



# MARKET

März 2024



**WKB**

Fühlen Sie sich zuhause

Walliser Kantonalbank  
Place des Cèdres 8, 1950 Sitten

wkb.ch

**2** Vorwort

**3** Einschätzung der wirtschaftlichen Situation

**4** Wie haben sich die Finanzmärkte entwickelt?

**5** Anlageklassen im Fokus

**6** Finanzgespräch per SMS

**7** Positionierung und Veränderungen  
Kommentar zu den Anlageentscheidungen

**8** Übersicht Performance

## Vorwort

Sitten, 4. März 2024

### Welchen Weg werden die Zinssätze im 2024 einschlagen?

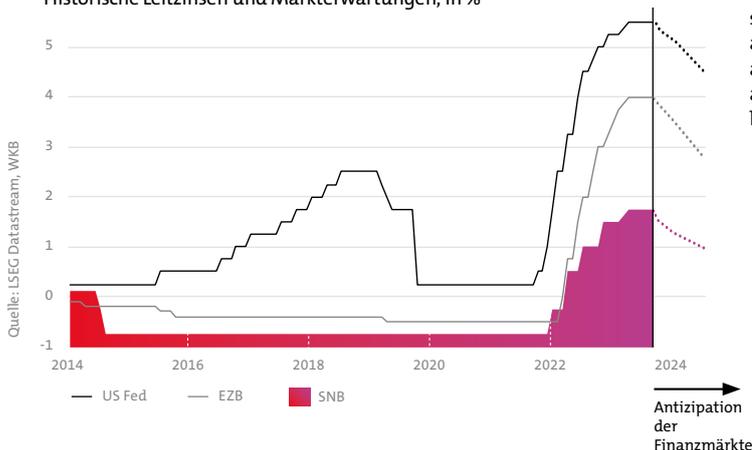
Im Juni 2022 läutete die Europäische Zentralbank (EZB) das Ende des kostenlosen Geldes ein. Nach mehr als 13 Jahren Nullzins hob die EZB ihren Leitzins auf 0,25% an, kurz vor der Schweizerischen Nationalbank (SNB). Seit 2021 ist der Inflationsgeist, dem es in seiner Wunderlampe zu eng wurde, aus dieser herausgestiegen. Daraufhin begannen die Zentralbanken einen zunächst zaghaften, dann aber entschlossenen Kampf gegen einen Anstieg des Preisniveaus, der als nicht vereinbar mit ihrem Auftrag erachtet wurde. Nach anderthalb Jahren gnadenlosen Kampfes gegen dieses unerwünschte Phänomen werden die Leitzinsen auf 5,5% in den USA, auf 4% in Europa und auf 1,75% in der Schweiz erhöht. In der Zwischenzeit (kumuliert über den Zeitraum 2021 bis 2023) ist das Preisniveau in Europa und den USA um etwa 18% und in der Schweiz um 6% gestiegen! Dieses Duell schien unseren bösen Geist etwas mürbe gemacht zu haben und der Druck auf die Zentralbanken, ihre Geldpolitik künftig zu zügeln, stieg.

#### Nicht zu früh senken

Die US-Notenbank hat bereits angekündigt, dass sie die Zinsen senken will (laut ihrer letzten Mitteilung dreimal in diesem Jahr), aber der Zeitplan für diese Lockerung ist noch ungewiss. Die Europäische Zentralbank hingegen hat diesen Weg noch nicht eingeschlagen und bleibt offen für eine Anpassung ihrer Geldpolitik. Doch weshalb sollte man mit einer Zinssenkung warten? Hierfür gibt es zwei Gründe. Erstens: Trotz der hohen Leitzinsen hat sich die Wirtschaft als sehr widerstandsfähig erwiesen. Die Arbeitslosigkeit in Europa ist auf dem niedrigsten Stand seit der Einführung der Einheitswährung. Eine zu schnelle Zinssenkung könnte die Wirtschaftstätigkeit wieder ankurbeln und den Preisdruck erneut erhöhen. Zweitens will sich die EZB nicht zu früh über die Inflation freuen.

#### Leitzinsen werden 2024 voraussichtlich sinken

Historische Leitzinsen und Markterwartungen, in %



Auch wenn die Inflation stark zurückgegangen ist, liegt sie mit +2,8% immer noch über dem Zielwert. Die EZB konzentriert sich daher auf die Inflation der Dienstleistungspreise und auf die Lohnentwicklung. Deren robuster Anstieg wird als nicht vereinbar mit ihrem Inflationsziel erachtet und eine Lohn-Preis-Spirale kann nicht völlig ausgeschlossen werden. Wie Christine Lagarde, die Vorsitzende des EZB-Direktoriums, andeutete, werden sie die anstehenden Lohnverhandlungen aufmerksam verfolgen. Die EZB wird ihre nächsten Entscheidungen also auf der Grundlage von Wirtschaftsdaten, besonders der Lohnentwicklung, treffen. Vorsicht scheint geboten, um ein zu frühes Handeln und damit die Gefahr eines Wiederanstiegs der Inflation zu vermeiden.

