

Ausblick 2024: Notenbanken bleiben im Fokus

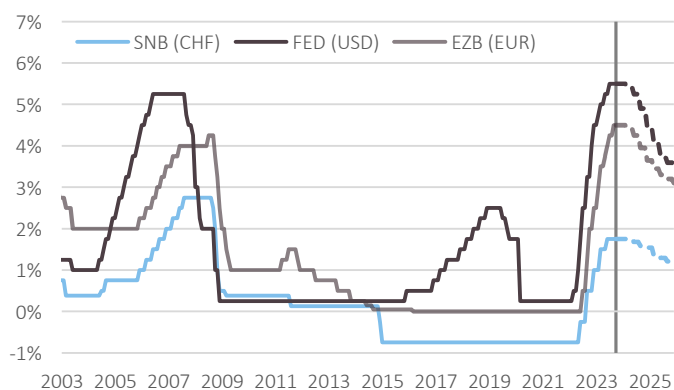
Die Inflation hat den Höhepunkt überschritten, aber...

Thomas von Rohr und Marco Rubli

Die restriktive Geldpolitik der Notenbanken wirkt. Die Inflation hat den Höhepunkt überschritten und die Inflationsraten sind in der westlichen Welt merklich gesunken. Der Zinserhöhungszyklus der Notenbanken war der schnellste seit Jahrzehnten. Die Auswirkungen der Zinserhöhungen auf die Wirtschaft sind heute noch nicht vollständig sichtbar und werden teilweise mit einer Zeitverzögerung von einigen Jahren zu spüren sein. In kapitalintensiven Branchen, wie zum Beispiel Immobilien, aber auch auf Staatshaushalte (viel zu hohe Schulden), sind deren Wirkung bereits offensichtlich. Die höheren Zinsen werden das Wirtschaftswachstum weiterhin verlangsamen und wir gehen von anspruchsvollen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen aus. Erst Ende 2024 oder im Verlaufe des Jahres 2025 kann mit einer konjunkturellen Erholung gerechnet werden.

Obwohl die US-Notenbank (FED) und auch die Europäische Zentralbank (EZB) betonen, die Zinsen noch lange auf einem hohen Niveau halten zu wollen, überbieten sich die Prognostiker mit Zinssenkungen im kommenden Jahr. Die nachstehende Grafik zeigt die historische Entwicklung der Leitzinsen des Schweizer Frankens (CHF), des US-Dollars (USD) und des Euros (EUR) inklusive der Konsensprognosen für die nächsten 24 Monate.

Grafik 1: Leitzinsen im Vergleich



Quelle: Bloomberg, Belvalor

Auch wir gehen von einer weiteren Entspannung der Inflationswerte im Jahr 2024 aus. Trotzdem scheint uns die

Zinssenkungsfantasie in diesem Ausmass ein wenig übertrieben. Die immer noch hartnäckige Kerninflation müsste deutlicher zurückkommen, als dies im Jahr 2023 der Fall war, und schränkt den Handlungsspielraum der Notenbanken ein.

Aus geopolitischer Sicht hat sich die Lage im Jahr 2023 weiter verschlechtert. Die Hoffnungen auf ein Kriegsende in der Ukraine wurden enttäuscht und der Konflikt mutiert zu einem längeren Abnutzungskampf. Dazu kommen die jüngsten Entwicklungen im Nahen Osten. Es bleibt zu hoffen, dass sich dieser Konflikt regional nicht weiter ausbreitet. Durch die erwähnten Konfliktherde sind die chinesischen Provokationen gegenüber Taiwan etwas in den Hintergrund gerückt. Die Verschiebung hin zu einer multipolaren Weltgestaltung führt zu einer unberechenbaren Zukunft. Die amerikanische Präsidentschaftswahl im Herbst 2024 wird ebenfalls für Spannung sorgen.

Was können wir als Anleger für das Jahr 2024 erwarten? Die Abkehr von ultratiefen oder gar negativen Zinsen lässt Anleger wieder von höheren Erträgen profitieren. Wir gehen dank tieferer Inflation und schwacher Konjunktur von mittelfristig tieferen Zinsen aus. Der Prozess dürfte aber länger dauern als von vielen Prognostikern erwartet. Fallende Zinssätze sind positiv für Vermögenswerte wie Obligationen und Aktien. Aktien bleiben die attraktivste Anlageklasse. Die Inflation hat die Gewinne der Firmen kaum belastet. Mittels Preiserhöhungen und dank Produktivitätssteigerungen schützen Firmen ihre Gewinnmargen erfolgreich. Die Aktienmärkte sind mit Ausnahme einzelner Werte nicht überteuert. Der USD dürfte sich weiter abschwächen und der CHF bleibt langfristig attraktiv.

