.0820	-1.44%	-1.79%

Alternative Investments

	Stand			Performance	
	31. 12. 23	30. 9. 24	31. 12. 24	Q4 24	2024
Gold USD / OZ	2'062	2'650	2'611	-1.48%	26.59%
Öl Brent Crude	77.69	72.35	74.58	3.08%	-4.00%

Zinsen

	Stand			Performance	
	31. 12. 23	30. 9. 24	31. 12. 24	Q4 24	2024
US Staatsanleihe 10 J.	4.26	3.31	4.07	22.96%	-4.46%
EU Staatsanleihe 10 J.	3.19	2.21	2.23	1.13%	-30.09%
CH Staatsanleihe 10 J.	1.79	0.59	0.38	-36.29%	-78.91%
Fed Target Rate	5.50	5.00	4.50	-10.00%	-18.18%
EZB-Leitzins	4.50	3.65	3.15	-13.70%	-30.00%
SNB Policy Rate	1.75	1.00	0.50	-50.00%	-71.43%

Datenquelle: FactSet