



Marktbericht & Investment Umfeld

1. Quartal 2024



Übersicht

- › Nachrichten machen Kurse, oder umgekehrt
- › Hartnäckige US-Zinsen
- › Historische US-Staatsverschuldung
- › Höchststände bei den Aktien-Indizes
- › MidCaps vor Ausbruch
- › Portfolio-Versicherung Gold zündet
- › Infrastruktur-Aktien für sicherheitsorientierte Anleger



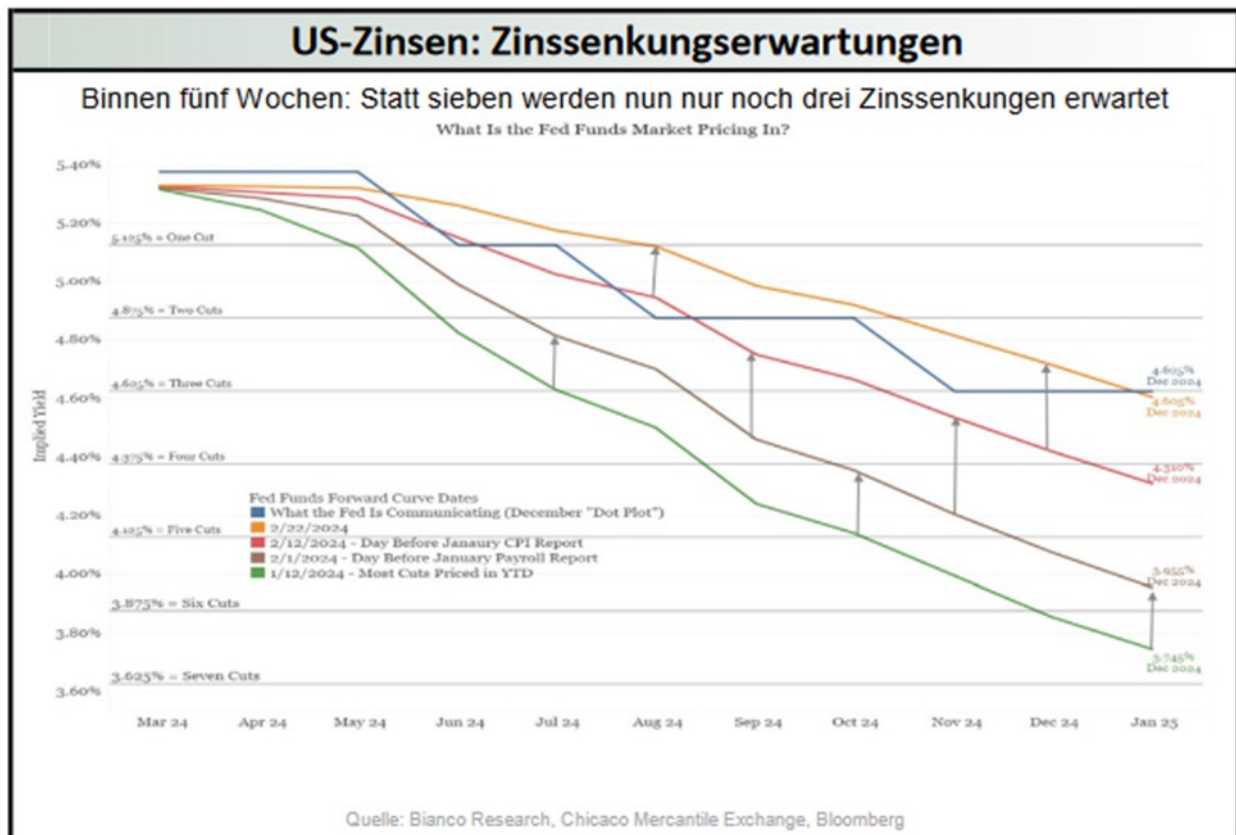
Wirtschaft, Geld & Politik

Nachrichten machen Kurse, oder Kurse machen Nachrichten?

