

Der Monat März und ganz allgemein das erste Quartal 2024 bescherten Anlegerinnen und Anlegern jeder Vermögensklasse überaus erfreuliche Resultate. Diese Entwicklung wurde durch das robuste US-Wirtschaftswachstum angestossen. Sollten Europa und China in den kommenden Monaten ebenfalls einen positiven Beitrag dazu leisten, dann dürfte sich der aktuelle Zwischenzyklus weiter fortsetzen. Eine Verschnaufpause an den Aktienmärkten wird aber trotzdem kaum zu verhindern sein. Dies gehört zur normalen Entwicklung. Einen Meilenstein in den entwickelten Märkten setzte die SNB mit ihrer Zinssenkung um 0.25%. Damit ist die SNB diejenige Zentralbank, welche den Zinssenkungszyklus in den G-10 Staaten angestossen hat. In den kommenden Monaten dürften weitere folgen. Bei der taktischen Asset-Allokation belassen wir Aktien auf «Übergewichten».

## Marktdaten

Index	Stand	Veränderung seit		Markt-P/E-25
		26.03.24	27.03.23	
New York Dow Jones Ind. Avge	39'282	21.1%	4.2%	18.0x
New York S&P 500	5'204	30.8%	9.1%	20.3x
New York Nasdaq	16'316	38.6%	8.7%	23.8x
Europa Stoxx-50 Euro	5'088	22.2%	12.5%	13.6x
Tokio Nikkei 225	40'763	48.4%	21.8%	21.0x
Schweiz Swiss Perf. Index	15'401	9.1%	5.7%	18.1x
Swiss Bond Index Rendite CHF	0.69%	-48 bps	-1 bps	
USD/CHF	0.91	-1.0%	7.8%	
EUR/CHF	0.98	-0.8%	5.6%	

## Die Märkte sind breit abgestützt

Prozentanteil der Aktien im Index, die über ihrem 200-Tage-Durchschnitt notieren



Die Marktbreite reflektiert die allgemeine Gesundheit und Richtung eines Aktienmarktes. Zur Messung gibt es verschiedene Methoden. Eine davon ist die Berechnung des prozentualen Anteils der Aktien in einem Index, die über ihrem 200-Tage-Durchschnitt notieren. Eine Marktbewegung mit starker Marktbreite deutet auf ein gesundes und robustes Marktumfeld hin. Umgekehrt kann eine schwache Marktbreite, bei der nur wenige Aktien die Marktbewegung bestimmen, darauf hindeuten, dass der Trend

fragil ist. Wie in der Grafik ersichtlich, hat sich die Marktbreite seit dem Tief im Oktober 2023 wieder gut erholt. Sie zeigt insbesondere auch, dass im Jahresvergleich die Unterschiede zwischen den drei Indizes SMI mit 85%, Stoxx 50 mit 82% und S&P 500 mit 81% minimal geworden sind und der US-Markt nicht mehr nur von ein paar wenigen IT-Aktien getragen wird. Dies ist insgesamt ein positives Zeichen, und ein eventueller Rückschlag deutet mehr auf eine Konsolidierung als auf eine Trendwende hin.

