



Marktkommentar

4. Quartal 2023

Die Fed-Weihnachtsgeschenke

Konjunktur und Weltwirtschaft

Das vierte Quartal von 2023 begann negativ. Der Angriff der Hamas auf Israel verunsicherte die Weltmärkte und befeuerte kurzfristig die bereits hohe Inflation aufgrund höherer Ölpreise. Das unsichere Klima reflektierte sich auch in den Einkaufsmanagerumfragen, welche im Oktober sowohl in Europa als auch der Schweiz publiziert wurden.

Einzig in den USA gaben die Managerumfragen (PMI) leicht positive Signale. Dies widerspiegelte sich auch in den Ende Oktober veröffentlichten starken BIP-Zahlen. Europa hingegen zeigte ein gemischtes Bild, während Deutschland und Italien ein negatives Wachstum vorwiesen, konnten Frankreich und Spanien leicht zulegen.

Aufgrund der konjunkturellen Eintrübung in der Welt erhöhten die US-Notenbank und die Bank of England die Zinsen im November nicht weiter. Zentral bei der Entscheidung dürften auch die neuen US-Arbeitsmarkt- und Inflationszahlen gewesen sein. Während die US-Arbeitslosigkeit im Oktober anstieg sank die Inflation nach dem neuerlichen Ölpreisschock kontinuierlich auf 3.2% im November. Summa summarum blieb die Kerninflation in Europa und den USA aber immer noch über der Zielmarke von 2%.

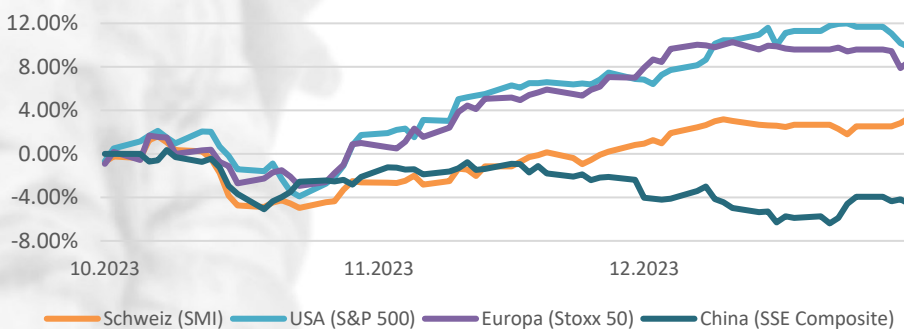
Ende November, gestärkt von starken Inflationsrückgängen in Deutschland und Frankreich, begannen die Märkte Zinssenkungen einzupreisen. Besonders die Rhetorik einzelner Fed-Mitglieder war Anstoss der Aktienrallye. Die Unsicherheit über das Deutsche Haushaltsbudget konnte dem Auftrieb nichts anhaben und so wirkten die tiefe EU-Inflation im November (2.4%) und Aussagen von Fed-Chef Powell, dass die US-Notenbank begonnen hat über Zinssenkungen zu diskutieren, wie Öl auf die Motoren der Aktienmärkte.

Auch vermochte die rhetorische Zurückhaltung der EZB-Chefin Christine Lagarde die Euphorie an den Märkten nicht bremsen. Die Folge war eine Endjahresrallye welche besonders in der Eurozone und den USA ausgeprägt war. Die Schweiz lag im Mittelfeld, während China, welches mit deflationären Tendenzen kämpft, die hinteren Plätze belegt. Dies ganz im Gegensatz zu anderen Schwellenländern welche im 4. Quartal profitieren konnten.

i Wichtigste Punkte

- Der Nahostkonflikt beschäftigte die Märkte zu Beginn des 4. Quartals 2023
- Äusserungen der US-Notenbank Fed liessen die Märkte auf baldige Zinssenkungen hoffen
- Infolge der Erwartung niedriger Zinsen konnten alle beobachteten Anlageklassen gegen das Jahresende zulegen
- Nichtsdestotrotz bleiben Fragen betreffend der Nachhaltigkeit der jüngsten Kursavancen
- Die globale Konjunktur schwächtelt ohne klare Anzeichen für einen Abwärts- oder Aufwärtstrend zu liefern

Abbildung 1: Weltindizes in Lokalwährung



Quelle: Refinitiv, Datastream per 10.01.2024

Geldpolitik

Im letzten Quartal 2023 sah der Markt keine Zinsveränderung der US-Notenbank, der Europäischen Zentralbank (EZB) oder der Schweizerischen Nationalbank (SNB). Eines der wenigen westlichen Länder, welches die Zinsen im 4. Quartal erhöhte, war Australien.