Die Feierlaune an den Börsen blieb auch im ersten Quartal 2024 ungetrübt – faktisch jede Nachricht wurde zwanghaft positiv. So werden angesichts der Äusserungen der grossen Notenbanken FED und EZB die von den Märkten bereits eingepreisten Zinserhöhungen in Anzahl und Ausmass in diesem Jahr immer unwahrscheinlicher. Dies scheint die Euphorie jedoch nur zu untermauern – das Szenario «Goldilocks» (niedrige Inflation, niedrige Zinsen, moderates Wachstum) lebt.

US-Zinsen: «higher for longer?»

In Europa, insbesondere in Deutschland, werden notwendige Restrukturierungen und Wachstumsimpulse durch einen ideologischen Unterbau verhindert, der durchaus als realitätsfern einzuordnen ist. Der österreichische Ökonom und Philosoph Friedrich Hayek, der als einer der Väter der Idee einer Marktwirtschaft gelten darf, würde sich im Grabe umdrehen, wie anmassend führende Politiker anlässlich des 80. Jahrestages seiner Schrift «Der Weg zur Knechtschaft» diese umdeuten.





Wirtschaft, Geld & Politik

Im Falle der USA bestehen keine Zweifel an wachstums- und wohlstandsorientierten Prioritäten und Strategien. Aber auch hier ziehen dunkle Wolken auf. Zwar sinkt die Inflation, die im Gegensatz zu Europa eher nachfrageinduziert war, aber sie präsentiert sich auf aktuellem Niveau als sehr hartnäckig. Das Wirtschaftswachstum ist im Gegensatz zu Europa stabil, aber bereits in der Hälfte aller US-Staaten nimmt die Arbeitslosigkeit zu. Gleichzeitig sorgen Übertreibungen an den Immobilienmärkten analog zu Europa und China für potenzielle Probleme.

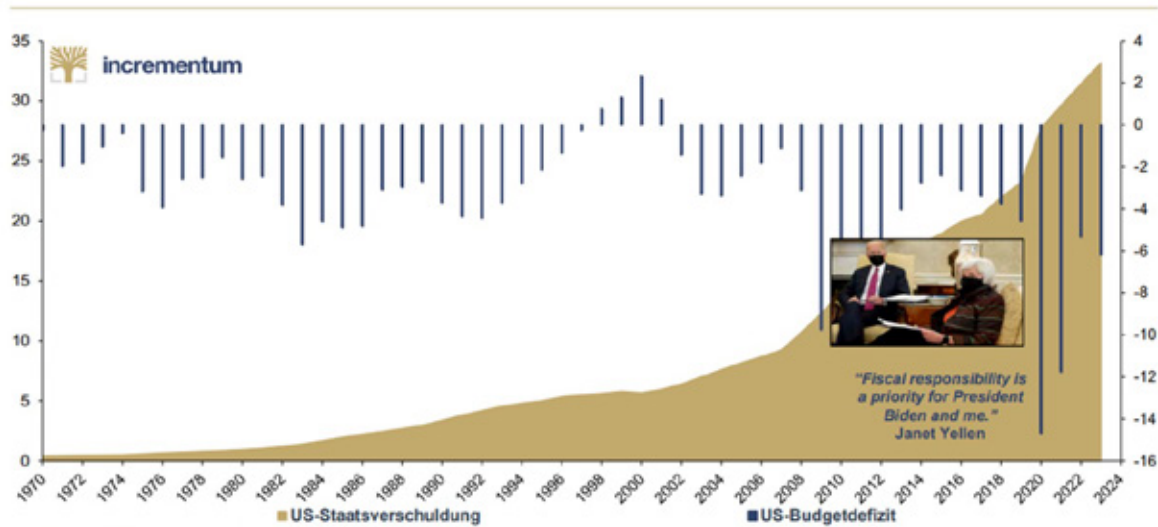
Kreditausfälle und Insolvenzen nehmen zu, gleichzeitig ist die US-Staatsverschuldung auf einem historischen Höchststand, der gemessen an der Wirtschaftsleistung das Niveau nach dem Zweiten Weltkrieg erreicht hat. Darüber hinaus ist

die US-Staatsverschuldung relativ kurzfristig ausgerichtet: Im laufenden Wahljahr besteht also die Notwendigkeit zu erheblichen Anschlussfinanzierungen, die durchaus die Aufnahmebereitschaft des Marktes testen werden.

