R & A GROUP
RESEARCH & ASSET MANAGEMENT

Globale Anlagestrategie

Erstes Quartal 2024

© R & A Group Research & Asset Management AG · Bodmerstrasse 3 · CH-8002 Zürich
Phone +41-44-201 07 20 · e-Mail info@ragroup.ch · www.ragroup.ch

Übersicht

Ausblick 2024

- Weltwirtschaft: Europa bestenfalls mit leichtem Zuwachs, wobei wieder steigende reale Einkommen stützen. Etwas weniger Wachstum in den USA nach einem starken 2023. China mit vergleichsweise verhaltenem, aber staatlich unterstütztem Wirtschaftswachstum.

- Strukturwandel und Sonderfaktoren: Der Zinsanstieg der letzten beiden Jahre trifft nicht alle Haushalte und Unternehmen gleichzeitig, was die Risiken einer ausgeprägten Rezession stark relativiert.

- Zugrundeliegende Trends weisen auf leicht tiefere Inflationsraten hin.

- Aussicht auf Zinssenkungen in Europa und den USA: Positiv für Anleihen. Liquiditätsrallye an den Börsen.

Konsens-Schätzungen: Wachstum und Inflation

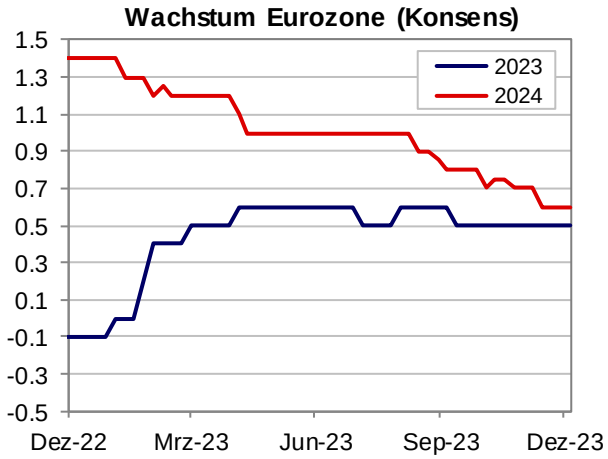
Die Konsens-Schätzungen berechnen sich als Mittelwert der Prognosen führender Prognostiker.

Für die USA wurden die BIP-Wachstumserwartungen für 2023 im Jahresverlauf markant erhöht, in den letzten Monaten auch für 2024.

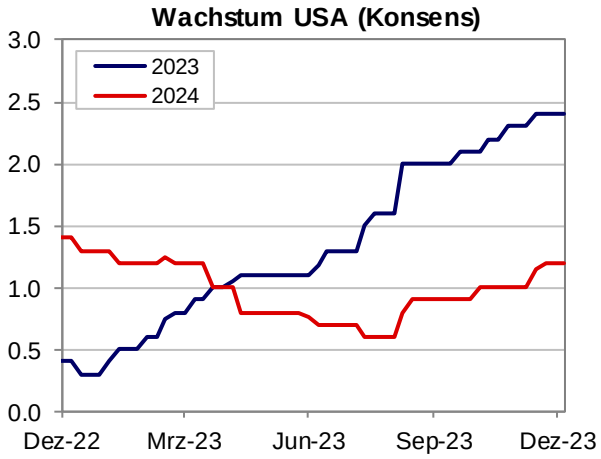
Trotz gewisser Schwächezeichen in den Daten waren die Prognosen für die Eurozone für 2023 in den letzten Monaten stabil, für 2024 aber rückläufig.

Die Wachstumsprognose für China 2024 befindet sich auf einem realistischen Niveau, welches mit rund 4,5% etwa das Potenzialwachstum reflektieren dürfte.

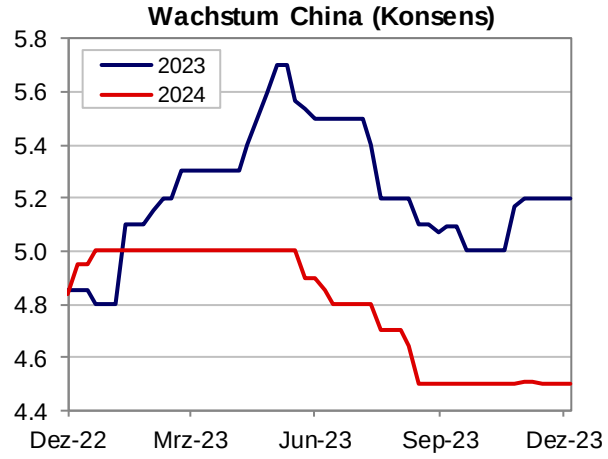
Die jüngsten Inflationszahlen, die etwas unter den Erwartungen lagen, haben zu einer Senkung der Konsensprognose für die Inflation geführt.



