

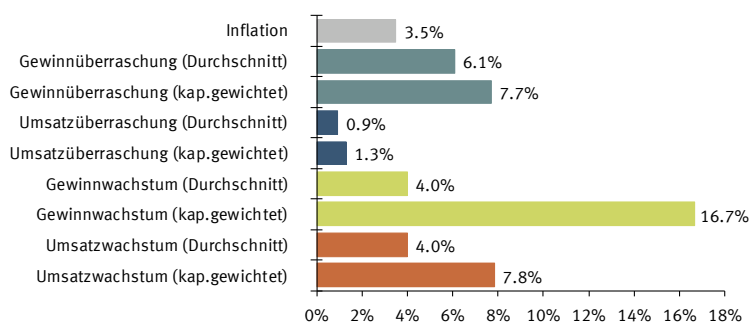
Nach einem guten ersten Quartal zeichnet sich für 2024 die erste schwierigere Aktienmarktphase ab. Auslöser waren zum einen die Geopolitik rund um den Konflikt zwischen Israel und dem Iran und zum anderen der ins Stocken geratene Disinflation-Trend in den USA. Auf globalwirtschaftlicher Ebene sind die USA weiterhin der Hauptmotor, wobei sich erste Anzeichen einer Wachstumsverlangsamung zeigen. Im Gegenzug gewinnen Europa und der Rest der Welt an Dynamik. Die kommenden Monate werden zeigen, inwiefern sich eine weitere Wachstumsverschiebung abzeichnet. Gold gehört zu den Profiteuren, wobei sich der Preisanstieg nicht nur durch die Geopolitik erklären lässt. Ganz allgemein haben sich die Preistreiber verändert – und zwar nachhaltig. Bei der taktischen Asset-Allokation belassen wir Aktien auf «Übergewichten».

Marktdaten

Index	Stand	Veränderung seit		Markt-
	28.04.24	29.04.23	31.12.23	P/E-25
New York Dow Jones Ind. Avge	38'240	14.8%	1.5%	17.5x
New York S&P 500	5'100	25.7%	6.9%	19.8x
New York Nasdaq	15'928	34.4%	6.1%	23.2x
Europa Stoxx-50 Euro	5'018	15.4%	11.0%	13.3x
Tokio Nikkei 225	37'935	33.5%	13.4%	19.7x
Schweiz Swiss Perf. Index	15'138	1.0%	3.9%	17.5x
Swiss Bond Index Rendite CHF	0.74%	-34 bps	+4 bps	
USD/CHF	0.91	2.3%	8.3%	
EUR/CHF	0.98	-0.7%	5.2%	

Zwischenstand Gewinnberichtssaison Q1 2024

S&P 500: Gewinn- und Umsatzresultate



Die Gewinnberichterstattung für das erste Quartal 2024 ist angelaufen und im S&P 500 haben bisher 228 von 500 Firmen (45%) mit einer Marktkapitalisierung von USD 23'800 Mia. rapportiert. Um Klarheit über die Gewinndynamik zu erhalten, bereinigen wir die Daten von Ausreissern und analysieren die Gewinnberichterstattung, indem wir zwischen durchschnittlichen und kapitalgewichteten Werten unterscheiden. Diese Betrachtungsweise zeigt auf, ob die Gewinndynamik vor allem von grosskapitalisierten und/oder von kleinen und

mittelgrossen Firmen getragen wird. Die bisherige Gewinnberichtssaison in den USA zeigt, dass grosskapitalisierte Firmen das Gewinnwachstum antreiben. Was derzeit vor allem interessiert, ist die Reaktion des Aktienmarktes auf die publizierten Resultate der Index-Schwergewichte. Beispiele: Meta übertrifft die Erwartungen und der Aktienkurs verliert 15%, während Alphabet (Google) 12% zulegt. Diese Dynamik zeigt, dass der Markt selektiver wird und zu hochgesteckte Erwartungen zum Teil revidieren muss.