## Willkommene Ostergeschenke

Ostern steht vor der Tür und Anlegerinnen und Anleger dürfen sich mit einer gewissen Selbstzufriedenheit zurücklehnen, die freien Tage geniessen und über das erste Quartal 2024 sinnieren. Tatsächlich war es ein äusserst gutes erstes Quartal und praktisch alle Aktienmärkte im In- und Ausland, Immobilienanlagen und Goldanlagen erfreuten sich einer starken Performance. Als vorzeitiges Ostergeschenk überraschte die SNB als erste Zentralbank der G-10 Staaten mit einer Zinssenkung. Immobilienanlagen dürfte dies in den kommenden Monaten weiter Aufwind verleihen. Zum einen hat sich damit die Finanzierung verbilligt und zum anderen bleiben die Erträge unverändert. Eine Veränderung des Referenzzinssatzes ist nicht vor Mitte 2025 zu erwarten. Weitere SNB-Zinssenkungen liegen hingegen im Bereich des Möglichen. Neben den Immobilien dürften auch der Schweizer Konsum und die Schweizer Wirtschaft von dieser Entwicklung profitieren. Mit der Zinssenkung schwächt die SNB den Schweizer Franken und stärkt damit die Wettbewerbsfähigkeit und Margen der Exportfirmen. Dieser Zustand kann sehr wohl über die nächsten drei bis sechs Monate anhalten. Aber aufgepasst: Wie auf Seite 4 beschrieben, kommen die Peitschenhiebe einer erneuten Frankenaufwertung bestimmt. Der Ende 2023 von den USA gestartete Zwischenzyklus mag sich weiter fortsetzen. Wenn auch die Schützenhilfe aus Europa noch nicht so stark ist, so zeigt der Trend zumindest in die richtige Richtung. Die Aktienmärkte scheinen im Vergleich zu 2023 breit abgestützt zu sein und notieren deutlich über dem 200-Tage-Durchschnitt (siehe Beitrag links). Von den elf globalen Sektoren notieren zehn ebenfalls über dem 200-Tage-Durchschnitt. Erfreuen wir uns also am ersten Quartal, aber werden wir nicht übermütig. Das "Hudel-" oder Aprilwetter kommt bestimmt und eine Konsolidierung oder Rücksetzer werden nicht zu vermeiden sein. Das ist für Aktieninvestorinnen und -investoren aber nichts Neues. Denn wer glaubt schon an den Osterhasen. (her)

## Konjunktur

Den PMI-Indizes folgend festigt sich die globale Konjunktur weiter. Die Composite PMIs für Europa und Japan steigen. Europa erreicht um Haaresbreite die Wachstumsschwelle und Japan bügelt einen Ausrutscher aus dem Vormonat aus. England und die USA verharren auf soliden Niveaus. Aus den Emerging Markets sind vor dem Hintergrund der jüngst eher positiven Überraschungen keine negativen Einflüsse zu erwarten. Mit der wirtschaftlichen Aktivität nimmt auch der Handel zu. In den PMI-Umfragen wird neben der Veränderung des Auftragseingangs auch dessen Ursprung abgefragt. Der Auftragseingang aus dem Ausland kann dabei sowohl ein Indikator für die Attraktivität des Angebots wie auch für

## Anleihen

Mit den sich verbessernden Wirtschaftsaussichten haben sich auch die Risikoprämien für Unternehmensanleihen eingeeengt. Auf den ersten Blick erscheinen sie sowohl im Vergleich zu anderen Anlagenkategorien wie auch zu ihrer eigenen Vergangenheit als wenig attraktiv. Aber das kann täuschen. Der plötzliche und starke Zinsanstieg führte dazu, dass Finanzierungsstrukturen angepasst werden mussten. Für Unternehmen, die strategischen Spielraum haben, bedeutet dies weniger Fremd- und mehr Eigenkapital. Die Folge solcher Entscheidungen sind über die Zeit bessere Ratings. Die Tiefzinsphase zwischen Finanzkrise und Pandemie hatte dazu geführt, dass sich viele Unternehmen auch auf Druck der

## Währungen

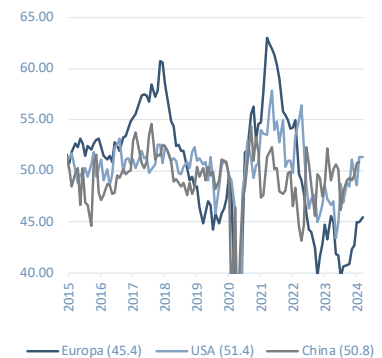
Die US-Notenbank hat ihre Wachstumserwartungen für 2024 deutlich angehoben, sieht aber keine grössere Inflationsgefahr. Der Grund ist, dass eine hohe Zuwanderung gepaart mit Produktivitätsgewinnen in Verbindung mit der fiskalpolitisch unterstützten Erneuerung der Produktionskapazitäten das Wachstumspotenzial der US-Wirtschaft insgesamt erhöhen. Solange das tatsächliche Wachstum aber unter dem Wachstumspotenzial der Wirtschaft liegt, ist es nicht inflationär. Die Zinsen können sinken, wenn auch nicht so stark wie ursprünglich gedacht. Hat die US-Notenbank recht, wären die US-Zinsen und das US-Wachstum für längere Zeit höher als erwartet. Höhere Zinsen und höheres Wachstum ziehen Kapital an. Auf der