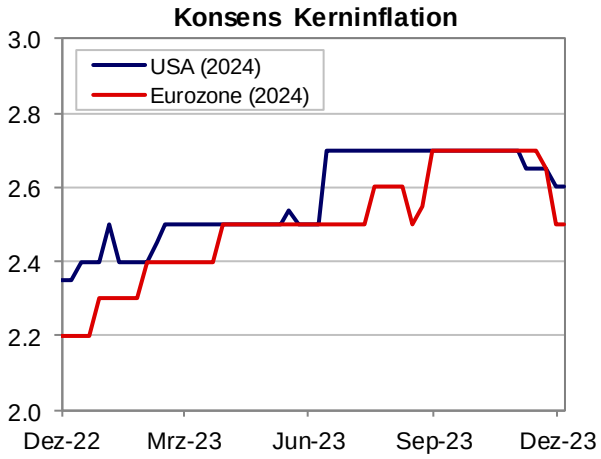
Quelle: Bloomberg Indizes



Quelle: Bloomberg Indizes



Quelle: Bloomberg Indizes



Quelle: Bloomberg Indizes

R&A GROUP
RESEARCH & ASSET MANAGEMENT

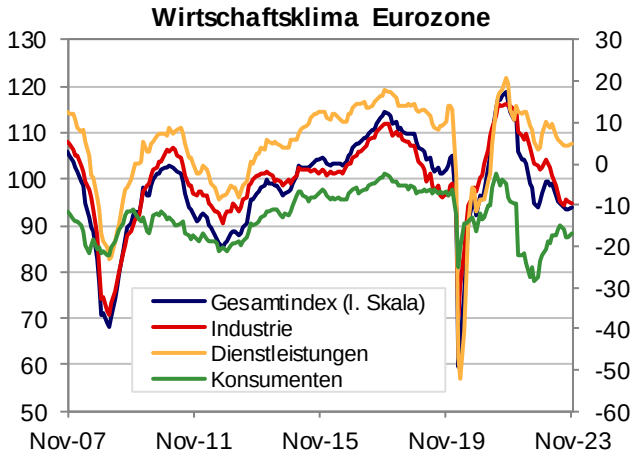
Europa: Zeichen der Stabilisierung auf tiefem Niveau

Die Wirtschaft der Eurozone ist im dritten Quartal zwar leicht geschrumpft, die Inlandnachfrage ist allerdings gestiegen, getragen vom privaten Konsum und den Staatsausgaben.

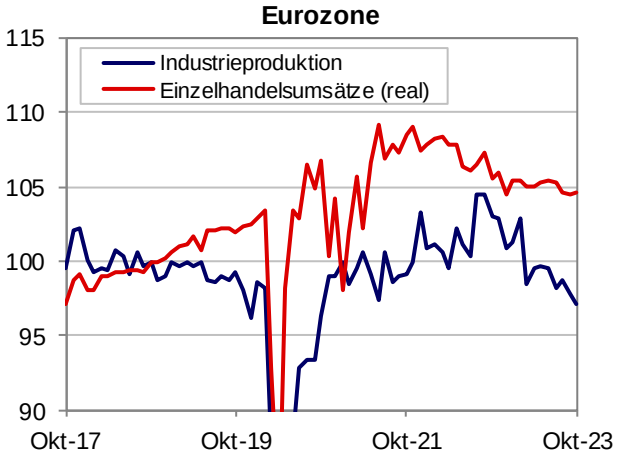
In der Summe weisen die Wirtschaftsstatistiken auf eine verhaltene Konjunktur hin, besonders im Industriebereich. Zeichen eines beschleunigten Abschwungs sind demgegenüber nicht auszumachen. Umfragedaten (Wirtschaftsklima, Einkaufsmanager-Indizes) deuten sogar eher in Richtung Stabilisierung.

