

# Performancebericht

## 4. Quartal 2023 | Hinder Asset Management AG

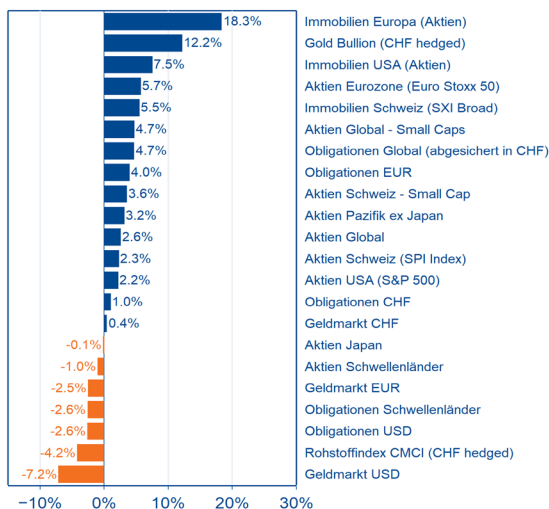
### Anlageklassen im Überblick

Nach einer fast zweijährigen Durststrecke ging es letztes Jahr wieder bergauf. Das Gros der Aktienmärkte verbuchte Jahresgewinne. Nebst Aktien konnten auch Obligationen und Immobilien etwas zulegen. Dabei wurde die Kursentwicklung ab November von einer gehörigen Portion Optimismus getragen.

Zurückzuführen waren die Kursavancen auf die Erwartung mehrerer Leitzinssenkungen im 2024. Noch im Oktober ging die Mehrheit der Marktteilnehmer von länger und auf hohem Niveau verharrenden Leitzinsen aus: «Higher for longer» war die gebräuchliche Redewendung am Markt. Es stellte sich dann erneut heraus, dass Prognosen schnell zu Makulatur werden können.

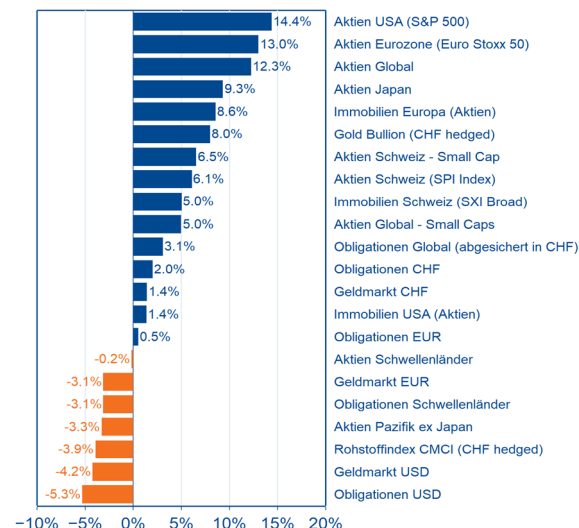
Schweizer Aktien (SPI) notierten am Jahresende bei einem Zugewinn von rund 6%. Im Vergleich dazu entwickelten sich Aktien Schwellenländer zurückhaltend. Aktien Pazifik mussten sogar leichte Verluste hinnehmen. Der amerikanische Aktienindex S&P 500 und Aktien Global konnten aufgrund der guten Performance der grosskapitalisierten US-Techaktien deutlich zulegen. Europäische Aktien haben ebenso

**Grafik 1: Entwicklung verschiedener Anlagekategorien im 4. Quartal 2023 in CHF**



Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

**Grafik 2: Entwicklung verschiedener Anlageklassen seit Jahresbeginn**



Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

von dem positiven Aktienjahr profitiert, liegen auf 2-Jahressicht jedoch noch leicht im Minus. Enttäuscht haben chinesische Aktien nach dem Ende des Lockdowns (CSI 300: -19,7% im 2023).

