

# Newsletter

April 2024

## Q1 2024

Sehr geehrte Leserinnen und Leser

Wir hoffen, dass Sie vom Osterhasen auf seiner alljährlichen Tour nicht vergessen worden sind und Sie die Zeit finden konnten, die wiederkehrende Sonne der ersten Frühlingstage zu geniessen. Der Frühling ist zurück und mit ihm auch das Gezitscher der Vögel, das Rauschen der sanften Winde und das wahrnehmbare Murmeln der Quellen. Antonio Vivaldi beschreibt in seinem Werk *Le Quattro Stagioni* (1725) den Frühling als die Jahreszeit des ersten lichten Grüns mit einer entsprechend hellen Klangfarbe (E-Dur). Das Singen der Vögel, dargestellt durch mehrere Soloviolenen, begrüsst den Eintritt der Jahreszeit, später begleitet vom Streichorchester, welches das Säuseln der Bäche und Blätter schildert. Diese musikalische Umschreibung vermittelt Aufbruchstimmung und Freude, Elemente, welche wir unweigerlich mit dem Frühling verbinden. Darin dürfte letztlich auch der Grund zu finden sein, warum wir alle bei dessen Eintritt, ob bewusst oder unbewusst, eine positivere Grundhaltung einnehmen. Aufgeschreckt wird die Idylle zwischen durch nur durch die Donner und Blitze der kurzen Frühlingstürme. So ähnlich gestaltet es sich auch an den Börsen. Das Positive fängt an zu überwiegen, das Jahr 2022 (Energiekrise, aufkeimende Inflation, etc.) wird langsam verdaut und es herrscht seit 2023 eine immer breitere Aufbruchsstimmung. Letztere wird zwischendurch dann aber immer wieder zurückgeworfen, weil sich die Probleme der letzten Jahre halt nicht einfach in Luft auflösen.

Unsere **Ampel** verzeichnet nur kleine Änderungen. Die **monetäre Ampel** bleibt gelb. Der Zinsanhebungszyklus ist mit grosser Wahrscheinlichkeit vorbei. Es bleibt aber offen, wann die Zinsen beginnen werden zu sinken. Die widerstandsfähige Wirtschaft (je nach Region etwas

mehr oder weniger), der starke Arbeitsmarkt und die hiermit noch etwas "sture" Inflation verschieben den Zeitpunkt seit Anfang Jahr kontinuierlich nach hinten. Der **ökonomischen Ampel** mischen wir ein frühlingshaftes helles Grün bei. Grund hierfür ist, dass sich die Rezessionsindikatoren, welche zwar immer noch negativ ausgestaltet sind, langsam zurückbilden. Eine sanfte Landung in den USA könnte tatsächlich in den Karten liegen und in Europa scheint sich ein konjunktureller Boden zu bilden. Das bedeutet aber nicht, dass fahrlässig gehandelt werden sollte! Schliesslich sind geopolitisch genügend Probleme vorhanden. Die **Markttechnik** bleibt aufgrund der verbesserten Marktbreite auf einem leichten Grün. Letztere muss aber zusammen mit dem Risikoappetit (ersichtlich bei den *Small Caps*) noch zulegen, um ein sommerhafteres Grün zu erreichen. Der intakte säkulare Bullenmarkt legt nahe, dass dies durchaus erfolgen könnte, was die Beimischung letztlich rechtfertigt.



**Monetäre Lage:** Die Frage ist, wann und in welchem Umfang Arbeitsmarkt und Konjunktur Zinssenkungen in den USA zulassen werden. In der Eurozone dürfte dies bald der Fall sein.

**Ökonomische Lage:** Das Risiko einer technischen Rezession hat sich gemildert. Die Prognosen hellen sich auf. Letzten Endes wird die Geldpolitik, v.a. in den USA, hierüber entscheiden.

**Technische Lage:** Das technisch überdehnte Niveau hat zusammen mit den angepassten Zinserwartungen in den USA eine Korrektur ausgelöst. Der langfristige säkulare Trend ist intakt.

## Marktkommentar

Als allererstes gilt es generell festzustellen, dass die Aktienmärkte Ihren Lauf seit Oktober 2023 fortgesetzt haben. Hätte man vorher gewusst, dass die Inflation in den USA zuletzt dreimal hintereinander nach oben

überraschen, in den letzten zwei Monaten die Zahl der vom Markt erwarteten Zinssenkungen 2024 (à 25 BP Schritten) seitens EZB von sechs auf drei und seitens FED von vier auf eins fallen und die Anleiherenditen wieder

ansteigen werden, wäre eine solche Marktentwicklung, bei praktisch abwesender Volatilität, vermutlich nicht das Basisszenario gewesen. Die Kauflaune der Akteure liess sich trotz dieser eigentlich adversen Effekte nicht eintrüben. Der Grund hierfür liegt im geänderten Fokus des Marktes, auf welchen wir im Januar hingewiesen haben, und damit in der konjunkturellen Entwicklung, welche allgemein betrachtet positiver verlief als angenommen. Die Marktteilnehmer wurden positiv überrascht, was in einem Anstieg mündete. Eine solche Entwicklung ist übrigens typisch für einen säkularen Bullenmarkt. Die Überraschungen sind tendenziell nach oben gerichtet! Auch wenn kurzfristig die Luft technisch betrachtet dünner geworden ist und noch etliche Störfaktoren lauern, behalten wir unsere längerfristig konstruktive Grundhaltung bei, da das Positive das Negative zur Zeit übertrumpft:

Positives	Negatives
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Widerstandsfähigere Konjunktur</li> <li>• Die Gewinnerwartungen der Analysten auf 12-Monatsbasis steigen langsam wieder an</li> <li>• Inflation ist auf einem guten (aber steinigem) Weg</li> <li>• Zinsanhebungszyklus ist vorbei</li> <li>• KI als Wirtschaftstreiber</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Zentralbankenfehler</li> <li>• Geopolitische Risiken</li> <li>• Bewertungen im Technologiebereich überdehnt</li> <li>• Sorglosigkeit des Marktes</li> </ul>

Nun bleibt uns nichts anderes übrig als auf die einzelnen Argumente einzugehen. Gewisse sind explizit erwähnt, andere ergeben sich aufgrund des gesunden Menschenverstandes.