Eurozone	4Q-2022	1Q-2023	2Q-2023	3Q-2023	Mittel-wert
Priv. Konsum	-0.8	0.0	0.0	0.3	-0.1
Staatsausgab.	0.5	-0.5	0.2	0.3	0.1
Investitionen	-0.4	0.4	-0.1	0.0	0.0
Inland-Nachfr.	**-0.4**	**0.0**	**0.0**	**0.2**	**0.0**
Exporte	-0.3	-0.3	-1.1	-1.1	-0.7
Importe	-1.1	-1.6	0.0	-1.2	-1.0
BIP	**-0.1**	**0.1**	**0.1**	**-0.1**	**0.0**
Netto-Exporte	1.6	2.6	-2.3	-0.1	0.5
Lager	-0.4	-2.2	2.8	-1.3	-0.3

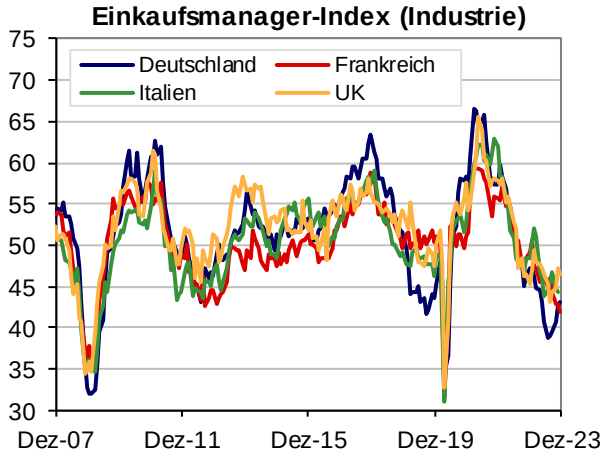
Anmerkung: Veränderung Bruttoinland-Produkt gegenüber Vorquartal (%). Quelle: Eurostat, nationale Statistiken, eigene Berechnungen



Quelle: Europäische Kommission



Quelle: Eurostat



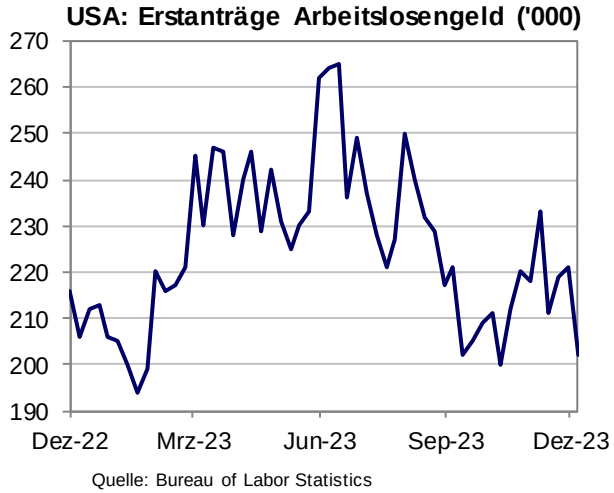
Quelle: S&P Global

R&A GROUP
RESEARCH & ASSET MANAGEMENT

USA: Verlangsamt, aber derzeit keine Rezession

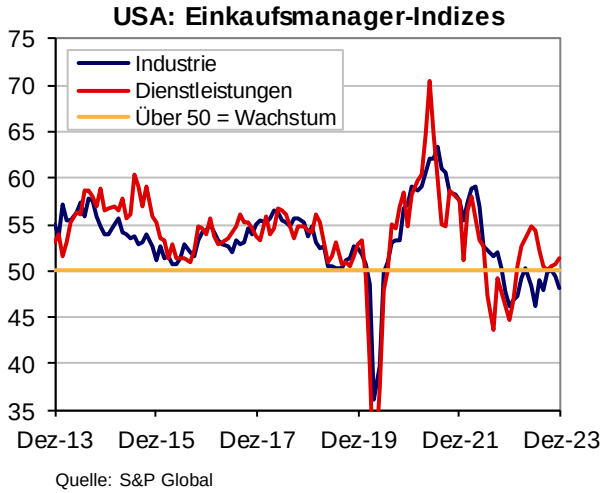
Nach einem enorm starken dritten Quartal, was mit einem sichtbaren Rückgang der Erstanträge auf Arbeitslosengeld verbunden war, dürfte sich das Wirtschaftswachstum in den USA ab dem Schlussquartal 2023 auf ein normales Niveau abschwächen. Rezessive Tendenzen bleiben aber vorerst unwahrscheinlich. So zeigen die Erstanträge auf Arbeitslosengeld keinesfalls den sehr starken Anstieg, der in einer Rezession zu erwarten wäre.

