



Strategie
Update

Vorwort von Steffen Bauke, CEO

Liebe Investorinnen, liebe Investoren

Im März kletterten die Märkte weiter und Aktienindices wie der Nasdaq 100, DAX oder der S&P 500 markierten neue Höchststände. In Anbetracht der geopolitischen Spannungen und weltweiter Krisen, erscheint das zunächst paradox. Ähnliches erlebten wir aber auch während der Corona-Krise: Nach dem ersten Schock stiegen die Märkte ab April 2020 – angetrieben von der Geldflut der Notenbanken. Unsere Wahrnehmung scheint oft durch die dauerhaft negativen Schlagzeilen getrübt. Doch ein nüchterner Blick auf Unternehmenszahlen zeigt: Firmen erzielen Rekordgewinne und die Ausschüttung von Dividenden erreicht dieses Jahr einen Höchststand. Zudem scheint die Inflation unter Kontrolle und die Zinsen sollten langsam fallen. All diese Faktoren sprechen dafür, weiterhin investiert zu bleiben.

Dennoch spricht aber auch einiges für eine Konsolidierung oder eine Verschnaufpause in den nächsten Wochen und Monaten. Denn die Märkte sind seit Oktober 2023 schnell und ohne jegliche Korrektur nach oben gelaufen. Dabei konnten einige Aktien, in die auch wir mit unseren Kunden investiert waren, erhebliche Kursgewinne verzeichnen. Das gilt es nun zu verdauen. Dabei werden sich wieder Gelegenheiten ergeben, in langfristig gute Investments einzusteigen. Die Zinsen werden sich über die Zeit wieder auf einem normalen Niveau einpendeln, so dass auch risikoaverse Investoren reale Renditen im Bondbereich erzielen können.

Zürich, 9. April 2024



Strategie-Update 1. Quartal 2024

Rückblick – Wachstum von Nvidia treibt die Märkte

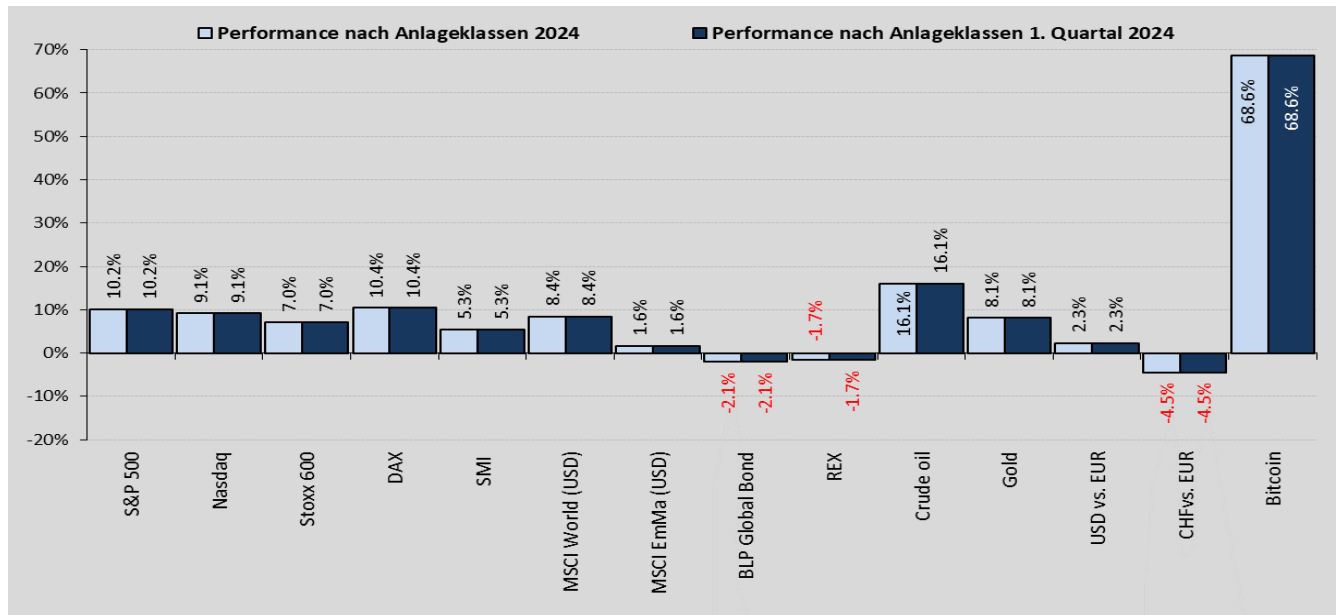
Das 1. Quartal bescherte Anlegern sehr erfreuliche Ergebnisse. Die positiven Wachstumsprognosen der Unternehmen und eher zurückhaltende Töne der Notenbanken trugen zur positiven Stimmung an den Aktienmärkten bei. Besonders herausragend waren die beeindruckenden Umsatzsteigerungen und Rekorderträge des Chip-Herstellers Nvidia, was die Märkte kräftig antrieb. Aktien aus dem Bereich der künstlichen Intelligenz (KI) waren besonders gefragt, und die damit verbundenen Kursphantasien wurden bereits vorweggenommen. KI wird zukünftig eine wichtige Rolle in allen Wirtschaftsbereichen spielen, was die robuste Ertragsentwicklung der Technologiewerte weiter stärkt.