US-Staatsverschuldung auf historischem Höchststand

Da passt es eher ins Bild, dass die Schweizer Notenbank bereits im März überraschend ihre Leitzinsen gesenkt hat. Die Begründung war kurz und knapp: fallende Inflation bei einem sich verschlechternden Wirtschaftswachstumsausblick. Dazu muss man anmerken, dass sich die Schweiz anders als Europa weniger strukturellen Inflationstreibern gegenüber sieht und auch der Schweizer Aktienmarkt seit Monaten vor sich hin darbt, seit Jahresbeginn in Euro +0,6% ggü. Europa +12,4%.

US-Staatsverschuldung (lhs), in Bill. USD, und US-Budgetdefizit (rhs), in % des BIP, 1970-2023





Wirtschaft, Geld & Politik

Kapitalmärkte

Euphorie versus realwirtschaftliche Herausforderungen

Erstmals seit 40 Jahren erreichten der US-amerikanische, der japanische und der deutsche Aktienmarkt zeitgleich neue historische Höchststände. Während US-Aktienanleger sich auf tendenziell sinkende Zinsen freuen, freuen sich Japan-Aktienanleger über das Gegenteil. Die seit Monaten vorherrschende Rallye allein bei den US-Technologiegiganten hat sich international ausgedehnt. Im Fokus der Anleger bleiben dabei aber unverändert grosse Indexschergewichte oder die grossen Indizes selbst – «Nebenwerte» fristen trotz einer Aktienrallye immensen Ausmasses weiter ein historisches Schattendasein.

Allein der Vergleich des DAX40 mit dem nächstgrösseren MDAX50 mag dies verdeutlichen (Wertentwicklung DAX seit Jahresbeginn +10,4% ggü. MDAX -0,4%; Wertentwicklung in den letzten 52 Wochen: DAX +20,6% ggü. MDAX +0,6%). Auch in der Schweiz lässt sich dieses Phänomen beobachten. Während der Leitindex SMI auf Jahresfrist mit 2,4% leicht zulegen konnte, liegt der Nebenwerteindex SMIM mit 4,5% im Minus.

Zehnjahresvergleich: Die Leitbörsen in den USA, Japan, Deutschland und in der Schweiz notieren neue Allzeithochs

Einerseits ist positiv anzumerken, dass sich der Börsenaufschwung von den mittlerweile sehr teuren US-Titeln auf andere Weltregionen ausbreitet, zumal einige Marktregionen wie Europa und speziell Deutschland im Vergleich extrem günstig bewertet waren. Andererseits führt der mittlerweile sehr hohe Konzentrationsgrad in den Portfolios bei Indexschergewichten zu einer erhöhten Anfälligkeit, sollte die positive Stimmung einmal kippen. Der aktuellen Euphorie – auch angetrieben durch zahlreiche Medienartikel, die durchaus an den Hype im Jahr 2000 erinnern – stehen grosse geopolitische wie realwirtschaftliche Herausforderungen gegenüber: angefangen beim globalen Superwahljahr 2024 bis hin zu wachstums- und wohlstandsfeindlichen Exzessen in einer zunehmend planwirtschaftlich ausgerichteten europäischen Bürokratie.

Die aktuelle Aktien-Euphorie erinnert an den Hype im Jahr 2000

Auch die Tatsache, dass zeitgleich mit den grossen Aktienmärkten die ultimative Krisenversicherung Gold im März ein neues Allzeithoch erreicht hat, sollte den chronischen Euphoriker nachdenklich stimmen.