### Marktentwicklung/-technik

Die **Marktentwicklung der letzten zwei Jahre** (indexiert auf 100) wurde in **Europa** in erster Linie durch **grosskapitalisierte Werte** (per 10.04.2024 +13.9% in Lokalwährung) getragen, während **mittlere** (+0.3%) und **kleinere** (-5.3%) Werte (noch) deutlich zurückblieben:

#### Size Indices Europe: Large vs Mid vs Small Caps

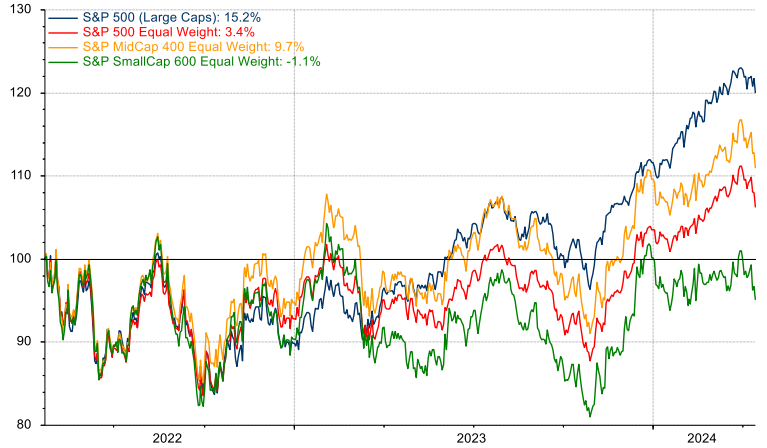
Last 24 Months, Rebased to 100, 4/11/2024



Source: LSEG Datastream / GLSO Finanz AG

Ähnlich gestaltet sich das Bild **über die letzten zwei Jahre** (in Lokalwährung) in den **USA**, wobei sich hier die **Size Indices US: Large vs Mid vs Small Caps**

Last 24 Months, Rebased to 100, 4/11/2024



Source: LSEG Datastream / GLSO Finanz AG

**Mid Caps** (+9.7%) auch aufgrund der stärkeren Konjunktur deutlich besser entwickelt haben, während die **Small Caps** (-1.1%) deutlich zurückblieben.

Augenscheinlich ist die Renditedifferenz zwischen dem **kapitalisierungsgewichteten "normalen" S&P 500** (+15.2%) und seinem **gleichgewichteten Pendant (Equal Weight)** (+3.4%). Dies ist auf die Entwicklung der **Magnificent 7** zurückzuführen, welche im "normalen" S&P 500 ein Gewicht von rund 30% und im gleichgewichteten S&P 500 von 1.5% einnehmen. Eigentlich müsste man mittlerweile von den **Magnificent 5** (Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft, Nvidia) sprechen, da Tesla mittlerweile negativ rentiert und Apple nur knapp über der Nulllinie steht. Jedenfalls hält die Dominanz der grossen Technologiewerte weiterhin an.

Insgesamt betrachtet hat die **Marktbreite** (z.B. gemessen am prozentualen Anteil der Aktien über ihrem 50- oder 200-Tage gleitenden Durchschnitt) Fortschritte, v.a. auf sektorieller Ebene, gemacht, lässt aber aus Gesichtspunkten des Risikoappetits (siehe Entwicklung **Small Caps**) nach wie vor zu wünschen übrig. Damit der säkulare Bullenmarkt seinen Weg unbeirrt fortsetzen kann, muss die Risikofreude zunehmen, was als Ausdruck verstanden werden kann, dass sich die grossen Bausteine Konjunktur, Inflation und Zinspolitik einem zukunftsfähigen und tragbaren Gleichgewicht annähern.

**Technisch** positiv ist, dass dies aus Sicht diverser Oszillatoren (Trendfolgeindikatoren) auch angedeutet wird. Kurzfristig ist der Markt jedoch als Folge seiner Bewegung seit Oktober 2023 grundsätzlich technisch überkauft. Dies gilt für die genannten Technologiewerte logischerweise umso mehr. Eine "normale" Marktkorrektur (i.d.R. bis 10%) hat sich zum Zeitpunkt des Verfassens

