

A man with glasses, wearing a dark suit, white shirt, and patterned tie, stands with his arms crossed. The background is a digital collage of financial data, including line graphs, bar charts, and a grid. A circular logo with the word "growin" is visible on the left side of the man's chest. The overall color palette is dark with purple and blue tones.

Marktbericht & Investment Umfeld

4. Quartal 2023



Übersicht

- › Strukturelle Veränderungen in der Weltwirtschaft
- › 2024: globales Super-Wahljahr
- › Aktienmärkte im Zangengriff der Zinsentwicklung
- › Rückgang der Inflation
- › Gefahren für das Wachstum
- › Verzerrte Kursentwicklungen
- › Goldminen im Focus
- › Unsere Thesen für 2024



Wirtschaft, Geld & Politik

Strukturelle Veränderungen in der Weltwirtschaft

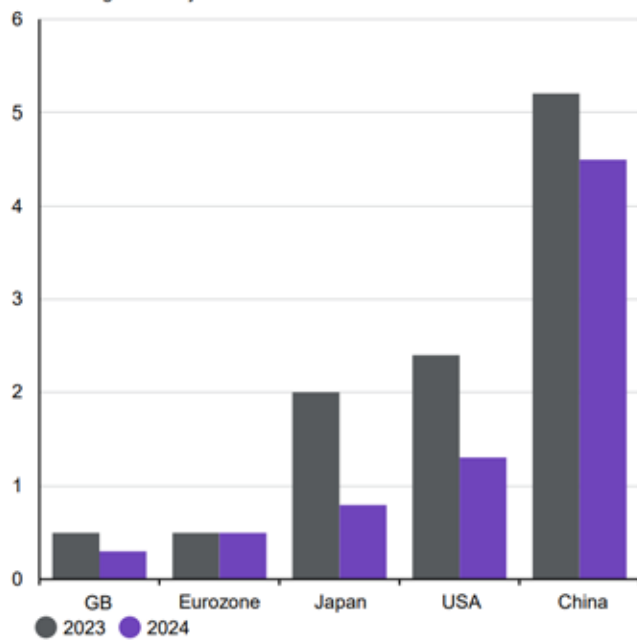
Die Weltwirtschaft ist von zwei tiefgreifenden strukturellen Entwicklungen geprägt:

Zum einen die Abkehr von einem globalen synchronisierten Wachstum – Deglobalisierung wie Geoökonomie begründen stark abweichende regionale konjunkturelle Zyklen. Aktuell befinden sich die USA immer noch in einer beeindruckenden Wachstumsphase, aber mit Rezessionsgefahr – Europa befindet sich bereits länger in einer Stagnation, einige Länder in der Rezession – China wächst zwar immer noch, aber weit unter den gesetzten Zielen bei deflationärer Tendenz.

Zum anderen erfolgt seit Aufhebung der Goldbindung in den 70er Jahren ein konsequenter Ausbau der Staatsverschuldung, welcher sich in den Dekaden der Nullzinsgeschenke und Multikrisen nochmals beschleunigt hat. Mit Rückkehr der Zinsnormalität droht jetzt die fehlende Tragbarkeit der Schuldenlast.

Konsensprognosen für das reale BIP-Wachstum

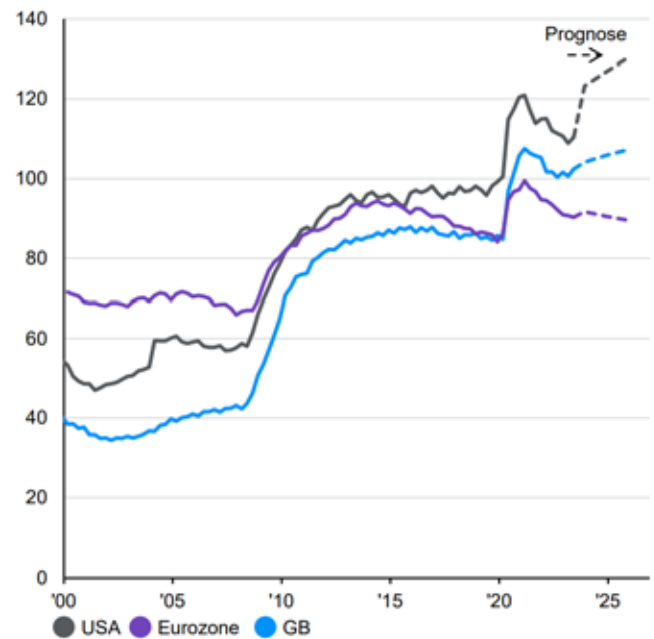
Veränderung zum Vorjahr in %



Quelle: Guide to the Markets, J.P. Morgan Asset Management, Stand: 31.12.2023

Staatsverschuldung

In % des nominalen BIP



Quelle: Guide to the Markets, J.P. Morgan Asset Management, Stand: 31.12.2023

Aktuell reden wir in der Weltwirtschaft von einer «G2» – USA und China. Diese beiden werden entweder wieder zusammenarbeiten oder sich weiter blockieren.



