

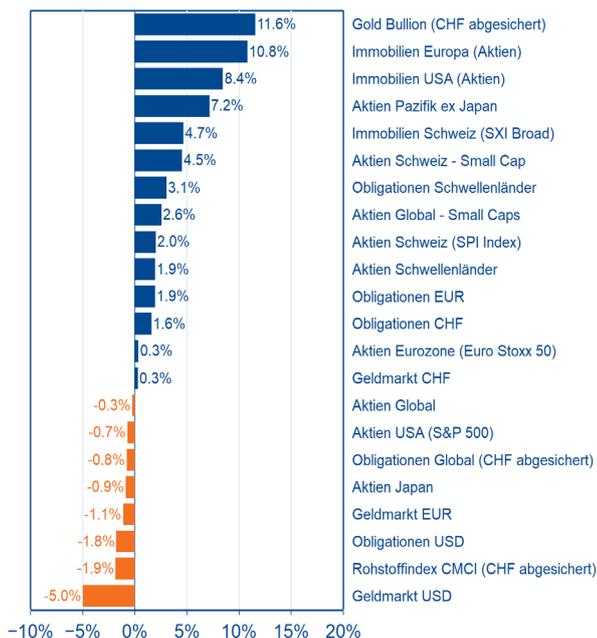
Performancebericht

3. Quartal 2024 | Hinder Asset Management AG

Anlageklassen im Überblick

Das dritte Quartal war geprägt von einer Berg- und Talfahrt der Aktienkurse. Im Juli wurden die Märkte von ausserordentlich grossem Optimismus getragen. Der August brachte dann die lang erwartete «gesunde» Korrektur am Aktienmarkt. Dabei spielte die japanische Notenbank mit der Anhebung der Leitzinsen eine entscheidende Rolle. Die vielfach angewendete Praxis, US-Aktienpositionen in Yen zu finanzieren (sogenannte Carry Trades), wurde damit unattraktiver und Aktienpositionen mit Gewinnen, vor allem US-Techaktien, wurden breit verkauft. Aktieninvestoren wurden zusätzlich durch die Nachricht aufgeschreckt, dass Warren Buffet 50% (oder 75 Mrd. USD) seiner riesigen Apple Position abgestossen hatte. Zudem trübten sich die US-Arbeitsmarktdaten ein und schürten Konjunktursorgen. Darauf hofften die Anleger erneut auf tiefere Zinsen. Die US-Notenbank erfüllte die Hoffnung mit einer markanten Leitzinssenkung.

Grafik 1: Entwicklung verschiedener Anlagekategorien im dritten Quartal 2024 in Schweizer Franken



Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

Grafik 2: Entwicklung verschiedener Anlagekategorien 2024 in Schweizer Franken



Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

Dadurch profitierten Aktien, während Obligationen eher schwächer notierten. Jedoch ist festzuhalten, dass die Schwankungsbreite der Aktienkurse im dritten Quartal höher war als in den Vorquartalen.

Bei den Aktien hat die Region Pazifik-ex-Japan mit einem Kursgewinn von 7,2% die beste Quartalsentwicklung verzeichnet. Kleinkapitalisierte Schweizer Aktientitel (+4,5%) konnten erstmals seit Jahresbeginn ihre grosskapitalisierten Pendanten (SPI: +2,0%) übertreffen. Aktien USA und Aktien Global haben im dritten Quartal (leicht) an Boden verloren. Diese Verluste gehen jedoch ausschliesslich auf die Währungsentwicklung aus Sicht eines Schweizer Anlegers zurück.

Gold avancierte weiter (+11,6%), während andere Rohstoffanlagen, allen voran Erdöl, Verluste verbuchten. Immobilienaktien Europa gewannen 10,8%. Auch US-amerikanische Immobilienaktien (+8,4%) und Schweizer Immobilienfonds

(+4,7%) konnten Wertzuwächse verbuchen.