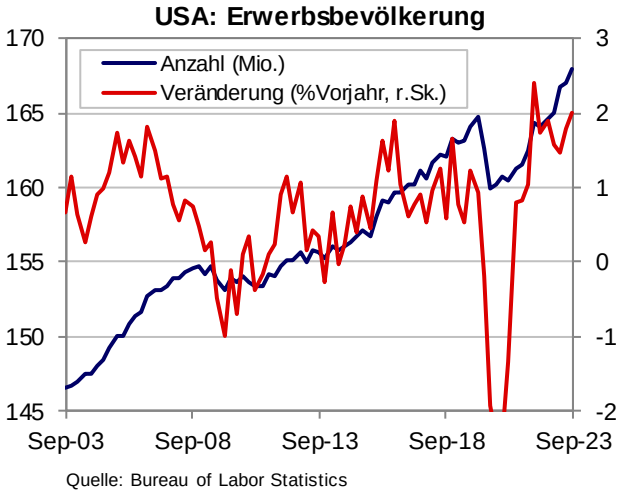
Die Einkaufsmanager-Indizes weisen auf eine verhaltene Konjunktur hin. Die Erwerbsbevölkerung wächst derzeit etwas stärker als üblich, was hilft, den Lohndruck am Arbeitsmarkt zu mässigen.



USA	4Q-2022	1Q-2023	2Q-2023	3Q-2023	Mittel-wert
Priv. Konsum	0.3	0.9	0.2	0.9	0.6
Staatsausgab.	1.3	1.2	0.8	1.3	1.2
Investitionen	-1.4	0.8	1.3	0.6	0.3
Inland-Nachfr.	**0.2**	**0.9**	**0.5**	**0.9**	**0.6**
Exporte	-0.9	1.7	-2.4	1.5	0.0
Importe	-1.1	0.3	-2.0	1.3	-0.4
BIP	**0.6**	**0.6**	**0.5**	**1.3**	**0.7**
Netto-Exporte	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1
Lager	0.4	-0.6	-0.1	0.3	0.0

Anmerkung: Veränderung Bruttoinland-Produkt gegenüber Vorquartal (NICHT annualisiert, %). Lager: Wachstumsbeitrag. Quelle: BEA





R&A GROUP
RESEARCH & ASSET MANAGEMENT

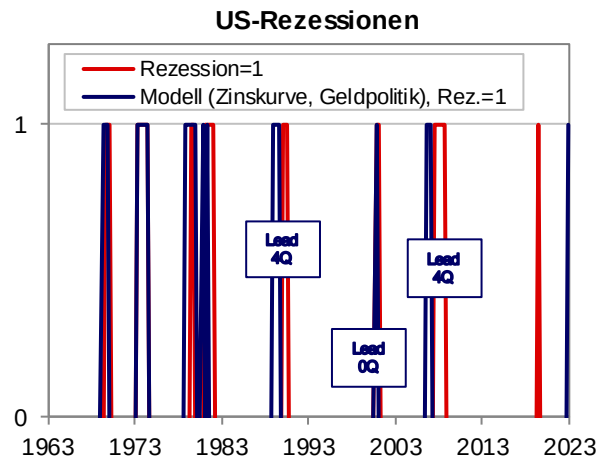
Rezessions-Indikatoren

Die Grafiken zeigen US-Rezessions-Indikatoren (vergleichbare Modelle für Europa sind wenig aussagekräftig).

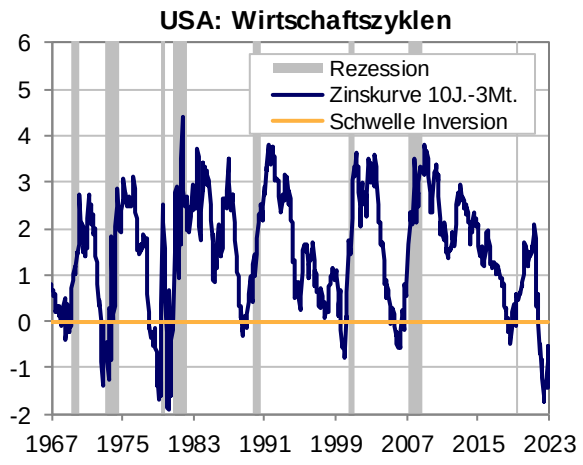
Das Modell «US-Rezessionen» basiert auf der Zinskurve und dem Leitzins (jeweils mehrere Quartale verzögert) und hat (ausser der Lockdown-Rezession 2020) alle Rezessionen seit den 1960er-Jahren angezeigt (oft zu früh, die Rezession 2008 z.B. um 4 Quartale). Das Modell befand sich Ende 3. Quartal 2023 erstmals wieder im Rezessions-Modus.