Den eingeschlagenen Kurs halten

In Aktien investieren ist ein bisschen wie Schach spielen. Man muss seine Züge gut planen, diszipliniert sein, unter Druck einen kühlen Kopf bewahren und teilweise bereit sein, Figuren zu opfern, um im Spiel die Oberhand zu behalten. Ohne Risiken einzugehen, wird man nicht in Aktien investieren können. Oder um den fünffachen Schachweltmeister Magnus Carlsen zu zitieren: „Nicht bereit zu sein, Risiken einzugehen, ist eine äusserst riskante Strategie.“ Anleger sollten aber nicht erwarten, einfach Geld zu verdienen, nur weil sie Risiken eingehen. Es geht darum, die Anlagemöglichkeiten und Risiken in einem balancierten Anlageprozess so abzuwägen, dass mit einem bewussten Risiko entsprechend Geld verdient werden kann. Wir erleben derzeit eine schwierigere Aktienmarktphase, welche grundsätzlich zu erwarten, aber nicht zu "timen" war. Der wirtschaftliche Grundtenor bleibt vorderhand positiv und so gilt es, die erhöhte Volatilität zu ertragen. Risikolos ist die Marktsituation natürlich nicht, aber das ist sie nie. Die derzeit grösste Gefahr ist geopolitischer Natur und wäre eine weitere Eskalation zwischen Israel und dem Iran. Dies hätte insofern weitreichende Folgen, als ein steigender Ölpreis die Inflation erneut anheizen und in der westlichen Welt für Kaufkraftverlust sorgen würde. Wie auf Seite drei beschrieben scheint keine der Konfliktparteien derzeit eine weitere Eskalation provozieren zu wollen. Auf globalwirtschaftlicher Ebene sind die USA weiterhin der Hauptmotor für den Zwischenzyklus. Man muss sich aber nichts vormachen, und der Höhepunkt ist wohl erreicht oder bereits überschritten. Damit schwenkt der Fokus auf Europa und den Rest der Welt. Und tatsächlich sind die letzten Zahlen zu Europa, UK, Japan und Australien erfreulich. Wichtig für die kommenden Monate wird sein, inwiefern und in welchem Tempo das Zugpferd USA an Tempo verliert und der "Rest der Welt" dies auffangen und kompensieren kann. Kurzfristig liegt der Fokus auf der Gewinnberichtssaison für Q1 2024, und diese ist bisher gut angelaufen. (her)

Konjunktur

Die Flash-Composite-PMIs, soweit verfügbar, steigen in Asien und Europa, fallen aber in den USA. Damit schliesst sich die Lücke zwischen den USA und dem Rest der Welt. Die Auswirkungen der gegenläufigen Entwicklungen auf den globalen PMI – ein zentrales Element unserer globalen Konjunktüreinschätzungen – wird vorbehaltlich wirklich schwacher Daten aus China dennoch positiv sein. Denn zum einen ist der Rest der Welt grösser als die USA und der Anstieg ist dort stärker als der Rückgang in den USA – ganz zu schweigen davon, dass der PMI in den USA mit Werten von über 50 noch immer keinen Rückgang der Wirtschaftsleistung, sondern lediglich einen verlangsamten Anstieg signalisiert.

Anleihen

Der in der Amplitude und im Mittelwert angepasste OECD-Frühindikator ist ein Indikator, der möglichst gut das aggregierte Wirtschaftswachstum der G20-Staaten in der Vergangenheit abbildet. Die Ausschläge spiegeln dabei die Grösse der Abweichung vom Trendwachstum wider, das per Definition bei 100 Indexpunkten liegt. Wie der Name sagt, versucht der Indikator am aktuellen Rand die Wirtschaftsentwicklung zu prognostizieren. Uns dient der Indikator in erster Linie als optimiertes Abbild der wirtschaftlichen Entwicklung der Vergangenheit. Weil der US-Konsumentenmarkt global der grösste ist, stellen wir dem Index die US-Inflation als Proxy für den globalen Inflationsdruck gegenüber.