Nach einer Schwächephase des Schweizer Frankens im ersten Halbjahr kehrte sich der Trend im dritten Quartal um. Lediglich der japanische Yen erholte sich gegenüber dem Franken nach einer mehrjährigen Durststrecke. Gegenüber EUR und USD hat der CHF die Währungsverluste vom ersten und zweiten Quartal 2024 beinahe ausgeglichen.

Hochverzinsliche Anleihen in CHF verzeichneten einen Zuwachs von durchschnittlich 2,8%. Schweizer Franken Obligationen legten 1,6% und EURO Anleihen um 1,9% zu. Im Vergleich dazu sind die Kurswerte von Obligationen Global (-0,8%) und Obligationen in USD (-1,8%) zurückgegangen.

Obligationen

Nachdem die Notenbanken in den letzten beiden Jahren die Leitzinsen anheben mussten, gerieten die Märkte im dritten Quartal erneut in den über Jahre herrschenden Zustand der «Zinseuphorie». Die FED hat die Leitzinsen um ein halbes Prozent gesenkt; mehr als die erwarteten 25 Basispunkte. Aus fundamentaler Optik war eine so deutliche Senkung nicht notwendig, denn die Konjunktur ist robust und die Kerninflationsrate liegt mit 3% deutlich über dem Ziel von 2%. Die amerikanische Notenbank wollte sich offenbar nicht der Kritik aussetzen, mit einem Zuwarten zu spät auf die Abschwächung des Arbeitsmarktes zu reagieren. Die Besonderheit dieses markanten Zinsschrittes ist, dass er in einer Wachstumsphase geschieht (BIP USA im zweiten Quartal +3,0%).

Die Kapitalmärkte haben bereits am Quartalsanfang die Zinsentscheide eingepreist, wodurch die Obligationenkurse zulegen konnten (vgl. Grafik 3). Besonders Unternehmensanleihen mit niedrigerer Bonität («High Yield») profitierten von den Zinssenkungen und der Verengung der Kreditrisikoaufschläge. Auch Staatsanleihen über alle

Grafik 3: Performance Obligationenmärkte seit Jahresbeginn (in CHF, abgesichert)



Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

Laufzeiten hinweg konnten sich von den Tiefständen im Juni erholen. Dementsprechend sind die Verfallrenditen gesunken (vgl. Grafik 4). Die EZB und die SNB bestätigten dann im September die Markterwartungen und senkten ihre Leitzinsen ein weiteres Mal.

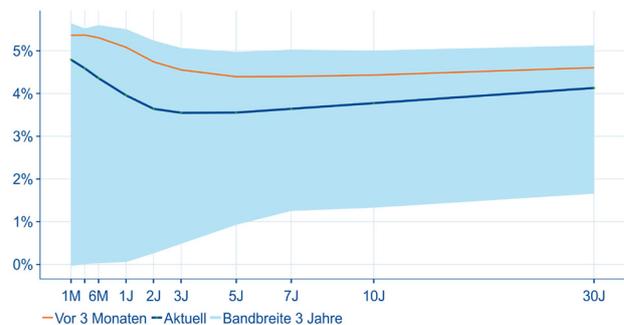
Grafik 4: Risikoaufschläge seit Jahresbeginn



Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

Die Rendite 10-jähriger Eidgenossen notiert bereits wieder unter 0,5%. Unser Land ist in dieser Hinsicht weiterhin eine Insel der Stabilität und des Vertrauens. Allerdings schmälert dies die Aussichten für zukünftige Kursgewinne.