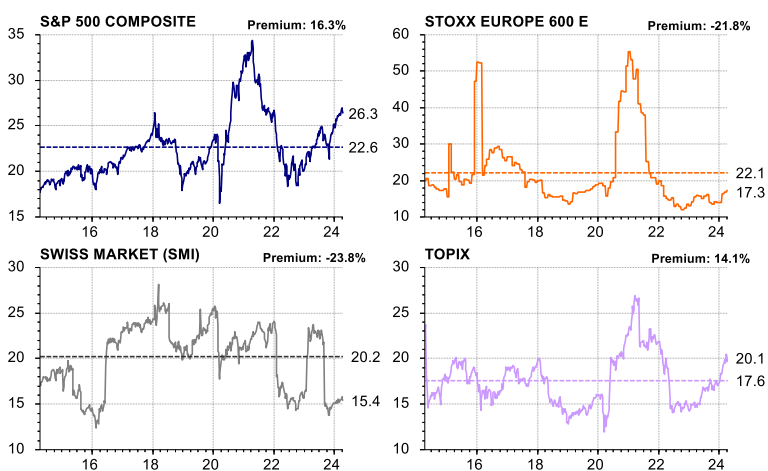
entsprechend in Gang gesetzt. Dazu passt, dass die bisher vom Markt grosszügig ignorierten Problemfelder (Inflationsüberraschung, verschobene Zinssenkungen und höhere Anleihenrenditen), welche sich eben nicht wie die Frühlingsstürme in Luft auflösen, diesen nun einholen. Hierdurch wird die konjunkturelle Entwicklung wieder in Frage gestellt. Dazu später mehr.

Theoretisch müssten im Zuge dieser Korrektur die zurückgebliebenen Sektoren/Werte besser halten. Ob das nun so erfolgt oder nicht, wissen wieder einmal nur die Götter. Wichtig ist, dass die Letztgenannten v.a. beim Wiederanziehen (relative) Stärke zeigen. Dies wird von uns genauestens verfolgt! Wieso wissen Sie.

Was die **Bewertungen** anbetrifft, so sind die Märkte allgemein nicht als zu teuer einzustufen. Die **P/E Ratio** (Kurs-Gewinn-Verhältnis) **auf Basis der Gewinne der letzten 12 Monate** für ausgewählte Hauptindizes untermauert diese Aussage. Der Marktentwicklung entsprechend ist die Bewertung in den **USA**, gemessen am **S&P 500**, am teuersten (auch das Pulverfass Japan ist nicht mehr gerade günstig, dürfen Sie aber ignorieren). Die Treiber sind jedoch die zuvor genannten Titel, was das Bild für den allgemeinen Markt verfälscht. So weist der gleichgewichtete S&P 500, also die gleichen Titel einfach nur anders gewichtet, eine **P/E Ratio** von rund 16.8 auf, was unter dem 10-jährigen Durchschnitt von 18.2 ist. Das gleiche gilt für die **Mid** und **Small Caps**. Die **Schweiz** und **Europa** haben, wie der Graphik zu entnehmen ist, ebenfalls Luft nach oben.

## Trailing P/E Ratio (LTM) vs Historical Average

Updated as of 4/12/2024



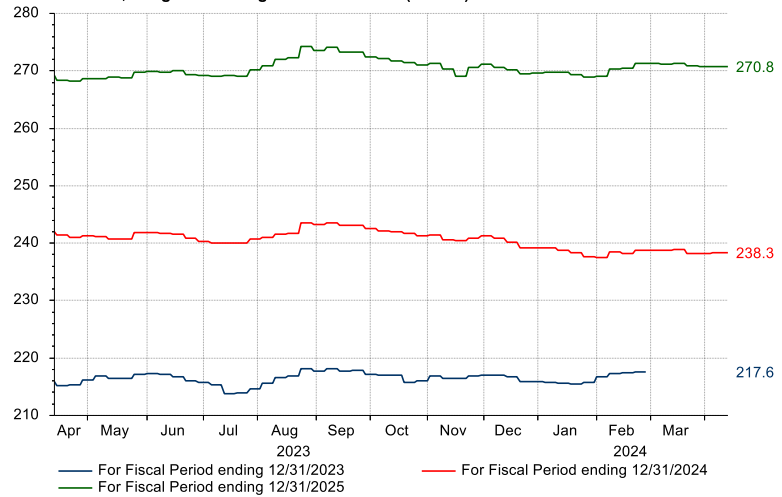
Source: LSEG Datastream/ GLSO Finanz AG

Passend zur konjunkturellen Entwicklung der letzten Monate (und deren Ausblick), lassen die **Schätzungen** der Analysten (**IBES**-Datenbank, Institutional Brokers' Estimate System) eine Zunahme der **Gewinne pro Aktien (EPS)** für das aktuelle und kommende Jahr erwarten. Die

beiden folgenden Graphiken visualisieren ausgehend von **2023** die Schätzungen für **2024** und **2025**. In den **USA** wird erwartet, dass die Gewinne (gewichtet), gemessen am **S&P 500**, jeweils wieder stark wachsen werden:

