

# Crafter's Strategy Letter

Januar 2024 – CIO Office

## Eine Erholung wie Samt und Seide? Nicht ganz: Die Herausforderungen bleiben

Die sanfte Landung der US-Wirtschaft ist absehbar, ebenso das Ende des Zinserhöhungszyklus der meisten Notenbanken. Der Kampf gegen die Inflation ist aber noch nicht gewonnen und wir erachten die hohen Erwartungen auf baldige Zinssenkungen als verfrüht. Der Tiefpunkt des Konjunkturabschwungs scheint jedoch in greifbarer Nähe zu sein und wir geben nach wie vor einer erhöhten Aktienpositionierung in den Portfolios den Vorrang.



Quelle: Canva

### KI und der Inflationsrückgang als Treiber der Aktienmärkte im Jahr 2024

Das Jahr 2023 endete für die Finanzmärkte, in den USA allerdings durch wenige US-Technologieaktien getrieben, durchaus positiv. Aus geopolitischer Sicht sieht die globale Lage unweigerlich trüber aus. Die neue multipolare Welt mit seinen Kriegsschauplätzen bereitet nicht nur aufgrund des grossen menschlichen Leids und dem Verlust des demokratischen Verständnisses Sorgen sondern auch aus wirtschaftlicher Sicht. Das Gemisch von den folgenden Faktoren prägten das Jahr besonders auf der negativen Seite: Stotternde Wirtschaftsaktivität, Banken Krisen, sinkende aber noch zähe Inflation, höhere Zinsen und die damit verbundene Stagnation, Probleme in der

Investitionstätigkeit und die mangelnde Visibilität für Unternehmen. Positiv hingegen waren der immer noch robuste Arbeitsmarkt, die Resilienz der US-Wirtschaft, der hohe Innovationsgrad und Produktivitätsfortschritt in Zusammenhang mit der künstlichen Intelligenz und die Normalisierung bis hin zu Optimierung von Lieferketten. Die deutlich tieferen Inflationsraten liessen die Finanzmärkte auf ein Ende der Zinserhöhungsschritte hoffen.

Zuletzt stieg zudem auch die Wahrscheinlichkeit des Szenarios einer sanften Landung der Wirtschaft in den USA weiter an. Die Finanzmärkte begannen weitere Zinserhöhungen der Notenbank auszuschliessen und darüber zu spekulieren, wann die ersten Zinsschritte nach unten erfolgen könnten. Die langen Zinsen erreichten in den USA Mitte Oktober ihr Hoch bei 5% (10-jährige US-Staatsanleihen), daraufhin setzte aber eine rasante Kehrtwende ein und sie fielen bis Ende Jahr auf 3.9%.

Über das letzte Quartal blieben sowohl die Aktienmärkte wie auch die Obligationenmärkte volatil. Die Anleger schwankten zwischen Zins-

Valère Consulting SA  
Clausiusstrasse 50  
CH-8006 Zürich

T +41 44 880 70 10  
info@valereconsulting.ch  
[www.valereconsulting.ch](http://www.valereconsulting.ch)

satzerhöhungsängsten und Hoffnung auf Zinssenkungen. Die Aktienmärkte (MSCI-Welt in USD) legten weiter zu: 11% von Ende September bis Ende Dezember. Die Technologie getriebenen amerikanischen Aktienmärkte konnten ihre Vorreiterrolle über das ganze Jahr beibehalten: Der S&P 500 endete mit einem Plus von 24.2% (in USD für 2023). Der defensive Schweizer Aktienmarkt SMI vermochte mit dieser Performance nicht mithalten und schloss das Jahr mit 3.8% ab (in CHF für 2023). Der chinesische Aktienmarkt war mit -11.2% (MSCI China in USD für 2023) die grosse Enttäuschung. Das erwartete «Reopening» nach der Aufhebung der strengen Covid Restriktionen blieb bis dato aus.

Der Goldpreis, unter anderem getrieben durch den nachlassenden Zinsdruck und der Nachfrage von nicht westlichen Notenbanken, überschoss zwischenzeitlich sein früheres Allzeithoch von USD 2050 auf USD 2135 und schloss bei USD 2063. Die Goldbeimischung in den Portfolios hat sich im Jahr 2023 somit bewährt.

Aktien	YTD 2023	Q4 2023
MSCI World AC (USD)	22.2%	11.0%
S&P 500 (USD)	24.2%	11.2%
Eurostoxx 50 (EUR)	19.2%	8.3%
SMI (CHF)	3.8%	1.6%
FTSE 100 (GBP)	3.8%	1.6%
Nikkei (JPY)	28.2%	5.0%
MSCI Emerging(USD)	7.0%	7.4%
Anleihen	YTD 2023	Q4 2023
Bloomberg Global Aggregate	5.7%	8.1%
US Treasury 10y	0.5%	4.5%
US Corporate	8.5%	8.5%
Bund 10y	3.2%	6.7%
EU Corporate	8.2%	5.5%
Währungen	YTD 2023	Q4 2023
USD Index	-2.1%	-4.6%
EUR/USD	3.1%	4.4%
GBP/USD	5.4%	4.4%
USD/CHF	-9.0%	-8.1%
EUR/CHF	-6.1%	-4.0%
GBP/CHF	-4.2%	-4.0%
Anderes	YTD 2023	Q4 2023
Brent oil	-10.3%	-19.2%
WTI Crude	-10.7%	-21.1%
GOLD SPOT \$/OZ	13.1%	11.6%
Silver Spot \$/Oz	-0.7%	7.3%
BBG Commodities Index	21.7%	12.1%
Iron Ore	-12.6%	-5.9%
US REIT	13.8%	16.0%