Für Obligationen war es ein herausforderndes Jahr. Bis Oktober 2023 notierten, mit Ausnahme der Schweiz, alle Obligationenindizes im negativen Bereich. Ab November folgte die Trendumkehr, wodurch sich vor allem langfristige Obligationen erholen konnten. Kurzfristige Obligationen konnten nicht im selben Ausmass davon profitieren. Über das ganze Jahr verzeichneten Obligationen in CHF eine Performance von immerhin +2% und Obligationen in EUR von +0,5%.

Der Devisenmarkt war 2023 vor allem von der starken Aufwertung des CHF gegenüber dem USD und dem EUR geprägt. Sie verloren -10% (USD) respektive -6,2% (EUR) gegenüber unserer Heimwährung. Aufgrund der Verluste auf der Währungsseite fiel die Aktienperformance für CHF-Anleger somit magerer aus als für EUR- oder USD-Anleger. Der breite Rohstoffindex CMCI hat im 2023 mit einem Minus von 3,9% an Boden verloren. Verantwortlich dafür war vor allem der Preisrückgang bei Energie (Öl) und den Industriemetallen. Mit einem Jahresplus von 8% konnte Gold überzeugen.

## Obligationen

Für die zins sensitiven Obligationen war das Anlagejahr 2023 anspruchsvoll. Ausgehend von den Tiefstwerten im 2022 konnten sich die Festverzinslichen am Jahresanfang etwas erholen. Bis zur Mitte des dritten Quartals haben sie sich, abgesehen von kleineren Ausschlägen, seitwärts bewegt. Die Kommunikation und restriktive Geldpolitik der FED führte zu beachtlichen Preisrückgängen bis Ende Oktober 2023. Der «Spuk» fand dann ein Ende. Eine Rede des US-Notenbankchefs Powell und besser als erwartete Inflationszahlen haben eine rasche und ausgeprägte Erholung ausgelöst. Im Vergleich der verschiedenen Obligationensegmente lagen Hochverzinsliche und Schwellenländeranleihen vorne.

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

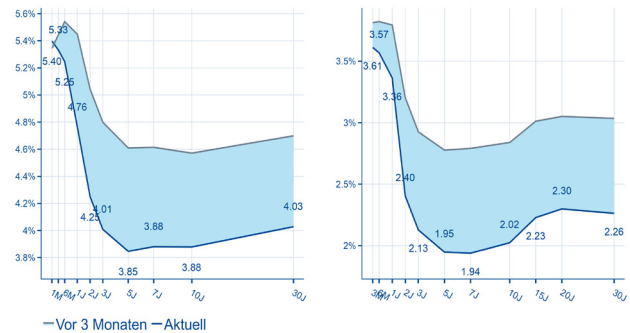


Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

Der Grund für die starke Performance in den letzten beiden Jahresmonaten ist die Verschiebung der Zinskurven nach unten. Vor allem die mittel- bis langfristigen Renditen sind deutlich zurückgegangen. Noch vor drei Monaten lag die 10-jährige Rendite von US-Staatsanleihen bei knapp 4,4%. Mittlerweile rentieren dieselben Papiere 3,9%. Die Renditen von europäischen Staatsanleihen sind im selben Zeitraum um rund 60 Basispunkte zurückgegangen (von 2,6% auf 2,0% per Jahresende).

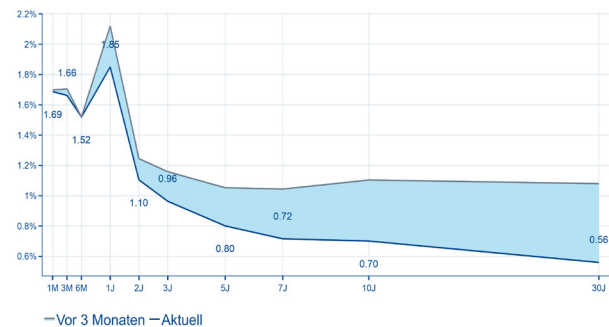
Die CHF-Renditekurve hat sich ebenso wie jene im USD und EUR nach unten verschoben. Eidgenossen mit einer Laufzeit von 10 Jahren rentieren nur mehr 0,7%. Auf kurze Sicht haben sich die Renditen wenig bewegt; dies bedeutet, es wird nicht mit unmittelbaren Zinssenkungen durch die SNB gerechnet.