Grafik 5: Renditekurve im USD aktuell im Vergleich zu vor 3 Monaten



Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

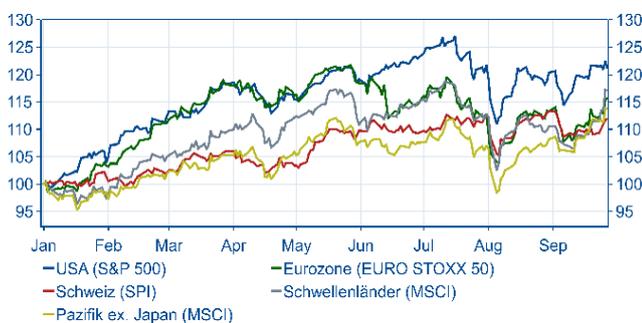
Die Zinsdifferenz zu den USA liegt bei über 3%, was die Währungsabsicherung von USD-Anleihen noch immer sehr teuer gestaltet und deren Attraktivität, trotz hoher Zinsen, schmälert.

Die Zinskurve in USD ist inzwischen ab einer Laufzeit von zwei Jahren positiv geneigt: Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 10 Jahren rentieren mehr als 2-Jährige. Es ist zu erwarten, dass sich die Kurve weiter normalisiert (steiler wird). Kurzfristige Zinsen dürften weiter sinken während mittel- und langfristige sich weniger verändern.

Aktienmärkte

Anfang Juli legten die Aktienmärkte weiter zu. Jedoch häuften sich Anfang August die negativen Entwicklungen und kulminierten in breiten Kurseinbrüchen (MSCI-Welt: -9,3%). Zum Quartalsende hin konnten sich die meisten Aktienmärkte wieder erholen. Der US-Aktienmarkt (S&P 500) notierte Ende September in USD sogar um 5,9% höher als noch Ende Juni 2024. Auch der SPI konnte leicht zulegen.

Grafik 6: Aktienmärkte seit Jahresbeginn (in CHF)



Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

Ausschlaggebend für die Kurseinbrüche Anfang August waren nicht nur die überraschende Abkühlung des US-Arbeitsmarktes, sondern auch die Auflösung der sogenannten „Carry-Trades“. Diese Entwicklungen führten zu einer vorübergehenden Verunsicherung der Anleger, die sich gegen Quartalsende wieder legte.

Inwiefern passen die globale konjunkturelle Eintrübung und die steigenden Aktienkurse also zusammen? Um diese Frage zu beantworten ist es wichtig zu betonen, dass die Märkte vorausschauend agieren. Die sinkenden Inflationsraten haben den Notenbanken den notwendigen Spielraum

für Leitzinssenkungen gegeben. Am Quartalsende hat beispielsweise die US-Notenbank den Leitzins gleich um 50 Basispunkte gesenkt.

Obwohl die Frühindikatoren momentan auf eine Rezession im produzierenden Bereich hindeuten (bspw. die Kürzung von 30'000 Arbeitsplätzen durch VW in Deutschland), erwarten die Märkte mittelfristig positive Wachstumsimpulse durch die Zinssenkungen. Niedrigere Leitzinsen senken nicht nur die Refinanzierungskosten von Unternehmen, sondern wirken sich auch positiv auf die Bauwirtschaft aus.

Ob sich die optimistischen Konjunkturprognosen materialisieren, wird sich in den nächsten Monaten zeigen. Es wäre eigentlich politische Pflicht, dass die hohen Fiskalausgaben, insbesondere die US-Staatsverschuldung, eher früher als später reduziert werden. Weder Trump noch Harris planen aber eine Konsolidierung des Staatshaushaltes. Es muss als Risiko angesehen werden, wenn die stark steigende Staatsverschuldung auf die lange Bank geschoben wird. Auch in der europäischen politischen Landschaft, beispielsweise in Frankreich, scheint „Sparen“ ein Fremdwort zu sein. Erwähnenswert ist auch, dass die internationale Entwicklung in den Schwellenländern eher düster aussieht. Aus China dürften trotz des kürzlich veröffentlichten Fiskalpakets für längere Zeit weniger Wachstumsimpulse kommen.