Es besteht ein deutliches Risiko einer weiteren wirtschaftlichen Abschwächung mit gleichzeitig erhöhten Inflationsraten und weiteren geopolitischen Spannungen. In einer solchen Konstellation könnten die Finanzmärkte unter Druck geraten. Wir erwarten daher weiterhin schwankende Börsen, wiederholen aber unsere letztjährige Einschätzung, dass das Börsenjahr 2024 erneut ganz ansprechend werden könnte.

Volkswirtschaftliches Umfeld

Die Weltwirtschaft präsentierte sich im Jahr 2023 erstaunlich robust und die Konsensprognose einer breiten Rezession bewahrheitete sich nicht. Die wirtschaftliche Entwicklung ist umso erstaunlicher, berücksichtigt man, dass die Welt mit einigen Herausforderungen konfrontiert war. Zahlreiche Volkswirtschaften, insbesondere die US-amerikanische, profitierten von den nach wie vor hohen Staatsausgaben und entsprechenden fiskalpolitischen Impulsen. Entgegen den Befürchtungen trat der Wechsel von wirtschaftlichem Wachstum zu einem Abschwung daher nur in wenigen Ländern ein. Eines davon war Deutschland, wo eher hausgemachte Probleme und eine ideologische Politik das Fundament der negativen Entwicklung darstellten.

Inmitten der herausfordernden wirtschaftlichen Rahmenbedingungen vermochten die Unternehmen ihre Gewinne insgesamt auf einem robusten Niveau zu halten, auch wenn höhere Preise, gut gefüllte Lagerbestände und eine nachlassende Nachfrage allmählich zu einem Rückgang der verkauften Mengen führten. Das Umfeld von restriktiven Finanzierungskonditionen und höheren Zinsen traf bisher vor allem kleinere und kapitalintensive Unternehmen. Die Effekte des veränderten Umfelds werden sich jedoch erst mit einer Verzögerung von einigen Jahren entfalten.

Bisher kamen die Märkte mit den höheren Finanzierungskosten gut zurecht. Die Erwartung von sinkenden Leitzinsen in den Hauptwährungen für das Jahr 2024 hat sich breit etabliert. Es bleiben jedoch zahlreiche Unsicherheiten bestehen. Wie gut die Welt höhere Zinsen verkraften kann, wird sich erst über die Zeit zeigen. Eine Abschwächung der Industrie ist in Europa wie auch in den USA aktuell sichtbar. Wie lange und tief diese «Delle» sein wird, wissen wir heute nicht. Die grössten Risiken sehen wir in der global gestiegenen Staatsverschuldung und dem damit verbundenen wachsenden Schuldendienst.

Innovationen und Technologie bilden Basis von zukünftigem Wachstum

Die US-Wirtschaft zeigte sich widerstandsfähig und wuchs stärker als von den Prognostikern vorausgesagt. Enorme Staatsausgaben, welche schlussendlich zu einem substantiellen Defizit führten, waren der Hauptgrund für das positive Wachstum. Allerdings ist fraglich, wie lange die USA in diesem Rhythmus die Verschuldung ohne negative Nebeneffekte weiter erhöhen können.

Lange Zeit konnte sich die Weltwirtschaft auf eine grosszügige Geld- und Fiskalpolitik verlassen. Wann immer der Konjunkturmotor ins Stocken geriet, griffen die Notenbanken mit Zinssenkungen und Wertpapierkäufen ein. Doch nun wird das Geld knapper und die gestiegenen Zinsen verdeutlichen, dass dieser Ansatz nicht unbegrenzt fortgesetzt werden kann. Im Idealfall kommen die Staaten künftig ohne die Stützen der Notenbanken aus. Volkswirtschaften, die strukturell notwendige Anpassungen implementieren, werden langfristig zu den Gewinnern zählen. Die Schweiz hat gute Voraussetzungen zu dieser Gruppe zu gehören, denn eine umsichtige Fiskalpolitik bildete bisher die Grundlage der positiven Wirtschaftsentwicklung und des starken CHF.