#### Nicht zu spät senken

Die Finanzmärkte haben sich bereits auf eine Seite geschlagen und erwarten im Laufe dieses Jahres mehr als vier Leitzinssenkungen in den USA und in Europa. Was ist von dieser Diskrepanz zwischen den Ankündigungen der Zentralbanken und den Erwartungen der Märkte zu halten? Wer behält Recht? Unserer Analyse zufolge entspannt sich die Lage in Bezug auf die Inflation rasch. Die annualisierte Inflationsrate der letzten sechs Monate nähert sich dem Zielwert von 2%. In den kommenden Monaten dürfte die Wirtschaft aufgrund der verzögerten Auswirkungen der mehrfachen Zinserhöhungen weiterhin mit moderater Geschwindigkeit wachsen. Die zweite Sorge der EZB betrifft die Löhne und das Risiko einer Lohn-Preis-Spirale (ein Mechanismus, bei dem eine Preiserhöhung zu einer Lohnerhöhung führt, die wiederum eine weitere Preiserhöhung nach sich zieht). Laut einer aktuellen Studie des Internationalen Währungsfonds endet die grosse Mehrheit der Inflationsschübe, wenn sie nur einige Quartale andauern, nur sehr selten in einer Lohn-Preis-Spirale. Konkret bedeutet dies, dass die Lohnerhöhungen in einem Aufholeffekt der Inflation folgen, ohne eine solche Spirale in Gang zu setzen.

Bis April wird die EZB über neue Daten zur Wirtschaftsaktivität und zur Lohnentwicklung verfügen. Diese Daten werden der EZB das nötige Vertrauen geben, um den nächsten Schritt zu tun und die Tür für Zinssenkungen zu öffnen, entweder bereits anlässlich der Sitzung im April oder im Juni. Auch die Schweizerische Nationalbank wird ihren Leitzins im Laufe dieses Jahres mehrmals senken. Die Erwartungen der Märkte könnten sich somit als richtig erweisen. Auch wenn das Ziel (4-5 Zinssenkungen in Europa und den USA) realistisch erscheint, könnte der Weg anders verlaufen. In diesem Fall könnten die Zinsen etwas später sinken als erwartet, allerdings mit grösseren Anpassungen. Mit dieser Aussicht auf niedrigere Leitzinsen rücken Obligationen in den Portfolios der Anleger wieder in den Vordergrund. 📌



Olivier Roh  
Leiter Investment  
Management

## Einschätzung der wirtschaftlichen Situation

**Die Zentralbanken warten die Wirtschaftsdaten ab, bevor sie die Leitzinsen senken. Sie wollen, dass das Vertrauen in die Kontrolle der Inflation weiter steigt.**

### Ein Überblick über die letzten Treffen der Zentralbanken

Bei den letzten Sitzungen der grossen Zentralbanken im Januar wurden die Leitzinsen in Europa und den USA wie erwartet unverändert belassen. Während der Pressekonferenz schlug Christine Lagarde einen ausgewogenen Ton an und liess die Tür für die ersten Zinssenkungen im Sommer offen. Laut der Direktorin des europäischen Instituts ist der Arbeitsmarkt weiterhin stark, ein Aspekt, auf den die EZB vor ihrer Entscheidung achten sollte. In den USA teilte Jerome Powell mit, dass die Zinssenkungen kommen würden, aber nicht so schnell, wie viele Anleger es sich gewünscht hätten. Die jüngsten Daten zur US-Inflation im Januar lagen über den Erwartungen (siehe Grafik), was darauf hindeutet, dass die US-Leitzinsen auf diesem Niveau bleiben werden. Da mehrere Wirtschaftszahlen die Erwartungen übertrafen, schoben die Finanzmärkte die Leitzinssenkungen auf, wobei die ersten in einigen Monaten in Europa und den USA erwartet werden.

### In Erwartung der nächsten Lohnerhöhungszahlen

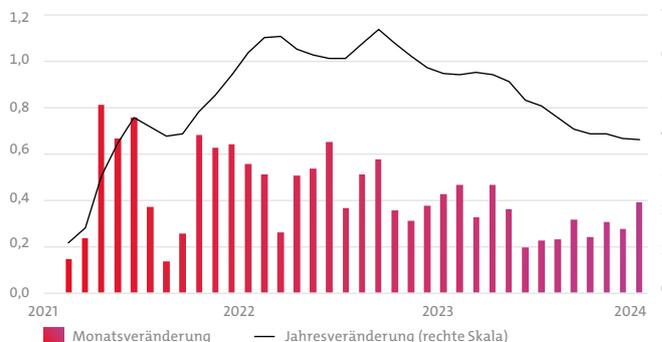
Der Arbeitsmarkt bleibt in den entwickelten Märkten dynamisch, wie die niedrigen Arbeitslosenquoten in den USA, der Eurozone und der Schweiz zeigen. Die US-Zahlen, insbesondere die Zahl der neu geschaffenen Arbeitsplätze und die Löhne, werden in den USA auf monatlicher Basis veröffentlicht. Gemäss den jüngsten Veröffentlichungen wurden im Monat Januar rund 300'000 neue Stellen geschaffen, also deutlich über dem Konsens, der 185'000 neue Stellen erwartet hatte. Auch bei den Löhnen gab es eine Überraschung. Diese stiegen nämlich im Jahr 2022 stark an, bevor sie sich im Laufe des Jahres 2023 wieder normalisierten. In jüngster Zeit sind die Lohnerhöhungen in den USA angesichts eines nach wie vor angespannten Arbeitsmarktes wieder leicht angestiegen. In Europa werden die Arbeitsmarktdaten von der Europäischen Zentralbank auf vierteljährlicher Basis aggregiert. Im April werden wir die nächsten Daten vom ersten Quartal erhalten, die die Märkte wegen den Auswirkungen auf die zukünftige Geldpolitik mit Spannung erwarten.