Der S&P 500 kletterte mit 5'254 Punkten auf einen neuen Höchststand; und auch der Nasdaq 100 übertraf sein bisheriges Hoch vom November 2021. Der DAX schaffte den Sprung über die Marke von 18'500 und erreichte ein Plus von 10.4% im 1. Quartal. Der japanische Nikkei 225 erzielte mit einem Anstieg von 20.6% den grössten Gewinn aller Indizes und erreichte nach 34 Jahren ein neues Allzeithoch – allerdings in Yen gerechnet, der im gleichen Zeitraum etwa 40% an Wert gegenüber dem Euro und dem US-Dollar verlor. Zu den Schlusslichtern gehörte auch dieses Quartal der Schweizer SMI mit nur +5.3%, da vor allem die Schwergewichte Nestlé, Roche und Novartis enttäuschten. Zu seinem Höchst aus dem Dezember 2021 fehlen dem SMI noch 10.6%.

Die Renditen 10-jähriger Anleihen stiegen im 1. Quartal zwischen 25 bis 30 Basispunkte (bps), was zu leichten Verlusten bei Anleiheportfolios mit längeren Laufzeiten führte. Der US-Dollar legte gegenüber dem Euro um gut 2% zu. Der Schweizer Franken verlor gegenüber dem US-Dollar 7.2% und gegenüber dem Euro 4.9% (siehe sep. Abschnitt).

Gold wie auch Bitcoin haben im 1. Quartal ebenfalls neue Rekordstände erreicht. Allerdings ist der Unterschied gross: Während Gold in USD/oz um 8.1% zulegte, stieg der als digitales Gold bezeichnete Bitcoin um beeindruckende 68.6%.

Entwicklung ausgewählter Märkte in lokaler Währung



Quelle: Bloomberg

Konjunktur – Rezessionsängste verflogen

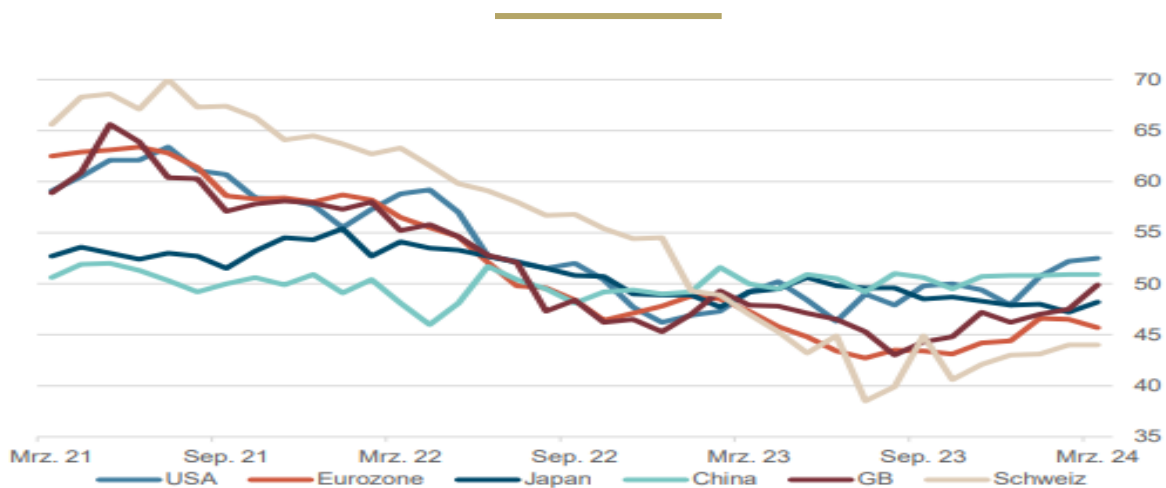
Die US-Wirtschaft bleibt auf Kurs und dürfte in diesem Jahr um 2% wachsen. Europa hingegen durchquert das konjunkturelle Tal nur langsam und wird voraussichtlich mit einem bescheidenen Wachstum von 0.3% zulegen. Der US-Arbeitsmarkt zeigt sich weiterhin robust mit 353'000 neuen Stellen im Januar, 275'000 im Februar und 303'000 im März. Die Arbeitslosenquote liegt bei 3.9%. Bei 1.4 offenen Stellen pro Jobsuchenden herrscht Vollbeschäftigung.