Währungen

Jüngste US-Inflationsdaten haben die Wahrscheinlichkeit für einen frühen Zinsschritt der US-Notenbank reduziert. Auch für den Vorsitzenden der US-Notenbank führen die Preisdaten nicht zu dem für einen Zinsschritt geforderten Vertrauen in die von der Fed erwartete Preisentwicklung. Diese Verschiebung der Zinsschritte ist Basis unserer Einschätzung des US-Dollars. Sie hat aber auch weitreichendere Konsequenzen. Japan und Korea leiden unter ihren relativ zum US-Dollar schwachen Währungen, weil sie die Kosten der Importe in die Höhe treiben. Das wäre sicher auch in China der Fall, wenn der Wechselkurs nicht von der Zentralbank gesteuert würde. Relativ zum US-Dollar ist der Chinesische Yuan stärker als die meisten anderen

Hinter der internationalen Angleichung des Wachstums verbirgt sich aber ein zweiter, eher besorgniserregender Trend. Die Indizes für das verarbeitende Gewerbe entwickeln sich in den einzelnen Ländern weniger gut oder schlechter als die Pendanten für den Dienstleistungssektor. Diese Dysbalance passt nicht zu dem von uns erwarteten zyklischen Anstieg der Wirtschaftsleistung. Das zyklische verarbeitende Gewerbe schwächelt. Wir müssen uns also wie am Ende des Servicebooms nach der Öffnung Chinas fragen, ob der Sektors das Potenzial hat, den Manufacturing-Bereich positiv zu beeinflussen. Hoffnung besteht, insbesondere wenn die Zinsen sinken sollten.

Der Zusammenhang ist wie zu erwarten eng. Die Wirtschaftsentwicklung läuft der Inflationsentwicklung leicht voraus und eine Inflation von zwei Prozent korrespondiert mit dem Trendwachstum von 100. Da der OECD-Indikator bereits ein überdurchschnittliches globales Wachstum signalisiert, legt der Chart nahe, dass die Inflation in den USA kaum weiter sinken wird. Wir halten dies dennoch für möglich. Anders als über weite Strecken in der Vergangenheit ist der aktuelle Konjunkturzyklus global nicht synchron. Das heisst, dass die US-Inflation, mit der sich abkühlenden US-Wirtschaft nachgeben kann, auch wenn der globale Inflationsdruck langsam wieder steigen sollte.

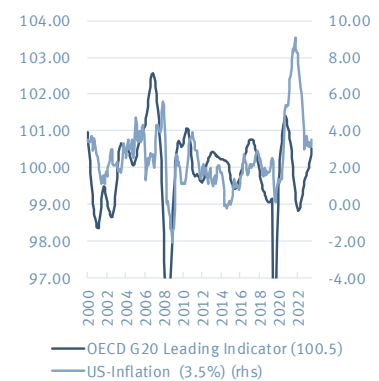
Währungen. Das ist für China, das fiskalpolitisch mit konjunkturellen Schwierigkeiten kämpft, ein Problem. Probleme aufgrund des Missverhältnisses der "importierten" US-Geldpolitik und der wirtschaftlichen Realität in China tauchen immer wieder auf, haben aber bisher nur zu "kleinen" Anpassungen geführt. In Anbetracht der Grösse der aktuellen Schwierigkeiten und vor dem Hintergrund der geopolitischen Spannungen könnte der Zeitpunkt für eine geldpolitische Emanzipation Chinas aber näher gerückt sein. Wenn die beiden grössten Volkswirtschaften der Erde eine implizite Währungsunion auflösen, bedarf das einer engen, wohlwollenden politischen Begleitung, um eine Destabilisierung der Finanzmärkte zu vermeiden. (tk)

Composite PMIs: Lücke geschlossen



Die Erholung in Europa nimmt Formen an, während das Wachstum in den USA zurückgeht. Die Welt wird ausgeglichener.

Wachstum und Inflation



Obwohl der globale Inflationsdruck vermutlich langsam steigt, kann es sein, dass die Teuerung in den USA noch weiter zurückgeht.