**Grafik 4: Renditekurve im USD (links) und EUR (rechts) aktuell im Vergleich zu vor 3 Monaten**



Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

**Grafik 5: Renditekurve im CHF aktuell im Vergleich zu vor 3 Monaten**



Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

Die Verschiebung der Zinskurven erklärt sich mit der Erwartung tieferer Inflationsraten sowie entsprechenden Leitzinssenkungen. Ende September wurden noch Zinserhöhungen respektive behutsame Zinssenkungen ab dem 2. Halbjahr 2024 erwartet.

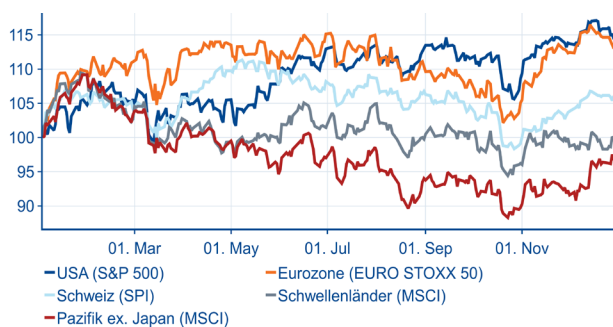
Auch für die EZB sind die Marktentwicklungen der letzten Wochen nicht unbedingt erfreulich, will sie doch weiterhin die Inflation mit einer restriktiven Politik bekämpfen. Der Markt erwartet aber bereits Zinssenkungen. Kann sie sich eine lockere Geldpolitik «jetzt» schon erlauben? Die Inflationszahlen vom November 2023 zeigen ein gemischtes Bild. Während sich Belgien mit einer Preisveränderung von -0,8% in einer, zumindest kurzfristigen, Deflation befindet, ist die Inflation in vielen EUR-Ländern noch über 3%, teils sogar über 4%. Unterdessen werden mehrere Zinssenkungen erwartet.

## Aktienmärkte

Für die meisten unerwartet positiv haben Aktien das Jahr beendet. Ursache war dieselbe wie schon seit einigen Jahren – der Markt war und bleibt zinsgetrieben. So werden insgesamt acht (!) Zinssenkungen des FED im nächsten Jahr erwartet. Man könnte fast von einer «Goldilocks-Stimmung» sprechen. Der Begriff bedeutet, dass der Markt tiefere Zinsen bei anhaltend guter Konjunktorentwicklung antizipiert. Nach den Kursavancen von Aktien ist bereits viel Positives eingepreist. Dabei ist interessant, dass eine gute Konjunkturlage und gleichzeitig sinkende Zinsen erwartet werden – was einen ökonomischen Widerspruch bedeutet.

Was geschah im Jahresverlauf: Nach einem starken Januar ging es stetig und im Herbst noch steiler bergab. Dafür waren die beiden letzten Monate im Jahr umso besser. Nach einer Januarrallye haben die US-Regionalbankenkrise und der CS-Kollaps für Turbulenzen gesorgt. In den Sommermonaten wurden einige wenige grosskapitalisierte US-Techunternehmen von dem Hype rund um künstliche Intelligenz („KI“; Chat-GPT und ähnliche) besonders unterstützt. Unternehmen wie NVIDIA, Microsoft oder Meta haben mit ihrer fulminanten Performance den gesamten US-Aktienmarkt nach oben gezogen. Der restliche Aktienmarkt hat sich währenddessen seitwärts bewegt. Im dritten Quartal hat die US-Zentralbank mit ihrer zurückhaltenden Kommunikation zur Geldpolitik die Aktienmärkte belastet. Erst Anfang November hat das FED erstmals eine lockere Geldpolitik signalisiert und damit ein «Kursfeuerwerk» entfacht.