Die nachstehende Grafik zeigt neben den Wirtschaftswachstums- und Inflationszahlen für das vergangene Jahr auch die Schätzungen für 2024. Wir geniessen Prognosen immer mit einer gewissen Zurückhaltung. Zurzeit stimmt uns ein vorsichtiger Konsens eher positiv und wir sehen durchaus Raum für eine positive Überraschung des Wirtschaftswachstums im nächsten Jahr.

Grafik 2: BIP und Inflation 2023E und 2024E in %

	Bruttoinlandprodukt (BIP)		Inflation	
	2023E	2024E	2023E	2024E
Welt	2.9	2.7	6.1	4.4
USA	2.4	1.2	4.1	2.7
Eurozone	0.5	0.6	5.5	2.5
Deutschland	-0.2	0.3	6.1	2.7
Grossbritannien	0.5	0.4	7.4	3.1
Schweiz	0.8	1.1	2.2	1.6
Japan	1.7	0.9	3.2	2.2
China	5.2	4.5	0.4	1.5
Brasilien	3.0	1.6	4.6	4.0

Quelle: Bloomberg, Belvalor

Aus struktureller Sicht stützt das Bevölkerungswachstum in den USA wie auch in der Schweiz das Wachstum. Dasselbe Argument gilt auch für zahlreiche asiatische Länder mit Ausnahme von Japan und zunehmend China. Die Fortschritte, die im Technologiebereich in den vergangenen Jahren erzielt wurden, haben einen zunehmenden Einfluss auf Unternehmen und Konsumenten. Agile und innovative Firmen, die Produkte und Dienstleistungen rasch adaptieren und offerieren können, werden von diesen Entwicklungen profitieren und stellen den Motor des zukünftigen Wirtschaftswachstums dar.

Währungen

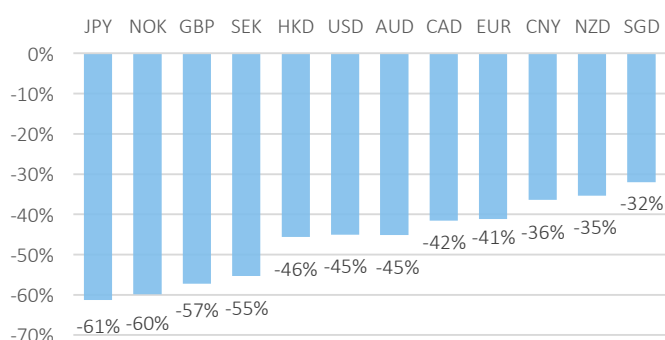
Nach den kräftigen Zinsanstiegen im Jahr 2022 haben die meisten Währungshüter der grossen Industrienationen weiter an der Zinsschraube gedreht. Mit Erreichen eines Zinsniveaus, das vielerorts voraussichtlich nicht mehr weiter ansteigen wird, ist der CHF nochmals stärker geworden und erreichte im laufenden Jahr Rekordstände gegenüber vielen Währungen, darunter dem EUR.

CHF bleibt langfristig attraktivste Währung

Der USD ist kaufkraftbereinigt nach wie vor überbewertet, profitierte zuletzt jedoch von einem starken Wachstum der amerikanischen Wirtschaft und deutlich positiven Realzinsen (Nominalzinsen abzüglich Inflation). Da sich das Wirtschaftswachstum verlangsamen wird und die Zinsen mittelfristig wohl eher wieder tiefer notieren, erwarten wir, dass sich die Abschwächung des USD weiter fortsetzen wird. Die rasant zunehmende Staatsverschuldung spricht ebenfalls für einen schwächeren USD. Auf Basis der Kaufkraftparität ist der EUR gegenüber dem CHF zwar mittlerweile fair bewertet und könnte sich bei einem Aufschwung des Europäischen Wirtschaftsraums temporär wieder leicht aufwerten. Langfristig bleibt der EUR aber strukturell schwach.

Wir gehen weiterhin von einem starken CHF aus, welcher Abbild der hohen Wettbewerbsfähigkeit unserer heimischen Wirtschaft, der makroökonomischen und politischen Stabilität sowie der hohen Rechtssicherheit ist. Die moderate Teuerung wie auch das disziplinierte Budgetmanagement (Stichwort: Schuldenbremse) sind weitere Gründe für einen starken CHF. Wir empfehlen insbesondere für Anleger, deren Heimwährung der CHF ist, Fremdwährungsrisiken zu minimieren oder abzusichern. Wie die nachfolgende Grafik zeigt, ist die langfristige Aufwertung des CHF, respektive die Abwertung vieler Fremdwährungen, enorm.