US-Dollar und Chinesischer Yuan



Faktisch sind die USA und China über die Wechselkurspolitik noch eng miteinander verbunden. Würden die USA die Zinsen nicht senken oder gar erhöhen, könnte das für China und den Rest der Welt weitreichende Folgen haben.

Erste Stolpersteine aufgetaucht

Nach einem sehr guten ersten Börsenquartal im Jahr 2024 sind die ersten Stolpersteine an den Aktienmärkten aufgetaucht. Der eine ist die Geopolitik rund um den Konflikt zwischen Israel und Iran, und der zweite ist der ins Stocken geratene Disinflation-Trend in den USA.

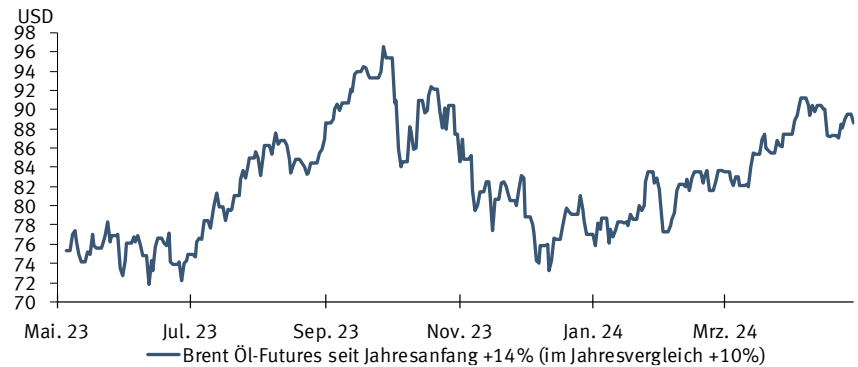
Konflikt Israel – Iran

Hört man den Konfliktparteien zu, so scheint keine der beiden eine weitere Eskalation zu suchen. Auch die US-Regierung hat kein Interesse daran, da sie einen möglichen Öl-Schock vor den Wahlen im November 2024 verhindern will. Russland hingegen hätte ein Interesse daran, um die Chancen für eine Abwahl der Biden-Regierung zu erhöhen. Ein republikanischer US-Präsident wäre gegenüber weiteren Kriegsgeldern für die Ukraine kritisch eingestellt und würde die Spannungen innerhalb der NATO fördern. Gleichzeitig ist Russland in seinen Handlungen eingeschränkt, da die Waffenlieferungen aus dem Iran bei einer Eskalation wohl versiegen würden. **Konklusion:** Besonders im Fokus für die weitere Beurteilung stehen a) der Ölpreis (Grafik 1), b) die Kursentwicklung des Schweizer Frankens als Fluchtwährung und c) die Frage, ob eine Sektorenrotation in defensivere Titel stattfindet. Bei den zwei erstgenannten Faktoren zeichnet sich eine Entspannung ab, während in Europa (nicht aber in den USA) eine gewisse Sektorenrotation festgestellt werden kann.

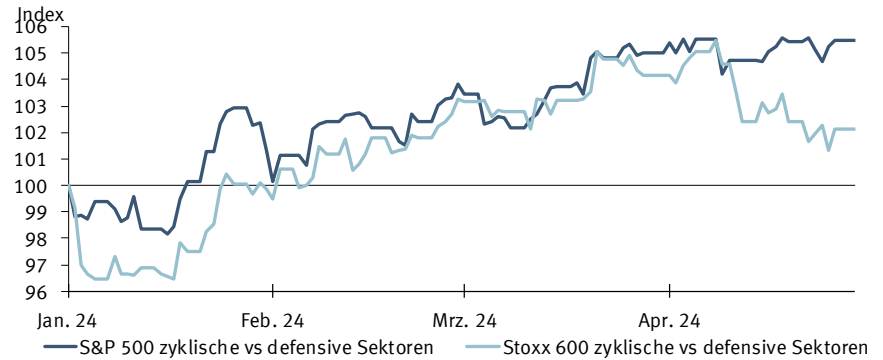
Stockender Disinflation-Trend in den USA