die Kaufkraft aus dem Ausland sein. Während sowohl für die USA wie auch für China die Aufträge aus dem Ausland zu steigen beginnen, sinkt die Nachfrage nach europäischen Produkten noch immer. Tatsächlich sind die relativen Verbesserungen in Europa aber wesentlich ausgeprägter als in den USA und China. Bleibt diese höhere Sensitivität der europäischen Auslandsaufträge zum allgemeinen Wachstum erhalten und setzt sich der global begonnene Aufschwung fort, stehen die Zeichen nicht schlecht, dass sich auch die Lage in Europa zeitnah merklich aufhellt. Helfen würde natürlich ein relativ zum US-Dollar etwas schwächerer Euro.

Aktionärinnen und Aktionäre für höhere Fremdfinanzierungsanteile entschieden. In der Folge haben sich die Ratings verschlechtert. AAA- und AA-Unternehmensschuldner sind fast ausgestorben. Trotz Wirtschaftsschwäche und wegen höherer Zinsen kommen sie langsam zurück. Im vergangenen Monat wurden zum Beispiel Siemens (S&P) und Novartis (Moody's) wieder in den AA-Bereich heraufgestuft. Erinnern sich die Unternehmen trotz sinkender Zinsen noch einige Zeit an die Vorzüge einer hohen Kreditqualität, könnte es sein, dass sich Kreditindizes qualitativ verbessern und aggregierte Risikoprämien weiter sinken. Verhältnisse wie vor der Finanzkrise scheinen in Reichweite zu sein.

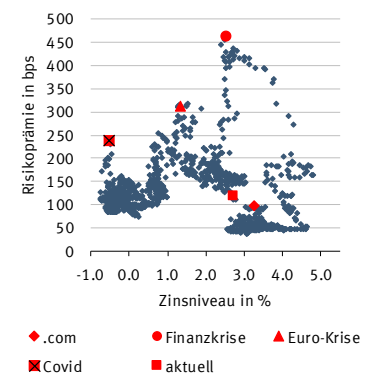
anderen Seite hat die SNB die Zinsen gesenkt, auch weil der Franken aus ihrer Sicht stark ist. Die tiefe und sinkende Teuerung erlaubt es, einen leicht schwächeren Franken zuzulassen. Die Schwäche ist in diesem Fall der geringeren Nachfrage nach "Sicherheit" geschuldet. Schiebt man die beiden Entwicklungen übereinander, ergibt sich ein grösseres kurz- und mittelfristiges Potenzial für den US-Dollar relativ zum Franken. Selbstverständlich kann sich dieses nur voll entfalten, wenn Sicherheitsaspekte nicht erneut in den Vordergrund treten. Im Wissen, dass es hierfür genügend Gründe gibt, heben wir die Prognose für den US-Dollar/Franken-Kurs dennoch auf 1.0–1.05 Franken pro US-Dollar an.

### PMIs: Exportaufträge



Seit 2015 waren Veränderungen im europäischen Aussenhandel wesentlich ausgeprägter als in den USA oder China. Hier besteht aktuell deutliches Potenzial für Verbesserungen im Euro-Raum.

### Kreditzyklen Europa



Was lange unvorstellbar war, rückt in greifbare Nähe. Zins- und Qualitätsniveaus der Euro-Kreditindizes wie vor der Dotcom-Krise Ende der 1990er-Jahre.

### US-Dollar und Euro vs. Franken



Während der Euro nur von der nachlassenden Attraktivität des Safe-Haven-Status des Frankens profitieren sollte, billigen wir dem US-Dollar auch eine intrinsische Stärke zu.