## Calendarised Financial Year EPS Estimates

S&P 500, Weighted Average EPS Estimates (I/B/E/S) as of 4/12/2024



Source: LSEG Datastream / GLSO Finanz AG

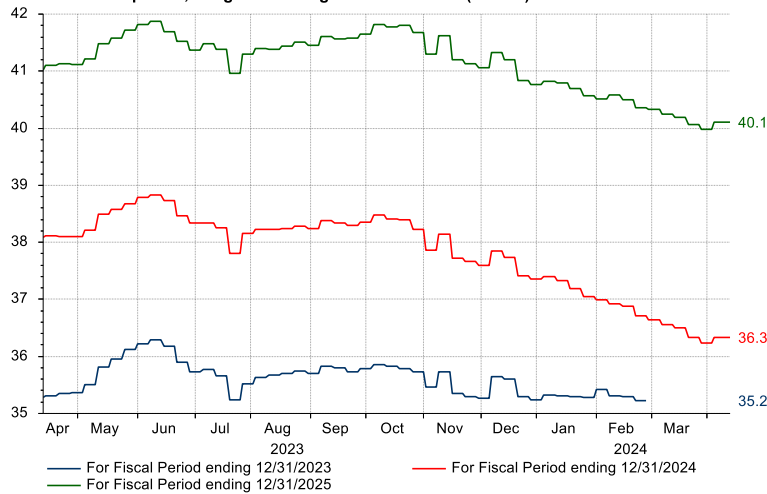
Diese Werte widerspiegeln eine ziemlich hohe Erwartungshaltung an die bisherigen Zugpferde und sind entsprechend mutig, v.a. was **2024** (fast zweistelliges Wachstum erwartet) anbetrifft. **2025** hingegen könnte z.B. ein Szenario, in welchem Produktivitätssteigerungen, beschleunigt durch KI, gleichzeitig wachstumsfördernd und deflationär wirken, einen stärkeren Konjunkturschub auslösen. Noch muss aber hierfür einiges zusammenpassen (!). Dennoch dürften sich die Schätzungen weiterhin, sofern sie halten, positiv auf die Marktakteure auswirken. Anzumerken ist, dass die Schätzungen für die **Mid** und **Small Caps** für **2024** nicht ganz so euphorisch ausfallen. Es wird ein Gewinnwachstum im tieferen einstelligen Bereich erwartet. Immerhin! Das zweistellige Wachstum soll dann dafür **2025** umso stärker ausfallen, was unter Berücksichtigung der Konjunkturerwartungen (für **2025** erwartet das IMF ein BIP-Wachstum von 1.9%, also leicht unter Trend) ebenfalls etwas zu mutig erscheint. Wir lassen uns aber gerne positiv überraschen.

In **Europa** als Ganzes, also inklusive Schweiz, gemessen am **Stoxx Europe 600** (nächste Seite), sollen die Gewinne pro Aktie ebenfalls wieder steigen. Zunächst gemächlich in **2024**, was angesichts des flauen, sich aber zu stabilisieren scheinenden Wirtschaftswachstums einigermaßen Sinn macht, bevor es dann ebenfalls **2025** knapp zweistellig zur Sache gehen soll.

Nun setzen diese Gewinnschätzungen einiges voraus, vermutlich nicht zuletzt, dass die Zentralbanken effektiv mit Zinskürzungen folgen. Entsprechend muss weiterhin vorsichtig vorgegangen werden. Noch ist das Ende der

## Calendarised Financial Year EPS Estimates

Stoxx Europe 600, Weighted Average EPS Estimates (I/B/E/S) as of 4/12/2024



Source: LSEG Datastream / GLSO Finanz AG

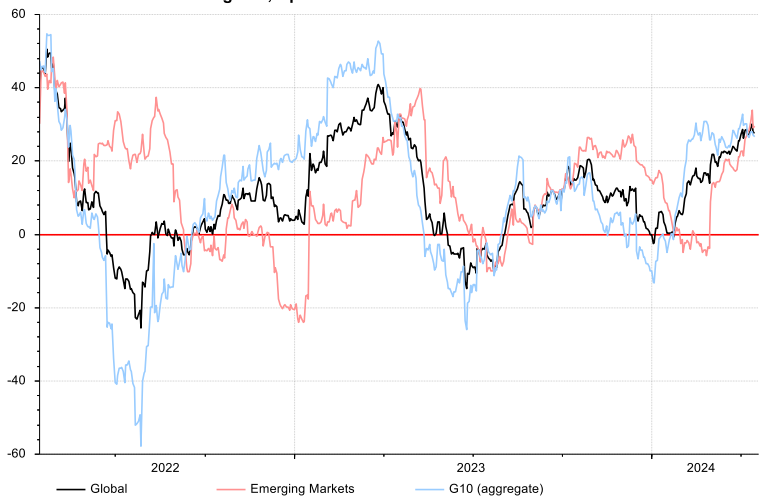
Fahnenstange nicht erreicht. Dennoch zeigen sie, dass die Bewertungen allgemein betrachtet durchaus Luft nach oben haben. Wie weit hängt von der Konjunktur und damit verbunden vom Verhalten der Zentralbanken ab.

## Konjunktur

Zu allererst sind wir Ihnen noch den Nachweis schuldig, dass sich die Konjunktur in den letzten Monaten besser entwickelt hat als allgemein erwartet. Dies belegen die **Citigroup Economic Surprise Indices** (gemeldete Konjunkturdaten übertreffen bei Werten über 0 die Erwartungen) auf globaler, **Schwellenländer-** und **G10-**Ebene.

## Citigroup Economic Surprise Indices

Main Countries and Regions, Updated as of 4/15/2024



Source: LSEG Datastream / GLSO Finanz AG

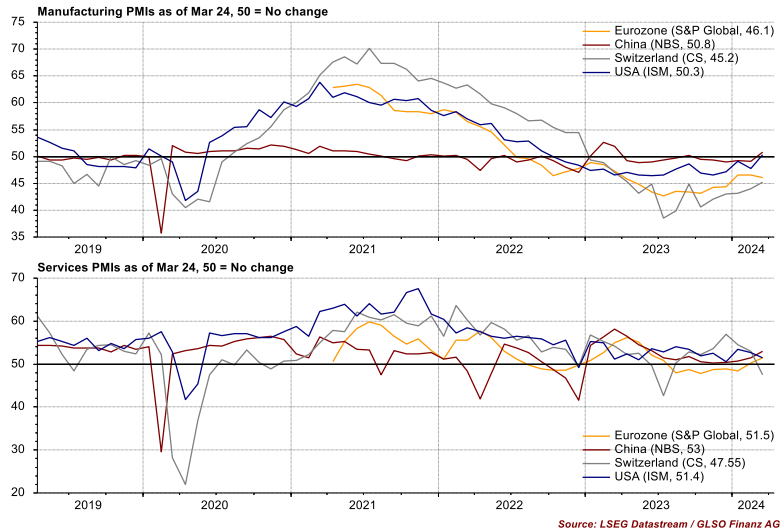
Angesichts der enorm starken Zinsanhebungen der letzten zwei Jahre in Europa (inkl. Energiekrise und einer zu forschen, unüberlegten Energiepolitik in Deutschland) und den USA sowie einem schwächelnden China hält sich die Wirtschaft insgesamt erstaunlich robust. Dies erklärt, warum der Markt trotz verschobener