Auch im dritten Quartal waren Aktien aus dem Bereich der künstlichen Intelligenz in aller Munde. Nach einer Phase des „Fear of Missing Out“ (FOMO) scheint der Wind nun zu drehen. Investoren hinterfragen zunehmend, ob sich die massiven Investitionen in Datenzentren und KI wirklich rentieren. Der Hedge-Fond Elliott sieht im Aktienkurs von Nvidia eine Blase und betrachtet KI als massiv überbewertet und auch die Analysten bei Goldman Sachs ziehen ein ernüchterndes Fazit zur oft enttäuschenden Realität hinter den Hochglanzversprechen der KI-Branche. Es ist bereits beobachtbar, dass es für Tech-Unternehmen herausfordernd ist, ihre KI-Modelle in bestehende Produkte zu integrieren. Die zentrale Frage bleibt, ob es der nächsten Generation der Large Language Models (wie ChatGPT) gelingt, nicht nur „intelligenter“ zu werden, sondern auch akkurate, wahrheitsgetreue Informationen wiederzugeben.

Weitere Anlageklassen

Der CHF hat im dritten Quartal gegenüber dem USD und EUR zugelegt. Ausschlaggebend für die Aufwertung des Franken war dessen Funktion als sicherer Hafen während der Marktturbulenzen Anfang August. Die zwischenzeitliche Aufwertung des USD (+9%) respektive des EUR (+6,8%) zur Jahresmitte gegenüber dem CHF ist auf geringe 0,4% respektive 1,3% geschrumpft. Dies belastet die Schweizer Exportwirtschaft, da Schweizer Güter aus ausländischer Sicht wieder teurer wurden.

Besonders aufmerksam wurde im dritten Quartal die Aufwertung des JPY beobachtet. Die japanische Notenbank hat Anfang Juli zum zweiten Mal den Leitzins erhöht und eine restriktivere Geldpolitik signalisiert. Diese Entscheidungen beeinflussten die globalen Kapitalmärkte aufgrund der sogenannten «Carry-Trades». Damit ist gemeint, dass sich spekulative Anleger günstig in einer Währung mit niedrigem Zins verschulden (z.B. JPY) und diese Kredite in einer Fremdwährung mit einem höheren Zinssatz (in diesem Fall vor allem der USD) anlegen. Durch die rapide Aufwertung des JPY wurde es teurer die im USD angelegten Gelder wieder in JPY zurückzutauschen, um die Kredite zu tilgen. Als Folge davon wurden grosse Aktien- und Obligationenpositionen aufgelöst.

Grafik 7: Devisenmärkte seit Jahresbeginn (indexiert gegenüber dem CHF)



Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

Die Immobilienaktien und -fonds haben sich gegenüber dem Vorquartal positiv entwickelt. In den USA und in Europa haben die Immobilienaktien zwischen 10% und 15% zugelegt. Die internationalen Immobilienmärkte zeigten

sich sehr volatil, während sich Schweizer Immobilienwerte stabil entwickelten. In der Schweiz hat Wohneigentum aufgrund der gesunkenen Zinsen wieder an Attraktivität gewonnen. Die abnehmende Neubautätigkeit trägt zusätzlich zu steigenden Preisen bei. Diese Tendenz lässt sich auch anhand der Schweizer Immobilienfonds (SWIIT) erkennen, die sich seit Jahresbeginn positiv entwickelt haben.

Grafik 8: Entwicklung der Immobilien REITS indexiert seit Jahresbeginn (in CHF)



Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

Das Edelmetall Gold wurde auch im dritten Quartal von Zentralbanken und Anlegern stark gesucht. Es notiert währungsgesichert mit einem Plus von über 22% seit Jahresbeginn. Rohstoffe verzeichnen am Quartalsende niedrigere Preisstände als noch Ende Juni 2024. Vor allem das Erdöl (gemessen an den Rohölsorten WTI und Brent) hat sich deutlich vergünstigt. Ausschlaggebend für diesen Preisrückgang ist die schwächere Energienachfrage und Produktionsausweitungen durch die Ölförderallianz OPEC+.