Grafik 3: Währungsverluste gegenüber CHF seit 2000*



Quelle: Bloomberg, Belvalor; * Währungen ggü. CHF (01.01.2000 - 07.12.2023)

Zinsen / Obligationen

Die westlichen Zentralbanken, allen voran das FED und die EZB, haben die Zinsen 2023 weiter erhöht. Auch die Schweizer Nationalbank (SNB) agierte in die gleiche Richtung. Die tiefe Inflation in der Schweiz hat es der SNB bis anhin erlaubt, die Zinsen im Vergleich zu FED und EZB relativ tief zu halten. Die Inflation ist zwar auch im europäischen und amerikanischen Wirtschaftsraum deutlich gesunken, sie liegt jedoch noch klar über dem Ziel der Notenbanken von zwei Prozent. Besonders die Inflationsrate ohne Nahrungsmittel und Energie, auch als Kerninflation bezeichnet, bewegt sich nur zögerlich in Richtung Zielmarke. Die Notenbanken werden demnach wohl an ihrer restriktiven Geldpolitik festhalten, und zwar so lange, bis sich die Inflation nahe der erwähnten 2%-Marke befindet, oder bis sich die Wirtschaft stärker eintrübt.

Die Bekämpfung der Inflation hat für die Notenbanken (noch) oberste Priorität

Durch die bereits sichtbare Wachstumsverlangsamung rechnen wir vorerst nicht mit weiteren Zinserhöhungen in den grossen westlichen Volkswirtschaften – im Gegenteil. Wir gehen davon aus, dass die Zentralbanken bei rezessiven Tendenzen und einer Eintrübung der Arbeitsmärkte ihre restriktive Haltung aufgeben könnten. Dabei stehen den Notenbanken nebst Zinssenkungen auch andere Instrumente wie Wertpapierkäufe oder die Gewährung von Liquidität im Finanzmarkt zur Verfügung. Obwohl die Notenbanken bis dato noch keine Signale hinsichtlich Zinssenkungen im Jahr 2024 senden, nimmt der Markt diese sowohl für USD wie auch für EUR bereits vorweg. Die positiven Realzinsen in diesen beiden Währungsräumen unterstützen das Szenario.

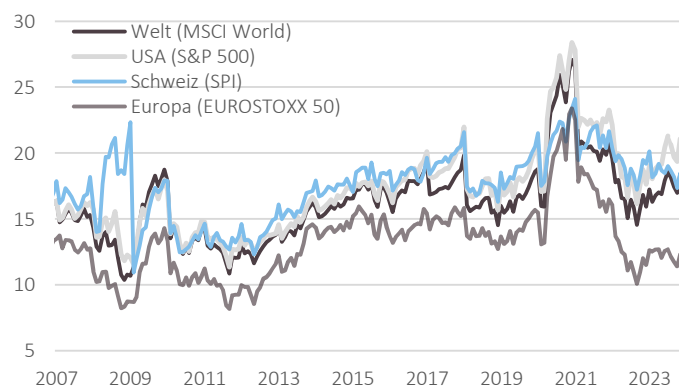
Nach historischen Verlusten an den Anleihemärkten im Jahr 2022 bietet die Kombination aus den teilweise positiven Realzinsen und tendenziell wieder rückläufigen Nominalzinsen Chancen für Anleger. Unternehmensanleihen in CHF, EUR und USD mit Laufzeiten bis zu fünf Jahren machen in einem diversifizierten Portfolio Sinn. Zudem bleiben einzelne Spezialsegmente wie Cat Bonds oder Hochzinsanleihen als Beimischung attraktiv. Qualität und Liquidität bleiben bei jeder Investition hinsichtlich Rendite/Risiko-Überlegungen zentral.

Langfristig sehen wir den Inflationsdruck, nicht zuletzt aufgrund der immensen Investitionsvorhaben in Infrastrukturprojekte, der strukturellen Energieknappheit und insbesondere wegen der teilweise rasant steigenden Staatsverschuldungen, nicht vollständig gebannt.

Aktien

Als Folge der positiven Gewinn- und negativen Kursentwicklung im Jahr 2022 sanken die Bewertungen der Aktienmärkte. Diese Bewertungskorrektur ist abgeschlossen. In vielen Regionen bewegen sich die Aktienbewertungen im Bereich des langjährigen Durchschnitts, was darauf hindeutet, dass die Märkte mit der Ausnahme einzelner Unternehmen nicht übersteuert sind.