Beim Disinflation-Trend hat Europa die Nase vorn; in den USA ist dieser seit Januar 2024 ins Stocken geraten. Ein Hauptgrund hierfür ist, dass die USA über Potenzial wachsen. Erst im März 2024 hatte J. Powell, Präsident der US-Fed, die BIP-Wachstumsprognosen für 2024 von 1.4% auf 2.1% erhöht. Mit den kürzlich publizierten erhöhten Inflationszahlen haben sich die vom Markt erwarteten US-Zinssenkungen in Q3/Q4 2024 verschoben. Während im Januar 2024 noch von fünf bis sechs Zinssenkungen die Rede war, sind es inzwischen noch maximal zwei (Bandbreite 4.75% bis 5.25%). Dies ist aus zwei Gründen relevant. Erstens wird es im Juli 2024 ein Jahr her sein, seit die US-Fed den Leitzins auf 5.25-5.50% erhöht hatte. Sprich, der positive Effekt von "keinen weiteren Zinserhöhungen" läuft damit langsam aus. Zweitens baut der Aktienmarkt auf dem positiven Wirtschaftswachstum und den erwarteten

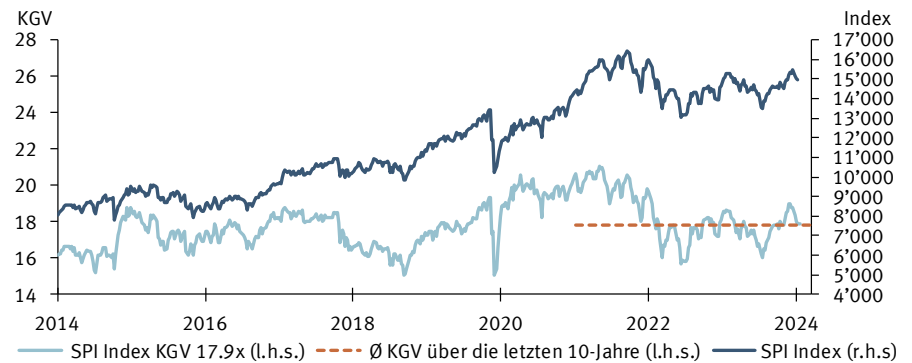
Grafik 1: Der Ölpreis als Gradmesser für die Geopolitik



Grafik 2: Anzeichen einer Sektorenrotation in Europa, nicht aber in den USA



Grafik 3: Kursentwicklung des SPI-Index und KGV-Bewertung



Zinssenkungen auf. Wenn sich die erwarteten Zinssenkungen immer weiter nach hinten verschieben, erhöht sich der Druck auf die Gewinnerwartungen der Firmen und die Bewertungen (Diskontierungsfaktor).

Den eingeschlagenen Kurs halten

Die Unsicherheiten haben sich unweigerlich erhöht und die Aktienmärkte sind in eine Konsolidierungsphase eingetreten. Sollte es zu einer Marktkorrektur von 5–7% kommen, würden wir wieder vermehrt Käufer am Markt erwarten. Das allgemeine Umfeld (Wirtschaftsdaten, US-Wahljahr, kommende Olympiade und Fussball-EM in Europa) ist immer noch zu gut, um nicht im Markt investiert

zu sein. Vergleicht man die aktuellen Kurs/Gewinn-Verhältnisse (KGV) mit ihren 10-Jahre-Durchschnitten, so befinden sich diese für den SMI, SPI, Stoxx 600, Stoxx 200, S&P 600 und S&P 500 (gleichgewichtet) innerhalb eines normalen Rahmens. Grafik 3 zeigt dies am Beispiel des SPI-Index. Die Gewinnberichtssaison Q1 2024 hat gestartet und wird Aufschluss geben über die Gewinndynamik und vor allem die Preisdynamik bei Firmen, die ihre Gewinn- und Umsatzziele verfehlen. Verzeiht ihnen der Markt einen Ausrutscher oder werden die Firmen sogleich abgestraft? Für Aktienanleger drängen sich derzeit keine Veränderungen auf. (her)

Übersicht

Der wirtschaftliche Grundtenor bleibt vorderhand positiv und so gilt es, die erhöhte Volatilität zu ertragen. Eine

zyklische Ausrichtung ist weiterhin gerechtfertigt.