Nachgehallt hat besonders der Entscheid der SNB von September, da die Zinsen unverändert belassen wurden. Dieser gibt dem Chef der SNB, Thomas Jordan, weniger Spielraum für zukünftige Zinssenkungen, besonders im Hinblick auf die geldpolitischen Baustellen im Jahr 2024. Einerseits ist seit Januar die Mehrwertsteuererhöhung in Kraft, zum anderen sind die Gesundheitskosten in der Schweiz nochmals stark angestiegen. Ebenfalls gehen Prognosen von weiteren Mieterhöhungen aus, da sich diese in der Schweiz am Referenzzinssatz orientieren, welcher jedoch das Zinsumfeld nur verzögert abbildet. Schlussendlich werden Erhöhungen den Aufwärtsdruck auf die Inflationszahlen steigern. Ferner beschäftigt die SNB auch die derzeitige Stärke des Schweizer Frankens, worunter besonders die exportorientierte Industrie leidet. Daher besteht im Jahr 2024 die Herausforderung für die SNB, den richtigen Mittelweg zwischen Inflationsbekämpfung und Wirtschaftsstabilität zu finden. Es wird sich zeigen, wo Herr Jordan die Prioritäten setzt.

In den USA sorgte die Rhetorik von einzelnen Mitgliedern des Fed-Gremiums für eine Aktienrallye zum Ende des Jahres. Allerdings versuchten die Währungshüter sogleich den gestreuten Optimismus wieder durch pessimistische Aussagen einzufangen. Nichtsdestotrotz haben sich die neuen Zinserwartungen an den Märkten manifestiert. Abbildung 2 zeigt die Zinsen auf US-Treasuries für verschiedene Laufzeiten, gemessen zu unterschiedlichen Zeitpunkten. Wie zu erkennen ist, unterschätzten die Märkte Anfangs 2023 die Konsequenz, mit welcher die US-Notenbank Fed die Zinsen erhöhen würde. Mitte des letzten Jahres hatte sich dann die Überzeugung etabliert, dass sich Zinssenkungen auch weit ins Jahr 2024 nicht manifestieren. Die neue Realität (helle Linie) widerspiegelt nun aber die Erwartung von rascher als angenommen sinkenden Zinsen.

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass die Zentralbanken den Anlegern ein Weihnachtsgeschenk mit der Andeutung auf Zinssenkungen gemacht haben. Die Frage bleibt jedoch, wie gross das Geschenk wirklich ist, denn ausgepackt wird erst im 2024.



Marktdaten

| Aktienmärkte Perf. | 2023 |
|--------------------|--------|
| SPI | 6.09% |
| DAX | 20.31% |
| Euro Stoxx 50 | 23.19% |
| S&P 500 | 26.29% |
| Nasdaq Composite | 43.42% |

| Verfallrendite Staatsanleihen | in % |
|-------------------------------|-------|
| 10Y Schweizer Eidgenossen | 0.70% |
| 10Y Bundesanleihe DE | 2.03% |
| 10Y US Treasury | 3.87% |

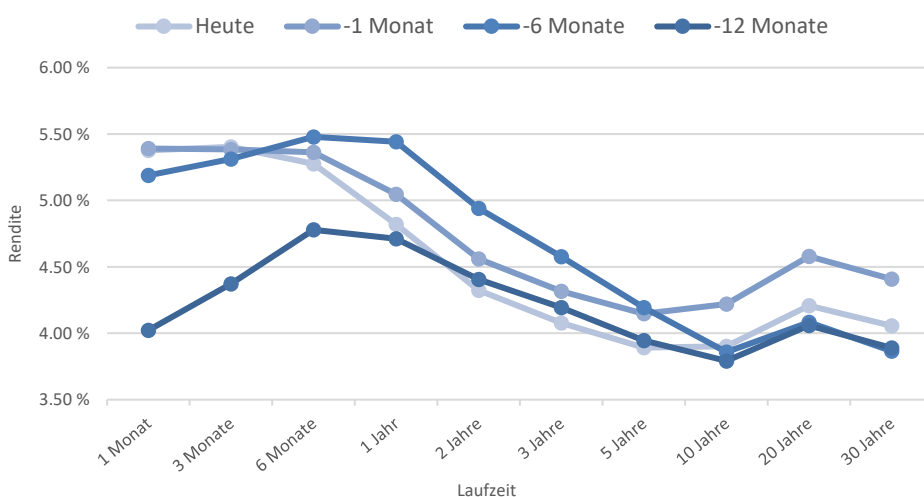
| Goldpreis oz. Perf. | 2023 |
|---------------------|--------|
| in CHF | 3.49% |
| in EUR | 9.91% |
| in USD | 13.76% |