### Vorlaufende Wirtschaftsindikatoren nach wie vor auf gutem Kurs

Die US-Wachstumswahlen sind nach wie vor stark. Das US-amerikanische BIP-Wachstum vom 4. Quartal betrug +3,2% (annualisiert) und lag damit deutlich über den erwarteten 2%. Damit liegt das Wachstum nun schon seit zwei Quartalen in Folge über dem Potenzial. In Europa lag die erste Wachstumsschätzung im vierten Quartal bei +0,1% (Veränderung über ein Jahr, nicht annualisiert). Die vorlaufenden Wirtschaftsindikatoren blieben auf gutem Kurs. Der OECD-Frühindikator, der Wendepunkte von Wirtschaftszyklen anzeigen soll, erholte sich in den grossen Volkswirtschaften (siehe Grafik). Darüber hinaus sind die Einkaufsmanagerindizes in den USA, Europa und China leicht gestiegen. Im verarbeitenden Gewerbe, das sich in Europa seit mehreren Quartalen in einer Schrumpfungszone befindet, sehen wir Signale für eine Verbesserung.

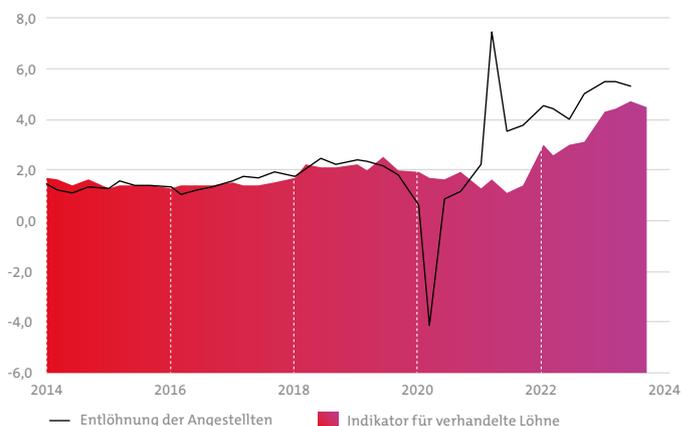
### Die Kerninflation in den USA stieg zwischen Dezember und Januar auf +0,4%

Kerninflation in den USA, in %



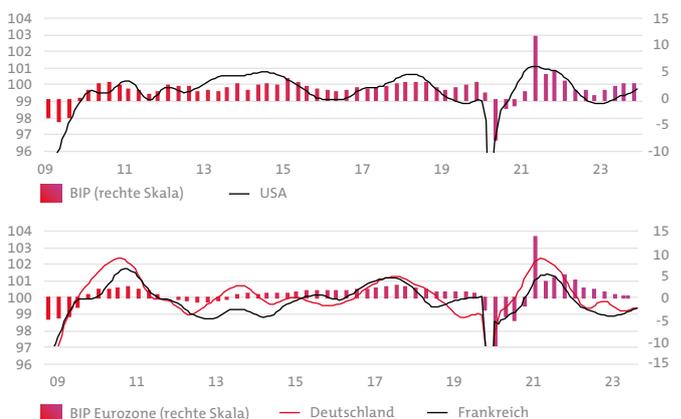
### Arbeitskosten in der Eurozone

Veränderung in % über ein Jahr



### Frühindikatoren sind in den grossen Gebieten positiv

OECD-Frühindikatoren



Quelle: LSEG Datastream, WKB

## Gewerbeimmobilien treten wieder in den Vordergrund. Worauf muss man sich gefasst machen?

In den USA und in Europa hatte die Bankenkrise vom März 2023 Befürchtungen in Bezug auf den gewerblichen Immobiliensektor (d. h. für geschäftliche Zwecke genutzte Objekte) geweckt. In diesem

Sektor gibt es namentlich wegen der Beschleunigung der Arbeit hohe Leerstandsquoten. In den letzten Wochen haben die Probleme einer relativ kleinen US-Bank (New York Community Bank) die Befürchtungen wieder aufleben lassen. Nachdem bekannt wurde, dass die Rückstellungen für das Kreditportfolio im gewerblichen Immobiliensektor erhöht wurden, fiel die Aktie in nur wenigen Tagen um mehr als 50%. Wir sind der Ansicht, dass, wenn die Schwierigkeiten auf einige wenige Akteure beschränkt bleiben, dieser Sektor kein systemisches Risiko für die Märkte darstellen sollte.

## Wie haben sich die Finanzmärkte entwickelt?

Aktien entwickeln sich zu Beginn des Jahres positiv: Mehrere Märkte erreichen historische Höchststände.

### Guter Start für Aktien im 2024

Aktien starteten gut ins Jahr und die meisten Märkte wiesen eine positive Performance auf. Diese Tendenz wurde seit November letzten Jahres durch den starken Rückgang der Inflation angeheizt, der die Aussichten auf eine Senkung der Leitzinsen nährte. Darüber hinaus überraschten die Unternehmensergebnisse vom vierten Quartal positiv. Bis jetzt haben über 80% der Unternehmen ihre Ergebnisse veröffentlicht. In den USA fielen die Zahlen in 75% der Fälle besser aus als erwartet. Darüber hinaus übertrafen die veröffentlichten Gewinne die Erwartungen um insgesamt +3,8%, was namentlich dem Technologiesektor geschuldet ist. Von den guten Ergebnissen profitieren die US-Aktien, die durch diesen Sektor gut vertreten sind. Der japanische Markt sticht durch die starke Abwertung des Yen besonders hervor. Bereinigt um diesen Effekt bleibt die Führung in der Hand des US-Marktes. Die Schwellenländer sind wegen den nach wie vor vorhandenen Herausforderungen in China weniger dynamisch. Schliesslich hinkt der Schweizer Markt hinterher. Roche, Nestlé und Novartis machen rund 50% des Swiss Market Index (SMI) aus und entwickeln sich weniger dynamisch als auf internationaler Ebene beobachtet.