In Europa hinkt insbesondere das produzierende Gewerbe hinterher, während der Dienstleistungssektor Verbesserungen zeigt. Die teilweise grosszügigen Lohnabschlüsse wirken sich positiv auf das Verbrauchervertrauen und den Konsum aus, könnten jedoch die Inflation auf einem höheren Niveau als erwünscht belassen. Daher verschieben sich die erwarteten Zinssenkungen im

Kalender immer weiter nach hinten – und auch die Anzahl der Senkungen hat sich deutlich reduziert.

Die im März veröffentlichten Einkaufsmanagerindizes (PMIs) deuten für Europa noch keine Besserung an. Der PMI für Europa hat sich von 46.5 auf 46.1 verschlechtert und liegt damit im tiefsten Bereich (Werte über 50 zeigen eine Verbesserung des Wirtschaftsumfeldes an). Deutschland bildet mit 41.9 das Schlusslicht in Europa. Die PMIs der beiden grössten Wirtschaftsblöcke USA und China haben sich mit 50.3 und 50.8 auf über 50 verbessert und weisen somit auf ein zunehmend besseres wirtschaftliches Umfeld hin.

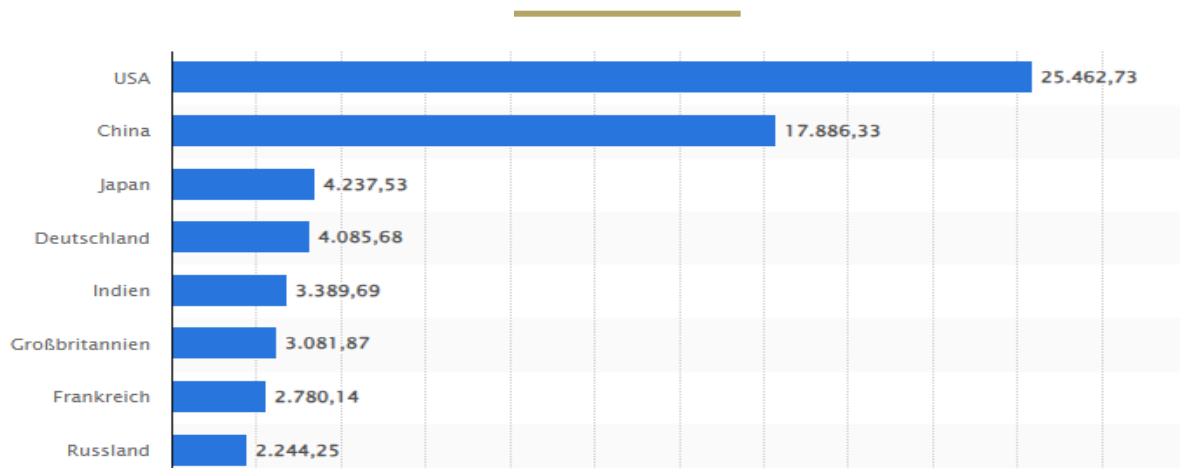
Einkaufsmanagerindizes produzierendes Gewerbe



Quelle: Bloomberg, Aquila AG

Wie die folgende Grafik verdeutlicht, sind die USA, China, Japan und die EU die Haupttriebkraft der globalen Konjunktur. Versagt einer dieser "Zylinder", stottert der "Motor" weltweit. Im Jahr 2022 trugen die USA mit über einem Viertel zum globalen BIP bei. China folgte mit 18.5%. Der Anteil Asiens am Welt-BIP ist zwischen 1992 und 2022 von 25.1% auf 35.7% gestiegen, während sich der Anteil Europas von 35.3% auf 21.4% verringerte. Das BIP der Schweiz macht mit 790 Milliarden US-Dollar lediglich 0.78% des globalen BIP aus.

BIP der grössten 8 Länder 2022 in USD Mrd.