Grafik 6: Aktienmärkte seit Jahresanfang (in CHF)



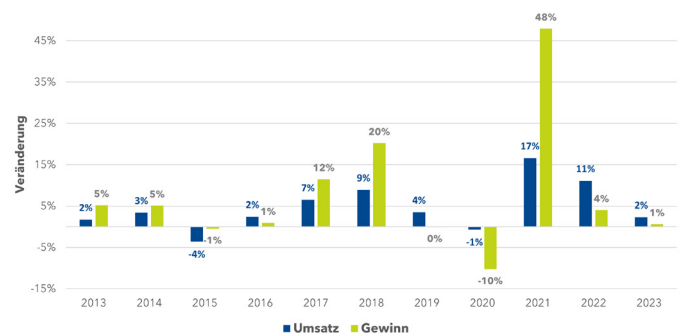
Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

In Schweizer Franken liegt der US-Markt ganz vorne. Fast so gut war der europäische Markt, denn hier waren die Erwartungen besonders zurückhaltend. In der Lokalwährung überzeugte auch der japanische Markt. Deutlich schwächer entwickelten sich Schweizer Aktien – namentlich die defensiven Schwergewichte aus dem Pharma- und Nahrungsmittelsektor.

Vor allem US-Aktien sind mit der Jahresendrallye teuer geworden. «Teuer» heisst jedoch nicht «zu teuer», denn der US-Markt befindet sich schon lange auf einem hohen Bewertungsniveau. „KI“ war das grosse Thema im 2023. Bei aller Euphorie darf man nicht vergessen, dass jeder Trend (gemeint ist die langjährige Überperformance der Tech-Aktien) ein Ende hat. Eine Sektorrotation kann jederzeit stattfinden. Günstig bewertet sind eher zyklisch orientierte, kleinere Titel. Sollte die Konjunktur tatsächlich robust bleiben, dann könnte dieses Segment positiv überraschen. Anzeichen dafür konnten schon in den letzten Wochen beobachtet werden, denn kleinkapitalisierte Unternehmen haben ihren Rückstand etwas reduziert.

Dennoch sprechen nach wie vor gute Gründe für die grossen Tech-Firmen. Hervorzuheben ist ihre starke Marktstellung, Innovationskraft, die hohen Gewinnmargen und ihre Liquiditätspolster. Trotz der turbulenten Anlagejahre gibt es eine langjährige Konstante am Weltaktienmarkt – die unternehmerische Dynamik und der kommerzielle Erfolg der US-Firmen im globalen Wettbewerb.

Grafik 7: Gewinn- und Umsatzwachstum des S&P500 seit 2013

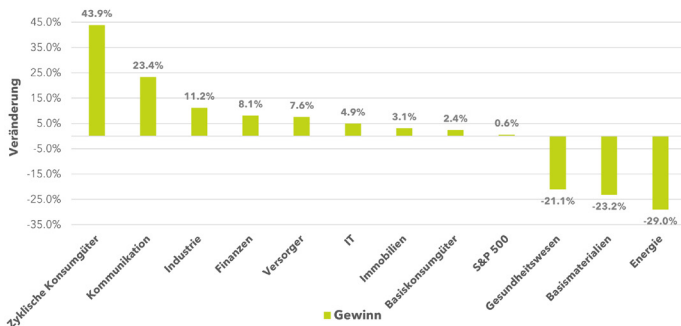


Quelle: Factset, Hinder Asset Management

Die Unterschiede zwischen den Sektoren sind beachtlich. Mit einem Wachstum von 43,9% ist der zyklische Konsumgütersektor der positive Ausreisser, während für den Energiesektor ein Gewinnrückgang von 29% prognostiziert wird. Jedoch steckt auch hier der Teufel im Detail. Ohne «Amazon» wäre das Gewinnwachstum des zyklischen Konsumgütersektors nur bei 16,2%. Auch die Gewinne des Kommunikationssektors wären ohne «Meta» deutlich niedriger.