### US-Qualitätsunternehmen im Aufwind

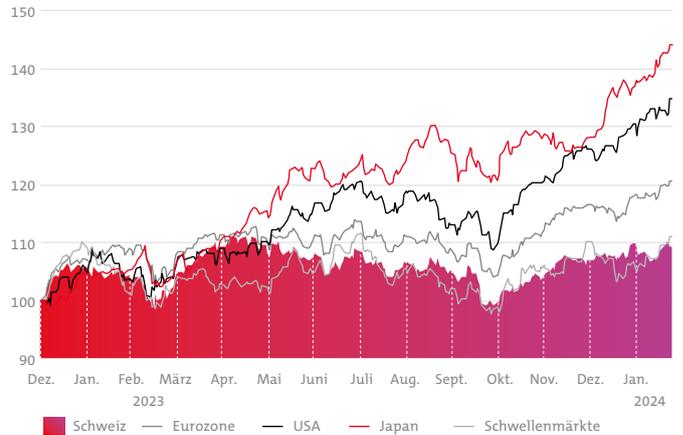
US-Qualitätsunternehmen setzen ihren Aufwärtstrend gegenüber dem restlichen US-Markt fort. Diese Unternehmen, die sich durch eine geringe Verschuldung und eine überdurchschnittliche Profitabilität auszeichnen, legten in den letzten zwölf Monaten um 45% zu, während der US-Markt um 32% zulegte. Diese Unternehmen konnten ihre grosse Menge an Liquidität zu Zinssätzen von fast 5% anlegen und so ihre Gewinne steigern. Ausserdem leiden diese Unternehmen im Gegensatz zu Unternehmen von geringerer Qualität nicht unter hohen Refinanzierungssätzen, da sie kaum verschuldet sind. Schliesslich hat auch der Aufschwung der künstlichen Intelligenz die Kurse von US-Qualitätsunternehmen gestützt. In diesem Themenbereich ist der Technologiesektor mit Unternehmen wie Nvidia, Meta, Microsoft oder Alphabet nämlich stark vertreten. Die wahrscheinliche Zinsnormalisierung in den USA könnte am Ende der starken Outperformance der Qualitätsunternehmen auf der Stelle treten.

### Immobilienfonds erholten sich stark

Seit November 2023 haben Immobilienfonds eine Performance von über 10% erzielt. Das Jahresende (der Zeitraum von November bis Dezember) ist für diese Anlageklasse oft günstig. Darüber hinaus wurden die Fonds auf Ende 2023 zu sehr attraktiven Bewertungen gehandelt. Die Agios der Fonds lagen nämlich im Durchschnitt bei rund 10%, einem niedrigen Niveau. Die Mieten wurden bereits erhöht und damit die Rendite des Immobilienbestands der Fonds verbessert. Die Anlageklasse dürfte sich weiterhin gut entwickeln. Wir rechnen nämlich mit mehreren Leitzinssenkungen in der Schweiz, die das Interesse an Immobilienfonds ankurbeln dürften. Die Fundamentaldaten setzen ihre seit einigen Jahren günstig verlaufende Tendenz fort. Das Wohnraumangebot in der Schweiz ist immer noch begrenzt und Baugenehmigungen werden immer seltener erteilt. Auf der Nachfrageseite sind das Bevölkerungswachstum und die Zuwanderung nach wie vor stützende Faktoren. Vor diesem Hintergrund dürften Immobilien für Investoren weiterhin attraktiv sein. 

### Mehrere Märkte erreichen historische Höchststände

Gesamtrendite, Basis 100, in Landeswährung



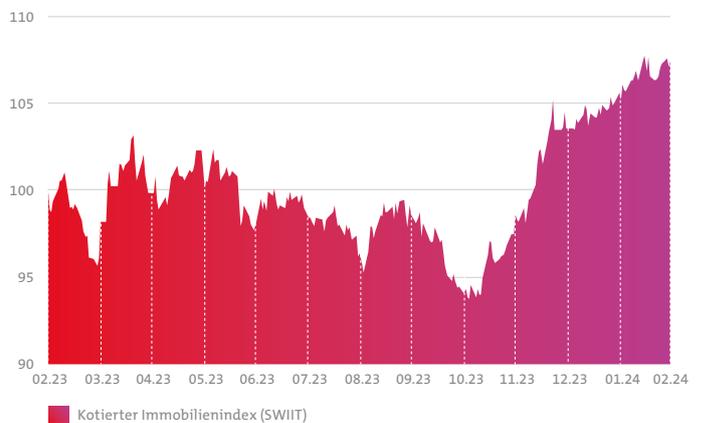
### Qualitätsaktien outperformen den US-Aktienmarkt

In den USA, Basis 100



### Die Performance der Schweizer Immobilienfonds war seit November beständig

Basis 100



## Anlageklassen im Fokus

Anleihen aus Schwellenländern bieten attraktive Renditen.  
Der japanische Yen ist stark unterbewertet.