Wirtschaft, Geld & Politik

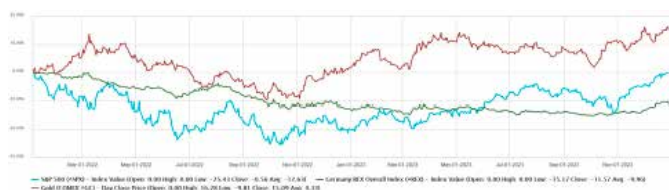
Die seitens der USA verhängten Investitionsbeschränkungen treffen Chinas technologische Entwicklung und vor allem deren Aktienmärkte. Chinas selektive Exportverbote treffen die westlichen Energietransformationsprozesse und könnten erst der Anfang einer neuen Eskalationskette sein. Europa ist in einer unbequemen Sandwichposition zwischen den beiden Nationen und besinnt sich auf seine moralische Kompetenz bei unverändert fehlender Wirtschaftsstrategie. 2024 ist ein globales Super-Wahljahr mit entsprechenden Risiken aber auch Chancen. Die wichtigsten Termine sind die Präsidentschaftswahl in den USA, die Wahl des europäischen Parlamentes und die Wahlen in Grossbritannien. Die Diskussion um die deutsche Schuldenbremse zeigt das ganze Ausmass einer hausgemachten Krise, in der die Fähigkeit zur Priorisierung und der Realitätsbezug verloren scheinen. Die De-Industrialisierung vor allem in Deutschland ist keine Drohkulisse, sondern Realität.

Je nach Region bedarf es abweichender Rezepte, deren Gemeinsamkeit aber eine pragmatische wie nachhaltig globale Zukunftsorientierung sein sollte – grosse politische Herausforderungen im wichtigen Wahljahr 2024.

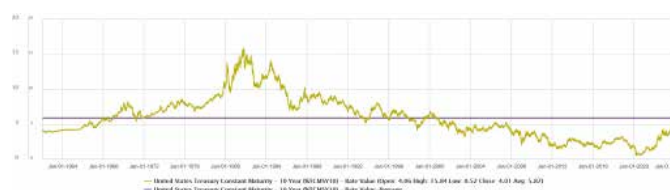
Aktienmärkte im Zangengriff der Zinsentwicklung

Um das Börsenjahr 2023 einzuordnen, erinnern wir uns zunächst an 2022.

Ausgehend von Allzeithöchstständen zu Jahresbeginn 2022 setzte mit den ersten Zinsanhebungen durch die US-Notenbank FED im März ein historisch schneller Ausverkauf bei Aktien wie Anleihen ein – lediglich Gold und Energieaktien konnten das Jahr positiv abschliessen. Auch defensive reine Anleiheportfolien kollabierten, da die schnellsten und stärksten Zinsanstiege seit 70 Jahren für grössere Verluste als bei Aktien sorgten.



Heute liegt das westliche Zinsniveau 5% höher, gemessen an den letzten zwei bis drei Jahrzehnten ein Höchststand, gemessen an der sehr langen Historie immer noch moderat. Der langjährige Durchschnitt der 10-jährigen US-Staatsanleihen liegt übrigens bei 5,9%.



Über fast drei Quartale hinweg bestimmten die Kapitalmärkte das Narrativ, Zinsen könnten angesichts eines unsicheren Inflationsausblicks und den in den 70er Jahren gemachten negativen Erfahrungen mit zu frühen Zinssenkungen über einen längeren Zeitraum hoch bleiben («higher for longer»). Dieses Leitmotiv wurde in den letzten Wochen kassiert – nahezu euphorisiert gehen die Märkte jetzt von schnellen und deutlichen Zinssenkungen im Jahr 2024 aus («earlier and faster»). Hintergrund sind die vergleichsweise schnell sinkende Inflation bei sich gleichzeitig abschwächender wirtschaftlicher Dynamik. Die Märkte treiben dabei scheinbar die Notenbanken vor sich her, während diese – um ihre Glaubwürdigkeit bemüht – lange betonten, noch nicht über Zinssenkungen nachzudenken.