Die Zinskurve (Rendite 10 Jahre vs. 3 Monate) invertierte in der Vergangenheit vor jeder Rezession, woraus sich im laufenden Zyklus ein Zeitfenster für eine Rezession von Mai 2023 bis Mai 2024 errechnet.

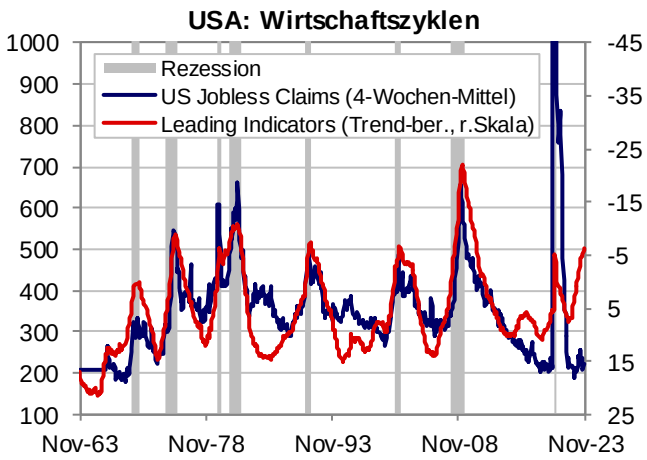
Die Leading Indicators befinden sich längst im Rezessions-Modus, die Gesamtwirtschaft aber nicht (s. Jobless Claims).



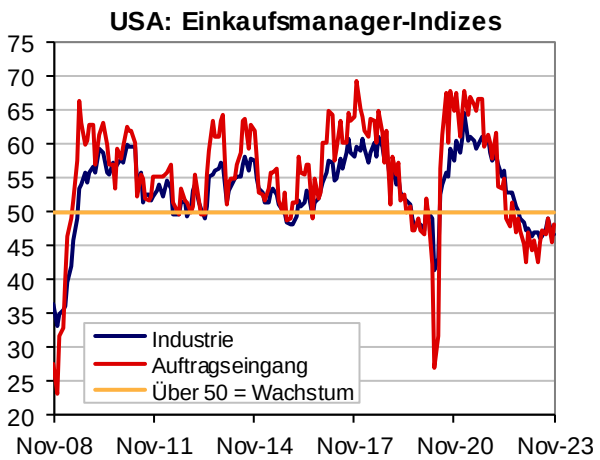
Quelle: Fed, Bloomberg, eigene Berechnungen



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen



Quelle: BLS, Conf. Board



Quelle: ISM

R&A GROUP
RESEARCH & ASSET MANAGEMENT

Entwicklung der Wirtschaft bei steigenden Zinsen

Die Tabelle zeigt Episoden steigender Leitzinsen in den USA. Die Spalten zeigen die Veränderung des Fed Funds-Satzes und Indikatoren des Wirtschaftsverlaufs (Inflation, Wirtschaftswachstum), jeweils vor, während und nach Zinserhöhungsphasen. Der letzte Zinsschritt erfolgte in der Vergangenheit meist, wenn bereits erste Anzeichen einer langsameren Gangart der Wirtschaft erkennbar waren:

- Im Mittel hat es drei Quartale (ohne die ersten beiden Phasen 1972 und 1976 wären es 5 Quartale) nach dem letzten Zinsschritt gedauert, bis eine Rezession begonnen hat. Die Rezessionen waren i.d.R. ausgeprägt, ausser jene des Jahres 2001.
- Soft-Landing: Nach den Normalisierungsphasen der Geldpolitik 1983 und 1994.