Grafik 9: Entwicklung der Rohstoffsegmente indexiert seit Jahresbeginn (in CHF, abgesichert)



Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

Anlagestrategie

Die erste Kardinalsfrage für die weitere Richtung der Börsen lautet: können die Leitzinssenkungen die rezessiven Tendenzen überwinden? Die Zweite: behalten die Optimisten unter den Anlegern die Oberhand?

Unsere Anlagetaktik basiert auf den folgenden Überlegungen:

- » Die Stimmung an den Finanzmärkten hat sich Anfang August eingetrübt und die Volatilität bei Aktien ist stark angestiegen. Die Nervosität hat sich überraschend schnell gelegt, auch dank dem Eingreifen der Notenbanken.
 - » Der Kursrückgang von Aktien im August zeigte die Fragilität der Anlegerstimmung auf. Nach der kurzen Baisse haben sich die fundamentalen Bewertungen, allen voran bei US-Aktien, weiter erhöht. Es lässt sich gut begründen, weshalb Warren Buffet von Berkshire Hathaway seine Apple-Position so stark reduziert hat. Aufgrund der hohen Bewertungen muss man davon ausgehen, dass die Kursgewinne von US-Aktien bescheidener ausfallen werden. Tiefere Inflationswerte und sinkende Leitzinsen sind weitgehend in den Kursen von Aktien und Obligationen enthalten.
 - » Die seit geraumer Zeit erwartete Rezession in den USA scheint nicht oder nur verzögert einzutreten. Die Datenlage dazu ist gemischt. Einem starken Konsum steht ein sich abschwächender Industriebereich gegenüber. Das Kopf-an-Kopf-Rennen bei der bevorstehenden Präsidentenwahl erhöht die Unsicherheit an den Finanzmärkten.
 - » In Europa und Asien deuten die Daten auf eine Fortsetzung der wirtschaftlich schwierigen Lage hin.
- Aktien in diesen Regionen sind entsprechend billig(er). Es braucht aber wenige positive News, um hier Preisbewegungen von tiefen Niveaus auszulösen. Der mehrjährige Vergleich mit den USA zeigt allerdings, wo die Musik spielt resp. in welchen Weltregionen die Wachstumsbranchen zuhause sind.
- » Aufgrund der anspruchsvollen Fundamentalbewertung von Aktien erwarten wir mittelfristig niedrigere Renditen. Eine mögliche Konjunkturabschwächung in den USA könnte die Marktaussichten ebenfalls verschlechtern. Aktien aus der Eurozone und den Schwellenländern sind anfälliger bei einer konjunkturellen Abschwächung aufgrund ihrer zyklischen Ausrichtung. Somit ist es folgerichtig für uns, grössere Bewegungen von Aktienkursen in beiden Richtungen für Zu- resp. Verkäufe zu nutzen.
 - » Die Finanzmärkte scheinen die Politik auszublenden. Grund dafür dürfte sein, dass eine unkontrollierte Eskalation nicht im Interesse der Regierungen ist. Das ist erfreulich, birgt aber auch Risiken, sollte die Lage in der Ukraine sowie im Nahen oder Fernen Osten plötzlich doch durch unerwartete Handlungen beeinträchtigt werden. Eine Prognose ist kaum möglich, aber das Potenzial für grössere militärische Flächenbrände ist definitiv gegeben. Die Finanzmärkte gehen aktuell nicht von einem solchen Szenario aus.
 - » Wir behalten unsere Goldallokation auch nach den Preissteigerungen bei. Schweizer Immobilien sind weiterhin ein fester Bestandteil unserer Anlagestrategie.



Hinder Asset Management AG
Talacker 35
8001 Zürich
Schweiz

T: +41 44 208 24 24
www.hinder-asset.ch



Verband Schweizerischer Vermögensverwalter | VSV
Association Suisse des Gérants de Fortune | ASG
Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni | ASG
Swiss Association of Asset Managers | SAAM