| Rohstoffe Perf. | 2023 |
|-----------------|--------|
| Öl Brent | -3.13% |

Year-to-Date (YTD) Performance in Lokalwährung, per 31.12.2023

Quelle: Refinitiv, Datastream

Abbildung 2: US-Treasuries



Quelle: Refinitiv, Datastream per 10.01.2024

Finanz- und Kapitalmärkte

Zu Beginn des 4. Quartals 2023 gaben die Aktienmärkte aufgrund der Unsicherheiten im Nahen Osten nach. Danach dominierten ab Anfang November vor allem die Zinssenkungserwartungen die Märkte was einige Aktienindexes nahe oder über ihre Jahresbestmarke katapultierte. Gleichzeitig mit der Aktienrallye sanken die Verfallsrenditen auf festverzinslichen Anlagen, was ebenfalls zu Preisgewinnen in dieser Anlageklasse führte. Das Gold hatte ebenfalls ein sehr volatiles Quartal hinter sich. Noch im Oktober lag es unter der Marke von USD 1'920, bevor die geopolitische Unsicherheit und sinkende Umlaufrenditen es auf ein neues Allzeithoch schiessen liessen. Dadurch konnte Gold eine negative Jahresperformance zu Beginn des Quartals noch in einen ansprechenden Gewinn umwandeln.

Im Jahr 2023 stand unter anderem die Finanzbranche in den Schlagzeilen. Im Frühling 2023, nach mehreren Pleiten von amerikanischen Regionalbanken, wurde die Credit Suisse von der UBS übernommen. Das Gespenst einer globalen Bankenkrise manifestierte sich allerdings nicht. Dies auch dank massiven Liquiditätsspritzen der Zentralbanken in das System.

Ein weiteres zentrales Thema, welches im 2023 die Aktienmärkte beschäftigte, war die Künstliche Intelligenz. Technologieaktien profitierten von der Entwicklung ausserordentlich, was sich auch in einer starken Performance des Nasdaq, der über 43% zulegen konnte, niederschlug. Microsoft und Nvidia gehörten dabei zu den Profiteuren und erreichten beide neue Allzeithochs im Jahr 2023. Auch die Verwerfungen im Management von OpenAI im November, in welches Microsoft stark investiert, konnten den Trend nicht stoppen. Jedoch basieren die Kursavancen besonders auf zukünftigen Gewinnerwartungen. Werden diese Erwartungen enttäuscht, kann es zu Kursverlusten kommen.

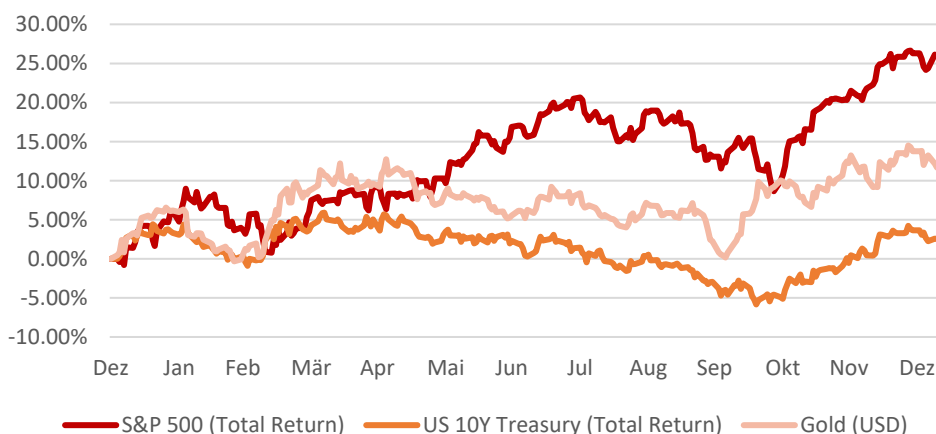
Schwellenländer konnten im Jahr 2023 ebenfalls grösstenteils zulegen, mit der Ausnahme von China. Vielen Schwellenländern half, dass globale Firmen ihre Nachschubwege aus dem Reich der Mitte in andere Länder verlagerten. Auch haben einige Länder wie Polen oder Brasilien bereits begonnen, die Zinsen zu senken. Als Folge konnten beide Märkte im vierten Quartal 2023 merklich zulegen. Besonders förderlich im Fall Brasilien war ebenfalls das gestiegene Interesse an Energiezulieferern, da Russland für westliche Länder als Erdöllieferant entfällt.