Zinsreduktionserwartungen generell anstieg. Dies scheint ihn aber derzeit einzuholen. Entsprechend wichtig ist, dass dies so bleibt! Gleichzeitig darf jedoch aus Inflationsüberlegungen die Wirtschaft auch nicht allzu stark sein. Doch dazu später mehr.

Die häufig aufgeführten **Einkaufsmanagerindizes** (Konjunkturumfragen tausender Unternehmen) **der Industrie und des Dienstleistungssektors** geben Anlass zur Hoffnung (Frühindikator). In den beiden größten Volkswirtschaften der Welt, **USA** und **China**, hat sich die Industrielle Entwicklung (**Manufacturing PMI**) zurück in die Wachstumszone (>50) gekämpft. Auch der Servicesektor bleibt im Wachstumsmodus. Dies dürfte sich (über die

## Purchasing Managers Indices (PMIs)

Main Countries and Regions



Source: LSEG Datastream / GLSO Finanz AG

Exporte) langsam ebenfalls positiv auf die **Eurozone** und letztlich die **Schweiz** auswirken.

In der **Eurozone** scheint das verarbeitende Gewerbe seinen Tiefpunkt Mitte letzten Jahres erreicht zu haben. Angesichts der weiter unten aufgeführten konjunkturellen Erwartungen ist mit einer weiteren (leichten) Besserung zu rechnen. Das (Rezessions-)Sorgenkind bleibt Deutschland mit einem Industrie-PMI von 41.9, was weiterhin Schrumpfung signalisiert. Immerhin hat sich der zukunftsgerichtete Subindex der Auftragseingänge zuletzt etwas besser entwickelt. Auch zeigen sich zahlreiche Befragte optimistisch was die Nachfrage in der zweiten Jahreshälfte angeht. Als Lichtblicke erwähnenswert sind Italien (Industrie-PMI von 50.4) und Spanien (von 51.4), welche zurück in die Wachstumszone gefunden haben.

In der **Schweiz** zeichnen beide Sektoren ein etwas unschönes Bild (<50). Der Schweizer Franken und die schwache Entwicklung des wichtigen Handelspartners EU (Exportanteil von 40%, Deutschland von 12.2%) haben ihren Tribut gefordert. Umso wichtiger also, dass die



Entwicklung in der EU wieder nach oben zeigt. Immerhin hat die Schweizer Nationalbank als erste überhaupt früh reagiert und den Leitzins auf 1.5% gesenkt. Dies dämpft die Entwicklung des CHF, was den Exporten wieder zu Gute kommt.

Die Entwicklung in den USA legt nahe, dass - anders als vermutet - der Einfluss der Zinserhöhungen deutlich weniger negativ war als befürchtet. Dies scheint sich in den Einkaufsmangerindizes zu bestätigen. In die gleiche Richtung zeigt auch das *GDPnow*, welches per 16.04.2024 auf ein Wachstum von 2.9% für das erste Quartal deutet. Zur Erinnerung: *GDPnow* ist ein Modell der Federal Reserve Bank of Atlanta, welches das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) in Echtzeit (laufend) schätzt (keine Prognose), indem es die verfügbaren Wirtschaftsdaten für die aktuelle Periode verwendet.

Insgesamt zeichnet sich konjunkturell ein einigermaßen zufriedenstellendes Bild ab, was die IBES Prognosen eines tieferen einstelligen Gewinnwachstums auf Unternehmensebene für 2024, zumindest für Europa und den "restlichen" Werten in den USA, einigermaßen zu plausibilisieren scheint.

Der aktuelle **Ausblick des IMF** (per April 2024) stützt diesen Sachverhalt ebenfalls. Anzumerken ist, dass das BIP-Wachstum auf globaler Ebene (*World Output*) seit der Januarprognose leicht um 0.1%P auf 3.2% für 2024 erhöht wurde. Dasselbe Wachstum wird 2025 erwartet. Dies ist

v.a. auf die erhöhten Prognosen in den USA zurückzuführen (+0.6%P 2024, +0.2%P 2025). In Europa wurden die Erwartungen leicht reduziert (Deutschland lässt grüssen), aber immerhin wird ein Wachstum über 1% erwartet und für 2025 sogar leicht über dem 10-jährigen Durchschnitt.

Aus dieser Perspektive scheint sich das **Risiko einer milden Rezession** insgesamt entsprechend gemildert zu haben, kann aber keineswegs ausgeschlossen werden. Die typischen Rezessionsindikatoren (Zinskurve, *Leading Economic Indices (LEI)*, etc.) haben sich in der Tendenz etwas verbessert, deuten aber immer noch auf ein erhöhtes Risiko hin, was in der Portfoliokonstruktion berücksichtigt werden muss, ohne wenn und aber! Zumal auch auf geopolitischer Ebene Gefahren lauern.