Quelle: Statistica

Inflationsrückgang – Letzte Meile holprig

Die Inflation hat in den letzten drei Monaten nur minimal nachgelassen und ist teilweise sogar leicht gestiegen. In den USA kletterte die Inflation im Dezember auf 3.4%, stärker als von Ökonomen erwartet. Im Januar lag sie bei 3.1% und stieg im Februar wieder auf 3.2% an. Der von der US-Notenbank besonders beachtete PCE-Kernindex (Personal Consumption Expenditure, ohne Nahrungsmittel und Energiekosten) lag im Februar bei 2.8%, nach 2.9% im Januar.

Auch in Europa zog die Inflation zum Jahresende nochmals an, bevor sie sich im Januar auf 2.8% und im Februar auf 2.6% zurückbildete. Die Kerninflation lag mit 3.1% noch deutlich über der Zielmarke von 2%. Für Europa haben die Verantwortlichen der Europäischen Zentralbank (EZB) die Prognose für 2024 auf 2.3% angepasst. Im Jahr 2025 soll die Inflation dann auf das langfristige Ziel von 2% zurückkehren. Das Statistische Bundesamt in Deutschland gab am 2. April die Inflation für März mit 2.2% bekannt – der niedrigste Wert seit April 2021. In der Schweiz sank die Inflation im März stärker als erwartet auf 1%.

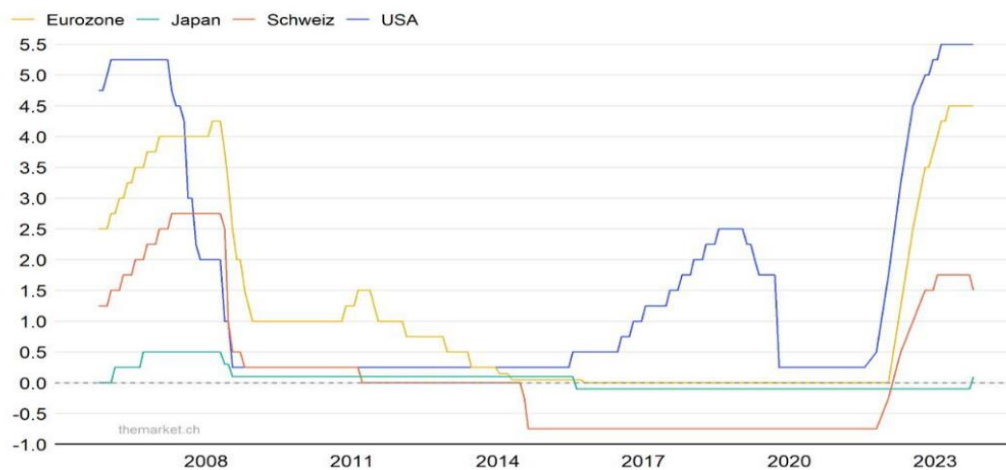
Notenbanken – Schweizer SNB beginnt den Zinssenkungsreigen

Nachdem die US-Notenbank (Fed) im Dezember noch Zinssenkungen für das erste Quartal 2024 in Aussicht gestellt hatte, deutet das starke Wirtschaftswachstum und der robuste Arbeitsmarkt nun darauf hin, dass die erste Zinssenkung frühestens im Juni erfolgen wird. Die Terminmärkte erwarten heute von der Fed maximal drei Zinssenkungen zu je 25 Basispunkten (bps). Am 20. März liess die Fed den Leitzins zum fünften Mal in Folge unverändert, womit er weiterhin in der Spanne von 5.25% bis 5.5% liegt. Die jüngsten US-Inflationsdaten zeigten eine schleppendere Entspannung als noch Ende des letzten Jahres erhofft.

Die Europäische Zentralbank (EZB) beliess am 8. März den Leitzins zum dritten Mal in Folge auf dem aktuellen Niveau. Die Währungshüter der Eurozone möchten mindestens bis zum 6. Juni warten, bis wichtige Daten zur Lohnentwicklung im Euroraum vorliegen. Aufgrund der aktuellen Rhetorik von Fed und EZB besteht ein gewisses Risiko, dass die Leitzinsen später und weniger stark gesenkt werden als Ende des letzten Jahres angenommen. Die Notenbanken wollen überzeugt sein, dass sich die Inflation in Richtung ihres Ziels von 2% bewegt.

Überraschenderweise entschied sich die Schweizerische Nationalbank (SNB) am 21. März, den Leitzins auf 1.5% zu senken. Japan beendete am 19. März seine achtjährige Nullzinspolitik mit einer minimalen Erhöhung des Leitzinses von 0.0% auf 0.1%.