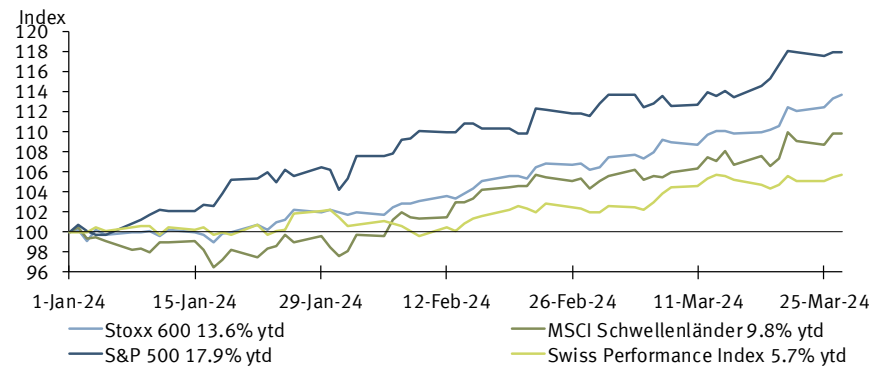
### Ein äusserst positives Quartal

Schweizer Investorinnen und Investoren dürfen sich über ein besonders gutes erstes Quartal freuen. So hat der Swiss Performance Index (SPI) seit Jahresbeginn um +5.7% und der Swiss Market Index (SMI) um +4.9% zugelegt (Grafik 1). Aufgrund des schwächeren CHF haben Auslandsanlagen ebenfalls kräftig zugelegt. So stieg der S&P 500 in CHF um +17.9% (in USD +9.1%) und der Stoxx 600 in CHF um +13.6% (in EUR +6.7%). Auch Immobilienanlagen erfreuen sich einer Preissteigerung und der Index SXI Real Estate Funds stieg seit Jahresbeginn um +5%. Hinzu kommt, dass mit der kürzlichen Zinssenkung der SNB alle SARON-Hypothekarschuldner ein vorgezogenes Ostergeschenk erhalten haben. Den einzigen Wehrmutstropfen finden Investoren bei Schweizer Obligationenrenditen. So beträgt beispielsweise die Rendite einer Anleihe mit Verfall 2030 und einem A-Rating rund 1.4%. Dies ist relativ bescheiden, wenn man bedenkt, dass die Dividendenrendite des SPI-Index rund 3.2% beträgt.