## Inflation und Zinsen sollten weiter sinken: Alles im grünen Bereich?

Am 13. Dezember 2023 kommunizierte der FED-Chef Jerome Powell, dass der Zinserhöhungszyklus abgeschlossen sei und bis zu drei Zinssenkungen für das Jahr 2024 erwartet werden dürften. Somit steht der sanften Landung der Wirtschaft nichts mehr im Weg. Wo liegen die Stolpersteine? Der Grossteil des Inflationsrückgangs ist im Durchschnitt dank den Teilkomponenten Energie und Güter (ohne Lebensmittel) erfolgt, die Kernrate (mit den Preisen für Dienstleistungen) bleibt in den meisten Ländern auf einem hartnäckigen, erhöhten Niveau. Von Entwarnung kann somit noch nicht die Rede sein, zumal wieder vermehrt inflationstreibende Komponenten in den Vordergrund rücken könnten, die in den letzten zwei Jahren vernachlässigt wurden: Die Dekarbonisierung als Schlüssel zu einer klimaneutralen Gesellschaft und die weitere Deglobalisierung. Zudem neigt sich der Post-Covid Lagerabbau einem Ende zu, was die Preise gewisser Güter wieder nach oben normalisieren dürfte. Wir erwarten deshalb, dass sich die Inflationsraten nicht auf das Niveau vor der Pandemie zurückbilden werden und demzufolge die Volkswirtschaften generell mit einer höheren Sockelinflation leben werden müssen. Mit einer Verbesserung der konjunkturellen Lage sollte dies aber an den Finanzmärkten gut verdaut werden können.

Unsere Einschätzungen für das Jahr 2024 liegen demzufolge bei höchstens vereinzelt Zinssenkungsschritten und einer Nivellierung des Leitzinses auf einem erhöhten Niveau.

Wir sehen zwei Szenarien mit erhöhter Wahrscheinlichkeit: 1) Ein Softlanding gelingt (allenfalls mit Hilfe von kleinen Zinssenkungen) oder 2) die Wirtschaft gleitet in eine Rezession

ab. Wir geben dem Softlanding Szenario (1) eine höhere Wahrscheinlichkeit von 50% gegenüber dem Rezessionsszenario (2) von ebenfalls hohen 40%. Die verbleibenden 10% bestehen in einem Szenario, in der die Wirtschaft erstarbt. Die vorlaufenden Indikatoren zeigen nach wie vor auf eine Wirtschaftsabschwächung, allerdings stabilisierten sich die Indikatoren auf tiefem Niveau.

### **Wahljahr, Geopolitik und wirtschaftliche Implikationen**

Im Jahr 2024 werden wir weltweit die höchste Anzahl an Präsidentschaftswahlen sehen. 50% der Weltbevölkerung wird zu den Urnen gerufen. Einige der Wahlen werden keine grossen Überraschungen mit sich bringen. In den USA sieht es hingegen anders aus: Der Ausgang der Wahl könnte weitreichende Implikationen für eine Verstärkung oder Verminderung von protektionistischen Massnahmen und gegen oder für die weitere Hilfe an die Ukraine bedeuten. Obwohl die FED apolitisch sein sollte, ist eine Zinssenkung in diesem Jahr aus politischen Gründen nicht undenkbar, um einem konjunkturellen Abschwung vorzubeugen: Eine Rezession wäre im Wahljahr

fatal, da sie Trump im November zum Wahlsieg verhelfen könnte.

Die geopolitischen Spannungen dürften uns weiter beschäftigen und eine Zunahme solcher ist nicht auszuschliessen; ein Auslöser für Volatilität an den Finanzmärkten.

China könnte sich weiterhin opportunistisch auf dem geopolitischen Parkett bewegen. Xi Jinping hat sich bis jetzt geweigert, die Konjunktur mit Stimuli zu unterstützen, obwohl die Wirtschaft im Deflations-Modus ist und der Konsum nicht anspricht. Die Immobilienpreise sinken seit über zwei Jahren, da ist es nicht verwunderlich, dass die Spendierfreude schwach ist, denn die chinesischen Haushalte halten rund 60% ihrer Ersparnisse in Immobilien. Wie weiter? Die Aktienbewertungen sind auf Tiefständen, der Pessimismus ist sehr gross und die Bevölkerung hält viel Geld auf den Konten; es dürften kleine Lichtblicke reichen für eine starke Gegenbewegung an den Aktienmärkten. Eine nachhaltige konjunkturelle Erholung in China hätte ausserdem einen direkten positiven Einfluss auf die umliegenden sowie die westlichen Volkswirtschaften.

Es warten somit auch im laufenden Jahr einige Herausforderungen. Die «Magnificent 7» Unternehmen des Technologie-Sektors, die den amerikanischen Aktienmarkt outperformen liessen, dürften sich im laufenden Jahr «beruhigen». Wir legen den Fokus auf zurückgebliebene Unternehmen der Sektoren Gesundheit, Konsum sowie Industrie. Der Gesundheitssektor ist günstig bewertet und macht mittlerweile 10% des globalen BSP aus. Die Herausforderungen steigen und mit ihnen der Bedarf an Medikamenten, da die Weltbevölkerung immer älter wird.

Wir starten das Jahr mit einem Aktienübergewicht, bleiben gut diversifiziert und bevorzugen bei Obligationen das höhere Investment Grade Segment.