Leitzinsen USA, Eurozone, Schweiz und Japan



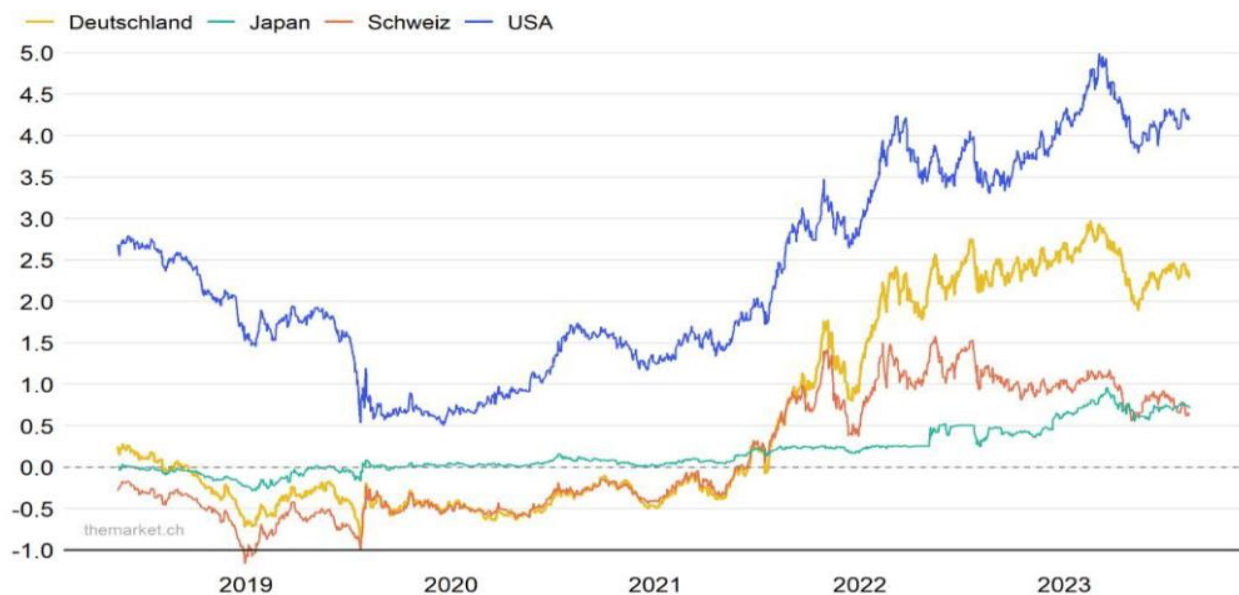
Quelle: themarket.ch/Bloomberg

Anleihenmärkte – Zinssenkungserwartungen waren übertrieben

Aktuell weisen USD und EUR inverse Zinsstrukturen auf, bei denen dreimonatige Staatspapiere höhere Renditen als zehnjährige erzielen. Die Vergangenheit zeigt jedoch, dass solche inverse Zinsstrukturen vorübergehende Phänomene sind. Wir erwarten deshalb, dass die kurzfristigen Zinsen stärker zurückkommen als die längerfristigen. Selbst wenn mit niedrigeren Inflationsraten und Zinssenkungen der Notenbanken zu rechnen ist, sehen wir den Rückgang der Zinsen für längerfristige Anleihen als begrenzt. Die Renditen für 10-jährige Treasuries, deutsche Bundesanleihen bzw. Eidgenossen belaufen sich aktuell auf 4.4%, 2.3% bzw. 0.7%. Für zehnjährige USD-Treasuries erwarten wir innerhalb der nächsten zwölf Monate maximal einen Rückgang der Renditen um 40-50 Basispunkte bzw. um 25-30 Basispunkte für Bundesanleihen.

Die Risikoaufschläge für Staats- und Unternehmensanleihen mit geringerer Bonität sind derzeit sehr niedrig. Die Renditen stehen nicht in einem angemessenen Verhältnis zum Risiko, wenn man Inflation, Steuern und Gebühren berücksichtigt. Sollte Trump im November gewählt werden, sehen wir negative Auswirkungen auf die bereits angespannten Haushaltsdefizite und die Staatsverschuldung, was gegen signifikant niedrigere Renditen spricht.

Rendite von 10-jährigen Staatsanleihen



Quelle: themarket.ch/Bloomberg

Aktienmärkte – KI und Notenbanken im Fokus?