Dabei befinden wir uns in einer Art «bad news are good news and good news are good news»-Umfeld, welches viele Aktienindizes auf die alten Höchststände vor den Zinsanhebungen geführt hat. Dass fast jede konjunkturelle Nachricht positiv gedeutet wird, spricht für eine gewisse Sorglosigkeit an den Kapitalmärkten. Sind die konjunkturellen Nachrichten schlecht (bad news), freut sich der Markt, da der Anreiz für Zinssenkungen steigt. Sind die konjunkturellen Nachrichten gut (good news), freut sich der Markt, da eine Rezession vielleicht vermieden wird und eine sanfte Landung (Soft Landing) wahrscheinlicher wird.



Wirtschaft, Geld & Politik

Rückgang der Inflation - vorübergehend oder dauerhaft?

Der erfreuliche Rückgang der Inflation basiert auf zwei Grundlagen – dem Auslaufen transitorischer Effekte und der ersten Bremswirkung vollzogener Zinsanstiege. Dennoch ist das erreichte Niveau der Kerninflation mit 3-4% deutlich über dem von den Notenbanken in den USA und Europa erklärten Inflationsziel von 2%.

Die maximale Bremswirkung von Zinsanhebungen wird in der Regel erst zwischen 12 - 18 Monaten nach der ersten Anhebung spürbar. Trotz hoher Zinsen und Liquiditätsentzug ist von einer konjunkturellen Bremswirkung vor allem in den USA weniger als erwartet zu spüren – eine Tatsache, die die Märkte als Indiz für «diesmal ist alles anders» werten. Dabei wird ignoriert, dass die Biden-Administration parallel zu den Zinsanhebungen der Notenbank ein historisch hohes Konjunkturförderprogramm fährt, was zu einem gewissen Grad die Bremswirkung überkompensiert.

Gefahren für das Wachstum

Die reale Gefahr für das Wachstumsszenario sowie die Kapitalmärkte im Jahr 2024 ist das zeitliche Zusammenfallen des verzögerten Eintritts der Bremswirkung der Zinsanhebungen mit dem Auslaufen der Konjunkturförderprogramme bzw. dass die Notenbanken wegen hartnäckigerer Inflation nicht so schnell die Zinsen senken wie aktuell erhofft. Um letzteres zu erreichen, wird argumentativ versucht, bei den Notenbanken ein Aufweichen ihres Inflationszieles zu erreichen, z. B. 3% statt den global akzeptierten 2%.



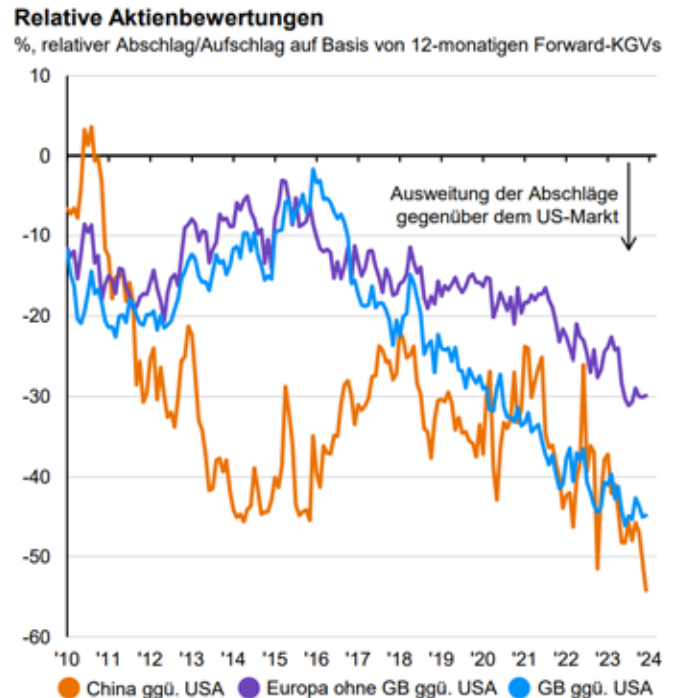
Wirtschaft, Geld & Politik

Kapitalmärkte

Schlussfolgerungen für die Anlageklassen

Die abgelaufene Berichtssaison für das dritte Quartal 2023 zeigte, dass schlechte Nachrichten auf Unternehmensebene anders als auf Makroebene bewertet wurden. Waren volkswirtschaftliche «bad news» gute Nachrichten für potenzielle Zinssenkungen und liessen den Gesamtmarkt eher steigen, so waren «bad news» auf Aktienebene Grund für teils heftige Kurseinbrüche bei den Werten. Gleichzeitig waren die Kursanstiege im Jahr 2023 in der Breite nicht so ausgeprägt, wie es die Wertentwicklung bekannter Indizes auf den ersten Blick vermuten lässt. Eigentlich sind – abgesehen von den letzten Handelstagen – vergleichsweise wenig Aktien