Nun zur Kehrseite der Medaille, welche wir im nächsten und letzten Abschnitt beleuchten.

### Geldpolitik

Um es gleich vorwegzunehmen, je stärker die Wirtschaft läuft, desto höher ist der Druck auf die Inflation, was wiederum die **Zinspolitik der Zentralbanken**, namentlich die anvisierten Zinskürzungen, in Frage stellt.

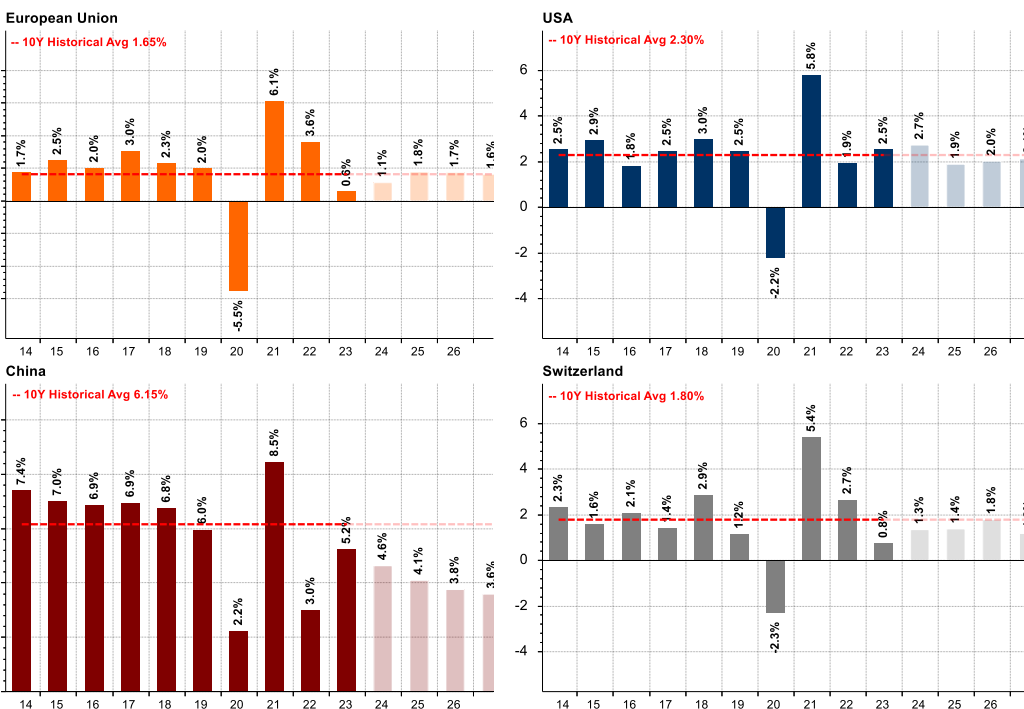
Wir fokussieren uns in diesem Abschnitt auf die USA, da hier die derzeitige wirtschaftliche Entwicklung mehr als nur robust ist und die Inflation in den letzten drei Monaten entsprechend (leicht) nach oben überraschte. Hier- von geht für die Finanzmärkte sodann auch die grösste

Gefahr aus. Dies nicht zuletzt auch, weil die Europäische Wirtschaft zurzeit auf die konjunkturelle Stütze seitens USA angewiesen scheint.

Wie zuvor erwähnt, hat der Markt bisher die Inflationsüberraschungen zweimal ignoriert. Die dritte und letzte war dann aber eine zu viel, was die zum Zeitpunkt des Verfassens eingetretene Korrektur ausgelöst hat (nebst eines technisch überdehnten Bildes). Gemeldet wurden eine Jahresrate von 3.5% (Konsumentenpreisindex) und eine Kernrate (ohne Energie und Nahrungsmittel) von 3.8%, anstatt der prognostizierten 3.4% bzw. 3.7%. Während die Abweichung (auf Jahresbasis) effektiv nicht sehr gross ist,

### GDP Main Countries: Y/Y % Change and Forecast

IMF Outlook 4/16/2024, Constant Prices, Not Seasonally Adjusted



Source: LSEG Datastream (IMF Data) / GLSO Finanz AG

hat dies dennoch dazu geführt, dass der Markt seine Erwartung, was Zinskürzungen (FED) anbetrifft, stark nach hinten verschoben hat. Während im Februar noch von rund vier Zinsschritten 2024 ausgegangen wurde, wird jetzt nur noch ein solcher (etwas grosszügiger gerechnet maximal zwei) erwartet. Dies steht im Gegensatz zu den von der FED für 2024 in Aussicht gestellten drei Zinsreduktionen (auf 4.6%). Allerdings hat Jerome Powell auch deutlich gemacht, dass der effektive Zeitpunkt von der Inflationsentwicklung abhängt. Entsprechend löste die Preisentwicklung im März die Angst aus, dass das restriktive Zinsumfeld länger bestehen bleibt und damit die Wirtschaft doch noch in die Knie gezwungen werden könnte! So schnell kann's gehen!

Dieser Sachverhalt lässt sich womöglich auch am Ansprung der **Edelmetallpreise** erkennen, welche bekanntlich eine Absicherung gegen Inflation darstellen. Nun könnte man argumentieren, dass deren Leistungsausweis diesbezüglich ungenügend ausfiel, als sich die Inflation 2021 und 2022 zurückmeldete. Allerdings würde man ignorieren, dass deren Preise zuvor stark anstiegen. So legten der Goldpreis in USD von Mitte 2018 bis Ende 2020 um rund 60% und der Silberpreis von März bis Ende 2020 um fast 120% zu. Entsprechend liegt die Vermutung nahe, dass diese den Inflationsansprung einfach vorwegnahmen, anstatt abzuwarten bis sich dieser zu einem allgemeinen Problem entwickelt. Sollte der Preisansprung im März und April ein ähnlicher Vorbote sein, droht Ungemach. Aus einer normalen Korrektur würde sich dann mehr entwickeln.