Die Abbildung 3 zeigt die Performance des S&P 500, 10-jähriger US Treasuries und Gold für das Jahr 2023 in USD. Den Effekt der Endjahresrallye in allen Anlageklassen aufgrund der erwarteten Zinssenkung kann ab Oktober beobachtet werden.

| Anlageklasse | Gewichtung |
|--------------|-----------------------|
| Liquidität | Übergewicht |
| Obligationen | Untergewicht |
| Aktien | Leichtes Untergewicht |
| Gold | Starkes Übergewicht |

- Unsere noch immer hohe Liquiditätsposition gibt uns Flexibilität und wird am Geldmarkt zinsbringend angelegt.
- Durch das starke Goldgewicht konnten wir im vierten Quartal merklich vom steigenden Goldpreis profitieren.
- Die Kursgewinne an den Märkten sind getrieben durch die Erwartungen baldiger Zinssenkungen. Bleiben diese aus, könnte der Markt enttäuscht werden und korrigieren, daher bleiben wir in Aktien leicht untergewichtet.

Abbildung 3: Totalrendite des S&P 500, 10Y US Treasuries und Gold für das Jahr 2023



Quelle: Refinitiv, Datastream per 10.01.2024

Aktuelle Vermögensallokation

Die Vermögensverwaltungsmandate der Bank konnten das Jahr sehr positiv abschliessen. Bei den Mandaten in der Risikokategorie Ausgewogen lag die Netto-Performance für die Modellportfolios mit Mandatswährung CHF bei 4%, EUR 8% und USD bei 9.2%.

Die Aktienselektion der Bank von Roll war im 2023 aussergewöhnlich gut. Besonders bei den Schweizer Aktien konnten wir gegenüber dem Markt eine markante Überrendite erwirtschaften. Die selektierten Schweizer Einzelaktien erreichten gleichgewichtet (wie im Portfolio) eine Rendite von über 20%, im Vergleich zum SMI (5.8%), was einer Überrendite von mehr als 14% entspricht. Durch die gute Selektion konnten wir unser defensives Aktienuntergewicht mehr als kompensieren und mit unseren Konkurrenten auch in der Aufschwungphase gegen Ende des Jahres sehr gut mithalten.

Obligationen haben ab März konstant an Wert verloren. Gleichzeitig mit dem Preiszerfall erhöhte sich die erwartete Rendite in dieser Anlageklasse. In diesem Umfeld haben wir selektiv zugekauft. Als sich im Spätherbst dann Anzeichen einer Zinswende verdichteten und der Markt diese einzupreisen begann, stieg der Wert der gehaltenen Anleihen. Insbesondere Anleihen mit hoher Duration konnten profitieren. Anfangs 2024 zeichnet sich jedoch ab, dass die Märkte das Tempo von Zinssenkungen überschätzt haben und ein leichter Preisabfall konnte beobachtet werden.

Zu Beginn des Jahres 2023 konnte Gold stark zulegen, verlor danach aber bis September kontinuierlich an Wert. Die geopolitischen Unsicherheiten sowie die Erwartung von möglichen Zinssenkungen liessen den Goldpreis im Oktober jedoch in neue Höhen vorstossen wodurch Gold einen ansprechenden Renditebeitrag geleistet hat.