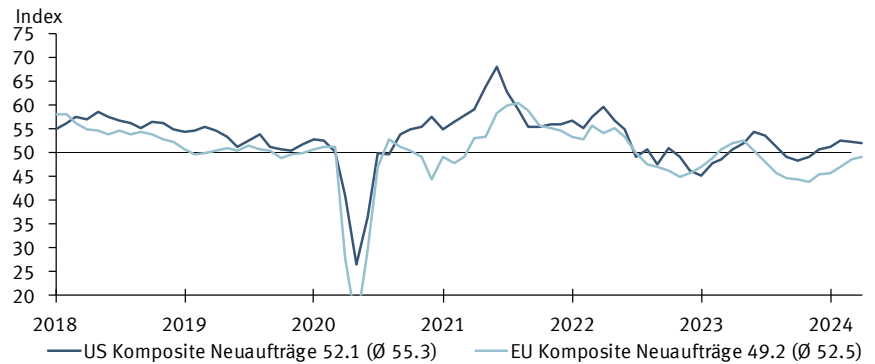
### Zwischenzyklus hält an

Dass das kurzfristige Umfeld trotzdem gar nicht so schlecht aussieht, liegt an einem Zwischenzyklus, der Ende 2023 von den USA angestossen wurde. Deren Wirtschaftswachstum ist weiterhin äusserst robust, wird hauptsächlich vom Konsum getragen und sorgt für die nötige Endnachfrage. Die USA werden diesen Zwischenzyklus aber nicht für längere Zeit allein tragen können und sind auf Schützenhilfe aus Europa und China angewiesen. Schaut man vor allem auf die Endnachfrage, dann zeigt sich in Europa eine Verbesserung bei den Neuaufträgen im Gewerbe und bei den Dienstleistungen. Wenn auch noch auf tiefem Niveau, so hat sich der PMI-Composite für Neuaufträge über die letzten fünf Monate von 43.8 stetig auf 49.2 Punkte verbessert. Dieser Trend müsste sich fortsetzen (Grafik 2). Ein weiteres Element, das für eine verbesserte Endnachfrage aus Europa sorgen könnte, ist, dass das reale Lohnwachstum in Deutschland und anderen Ländern wieder positiv ist. Sollte das zusätzliche Einkommen nicht gespart, sondern vermehrt zurück in den Konsum fliessen, dürfte der Zwischenzyklus wohl über mehrere Monate anhalten. Eine Einschätzung der Situation in China gestaltet sich schwieriger. Zwar scheint es, dass sich die chinesische Regierung nahe an der Schmerzgrenze befindet und bemüht ist, den angeschlagenen Immobilienmarkt und Inlandkon-

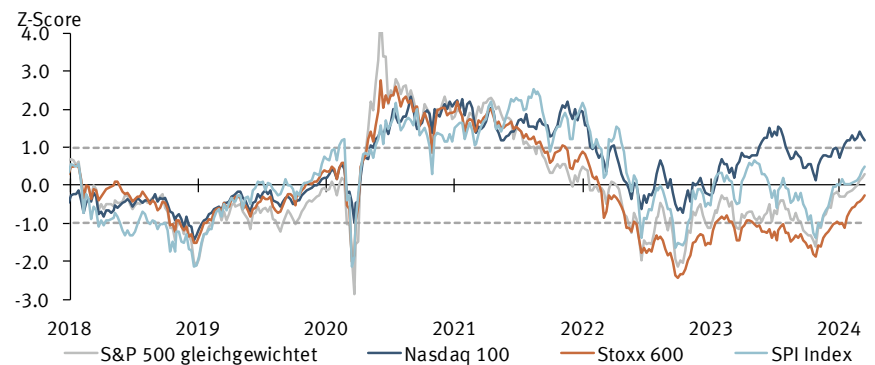
Grafik 1: Performance seit Jahresbeginn in CHF



Grafik 2: US- und EU-Komposite PMI für Neuaufträge



Grafik 3: Kurs/Gewinn-Verhältnis (+1/-1 bedeutet eine Standardabweichung)



sum wiederzubeleben. Vom Beginn eines positiven Trends zu sprechen, wäre aber verfrüht.

### Falls er nicht kommt

Bei Investorinnen und Investoren hat sich inzwischen eine gewisse Selbstzufriedenheit eingestellt, und während der Stimmung vor einem Jahr eher pessimistisch war, ist sie jetzt recht optimistisch. Erfreuen wir uns also am derzeit möglichen Zwischenzyklus. Sollte sich dieser nicht wie erwartet einstellen, ist mit Marktkorrekturen zu rechnen. Wie gross diese ausfallen könnten, ist schwierig zu sagen. Vergleicht man die aktuellen Kurs/Gewinn-Verhältnisse (KGV) mit ihren 10-Jahre-Durchschnitten, so befin-

den sich diese für den SMI, SPI, Stoxx 600, Stoxx 200, S&P 600 und S&P 500 (gleichgewichtet) noch in einem normalen Rahmen. Einzig beim Nasdaq 100 zeigt sich eine Überbewertung. Das zukünftige Potenzial der Technologie der "Künstlichen Intelligenz" dürfte einen eventuellen Kursrückschlag aber abfedern. Für Investorinnen und Investoren bedeutet die jetzige Marktlage ein Vorgehen nach dem Motto "tanzen, solange die Musik spielt". Dabei sollte aber unbedingt das Grundprinzip der Diversifikation eingehalten werden. Anders gesagt: Nicht alle Eier in denselben Korb legen. Der Osterhase würde dies auch nicht tun. (her)

## Übersicht

Unter Berücksichtigung eines sich aktuell moderat verbessernden globalen

Umfelds rechtfertigt sich eine zyklischere Ausrichtung.