### Anleihen aus Schwellenländern bieten attraktive Renditen

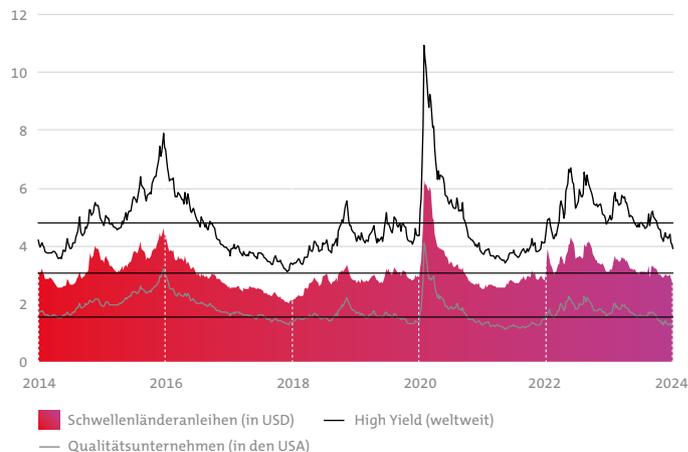
USD-Anleihen, die von Schwellenländern ausgegeben und dann gegen CHF abgesichert werden, bieten eine interessante absolute Rendite. In USD können wir nämlich mehr als 8% erzielen und etwa die Hälfte, wenn wir das Währungsrisiko gegenüber dem Schweizer Franken absichern. Das Renditeniveau ist im Vergleich zu Schweizer Qualitätsanleihen (1,35%) attraktiv, selbst in Anbetracht des höheren Risikos. Darüber hinaus ist die Risikoprämie von Schwellenländeranleihen (verglichen mit ihrem historischen Durchschnitt) im Vergleich zu Qualitäts- und Hochzinsanleihen deutlich günstiger. Unserer Ansicht nach werden Schwellenländeranleihen mittelfristig von einer Kombination günstiger Faktoren profitieren, die den Anleger belohnen dürften. Mehr noch: Wir sehen den USD wegen der Aussicht auf sinkende US-Zinsen nicht weiter steigen. Ein schwächerer USD ist für die Volkswirtschaften der Schwellenländer günstig, da die Zinszahlungen für diese Länder erleichtert werden. Die Demografie der Schwellenländer, mit Ausnahme von China, ist ein erstklassiger Wachstumsmotor in diesen Ländern. Angesichts der Zinssenkungen, die in mehreren Ländern bereits begonnen haben und eine Ankurbelung ihrer Wirtschaft ermöglichen, sind letztere auch dem Konjunkturzyklus voraus. Aus all diesen Gründen erscheinen uns Schwellenländeranleihen interessant.

### Von der Senkung der Zentralbankzinsen in den USA, Europa und der Schweiz dürfte der japanische Yen profitieren

Die Abwertung der japanischen Währung (gegenüber mehreren Währungen der entwickelten Volkswirtschaften und insbesondere dem Schweizer Franken) begann sich zu beschleunigen, als die grossen Zentralbanken ab 2022 die Zinsen anhoben, mit Ausnahme der japanischen Zentralbank. Zwischen 2022 und heute wertete der Yen gegenüber dem Schweizer Franken um rund 25% ab und seit den Anfängen des COVID im 2020 um 35%. Wir erwarten, dass die Währung des Landes der aufgehenden Sonne in den nächsten Quartalen vor allem aus zwei Hauptgründen gegenüber dem starken Schweizer Franken aufwerten wird. Erstens dürfte sich das starke Leitzinsgefälle in Zukunft verringern. Die Inflationsrückgänge werden es den Zentralbanken ermöglichen, die Leitzinsen in diesem Jahr zu senken. Mittelfristig dürfte die Bank von Japan ihre ultralockere Geldpolitik ändern und die Leitzinsen anheben. Zweitens ist der Yen stark unterbewertet. Der Index, der die Kaufkraftparität (KKP, siehe unten) berechnet, zeigt, dass die japanische Währung so stark unterbewertet ist wie selten zuvor in der Vergangenheit. 🚩

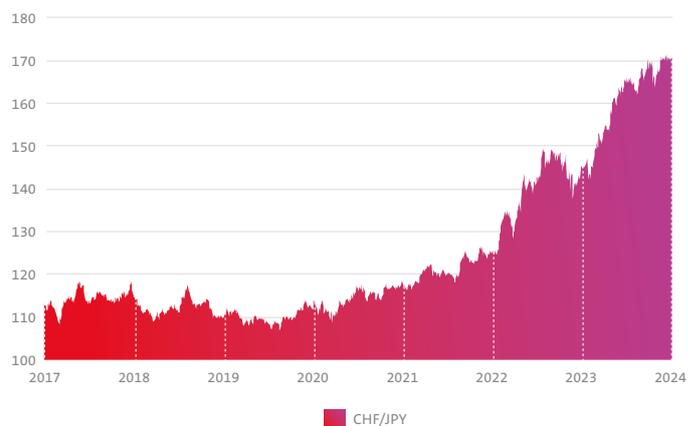
### Kreditrisikoprämien in Schwellenländern sind attraktiv

Kreditrisikoprämien, in %



### Seit den Anfängen des COVID hat der Yen gegenüber dem Schweizer Franken 35% an Wert verloren

Entwicklung des Wechselkurses



Quelle: LSEG Datastream, WKB

## Wie kann man feststellen, ob eine Währung über- oder unterbewertet ist?

Um eine Währung zu bewerten, kann man verschiedene Faktoren heranziehen. Mithilfe der Theorie des effektiven realen Wechselkurses kann man abschätzen, ob eine Währung teuer oder billig ist. Dieses Konzept beruht auf der Tatsache, dass die Preise von Waren und Dienstleistungen weltweit mittel- bis langfristig ähnlich sein sollten, wenn man sie auf eine einzige Währung herunterbricht. So wird manchmal der Preis für einen Big Mac in verschiedenen Ländern verwendet, der dann in US-Dollar umgerechnet wird, um die Funktionsweise des effektiven realen Wechselkurses zu veranschaulichen.

Wenn ein Big Mac in den USA 5 \$, in der Schweiz umgerechnet 7 \$ und in Mexiko umgerechnet 3 \$ kostet, ist der Schweizer Franken überbewertet und der mexikanische Peso unterbewertet. In Japan ist der Preis für einen Big Mac in USD mit unter 3 \$ derzeit niedrig, was auf eine günstige Währung hindeutet.