Die gute Performance der grosskapitalisierten US-Techaktien beruht somit, unter anderem, auch auf ihrem starken Gewinnwachstum. Dadurch sind diese Unternehmen zwar fundamental betrachtet «teurer» geworden, jedoch nicht in dem Ausmass, wie es im 2021 der Fall war.

**Grafik 8: Gewinnwachstum des S&P500 pro Sektor im Jahr 2023**



Quelle: Factset, Hinder Asset Management

## Weitere Anlageklassen

Die Stärke des CHF im 2023 ist eine Fortsetzung der Vorjahresentwicklung. So hat sich der Franken gegenüber dem USD um über 10% aufgewertet. Gegenüber dem EUR verbuchte der CHF einen Zugewinn von 6,5%. Für Anleger in JPY bedeutete das Festhalten der Bank of Japan an der Kontrolle der Renditekurve herbe Verluste auf der Währungsseite. Der JPY wertete im Vergleich zum CHF um rund 15% ab.

**Grafik 9: Devisenmärkte seit Jahresbeginn (indexiert gegenüber CHF)**



Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

Immobilienaktien in der Schweiz, Europa und den USA notieren am Jahresende bei einem Plus zwischen +5% bis +10%. Besonders die zuletzt volatilen europäischen Immobilienaktien konnten sich seit Anfang November 2023 wieder erholen und rangieren am Ende an der Spitze der Immobilienrangliste. Der breite Schweizer Immobilienindex «SXI Broad» (dieser beinhaltet Immobilienfonds und Aktien) konnte eine Performance von 5% erzielen.

Fundamental betrachtet unterstützen niedrigere Zinsen die Marktbewertung von Immobilienliegenschaften. Nebenbei wird Kapital für manche Immobilienkonzerne wieder leichter zugänglich und führt zu niedrigeren Zinsbelastungen. Dem Aufwärtstrend haben sich nur Immobilienaktien aus Asien entzogen. Diese verzeichneten einen Verlust von -10% seit Jahresbeginn.

**Grafik 10: Entwicklung der Immobilien REITS indexiert seit Jahresbeginn (in CHF)**



Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

Rohstoffe waren im 2023 die zweitschlechteste Anlageklasse. Der Rohölpreis ist seit dem Jahreshoch Mitte September deutlich zurückgekommen und notiert derzeit bei 78 USD (Nordseeöl Brent) und 73 USD (WTI). Die konjunktursensitiven Industriemetalle gewärtigten auf Jahressicht einen Preisrückgang von knapp 5%. Als Gründe sind hierbei die wirtschaftliche Flaute Chinas im Immobilien- und Industriesektor und der globale Nachfragerückgang zu nennen. Die Preisentwicklung für Öl ist insofern interessant, als es das Ölkartell «OPEC» (u.a. Saudi-Arabien und ähnliche Länder) mit seiner restriktiven Produktionspolitik nicht geschafft hat, den Rohölpreis zu stützen. Das Edelmetall Gold hat im 2023 eine gute Performance verzeichnet und befindet sich an der Spitze des Rohstoff-Vergleichs. Ausschlaggebend war hierbei der Rückgang der Realzinsen am Jahresende sowie die zunehmende geopolitische Unsicherheit. Agrargüter sind am Jahresende trotz kurzfristiger Preisausschläge nur 4% teurer als am Jahresanfang.