Die Begeisterung für künstliche Intelligenz (KI) hielt auch im ersten Quartal an. Momentum-Strategien waren besonders erfolgreich, wobei nur wenige Sektoren und Aktien die Rallye anführten und die Indizes nach oben trieben. Nvidia legte im ersten Quartal um 82.46% zu und war damit für etwa ein Drittel der Performance im S&P 500 verantwortlich. Trotz der herausragenden Entwicklung bei Chipwerten gewann der Markt im März an Breite, wobei über 80% der US-Werte über ihrer 200-Tage-Linie handelten. In Europa waren es 70%.

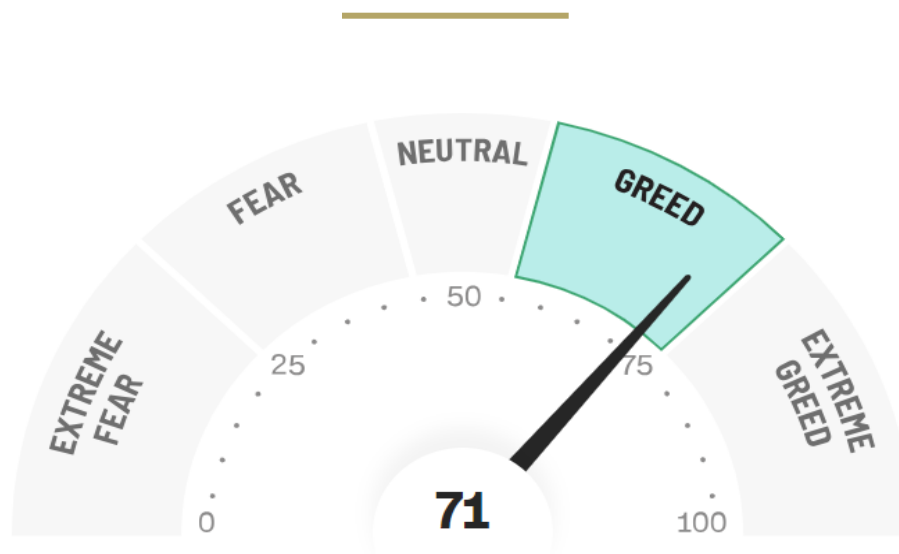
Etwas nachdenklich macht uns der Anteil der 10 grössten Aktien im S&P 500. Dieser beträgt ca. 31% der Kapitalisierung. Für die 10 grössten Aktien in Europa liegt dieser Wert bei 20%. Ein Rückgang dieser Megawerte könnte die Börsenindizes deutlich nach unten ziehen. Allerdings notieren diese Aktien aus fundamentaler Sicht nicht signifikant über ihren historischen Vergleichen. Solange die Gewinne weiter fließen, besteht wenig Gefahr eines Crashes.

In Marktsegmenten, die nicht vom KI-Hype profitiert haben, besteht ein grösseres Aufwärtspotenzial. Dies begünstigt auf Indexebene den gleichgewichteten S&P 500, den wir in den meisten diskretionären Mandaten umsetzen. Das vorausschauende Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) des DAX liegt derzeit bei 11, was sowohl historisch als auch im internationalen Vergleich günstig ist. Im Vergleich dazu liegt das KGV des S&P 500 bei 20.

Die letzten Jahre haben gezeigt, dass das KGV nicht immer ein zuverlässiger Indikator für die Börsenentwicklung sein muss: Innovation, Gewinnwachstum, Momentum und Zukunftsperspektiven waren die wichtigen Treiber. Dennoch glauben wir, dass sich die Bewertungsschere über die nächsten Quartale etwas zugunsten von Europa schliessen sollte. Bereits im März bestätigte sich unsere Einschätzung. Daher bleibt gutes Stockpicking ein entscheidender Faktor für die Performance.

Die Börsen sind in den letzten zwei Quartalen stark gestiegen. Daher überrascht es nicht, dass der «Fear & Greed Index» auf eine gewisse Übertreibung deutet. Eine zwischenzeitliche Konsolidierung aufgrund möglicher Gewinnmitnahmen bzw. eine Verschnaufpause scheint möglich. Von einer starken Korrektur gehen wir jedoch nicht aus. Bullenmärkte enden in Euphorie; dieses Niveau haben wir noch nicht erreicht. Ob ein paar Monate früher oder später, die Inflation und die Zinsen werden zurückkommen. In diesem Umfeld kann die Rallye an den Aktienmärkten trotz eines eher vorsichtigeren Ausblicks auf das kommende Quartal durchaus weitergehen.