Legt man den effektiven realen Wechselkurs zugrunde, der den Wert des nominalen Wechselkurses mit der Inflation des Warenkorbs in jedem Land bereinigt, befindet sich auch der japanische Yen auf einem historisch sehr niedrigem Niveau.



# 6 Finanzgespräch per SMS

Hallo Timon. Ich habe vor kurzem einen Artikel gelesen, in dem stand, dass der Schweizer Franken eine starke Währung ist. Ich verstehe nicht ganz, was das bedeutet. Könntest du mir bitte mehr dazu sagen?

Hallo Martina! Gerne. Wie du bereits sagtest, besitzt die Schweiz eine sogenannte harte Währung. Das bedeutet, dass unsere Landeswährung im Vergleich zu anderen Währungen einen höheren Wert besitzt, der dazu neigt, im Laufe der Zeit an Wert zu gewinnen. Dieser höhere Wert bedeutet, dass in unserem Fall immer weniger Schweizer Franken benötigt werden, um eine bestimmte Menge einer Fremdwährung zu kaufen.

Okay, ich verstehe. Könntest du mir ein Zahlenbeispiel geben, damit es für mich klarer wird?

Ja, zum Beispiel musste man vor 10 Jahren für 1'000 Euro etwas mehr als 1'200 Franken ausgeben. Heute muss man für denselben Betrag in Euro nur noch etwa 950 Franken ausgeben. Dadurch wertet der Schweizer Franken auf und wird als stärker angesehen, denn um einen Betrag in Euro zu kaufen, muss man immer weniger Schweizer Franken ausgeben.

Wie steht es mit der Inflation?

Tatsächlich ist der Einfluss der Inflation ein wichtiger Punkt, der bei Währungen zu beachten ist. In Europa stiegen die Preise für Waren und Dienstleistungen zwischen 2021 und 2023 um etwa 18%, während wir in der Schweiz im selben Zeitraum eine Inflation von 6% hatten. Der Wechselkurs zwischen dem Euro und dem Franken fiel von 1.10 auf 0.94, d.h. um etwa 15%. Das Währungspaar EUR/CHF wertete also ab, sogar mehr als das Inflationsgefälle.

Könntest du mir ein konkretes Beispiel nennen, um die Auswirkungen der Inflation auf den Devisenmarkt zu veranschaulichen?

Ja, natürlich. Nehmen wir folgendes Beispiel: Im Jahr 2021 war ein Schweizer Unternehmen wettbewerbsfähig. Es exportierte eine Ware zum Preis von 91 Euro und kassierte 100 Franken (zum Kurs von 1.10 EUR/CHF). Heute hat dieses Schweizer Unternehmen seine Preise um 6% (106 Franken) erhöht. Seit dem Rückgang des Euro müssen die europäischen Kunden 112.50 Euro bezahlen. Für den europäischen Kunden ist das Schweizer Unternehmen wegen des starken Rückgangs des Euro weniger wettbewerbsfähig geworden. In Europa kostet eine Maschine, die 2021 ebenfalls 91 Euro kostete, wegen des Preisanstiegs um 18% nun 107 Euro.



**Timon Leiggener**  
Private Banking  
Kundenberater



**WKB-Kundin**  
**Martina**

Wie wirkt sich die Inflation auf die Wechselkurse aus?

In einem Land mit hoher Inflation wird die Währung tendenziell an Wert verlieren. Steigen die Preise in einem Land stark an, muss sich der Wechselkurs nach unten anpassen, damit die Unternehmen weiterhin exportieren können. Grosse Währungsströme werden nämlich durch die Wettbewerbsfähigkeit der aus einem Land exportierten und importierten Waren und Dienstleistungen gegenüber einem anderen Land beeinflusst.

Wie sieht es mit dem EUR/CHF-Kurs aus?

Theoretisch hätte der Euro um die Inflationsdifferenz zwischen der Eurozone und der Schweiz sinken müssen, d.h. um etwa -12%. Doch der Euro wertete noch stärker ab: um -15% (von 1.10 auf 0.94). Folglich ist der Euro heute niedrig und der Franken wird als teuer angesehen.