**Grafik 11: Entwicklung der Rohstoffsegmente indexiert seit Jahresbeginn (in USD)**



Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

## Anlagestrategie

Nach der optimistischen Marktentwicklung im 4. Quartal 2023 stellt sich die zentrale Frage, wie nachhaltig die Jahresendrallye wirklich ist? Insbesondere sind die optimistischen Zinserwartungen (deutlicher Rückgang im 2024) mit verschiedenen, teils erheblichen Unsicherheiten behaftet. Ausschlaggebend sind dabei unserer Meinung nach vor allem die folgenden Faktoren:

**Weiterer Inflationsrückgang:** Der breite Preisanstieg ist stärker abgeflaut als es Marktteilnehmer und Ökonomen noch Anfang letzten Jahres erwartet haben. Man darf nicht vergessen, dass sich die Zentralbanken nach wie vor im «schwierigen» Teil der Inflationsbekämpfung befinden. Historisch gesehen ist ein Rückgang der Inflation von 3% auf 2% anspruchsvoller als von 6% auf 4%. Um das 2%-Inflationsziel wieder über einen längeren Zeitraum zu erreichen, braucht es unter anderem stabile und tiefe Rohstoff- und Energiepreise. Die derzeitigen geopolitischen Konfliktherde (Stichworte: Naher Osten, Osteuropa) können jederzeit zu Preissprüngen beitragen. Man sollte ebenfalls berücksichtigen, dass die grossen Industriestaaten aufgrund ihrer hohen Verschuldung ein gewisses Interesse an höheren Inflationsraten haben.

**Konjunktorentwicklung:** Ob man eine Rezession erhoffen oder befürchten soll, weiss man nicht so recht. Denn eine Rezession würde nebst sinkenden Unternehmensgewinnen eine weitere Entlastung bei Inflation und Zinsen bringen. Aktuell wird der perfekte Mittelweg erwartet, nämlich ein «Soft Landing», also eine schwache Rezession. Ob dies gelingen wird, ist jedoch unsicher.

**Geldpolitik:** Das FED möchte den Fehler aus den 80er Jahren auf keinen Fall wiederholen. Unter dem damaligen Zentralbankchef Volcker wurden die Zinsen zu schnell gesenkt, sodass die Inflation nach kurzer Zeit wieder rapide angestiegen ist. Daher ist anzunehmen, dass die US-Notenbank eher später als früher die Zinsen senken wird. Zu Bedenken ist auch, dass sich der US-Arbeitsmarkt aufgrund der sehr tiefen Arbeitslosigkeit in einer nach wie vor robusten Situation befindet. Eine baldige Zinslockerung durch das FED scheint nicht notwendig zu sein.

**Weltpolitik:** 2024 ist das wichtigste Wahljahr der letzten Jahre, finden doch in den USA, Grossbritannien, Indien, Taiwan oder auch Indonesien Wahlen statt. Ex-Präsident Trump befindet sich gemäss den Umfragen in aussichtsreicher Position. Als Trump das letzte Mal Präsident wurde, haben sich die Auguren in zweifacher Hinsicht getäuscht: Erstens erwarteten sie einen Sieg der Demokraten und zweitens ging man im unwahrscheinlichen Fall eines Sieges von Trump von sinkenden Aktienkursen aus. Beides war falsch. Dies zeigt, dass Prognosen zum Wahlausgang und den wirtschaftspolitischen Folgen sehr unsicher sind. Praktisch sicher ist hingegen, dass die Finanzmärkte vor den Wahlen nervös und volatil sein dürften. Die Entwicklung in den schwelenden Krisenherden (Ukraine, Naher Osten oder Taiwan) ist unberechenbar.

**Staatsverschuldung:** Ein weiteres Risiko besteht in der Finanzierung der beidseits des Atlantiks hohen und weiter steigenden Staatsverschuldung. Die Zinslast wird laufend grösser und die Finanzierung der Staatsverschuldung frisst einen wachsenden Teil der staatlichen Budgets. Die Konsequenz könnten steigende Zinsen am langen Ende sein.