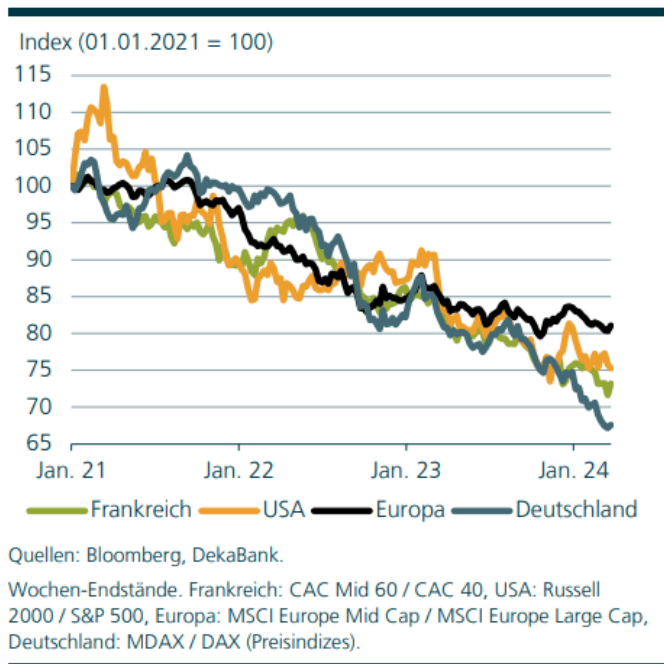


Asset Allocation & Investmentstrategie

Aktien

Vor der Euphorie, insbesondere bei den Indexschwergewichten, ist zu warnen. Zwar hat sich jüngst die massive Kaufbewegung von den US-Technologiegiganten verlagert, der Fokus auf nur die grössten Unternehmen hat jedoch zu einer historisch hohen Bewertungsspanne bei den Nebenwerten geführt. Letztere scheinen eine Rezession, die grössten Titel die beste aller Welten einzupreisen.

Abb. 4 Kursentwicklung MidCap-Indizes in Relation zu LargeCap-Indizes



Gering kapitalisierte Unternehmen dürften von ersten Zinssenkungen überproportional profitieren

Die erreichten Allzeithöchststände könnten jedoch noch mehr Anlegergelder anziehen und die Rallye weiter befeuern. Warren Buffets Börsenweisheit «der dümmste Grund eine Aktie zu kaufen ist, weil sie steigt!» wird aktuell ignoriert – zu gross ist die Gefahr, die Rallye zu verpassen. Bereits in den

60er und 70er Jahren zogen die sogenannten Nifty-Fifty (hübschen 50) mehrheitlich alle Gelder an und erreichten hohe Bewertungsdimensionen. Damals ging dies jedoch einher mit deren Eigenschaft als sicherer Hafen in einem konjunkturell und politisch schwer überschaubaren Umfeld. Zugegeben, es gibt eine gewisse Ähnlichkeit zum heutigen Umfeld, aber warum werden dann z. B. Weltmarktführer aus der Schweiz mit ausgeprägten Defensivqualitäten völlig ignoriert?

Auslöser für die hohe Konzentration dürfte vielmehr das Thema Künstlicher Intelligenz sein. Zu widersprüchlich ist auch die Entwicklung zwischen DAX und MDAX – beides Indizes mit Weltmarktführern unterschiedlicher Branchen –, um dahinter einen fundamentalen Gedanken zu vermuten. Unsere Aktienstrategie investiert aus Gründen der attraktiveren Bewertung zu einem signifikanten Teil auch in Nebenwerte und in Schwellenländern. Angesichts der erreichten Bewertungsspanne halten wir an dieser Ausrichtung fest, auch wenn wir unter Umständen ein Fortschreiten der eng fokussierten Rallye verpassen. Angesichts der konjunkturellen und geopolitischen Unsicherheiten, aber vor allem wegen der stark divergenten Kursbewegungen in den Aktienmarktsegmenten, ist es schwierig, die hohen Kursanstiege im ersten Quartal einzuordnen. Unterstellt, die Weltkonjunktur bleibt halbwegs stabil, ist aus unserer Sicht ein Favoritenwechsel im Markt im Jahresverlauf wahrscheinlich, um die jetzt vorherrschenden Bewertungsunterschiede auszugleichen.