Fed Zinserhöhungs-Episoden: Entwicklung der Wirtschaft

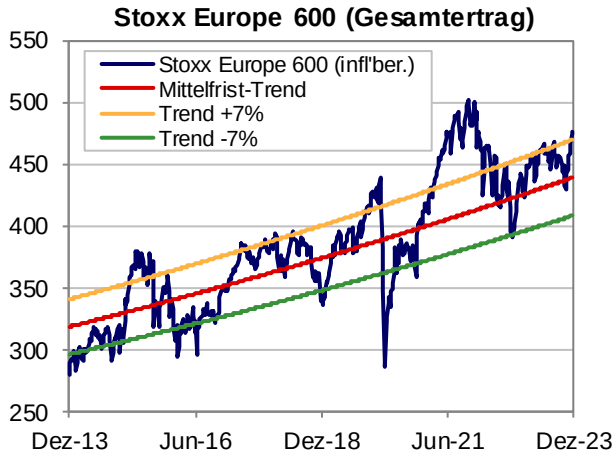
Episode		Fed Funds-Satz (%)				Kern-Inflation (%)			BIP-Wachstum (%)*			
Start (erste Zinserh.)	**Ende** (letzte Zinserh.)	Start	Ende	Total Änd.	Änd. pro Quart.	Start -12 Mt.	Start	Ende	Start	Ende	Min. Ende +10 Q.	Start Rez. (Qart.)
Mrz-1972	Mai-1974	3.5	13.0	9.5	1.1	5.0	3.7	7.1	4.3	-1.2	-3.2	-2
Dez-1976	Mrz-1980	4.8	11.5	6.8	0.5	6.8	5.9	8.9	2.6	-3.4	-5.2	-1
Mrz-1983	Aug-1984	8.5	11.0	2.5	0.4	7.0	5.6	4.0	2.8	5.5	2.6	-
Mrz-1988	Mai-1989	6.5	9.8	3.3	0.7	2.8	4.0	4.4	4.6	3.6	-2.8	5
Feb-1994	Feb-1995	3.0	6.0	3.0	0.8	2.8	2.2	2.3	4.8	3.1	1.3	-
Jun-1999	Mai-2000	4.8	6.5	1.8	0.5	1.0	1.4	1.7	3.6	4.5	-0.3	3
Jun-2004	Jun-2006	1.0	5.3	4.3	0.5	1.5	2.1	2.5	0.0	0.8	-6.5	6
Dez-2015	Dez-2018	0.1	2.4	2.3	0.2	1.4	1.2	2.0	1.2	1.6	-16.7	5
Mittelwert		4.0	8.2	4.2	0.6	3.5	3.3	4.1	3.0	1.8	-3.8	3
Mrz-2022	Aktuell	0.1	5.4	5.3	0.8	2.3	5.5	-	2.5	-	-	-

Anmerkung: Die letzte Zeile zeigt die laufende Episode (erste Zinsanhebung März 2022, aktueller Wert jeweils in der Spalte "Ende"). Inflation= Kern-Deflator des Konsums (PCE). *= Quartalswachstum, annualisiert (2-Quartals-Mittel). 'Min. Ende +10Q' = tiefstes Wachstum in den 10 Quartalen nach der letzten Zinsanhebung. 'Start Rez. (Q.)' = Anzahl Quartale zwischen letzter Zinsanhebung und Beginn der Rezession. Quelle: Federal Reserve, nationale Statistiken, eigene Berechnungen

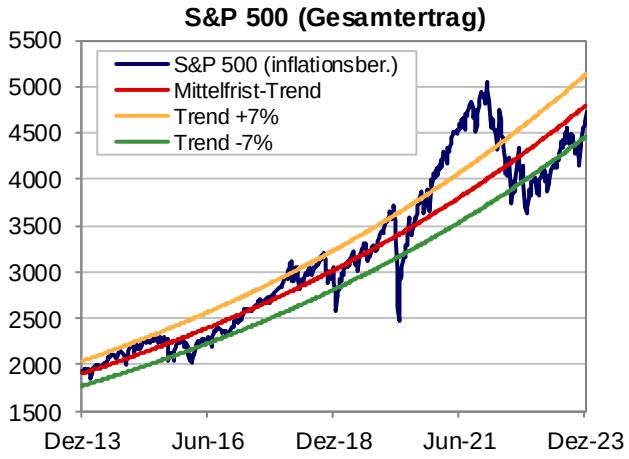
Trends, Volatilitäten und relative Ausreisser

Die breiten Marktindizes Stoxx Europe 600 und S&P 500 liegen innerhalb ihrer Mittelfrist-Trendkanäle. Die Aktienmarkt-Volatilität (VIX, VDAX) ist auf tiefen, unverfänglichen Niveaus.