Basierend auf diesen Umständen verfolgen wir die nachfolgende Anlagestrategie:

- » Ein Schwerpunkt liegt bei festverzinslichen Anlageprodukten, die Rendite generieren - bei eingeschränktem Zins (Duration-) Risiko. Diese Anlagen bilden sozusagen den Grundstock.
- » Kurzlaufende Staatsanleihen sind gemäss unserer Einschätzung attraktiver als Langläufer. Dies gilt vor allem für die USA, wo die Kombination hoher Zinsen und steigende Staatsverschuldung zu einer Belastung für Staatsanleihen werden könnte.
- » Da sich die Zentralbanken jedoch dem Ende des Zinserhöhungszyklus nähern, müssen wir eine Laufzeitverlängerung einplanen, um die aktuell höheren Renditen zu sichern.

- » Hoch- respektive höher verzinsliche Anleihen bieten in diesem Umfeld eine attraktive laufende Rendite, wobei das Renditepolster von rund 9% (in USD) die Anleger für das Eingehen von Kreditrisiken gut entschädigt. Auch wenn das Risiko einer Kreditspannen-Ausweitung bestehen bleibt, bietet die Verzinsung in Verbindung mit dem aktuell geringen Ausfallrisiko überzeugende Argumente für eine höhere Allokation von Hochverzinslichen.
- » Unsere taktische Aktienallokation liegt unter der strategischen Quote. Damit fühlen wir uns unter den gegebenen Umständen «wohl». Aktuell gefällt uns das Rendite/Risikoprofil von Festverzinslichen besser. Grössere Rückschläge bei den Aktienkursen werden wir gegebenenfalls nutzen, um die Aktienquote zu erhöhen.
- » Das Wachstum in den grossen Volkswirtschaften ist langsamer als vor der Pandemie - und die Zinsen sind viel höher. Der Gegenwind durch die längerfristig höheren Zinsen wird auch in diesem Jahr anhalten. Wir sehen Spielraum für eine Fortsetzung der Aktienrallye, sollten die US-Gewinne 2024 einen grösseren Beitrag zu den Renditen leisten. Für Europa sind wir, was die Unternehmensgewinnentwicklung angeht, weniger optimistisch.
- » In den letzten Jahren wurden die Aktienmärkte vor allem von Tech-Aktien getragen. Setzt sich dieser Trend fort? Obwohl Tech-Aktien seit Jahren teuer sind und deshalb konservative Anleger abgeschreckt haben, hat ihre hohe Profitabilität bislang den hohen Aktienpreis gerechtfertigt. Jeder Trend ist jedoch einmal zu Ende. Leider ist es praktisch unmöglich, einen zeitlichen Wendepunkt vorauszusagen. Auch mit viel Sympathie für den Sektor wäre es falsch, voll auf eine Fortsetzung des Trends zu setzen. Wir wählen einen ausgewogenen Ansatz, indem wir den Techsektor zwar «spielen», aber daneben gleichgewichtete Indizes berücksichtigen. Ein gleichgewichtetes Engagement bietet eine höhere Allokation in kleiner kapitalisierten S&P500-Werten und mindert gleichzeitig das Konzentrationsrisiko bei grossen US-Aktien.
- » Innerhalb der Aktienanlagen geben wir dem defensiven Gesundheits- und Pharmasektor eine höhere Gewichtung. Die Fundamentalbewertung hat sich wieder normalisiert, während die Unternehmen eine positive Gewinndynamik aufweisen.
- » Anlagen in Gold sind weiterhin sinnvoll, da sie mit traditionellen Anlageklassen relativ unkorreliert und bei tiefen Zinsen im Vergleich zu Festverzinslichen attraktiver sind.



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



**Hinder Asset Management AG**  
Talacker 35  
8001 Zürich  
Schweiz

T: +41 44 208 24 24  
[www.hinder-asset.ch](http://www.hinder-asset.ch)