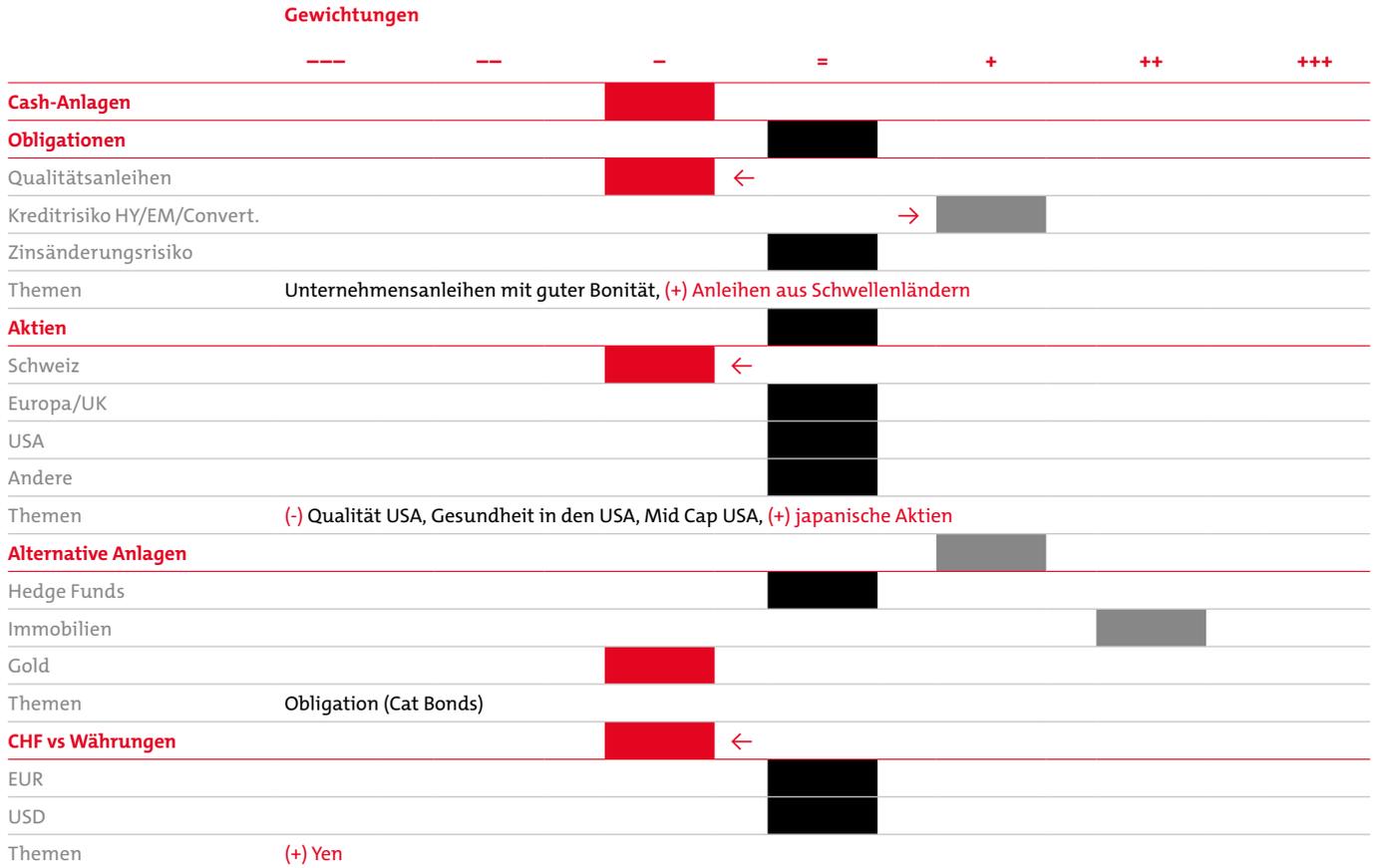
Wie wirkt sich ein starker Schweizer Franken auf unsere Schweizer Unternehmen aus?

Der starke Franken benachteiligt Unternehmen, die viel exportieren. Durch die Aufwertung des Schweizer Frankens werden Schweizer Produkte und Dienstleistungen für ausländische Käufer teurer. Umgekehrt werden Importe billiger.

Ok, jetzt verstehe ich all diese Begriffe besser. Vielen Dank für die Erklärungen. Ich wünsche dir einen schönen Tag.

Gern geschehen. Auch dir einen schönen Tag.

## Positionierung und Veränderungen



← → Änderungen sind durch rote Pfeile und Schrift gekennzeichnet.

## Kommentar zu den Anlageentscheidungen

**Die verzögerten Zinssenkungen ändern nichts an unserem Szenario einer weichen Landung der Weltwirtschaft. Wir behalten unsere positive Sicht auf Aktien bei, vor allem wegen der wieder steigenden Gewinnerwartungen.**

### Erste Zinssenkungen in den USA und in Europa verschoben

Zwischen November und Dezember letzten Jahres ging die Inflation stark zurück und näherte sich den Zielen der Zentralbanken schneller als erwartet. Mit dieser Entwicklung rechneten die Finanzmärkte mit deutlichen Leitzinssenkungen für 2024. In den ersten zwei Monaten des Jahres lagen mehrere Wirtschaftszahlen über den Erwartungen (insbesondere der Arbeitsmarkt und die Inflation in den USA). Infolgedessen verschoben die Märkte die Zinssenkungen. In den nächsten Monaten werden wir je nach Wirtschaftszahlen wohl noch erhebliche Veränderungen bei den erwarteten Zinssenkungen sehen (wann und wie viel?). Diese Entwicklungen stellen unser Szenario jedoch nicht in Frage. Denn der Höhepunkt der Inflation ist definitiv überschritten und wir befinden uns in der letzten Phase des nachlassenden Inflationsdrucks. Demzufolge werden die Leitzinsen in diesem Jahr sinken. Ob die ersten Zinssenkungen nun in diesem Sommer oder früher kommen, es wird positiv für die Wirtschaft sein.

### Wir behalten unsere positive Sicht auf Aktien bei

Die Aktienmärkte haben sich in den letzten Wochen erholt, angetrieben von der Aussicht auf eine Lockerung der Geldpolitik und einem positiven Szenario für das Wirtschaftswachstum, das an Fahrt gewinnt. Einige Börsenplätze sind nahe an ihren Allzeithochs oder haben diese bereits erreicht. Sollte man bei Aktien vorsichtig werden? Unserer Meinung nach