Fear & Greed Index 31. März 2024

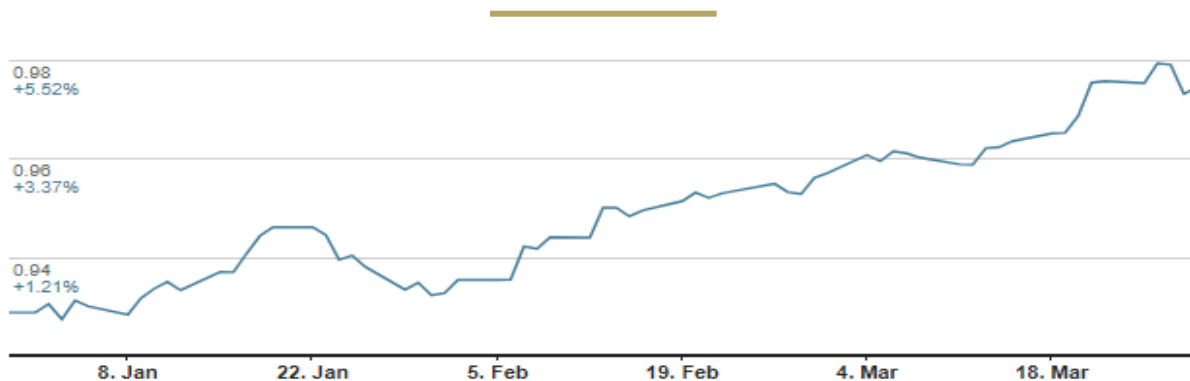


Quelle: CNN/Business

Währungen – Schwächerer CHF im 1. Quartal

Im ersten Quartal hat der Schweizer Franken gegenüber dem Euro 4.9% und gegenüber dem US-Dollar 7.2% an Wert verloren. Am 26. März stieg der Euro auf 0,98 EUR/CHF, den höchsten Stand seit Juni 2023. Die überraschende Leitzinssenkung der SNB hat den CHF zusätzlich geschwächt. Es ist jedoch unwahrscheinlich, dass die derzeitige Schwäche des Franken den Beginn einer Trendumkehr darstellt. In einem längerfristigen Kontext ist die Inflationsentwicklung zu betrachten, die in der Schweiz geringer war als in den Euro-Staaten. Wir erwarten, dass sich der Franken gegenüber dem Euro aufgrund seiner strukturellen Vorteile über längere Zeit weiter aufwerten wird. Jegliche Art von politischen oder finanziellen Krisen in der EU dürfte den Euro unter Druck setzen.

EUR /CHF – Entwicklung 1. Quartal



Quelle: UBS Quotes

Kryptowährungen – Bitcoin erreicht neues Rekordhoch

Im ersten Quartal legte Bitcoin um beeindruckende 68.6% zu. Am 13. März stieg der Bitcoin auf 73'104 US-Dollar und erreichte damit ein neues Allzeithoch. Investoren führen den Anstieg unter anderem auf die Genehmigung von börsengehandelten Fonds (ETFs) auf Basis von Bitcoin-Spotpreisen durch die US-Börsenaufsicht SEC sowie die Vorfreude auf das sogenannte Halving zurück. Bei diesem Ereignis wird die Belohnung für das Bitcoin-Mining halbiert.

Der Marktwert aller Kryptowährungen beträgt derzeit rund 2'210 Milliarden US-Dollar, wovon gut die Hälfte – etwa 1'160 Milliarden US-Dollar – auf Bitcoin entfällt. Zum Vergleich: Der Wert aller Microsoft-Aktien beläuft sich auf etwa 3'077 Milliarden US-Dollar. Somit ist der Kryptomarkt kein übermässig grosser Markt mit Risiken für das Finanzsystem, zumal Banken kaum Assets in Kryptowährungen halten.

Der Bitcoin wird oft als digitales Gold beschrieben. Im Vergleich zu Gold sind die Schwankungen aber enorm. Die Preise waren in der Vergangenheit stark positiv mit der Technologiebörse Nasdaq korreliert. Eine Preisprognose für die weitere Entwicklung des Bitcoins bleibt schwierig, doch ein neues Hoch von 150'000 US-Dollar in den nächsten 12 bis 18 Monaten könnte durchaus erreichbar sein. Bitcoin bleibt grösstenteils ein Spekulationsobjekt. Eines ist aber sicher: Die Blockchain-Technologie, wie auch KI, wird sich langsam aber sicher durchsetzen und Einzug in unseren Alltag finden.