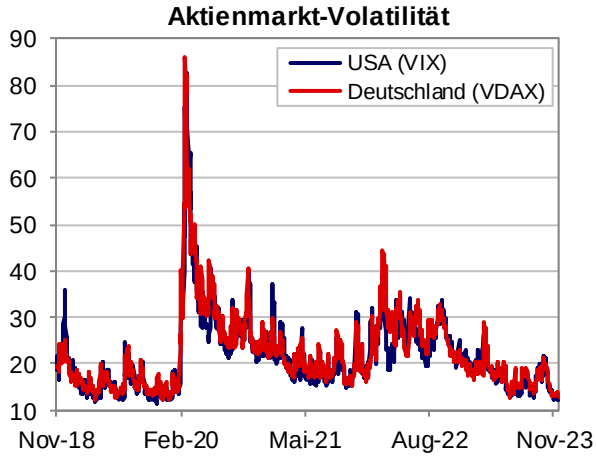
Aussergewöhnlich war die enorm starke Performance vieler US-Tech-Mega-Caps und damit des MSCI Technologie-Index, wo die Bewertungsdifferenz zum MSCI-World wieder fast so hoch ist wie vor der Korrektur Ende 2021.



Quelle: Stoxx, Eurostat, eigene Berechn.

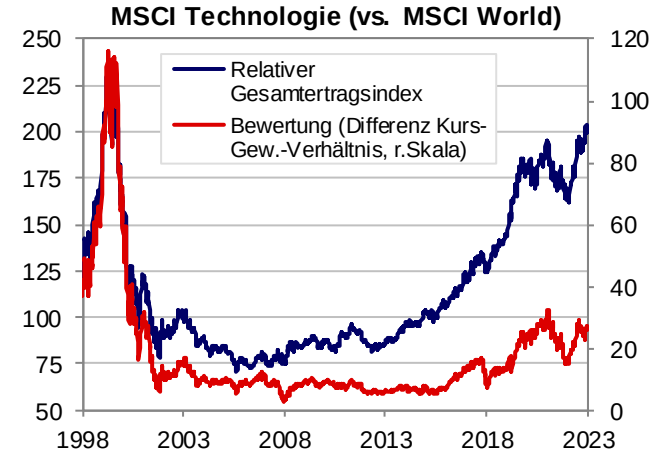


Quelle: S&P, BEA, eigene Berechn.



Quelle: Indexanbieter

Quelle: S&P, MSCI



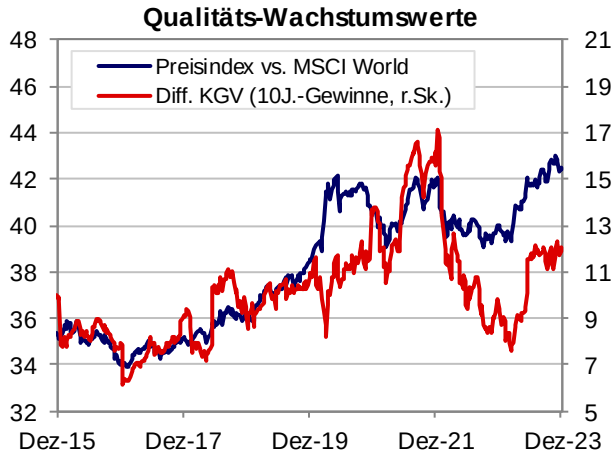
Quelle: MSCI, eigene Berechnungen

R&A GROUP
RESEARCH & ASSET MANAGEMENT

Aktienmarkt-Segmente

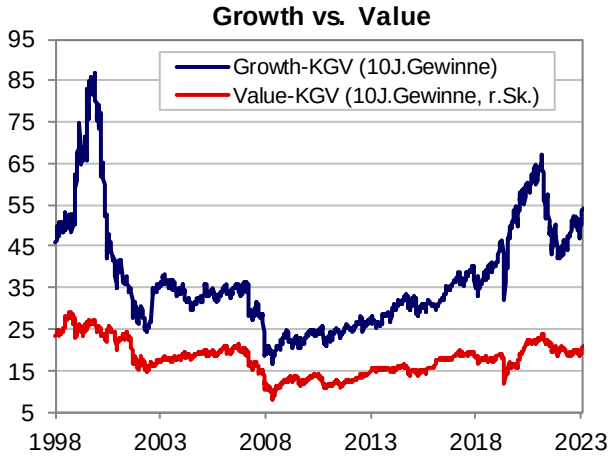
Growth-Aktien schneiden gut ab, wenn Wachstum knapp ist (d.h. bei schwacher Konjunktur), aber auch bei sinkenden Zinsen. Fundamental ist «Growth» derzeit gestützt, die Bewertung ist allerdings hoch. Der Ausblick für Quality-Growth ist bewertungsseitig besser abgesichert.