Für das neue Jahr 2024 bleiben wir verhalten optimistisch, denn das Jahr 2024 birgt bekannte wie unvorhergesehene Herausforderungen. Zu nennen sind hier die Wahlen in den USA, Russland und Taiwan, welche die geopolitischen Spannungen vertiefen könnten. Finanzpolitisch bleibt die weiterhin über dem Zielband liegende Inflation zusammen mit dem Schuldenberg insbesondere von Staaten ein Thema. Ungelöste Fragen in der demografischen Alterung und im Klimawandel werden uns ebenfalls 2024 beschäftigen. Positiv stimmen dürften allfällige Zinssenkungen, eine fortschreitende Digitalisierung und eine anhaltend hohe Konsumbereitschaft in weiten Teilen der Welt.



Kontakt

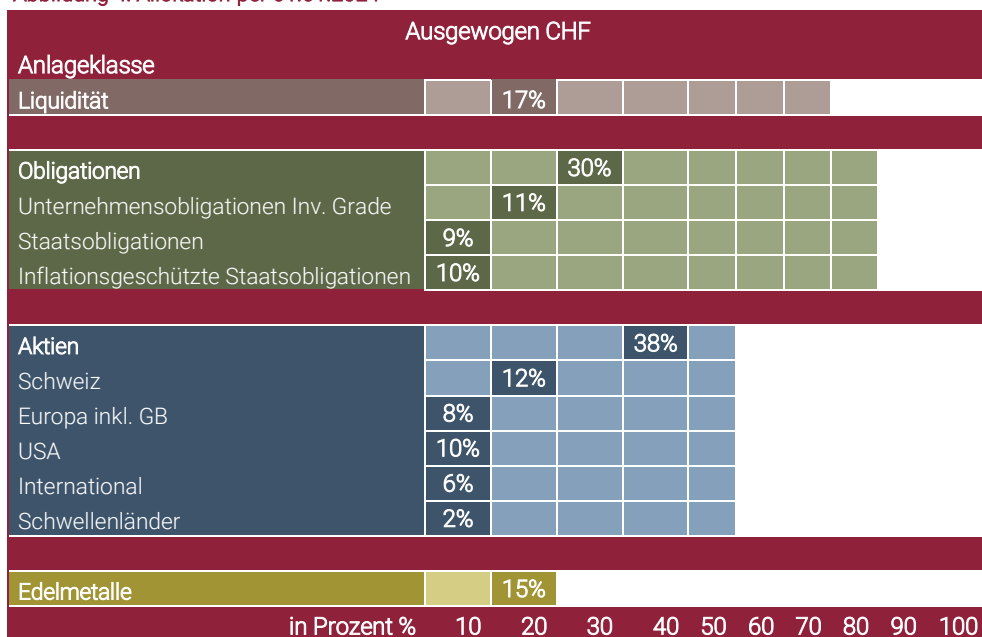
Bank von Roll AG
Bleicherweg 37
CH-8027 Zürich

Tel. +41 44 233 32 00

Disclaimer

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen dienen lediglich der allgemeinen Information und sollten nicht als Grundlage für wesentliche Geschäftsentscheidungen verwendet werden, ohne dass zuvor mit der Bank von Roll AG Kontakt aufgenommen wurde, um genauere und aktuellere Informationen zu erhalten. Insbesondere werden sämtliche Marktdaten, einschliesslich der Preise von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten, in annähernder und/oder vereinfachter Form dargestellt und können sich im Laufe der Zeit ändern. Die Preise und Werte der beschriebenen Anlagen können schwanken. Dies ist weder ein Angebot noch eine Aufforderung durch oder im Auftrag der Bank von Roll AG zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten. Die verwendeten Informationen stammen aus oder basieren auf Quellen, welche die Bank von Roll AG als zuverlässig erachtet. Die Bank von Roll AG übernimmt keine rechtliche Verantwortung oder Haftung für die Genauigkeit, Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen, die über dieses Dokument zugänglich sind. Jegliche Schlussfolgerungen, die der Benutzer aus den hier dargestellten Informationen zieht, sind seine eigenen und können nicht der Bank von Roll AG zugeschrieben werden. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für die zukünftige Entwicklung einer Anlage. Die Kommerzialisierung oder Verteilung dieses Dokuments ist nicht erlaubt.

Abbildung 4: Allokation per 01.01.2024



Bericht wurde am 10.1.2024 erstellt