gestiegen, diese aber extrem und konnten damit viele andere Enttäuschungen überdecken. Aktiengewinner waren vor allem die grossen sieben US-Technologiewerte – die Glorreichen Sieben von Alphabet bis Tesla, die durchschnittlich +80% zulegen konnten. Der 500 Titel umfassende US-Index S&P500 stieg im Jahr 2023 um +20%, davon stammten fast 15% von diesen sieben Aktien, die 493 anderen konnten nur +5% beitragen. Die Auswirkung auf Weltaktienindizes wie den MSCI Welt ist ähnlich und verzerrt dessen Aussagekraft als Vergleichsgrösse für viele Aktienportfolios.



USA ist teuer, Europa günstig und China billig, Quelle: J.P. Morgan Asset Management, Stand: 31.12.2023



Asset Allocation & Investmentstrategie

Wir bleiben bei unseren Portfolios weiter im ausgewogenen Bereich investiert. Damit können wir an möglichen weiteren Aufwärtsbewegungen angemessen partizipieren. Unseren Anlageschwerpunkt haben wir in Value-Qualitäts- und Infrastrukturaktien, die gegenüber ihrer eigenen Historie niedrig bewertet sind und intakte langfristige Wachstumsaussichten haben. Als antizyklische Anleger werden wir unseren Aktienbestand angesichts der an vielen Börsen erreichten Höchstkurse aktuell nicht aufstocken.

Goldminen: Unbeliebt, Untergewichtet, Unterbewertet
Antizyklische Investments bringen auf Dauer überdurchschnittliche Gewinne. Ein konträrer Investor sucht deswegen nach den hässlichen Entlein, welche die 3-U-Kriterien erfüllen: Sie müssen unbeliebt, in den Depots untergewichtet und unterbewertet sein. Der Goldminensektor erfüllt diese Kriterien derzeit nahezu perfekt. Der Goldpreis verhält sich sehr robust und konnte zwischendurch sogar ein neues historisches Hoch markieren. Nicht nur in Ländern wie Argentinien, Venezuela, der Türkei und vielen anderen ist Gold zu einem lukrativen Währungsersatz geworden. Auch die grossen Währungsblöcke werden zunehmend durch Schuldenorgien und Inflation ausgehöhlt. Im Gegensatz zu anderen Anlegern (rückläufige Volumen in Gold-ETFs) haben die Goldkäufe der Zentralbanken deutlich angezogen.

Unsere Thesen für 2024

- › Aktien mittelgrosser und kleiner Firmen sollten 2024 ein Comeback erleben. Sie sind 2023 links liegen geblieben. Aber auch Riesen haben mal klein angefangen. In den Small-Caps sind die Gewinner von morgen enthalten, die ihren Durchmarsch vorbereiten.
- › Bereits abgeschriebene Regionen mit günstigen Bewertungen wie Grossbritannien gelten für 2024 als Geheimtipp.
- › An den USA führt kein Weg vorbei. Das Land ist von Rohstofflieferungen weitgehend unabhängig und von geopolitischen Problemen kaum betroffen. Hinzu kommt ein gigantisches Konjunkturprogramm, das die teilweise marode Infrastruktur auf Vordermann bringen soll.
- › Die Inflation bleibt. Das Angebot an Gütern bleibt begrenzt (weniger Wohnungen, weniger Restaurants, weniger Züge, weniger Arbeitskräfte, Versorgungsengpässe, ausbleibende behördliche Genehmigungen), unsere Sicherheit wird teurer, die Corona Steuererleichterungen laufen aus, die Energiewende kostet, der CO2-Preis steigt. All dies spricht für eine bleibende Inflation.
- › In Konsequenz werden die Zinsen nur wenig fallen können. Das spricht für eine schwache Baukonjunktur und Kreditausfälle bei Banken. Der Markt treibt die schwachen Teilnehmer in die Insolvenz.



Herzliche Grüsse
Ihr azemos-Team

Reinhard Stäuble
Tel. +41 52 633 60 01
E-Mail: r.staeuble@azemos.ch

Auf Basis dieser Grundannahmen stellen wir die Kundenportfolios auf, ohne an unserem stabilen Fundament: Qualitätsaktien, Infrastrukturanlagen, Edelmetalle und ausreichende Liquidität, zu rütteln. Auf ein erfolgreiches Börsenjahr 2024!