Davon gehen wir zurzeit nicht aus, lassen aber vernünftigerweise eine gewisse Vorsicht in den Portfolios walten. Wie Sie aus vergangenen Berichterstattungen wissen, sind wir nach wie vor der Meinung, ohne alle Elemente wieder aufzuführen, dass die **Inflation** sich insgesamt auf einem guten, aber eben steinigen Weg befindet. Immerhin betrug diese im Juni 2022 in den USA rund 9.1%. Jetzt sind wir bei 3.5%. Der Anstieg der flexiblen Konsumentenpreise, d.h. von Gütern und Dienstleistungen die häufigen Preisänderungen ausgesetzt sind (z.B. Lebensmittel, Energie, Autos, etc.), sowie der Preise für Erzeugnisse abzüglich Lebensmittel und Energieprodukte (z.B. Haushaltswaren und -geräte, Kleider, etc.) haben sich schnell beruhigt. Erstere sind von ihrem Hoch bei +19% auf mittlerweile +0.8% gesunken. Letztere haben sich von +12.3% auf -0.6% deflationiert. Wie im Januar 2023 erwartet, sind sowohl die starren Konsumentenpreise (z.B. Miete, Versicherungskosten, medizinische Ausgaben, etc.) als auch die Preise für Dienstleistungen (z.B. Immobilien,

professionelle Rasenpflege, Tierarzt, Automiete, etc.) ihrem Ruf gerecht geworden und halten sich hartnäckig. Immerhin ist eine Verlangsamung festzustellen. So haben sich Erstere von +6.7% auf zuletzt +4.5% und Letztere von +7.3% auf +5.4% zurückentwickelt. Die Reise sollte weitergehen, aber es war nie zu erwarten, dass dies von heute auf morgen erfolgen würde. Dazu passt auch die Erwartung des IMF an das BIP-Wachstum 2025, das doch unter dem diesjährigen zu kommen liegen soll.

Jedenfalls ist es so, dass die Konjunktur und damit der starke Arbeitsmarkt, der wiederum den Konsum (noch) und letztlich die Inflation aufrechterhält, dazu führt, dass die FED keinen Zugzwang hat, die Zinsen derzeit zu kürzen. Schliesslich ist diese noch weit vom anvisierten Ziel von 2% entfernt. Jerome Powell hat das Ganze wie folgt zusammengefasst: *"If higher inflation does persist, we can maintain the current level of restriction for as long as needed. At the same time, we have significant space to ease should the labor market unexpectedly weaken."* Letzteres ist im Prinzip eine Art Versicherung für die Märkte und sollte letztlich beruhigend wirken. Der Markt war in Bezug auf die Kürzungen der Fed einfach zu voreilig. Angesichts der starken Zinserhöhungen der letzten zwei Jahre ging er halt von einer stärker belasteten Wirtschaft aus. Historisch kann man es ihm nicht verdenken. Jetzt befindet er sich in einer Anpassungsphase, was die Korrektur erklärt.

Immerhin scheint ein solches Szenario in **Europa** aufgrund der dünnen konjunkturellen Entwicklung kaum realistisch. In der Eurozone geht der Markt von drei Zinskürzungen im Einlagensatz ab Juni aus. EZB-Präsidentin Lagarde sagte diesbezüglich: *"We just need to build a bit more confidence in this disinflationary process but if it moves according to our expectations, if we don't have a major shock in development, we are heading towards a moment where we have to moderate the restrictive monetary policy."* In der Schweiz wurde der Leitzins bereits gesenkt. Die Märkte werden jedoch durch die Entwicklung in den USA dennoch in Mitleidenschaft gezogen, weil die hiesige Wirtschaft wie erwähnt ein Stück weit davon abhängig ist.

Damit der Markt seinen Weg weitergehen kann, müssen sich alle Bausteine, also Konjunktur, Inflation und Zinspolitik in einem Gleichgewicht befinden. Ein solches erscheint (bei Ausblieben neuer Schocks) durchaus möglich und passt zur Erkenntnis des intakten säkularen Bullenmarktes. Die Reise ist allerdings, selbst wenn der Zinsanhebungszyklus vorbei ist, noch lang und wird immer wieder durch auftretende "Frühlingsstürme" gestört. Es empfiehlt sich zudem auch ein negatives Szenario im Hinterkopf zu bewahren.