ist ein Allzeithoch kein Hemmschuh für den Markt. Die Börsen haben in der Vergangenheit schon viele Male Höchststände erreicht, ohne dass dies sie daran gehindert hätte, noch weiter zu steigen. Ein Punkt, auf den man achten sollte, sind die Aktienbewertungen, die nun leicht erhöht sind. In Bezug auf diesen Punkt ist die Bewertung bei einem langen Zeithorizont (ca. 10 Jahre) wichtig, bei einem Zeithorizont von 3 bis 12 Monaten aber weit weniger relevant. Für eine taktische Sicht (3 bis 12 Monate) sind das wirtschaftliche Umfeld und die Gewinnerwartungen, die sich auf einem guten Weg befinden, relevanter. Daher behalten wir unsere positive Sicht auf Aktien bei und bleiben investiert. Innerhalb der Aktien erhöhen wir den japanischen Markt und den Yen (auf Kosten des Schweizer Frankens). Die japanische Währung hat in den letzten zwei Jahren über 30% gegenüber dem Schweizer Franken verloren, wobei die japanische Zentralbank mit der Beibehaltung von Negativzinsen weltweit eine Ausnahme darstellte. Der Yen ist derzeit stark unterbewertet. Japanische Aktien bieten interessante Perspektiven mit Unternehmen, die eine aktionärsfreundliche Politik verfolgen. Wir nehmen Gewinne aus dem Themenbereich «US-Qualitätsaktien» mit, der sich gut entwickelt hat. Bei den Obligationen schliesslich reduzieren wir Unternehmensanleihen und kaufen Schwellenländeranleihen, die attraktivere Renditen aufweisen. ☞

«Die Aktienmärkte haben in der Vergangenheit schon etliche Male Höchststände erreicht, ohne dass es sie am weiteren Wachstum gehindert hat.»



Mathias Cotting, CFA  
Chefökonom



# Übersicht Performance (Gesamtrendite)

Aktien	Seit 1 Monat (%, in Lokalwährung)	2023 (%, in Lokalwährung)	2023 (%, in CHF)
Welt	4,4	24,4	13,2
Schweiz	2,0	6,1	6,1
Eurozone	4,3	19,7	12,7
USA	4,9	27,1	15,6

Obligationen	Seit 1 Monat (%, in Lokalwährung)	2023 (%, in Lokalwährung)	2023 (%, in CHF)
Staatsanleihen	-1,2	4,7	-4,4
Unternehmensanleihen	-2,1	16,5	6,0
Entwicklungsländer USD	0,8	15,5	5,1

Zinsen	in %	Seit 1 Monat (absolute Veränderung)	2023 (absolute Veränderung)
3 Jahre - Schweiz	0,99	0,01	-0,33
3 Jahre - Deutschland	2,60	0,32	0,02
3 Jahre - USA	4,33	0,18	0,14
10 Jahre - Schweiz	0,81	-0,04	-0,80
10 Jahre - Deutschland	2,41	0,18	-0,15
10 Jahre - USA	4,19	0,16	0,36

Währungen	Wechselkurs	Seit 1 Monat (%)	2023 (%)
EUR/CHF	0,959	2,8	-5,8
USD/CHF	0,885	2,7	-9,0

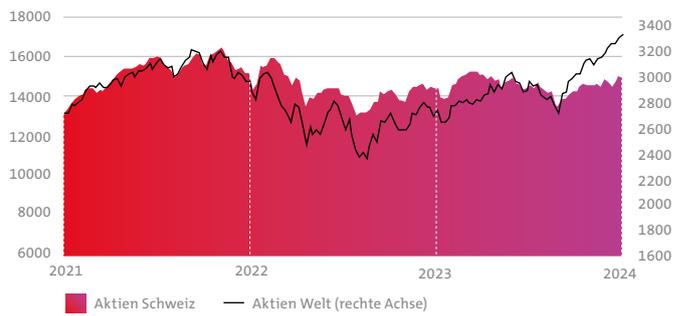
Alternative Anlagen	Kurs/Preis	Seit 1 Monat (%)	2023 (%)
Immobilien indirekt Schweiz	189	1,8	5,0
Gold (USD/Unze)	2074	0,7	13,8
Öl (WTI, USD/Fass)	81	8,8	-10,4

Angaben vom 28.01.24

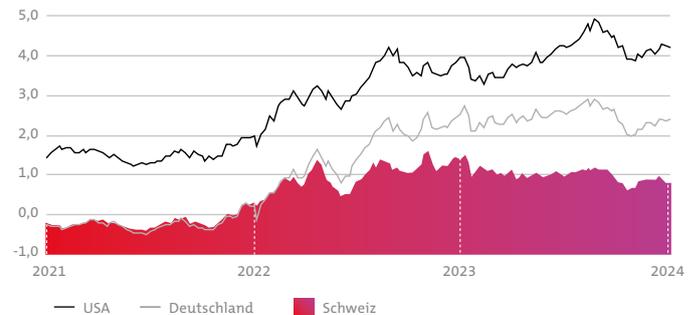
### Mitwirkende:

Mathias Cotting, CFA, Chefökonom  
 Olivier Roh, Leiter Investment Management  
 Neven Barada, CFA, Leiter Advisory  
 Stéphane de Kalbermatten, CAIA, Investment Manager  
 Grégoire Genolet, Investment Manager  
 Marc Farquet, Mitarbeiter Asset Management und Advisory  
 Jordan Ciampa, Advisory Manager & Börsenhändler

### Schweiz und Welt (Preisindex)



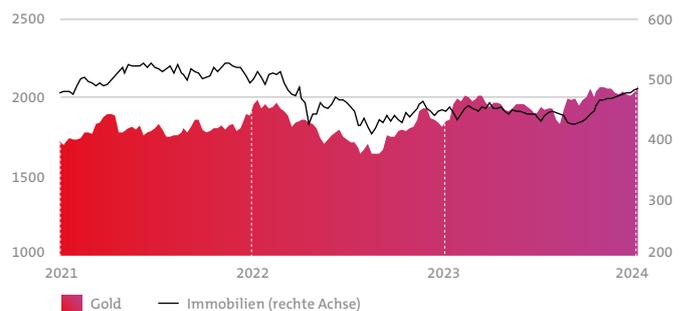
### Zinssätze für 10-jährige Staatsanleihen



### Wechselkurse



### Gold- und Immobilienpreise



Quelle: LSEG Datastream, WKB