In den USA dürften die Mega-Caps im Vergleich zum Gesamtmarkt zu weit gegangen sein.

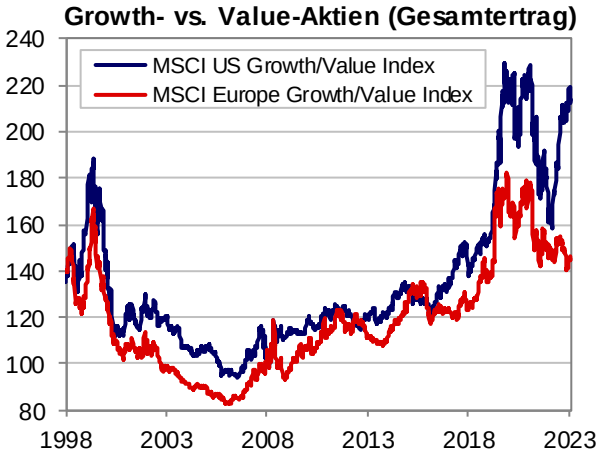


Quelle: MSCI

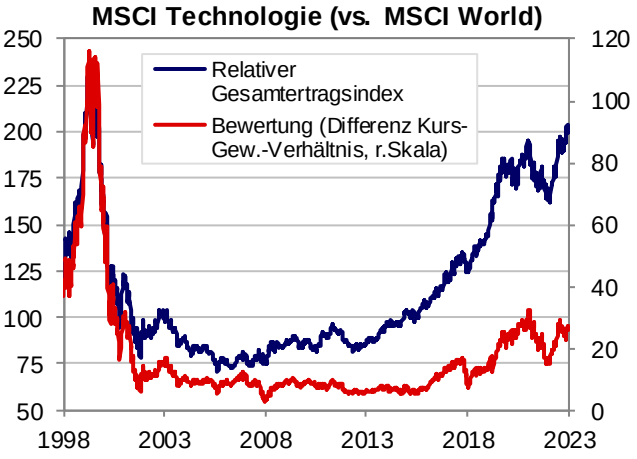
Quelle: S&P, MSCI



Quelle: MSCI



Quelle: MSCI



Quelle: MSCI, eigene Berechnungen

R&A GROUP
RESEARCH & ASSET MANAGEMENT

Die R & A Group Research & Asset Management AG ist ein unabhängiges, auf Finanzmarkt-Analysen und Vermögensverwaltung spezialisiertes Unternehmen. Die R & A Group zeichnet sich aus durch ein umfangreiches Investment Research mit einem Schwerpunkt in den Bereichen Anlagestrategie und Aktienselektion.

Das 2001 gegründete Unternehmen ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Zürich und verfügt über eine Bewilligung der Finanzmarktaufsicht (FINMA) als Vermögensverwalter gemäss Finanzdienstleistungsgesetz (FINIG 2018; SR 954.1).

Investment-
Research at Work ™

Disclaimer: Wir übernehmen keine Gewährleistung für die Richtigkeit der Informationen in diesem Dokument, obgleich die Informationen auf Quellen beruhen, die wir für verlässlich halten. Wir sind unabhängig und haben keine Geschäftsverbindungen mit Unternehmen, die in diesem Dokument erwähnt sind. Ansichten, Schätzungen und Prognosen in diesem Dokument reflektieren unsere Beurteilung zum Zeitpunkt des Schreibens. Wir haben keine Verpflichtung, dieses Dokument zu aktualisieren, zu ändern oder zu ergänzen oder den Leser zu benachrichtigen, wenn sich Ansichten, Schätzungen oder Prognosen ändern oder nicht mehr akkurat sind. Dieses Dokument ist ausschliesslich zu Informationszwecken bestimmt und stellt keine Offerte zum Kauf oder Verkauf von Aktien oder anderen Wertschriften oder jede andere Anlageentscheidung dar. Dieses Dokument darf Personen in den USA, Grossbritannien und anderen Ländern, die dies allenfalls untersagen, nicht abgegeben werden.

Die Datenquellen sind jeweils vermerkt (ausgenommen sind Kursgraphiken; hier stammen die Daten von Börsen oder Indexanbietern).

© R & A Group Research & Asset Management AG · Bodmerstrasse 3 · CH-8002 Zürich . Telefon +41-44-201 07 20 · e-Mail info@ragroup.ch · www.ragroup.ch

R & A GROUP
RESEARCH & ASSET MANAGEMENT