## FAZIT

Der Zwei-Fronten-Krieg scheint sich zu lichten und zu einem **Ein-Fronten-Krieg** zu werden. An der **Konjunkturfront** hat der Markt an Boden gewonnen. Seine Erwartung einer sanften Landung in den USA und eines zumindest auf Jahresbasis positiven Wirtschaftswachstums in der Eurozone hat an Wahrscheinlichkeit gewonnen. Die US Wirtschaft wächst um einiges stärker als allgemein erwartet und in der Eurozone hellen sich die Prognosen auf bescheidene Art und Weise so langsam auf. Den Sieg hat er allerdings noch nicht ganz errungen. Die typischen Rezessionsindikatoren (Zinskurve, *Leading Economic Indices (LEI)*, etc.) haben sich zwar etwas entspannt, deuten aber immer noch auf ein erhöhtes Risiko einer zumindest milden Rezession (in Deutschland 2023 der Fall) hin. Dies auszublenden wäre töricht. Einen verbitterten Kampf führt er allerdings an der **monetären Front**. So schön eine solidere Konjunktorentwicklung auch ist, hat sie auch ihre Schattenseite. Der starke Arbeitsmarkt, das anhaltende, aber gemässigtere Lohnwachstum und damit letztlich der Konsum stützen die Inflation. Dies betrifft in erster Linie die USA, wo diese zuletzt dreimal nach oben überraschte. Entsprechend musste der Markt seine etwas tollkühnen Zinssenkungserwartungen stark zurücknehmen und erwartet grob gerechnet nur noch eine solche 2024. Dies löste am Markt eine Korrektur aus, verbunden mit der Angst vor den wirtschaftlichen Implikationen. Die Konjunkturfront ist also effektiv noch nicht gewonnen. Der Zinsanhebungszyklus erscheint hier zwar vorbei, aber die FED hat gleichzeitig zurzeit wenig Grund die Zinsen zu kürzen. Immerhin ist dieses Problem in der Eurozone nicht wirklich vorhanden. Die bescheidene Konjunktorentwicklung sollte einem erneuten Inflationsschub entgegen wirken. Entsprechend hat EZB-Präsidentin mit vielen Wenn und Abers eine kommende Zinskürzung in Aussicht gestellt. Wann bleibt offen. Der Markt geht von Juni aus. Eine solche würde wiederum konjunkturell helfen.

Werden die *Magnificent 7* ausgeblendet, erscheinen die Bewertungen vernünftig und bieten am Aktienmarkt weiterhin Chancen. Ausblenden sollte man die Risiken jedoch nicht. Noch ist zumindest eine Front, mit Implikation auf die andere, nach wie vor verhärtet. Die Portfoliokonstruktion sollte dies berücksichtigen und Sicherheiten in Form von Edelmetallen, Energie und Liquidität (Munition für Unvorhergesehenes) einbauen.

Unsere positive Grundhaltung, so begründet sie auch sein mag, unterliegt immer dem Prinzip der Risikoabsicherung. Nebst diverser Absicherungsoptionen, z.B. dem Markt entgegenlaufende Positionen, Liquidität, etc., und einem gesunden Menschenverstand beim Ausmass des eingegangenen Risikos, ist auch die bedingungslose Grundbereitschaft schnell zu handeln, Fehler einzugestehen und sich vom Markt zumindest teilweise zu verabschieden, wenn nötig, Teil dieser Philosophie. Letzteres ist viel schwieriger als angenommen und wird von vielen Investoren nicht berücksichtigt. Wir verabschieden uns entsprechend mit der folgenden, wortgewaltigen Prosa, welche den emotionalen Tanz der Anleger auf den Märkten widerspiegelt: *“Buy low, sell high,” they chant, as if the heart could be so pragmatic. But oh, how we cling to those green arrows, the upward thrusts that lift our spirits like helium balloons. And then, the red days descend—the market’s wrath, a tempest of uncertainty. Our beloved stocks, once steadfast companions, now falter. We stare at the screen, our hearts pounding like the opening chords of a tragic symphony. “Hold,” they advise. “Stay the course.” But the heart, oh, the heart—it knows not of charts or dividends. It yearns for stability, for the warmth of a steady embrace.*

Freundliche Grüsse

Dr. Gianluigi Socchi

Igor Socchi

Philipp Wille

**Disclaimer**

Dieses Dokument wurde von der GLSO Finanz AG (nachfolgend «GLSO») mit grösster Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. GLSO gibt jedoch keine Zusicherung bezüglich der Richtigkeit oder Vollständigkeit dessen Inhalts und lehnt jede Haftung für Verluste infolge der Verwendung dieser Informationen ab. Die in diesem Dokument geäusserten Meinungen sind diejenigen der GLSO zum Zeitpunkt der Redaktion und können jederzeit und ohne Ankündigung ändern. Das Dokument dient ausschliesslich Informationszwecken und ist ohne Rücksicht auf die Bedürfnisse oder die Finanzlage eines bestimmten Anlegers erstellt worden. Es stellt weder eine Anlageempfehlung noch ein Angebot zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar und entbindet den Empfänger nicht von seiner eigenen Beurteilung. GLSO empfiehlt dem Empfänger, allenfalls unter Beizug eines unabhängigen professionellen Beraters, die Informationen in Bezug auf die Vereinbarkeit mit seinen eigenen Verhältnissen, die jeweiligen finanziellen Risiken sowie auf juristische, regulatorische, steuerliche und andere Konsequenzen zu prüfen. Dieses Dokument darf ohne schriftliches Einverständnis der GLSO weder stellenweise noch vollständig vervielfältigt werden. Es richtet sich ausdrücklich nicht an Personen, denen der Zugang zu solchen Informationen unter der geltenden Gesetzgebung aufgrund ihrer Nationalität oder ihres Wohnsitzes untersagt ist. Mit jeder Anlage sind Risiken, insbesondere diejenigen von Wert- und Ertragsschwankungen, verbunden. Die bisherige Performance einer Anlage und historische Finanzmarktszenarien stellen keine Garantie für zukünftige Performanceentwicklungen dar. Bei Anlagen in Fremdwährungen besteht zusätzlich das Risiko, dass die Fremdwährung gegenüber der Referenzwährung des Anlegers an Wert verliert. Der Anleger kann unter Umständen Verluste erleiden.