Aktiensektoren

MSCI Sektoren	Beurteilung		Historische Perform. %	
	alt	neu	1 Mo	12 Mo
Energie	-	-	2	11
Grundstoffe	0	+	-2	7
Investitionsgüter	+	+	-3	20
Zyklischer Konsum	0/-	0/+	-4	17
Nichtzykl. Konsum	+	0	-2	-5
Gesundheitswesen	+	+	-5	3
Finanzwerte	0	0	-3	20
Info Technologie	0	0	-4	36
Medien/Telekom	0/-	0/-	0	34
Versorger	0	0	0	-4
Immobilien	0/-	0/-	0	0

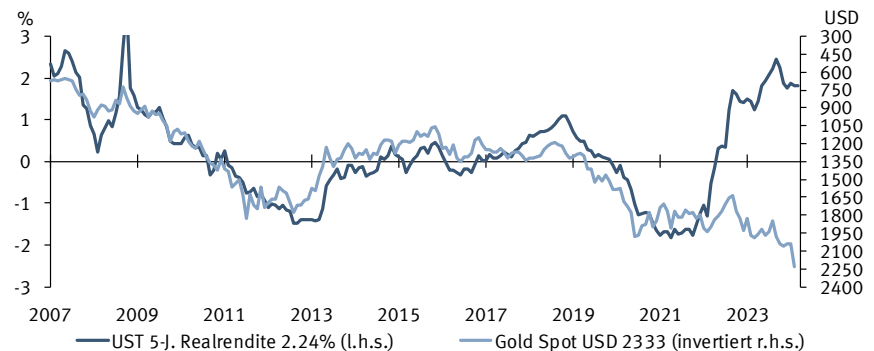
Regionen / Währungen

Aktien - Beurteilung und historische Performance	Beurteilung				Perform. %				Obligationen					Wechselkurs	
	alt		neu		1 Mo	12 Mo	alt		neu		0-3	3-5	5-10	gegen CHF	
	alt	neu	1 Mo	12 Mo	alt	neu	0-3	3-5	5-10	alt	neu				
Europa Euro (Stoxx-50)	-	-	-1	15	EUR	0	0	0	0	0/+	0/-	0			
Grossbrit. (FT-SE 100)	-	-	3	4	GBP	-	-	-	-	-	0	0			
USA (S&P 500)	0	0	-3	22	USD	0/+	0/+	0/+	0/+	0	0	+			
Japan (Nikkei 225)	0	0	-6	32	JPY	0	0	0/-	0/-	0/-	0	0			
Schweiz (SPI)	+	+	-2	0	CHF	0	0	0	0	0/+					

Was ist eigentlich mit dem Gold los? Die Preistreiber haben sich verändert.

Gold ist schwierig zu bewerten, da es keine Cashflows generiert, die man wie bei Aktien abdiskontieren könnte. Für die Bewertung von Gold spielen Faktoren wie Angebot und Nachfrage, Inflation, Wechselkurse, Geopolitik und Realrenditen eine Rolle. Bis im Oktober 2022 waren die Realrenditen (Renditen von inflationsgeschützten 5- und 10-jährigen US-Staatsanleihen "TIPS") das Mass aller Dinge, um eine Einschätzung des Goldpreises vorzunehmen. Die Statistik spricht diesbezüglich eine eindeutige Sprache. Über die letzten fünfzehn Jahre betrug die Korrelation zwischen dem Goldpreis und den 5-jährigen TIPS 0.89 und das Bestimmtheitsmass lag bei 0.80. Das Bestimmtheitsmass beschreibt die Qualität der Statistik. Ein Wert von 0.80 heisst, dass die Regression hochgradig verlässlich ist, um Vorhersagen zu treffen. Die Logik dahinter ist einfach zu verstehen. Positive Realrenditen machen Gold «unattraktiv», da sie Opportunitätskosten darstellen. Erstellt man nun die gleiche Regression mit den Daten per Ende März 2024, so fällt das Bestimmtheitsmass auf 0.2,