Gold

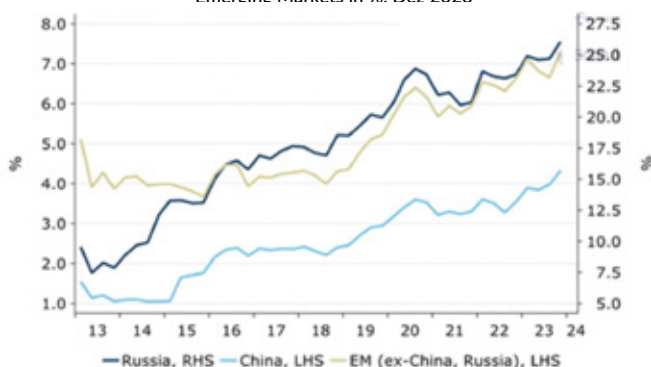
Das dritte Jahr in Folge kann Gold als Portfolioversicherung überzeugen. Im Vordergrund stehen dabei die geopolitischen Unsicherheiten und vor allem die überbordende Verschuldung im Finanzsystem. So hat die Entwicklung des Goldpreises langfristig eine hohe Korrelation zur Verschuldung, weniger zu Zinsen oder Inflation.



Asset Allocation & Investmentstrategie

Wir sehen in Gold kein Spekulationsobjekt, sondern einen langfristigen Versicherungsschutz. Dies scheinen auch die Notenbanken so zu sehen, die Rekordkäufe in Gold im abgelaufenen Jahr tätigten. Hier sind vor allem China und die Schwellenländer zu nennen, die ihre Reserven weg von USD und EUR diversifizieren wollen und auch über eine gemeinsame gedeckte Währung nachdenken.

Goldanteil an den Währungsreserven von Russland, China und den Emerging Markets in %. Dez 2023



Quelle: WGC, Macrobond, ANZ Research

Schwellenländer flüchten aus dem US-Dollar

Wir gehen davon aus, dass bei weiter von Unsicherheit geprägten Szenarien Gold einen wertvollen Portfoliobeitrag leisten kann. Unsere strategische Position in den Portfolios bleibt unverändert bei ca. 10-15%.

Infrastrukturaktien; Ideal für sicherheitsorientierte Anleger

Infrastrukturaktien überstehen Börsenstürme in der Regel deutlich besser als andere Titel. Dass es sich hier nicht um einen positiven Anblick des Infrastruktur-Sektors handelt, zeigt ein Blick in die Vergangenheit: Bereits in den Krisenjahren 2008 und 2012 entwickelten sich Infrastruktur-Indices besser als der Gesamtmarkt. Während der globalen Finanzkrise 2007 bis 2009 beispielsweise fielen Indices wie MSCI World Core Infrastructure und FTSE Global Core Infrastructure lediglich um ein Viertel, während der MSCI World mit -35% deutlich mehr an Wert verlor.

In haussierenden Aktienmärkten legt der Infrastruktur-Sektor zwar nicht so stark zu wie der breite Markt, aber langfristig ist das nicht von Nachteil. Schliesslich erleidet der Sektor in Abschwungphasen geringere Verluste und muss entsprechend weniger aufholen.

Wer in Infrastruktur investiert, wettet damit nicht einfach auf schnell steigende Kurse, sondern setzt auf die Chancen eines strukturellen Wachstumstrends. Dazu zählen vor allem der hohe Investitionsbedarf in Industriestaaten und Schwellenländern sowie die Bedeutung als globaler Wettbewerbsfaktor im Zuge des digitalen und demografischen Wandels. Jährlich müssen etwa 4% des globalen Bruttoinlandsproduktes investiert werden. Dies entspricht insgesamt etwa 70 Billionen Dollar für die Jahre 2017 bis 2035.



Herzliche Grüsse
Ihr azemos-Team

Reinhard Stäuble

Tel. +41 52 633 60 01

E-Mail: r.staebule@azemos.ch