Grafik 4: Kurs-Gewinn-Verhältnis* von Aktienindizes



Quelle: Bloomberg, Belvalor AG; * Basis: monatlich; Gewinne: Konsensschätzungen für kommende 12 Monate (01.01.2007 - 30.11.2023)

Die konjunkturellen und geopolitischen Unsicherheiten sprechen grundsätzlich für den Schweizer Aktienmarkt, welcher nicht nur ein Übergewicht an defensiven Aktien aufweist, sondern auch zahlreiche qualitativ hochstehende Unternehmen beheimatet. In der Breite besitzt der Schweizer Aktienmarkt nach einem verhaltenen 2023 durchaus Aufholpotenzial für das neue Jahr.

Schweizer Qualität bevorzugt – auch am Aktienmarkt

Als langfristig orientierte Investoren richten wir unser Augenmerk auf die Entwicklungstrends im Technologiesektor. Besonders interessant sind die verschiedenen Anwendungen neuer Technologien, die Unternehmen nutzen, um ihre Effizienz zu erhöhen, Kosten zu senken und Herausforderungen wie dem Fachkräftemangel zu begegnen. Diese technologischen Fortschritte, zu denen auch die Künstliche Intelligenz gehört, werden zunehmend zu wertvollen Ressourcen für Unternehmen verschiedenster Branchen. Entsprechend halten wir an unserem bewährten Anlageprozess fest und investieren über den Zyklus hinweg in Qualitätsunternehmen aus unterschiedlichen Bereichen der Wirtschaft. Zu unseren wichtigsten Qualitätskriterien gehören strukturelles Marktwachstum, eine führende Marktstellung, ein Management mit ausgewiesenem Leistungsausweis, stabile Margen, eine solide Bi-

lanz und attraktive Kapitalrenditen sowie eine vernünftige Balance bei der Verwendung von Cashflows für Investitionen und Ausschüttungen. Wir sind überzeugt, dass Unternehmen mit diesen Eigenschaften optimal positioniert sind, um im derzeit herausfordernden Umfeld nicht nur zu bestehen, sondern ihr Geschäft auch weiterzuentwickeln und Marktanteile zu gewinnen.

Trotz des aktuell schwierigen geo- und geldpolitischen Umfeldes bleiben Aktien im Vergleich zu anderen Anlageklassen attraktiv und strategisch unsere erste Wahl. Auch wenn es kurzfristige Schwankungen geben wird, sind Aktien am geeignetsten, um Kapital langfristig zu schützen und zu vermehren. Die Erwartungen an das Anlagejahr 2024 sind vielerorts moderat, positive Überraschungen sind durchaus möglich.

Alternative Anlagen

Nach einem starken Anstieg im Vorjahr, haben sich die **Energiepreise** im Jahr 2023 wieder entspannt. Die dämpfende Wirkung der konjunkturellen Abkühlung hat zu sinkenden Energiekosten geführt, wobei kurzfristige, starke Preisanstiege insbesondere aufgrund der instabilen geopolitischen Lage jederzeit möglich sind.

Bei den **Rohstoffen** war die Preisentwicklung generell unterschiedlich. Während die Nachfrage nach Industriemetallen - nicht zuletzt wegen der schwachen wirtschaftlichen Erholung Chinas - gering blieb, profitierten Edelmetalle von einer Kombination aus schwächerem USD, geopolitischen Unsicherheiten und der Fantasie von vorzeitigen Zinssenkungen. Der Preis für eine Unze Gold in USD notierte zuletzt auf einem neuen Allzeithoch und übertraf somit den alten Höchststand aus dem Jahr 2020.

Gold strahlt trotz gestiegener Zinsen

Als Beimischung in einem ausgewogenen Portfolio bleibt Gold empfehlenswert – sowohl aus Absicherungs- als auch aus Diversifikationsüberlegungen.

Aus unserer Sicht bleiben **Privatmarktanlagen** trotz gestiegener Zinsen weiterhin interessant. Wir investieren sowohl in Aktien von führenden Anbietern im Bereich Private Equity als auch direkt in Anlagevehikel verschiedener Anlageklassen wie Private Equity, Private Debt, Real Estate und Infrastruktur. Die Relevanz von Privatmarktanlagen wird aus unserer Optik bedeutend bleiben.