Goldpreis im Vergleich zur Realrendite



obwohl die Realrenditen zwischen Oktober 2022 und März 2024 positiv waren und bis zu 2.4% erreichten. Bei der Spurensuche zeigt sich, dass sich ein Preistreiber verändert hat, der sehr potent und nur bedingt preissensitiv ist, sich nicht um Korrelationen schert und die Preisfindung von Gold auf absehbare Zeit verändern wird. Es sind die Zentralbanken in einigen Schwellenländern (allen voran China) als Reaktion darauf, als die USA und Europa mit Russlands Feldzug gegen die Ukraine deren Devisenreserven eingefroren haben. Hinzu kommt,

dass inzwischen ernstzunehmende Bemühungen der G7-Staaten im Gang sind, Möglichkeiten zu finden, um die eingefrorenen Russlandvermögen für den Krieg und den Wiederaufbau der Ukraine zu nutzen. Sollte ein Weg gefunden werden, dann wird sich die Dynamik beim «Preistreiber Zentralbanken» nochmals akzentuieren. Für die Preisfindung relevant ist dann neben der Inflation, der Geopolitik und den Realrenditen vor allem der Druck einiger gegenüber dem Westen kritisch eingestellten Zentralbanken, ihre Währungsreserven weiter aktiv weg vom US-Dollar zu diversifizieren. Diesen Faktor gilt es beim Goldpreis neu zu berücksichtigen. (her)

Heinz Rüttimann (her), Investment Office, +41 44 639 13 94; heinz.ruettimann@rahnbodmer.ch
 Thorsten Küchler (tk), Investment Office, +41 44 639 13 87; thorsten.kuechler@rahnbodmer.ch

Der Anlagekompass wurde uns mit freundlicher Genehmigung von Rahn+Bodmer Co., Zürich, zur Verfügung gestellt.

Diese Publikation dient ausschliesslich Informationszwecken und trägt keinen individuellen Anlagezielen oder übrigen Anforderungen Rechnung. Die Publikation stellt weder ein öffentliches Inserat, noch eine Beratung, ein Angebot oder eine Empfehlung zur Beanspruchung einer Dienstleistung, zum Kauf oder Verkauf einer Anlage oder zum Abschluss einer anderen Transaktion dar. Bevor ein Anlageentscheid getroffen wird, sollte der Anleger eine individuelle Beratung zu seiner persönlichen Situation in Anspruch nehmen. Diese Publikation und die darin enthaltenen Informationen richten sich grundsätzlich an Personen in der Schweiz und sind insbesondere (und auch grenzüberschreitend) nicht für die Verbreitung an oder die Nutzung durch natürliche oder juristische Personen bestimmt, die Bürger eines Landes sind oder in einem Land ihren Geschäfts- oder Wohnsitz haben, in dem die Verbreitung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Nutzung dieser Informationen bzw. die darin enthaltenen Finanzinstrumente oder -anlagen geltende Gesetze oder Vorschriften verletzen würde oder aus anderen Gründen verboten ist, wie namentlich in den USA, CAN und/oder GB. Diese Publikation ist stichtagbezogen. Die darin angeführten Marktpreise, Prognosen und dergleichen beruhen auf banküblichen Informationsquellen und/oder geben die jeweilige Einschätzung des Verfassers wieder, sind indikativ, können sich jederzeit ändern und sind für Rahn+Bodmer Co. nicht verbindlich. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit übernimmt Rahn+Bodmer Co. keine Garantie oder Haftung. Hinweise auf die vergangene Performance bilden keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.

Datenquelle: Bloomberg