Bitcoin-Kurs in USD (logarithmisch)



Quelle: BitBO

Gold – Neues Hoch, Notenbanken sowie Indien und China kompensieren geringere tiefere Investorennachfrage

Der Goldpreis ist ohne viel Aufsehen auf ein Rekordhoch gestiegen – während Investitionen in Gold-ETFs weiter gesunken sind. Der Anstieg des Goldpreises ist überraschend, da die Notenbanken keine Anzeichen für baldige Zinssenkungen gezeigt haben. Der Markt wird zunehmend von einzelnen Notenbanken getrieben, die ihre Abhängigkeit vom US-Dollar reduzieren und Sanktionsrisiken verringern wollen, wodurch die sinkende Nachfrage von Investoren ausgeglichen wird. Laut Prognosen des World Gold Council haben die Zentralbanken, insbesondere China und Polen, ihre Goldbestände 2023 um 1'000 Tonnen erhöht. Dies liegt nahe an der Rekordmarke von 1'100 Tonnen für 2022.

Die globalen ETF-Goldbestände haben sich von Höhepunkt im Herbst 2020 bei 3'400 Tonnen auf aktuell ca. 2'700 Tonnen reduziert und als bestimmender Faktor an Gewicht verloren. Die Nachfrage stammt heute zu zwei Dritteln aus China und Indien – das widerspricht der These, dass Gold in erster Linie vom US-Dollar und den Zinsen abhängig ist. Ein wirtschaftlicher Boom in Indien unterstützt die Nachfrage und von Aktien und Immobilien enttäuschte Chinesen dürften sich auch

wieder mehr dem Gold zuwenden. Die geopolitischen Risiken dürften eher noch zunehmen und die US-Haushaltsbudgets und die Verschulung in den USA dürften weiter steigen. Beides sollte den Goldpreis unterstützen und auch die Finanzinvestoren wieder anziehen.

Goldpreise USD/oz



Quelle: UBS Quotes

Fazit – Ausblick

In den letzten sechs Monaten haben ein nachlassender Inflationsdruck, die Erwartung von Zinssenkungen der Notenbanken und fallende Anleiherenditen die Aktienmärkte beflügelt. Dieser Rückenwind könnte jedoch nachlassen. Die hohen Aktienrenditen der vergangenen Quartale scheinen vorerst vorbei zu sein, könnten aber perspektivisch von einem breiteren Aktienmarkt getragen werden – sofern die Unternehmensgewinne weiterhin stark bleiben. Wir haben die Positionen in Technologiewerten und Highflyern teilweise reduziert und setzen nun stärker auf defensive Sektoren. Zudem haben wir die Cashquoten erhöht, die in EUR und USD attraktive Zinsen abwerfen.

Wir bleiben grundsätzlich positiv gestimmt für die Aktienmärkte – warten aber auf Rücksetzer, um unsere Quoten aufzubauen. Das relativ robuste Gewinnwachstum dürfte sich fortsetzen und

Aktien weiter stützen. Die Zinswende in den USA und Europa kommt – wenn auch weniger stark und später als noch vor einem Jahr angenommen. Die Unternehmensgewinne in Europa verbessern sich langsam, aber wir bleiben überwiegend in den USA investiert. In Asien konzentrieren wir uns auf Vietnam und Indien, die Haupttreiber des regionalen Wachstums. Hier haben wir nach intensiver Due Diligence zwei sehr gute, aktive Fondsmanager ausgewählt. Bei den Anleihen berücksichtigen wir auch aktiv gemanagte Fonds und Strategien mit Mehrwert, darunter u.a. in nachrangige Anleihen. Gold bleibt ein wichtiger Baustein in unseren Portfolios.

Wir danken für Ihr Vertrauen und stehen für weitere Informationen und Fragen jederzeit zur Verfügung.

Ihr Belvoir Team

Autoren: René Stoll, Steffen Bauke

Diese Publikation dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt kein Angebot, keine Offerte oder Aufforderung zur Offertenstellung und/oder zum Kauf oder Verkauf von Anlageprodukten dar. Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus zuverlässigen Quellen. Dennoch lehnt die BELVOIR CAPITAL AG jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab. Alle Informationen und Meinungen können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern.

KONTAKT

BELVOIR CAPITAL AG
Beethovenstrasse 9
CH-8002 Zürich
+41 (0) 44 206 30 40
info@belvoircapital.com



© 2024 BELVOIR CAPITAL ALLE RECHTE VORBEHALTEN