### Aktiensektoren

MSCI Sektoren	Beurteilung		Historische Perform. %	
	alt	neu	1 Mo	12 Mo
Energie	-	-	7	16
Grundstoffe	0	0	5	12
Investitionsgüter	+	+	4	28
Zyklischer Konsum	0/-	0/-	1	28
Nichtzykl. Konsum	+	+	0	1
Gesundheitswesen	+	+	0	12
Finanzwerte	0	0	4	29
Info Technologie	0	0	2	47
Medien/Telekom	0/-	0/-	4	41
Versorger	0	0	3	-1
Immobilien	0/-	0/-	0	0

### Regionen / Währungen

Aktien - Beurteilung und historische Performance	Beurteilung				Obligationen					Wechselkurs		
	Beurteilung		Perform. %		Beurteilung		Laufzeiten Jahre			gegen CHF		
	alt	neu	1 Mo	12 Mo	alt	neu	0-3	3-5	5-10	alt	neu	
Europa Euro (Stoxx-50)	-	-	4	22	EUR	0	0	0	0	0/+	0/-	0/-
Grossbrit. (FT-SE 100)	-	-	3	6	GBP	-	-	-	-	-	0	0
USA (S&P 500)	0	0	3	31	USD	0/+	0/+	0/+	0/+	0	0	0
Japan (Nikkei 225)	0	0	4	48	JPY	0	0	0/-	0/-	0/-	0	0
Schweiz (SPI)	+	+	3	9	CHF	0	0	0	0	0/+		

## Eine starke Währung – mehr Segen als Fluch

Ein Grundpfeiler der Wirtschaft und des Wohlstandes der Schweiz sind die stabilen politischen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen. Dazu gehören Elemente wie Eigentumsrechte, Rechtsstaatlichkeit, Regulierungen, Effizienz der Regierung und offene Märkte. Ein weiterer Pfeiler unseres Wohlstandes ist der Schweizer Franken. Obwohl er bereits 1850 geschaffen wurde, erfolgte sein wirklicher Aufstieg erst mit dem Fall von Bretton Woods und dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen im Jahr 1971. Seit diesem Zeitpunkt hat sich der Schweizer Franken – mit Unterbrüchen – gegenüber dem Rest der Welt aufgewertet. Bekannterweise ächzt die Schweizer Wirtschaft regelmässig unter dem starken Franken. Und trotzdem ist eine starke Währung mehr Segen als Fluch. Eine Währungsabwertung ist nämlich nichts anderes als eine ineffiziente Politik des Protektionismus. Während die Exportwirtschaft profitiert und das Wachstum ankurbelt, verlangsamt die Abwertung gleichzeitig den Strukturwandel in der Binnenwirtschaft und schwächt die Kaufkraft der Konsumentinnen und Konsumenten. Der

### Langfristige Entwicklung des Schweizer Frankens zum US-Dollar und Euro



permanente Aufwertungsdruck zwingt Schweizer Firmen, sich immer wieder rasch an die neuen Rahmenbedingungen anzupassen durch a) Kostensenkungen, b) Produktivitätssteigerungen und c) Innovationen. Der starke Schweizer Franken hat auch dazu geführt, dass sich Firmen vermehrt eine profitable Nische suchen und diese mit Qualitätsprodukten erfolgreich besetzen. Der Vorteil von Geschäftsnischen ist, dass der Endkunde weniger preissensitiv ist, da die Produkte schwieriger zu ersetzen sind. Im Allgemeinen sind Schweizer Firmen (mit Ausnahmen) zu klein, um ein

erfolgreiches Businessmodell auf Skaleneffekten aufzubauen. Die Frankenstärke bringt aber auch Vorteile für die Unternehmen mit sich. Die zwei grössten sind wohl die Kombination von a) tieferen Kreditkosten (tiefe Inflation) mit b) billigeren Importen von Investitionsgütern und Rohstoffen (starker Franken). Diese Kombination erlaubt nämlich mehr Investitionen und damit die Erhöhung des Automatisierungsgrads und der Produktivität, was den Nachteil einer starken Währung teilweise ausgleicht. Die Peitschenhiebe der Frankenaufwertung haben die Unternehmenslandschaft insgesamt nicht geschwächt, sondern gestärkt. (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