

Anlagebericht – 4. Quartal 2023

Die langfristige Strategie vor Augen



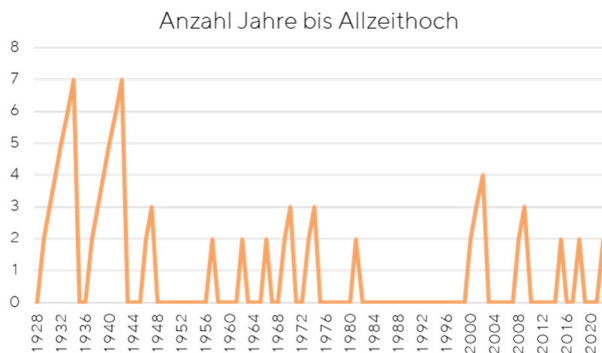
Auch wenn der Zeitpunkt des Jahresendes willkürlich ist, lohnt es sich regelmässig die Vergangenheit Revue passieren zu lassen und ein paar Lehren für die Zukunft mitzunehmen. Im vergangenen Jahr konnten wir einmal mehr feststellen, wie sehr der Konsens bei komplexen Fragestellungen in die Irre führen kann. Der Grossteil der Marktteilnehmer und Ökonomen hat für 2023 einen negativen Wirtschaftsverlauf vorhergesehen. Auch unsere Einschätzung war im Nachhinein betrachtet nicht positiv genug, um der starken Marktentwicklung gerecht zu werden. Vielfältige Herausforderungen prägten das wirtschaftliche Geschehen. Die ausserordentlich hohe Inflation hat die Zentralbanken dazu gezwungen, starke Zinserhöhungen vorzunehmen und eine restriktive Geldpolitik zu betreiben. Nach einer langjähriger Tiefzinsphase waren Unternehmen, Konsumenten und Staaten plötzlich mit steigenden Zinsen und deren vielseitigen Auswirkungen konfrontiert.

Mittlerweile haben sich die globalen Lieferkettenengpässe grösstenteils normalisiert. Damit wurde ein gewichtiger Treiber des Inflationsdrucks abgeschwächt. Dies hat es den Zentralbanken ermöglicht im zweiten Halbjahr mit Zinserhöhungen zu pausieren und eine abwartende Position einzunehmen. Damit hat sich ein

wichtiger Unsicherheitsfaktor stabilisiert, was der Bewertung der Finanzmärkte zugutekommt. Die Risikoprämie der Aktien gegenüber festverzinslichen Staatsanleihen konnte deshalb trotz allen Unsicherheiten auf tiefem Niveau verharren. Die kräftigen Kursanstiege widerspiegeln einerseits die rückläufigen langfristigen Zinsen und die vom Markt für 2024 erwarteten Zinssenkungen der Zentralbanken. Andererseits sind die Unternehmensgewinne des Gesamtmarkts stets weitergewachsen und haben im Gegensatz zur Kursentwicklung bereits neue Höchststände erreicht. Diese beiden Faktoren haben die Bewertung sowohl absolut wie auch relativ attraktiver gemacht und entsprechend das erfreuliche Börsenjahr ermöglicht. Die meisten Unternehmen konnten trotz schwächelnder Wirtschaft und teils rückläufigen Absatzvolumen Preiserhöhungen an die Kundschaft weitergeben und den Umsatz steigern. Kaufkraftbereinigt zeigt sich zwar ein weniger beeindruckendes Bild, dennoch fühlt sich ein nominales Wachstum bei realer Stagnation vermeintlich besser an als eine nominale Stagnation auf Umsatz- und Gewinebene.

Als aktiver Investor ist es unser Ziel, in die weltweit besten Unternehmen zu investieren, welche nicht nur

die Kaufkraft sichern, sondern langfristig eine Mehrrendite gegenüber dem Markt erwirtschaften. Dabei berücksichtigen wir die gesamtheitliche Ertragskraft, welche Gewinnwachstum, Dividenden, Aktienrückkäufe und Verschuldung Rechnung trägt. Basierend auf diesen Faktoren durchleuchten wir regelmässig sämtliche kotierten Unternehmen, welche für uns als Investition in Frage kommen. Dabei stellen wir immer wieder mit Faszination fest, wie erfolgreich viele Unternehmen arbeiten und dabei sowohl Kunden wie auch Inhabern durch Innovation und Effizienz einen Mehrwert generieren. Wenn wir diese fundamentalen Eindrücke mit historischen Daten unterlegen, fällt es uns nicht schwer positiv in die Zukunft zu schauen. Eine Statistik, welches dieses Empfinden untermauert, ist die Anzahl Jahre, welche es durchschnittlich benötigt, bis ein Portfolio neue Höchststände erreicht. Die untenstehende Grafik zeigt, dass ausgewogene Mandate durchschnittlich alle drei Jahre einen neuen Bewertungshöchststand erreichen. Insbesondere nach starken Korrekturen lohnt es sich, dies vor Augen zu halten.



Eine tiefere Aktienquote verkürzt diese Dauer zusätzlich, allerdings zu Lasten der langfristigen Rendite. Vielseitige Gefahren, sei es Inflation, geopolitische Ereignisse und grundlegende wirtschaftliche Veränderungen sind im historischen Kontext nicht aussergewöhnlich und in dieser Datenmenge repräsentiert. Aus evolutionären Gründen neigen wir dazu, Gefahren überzubewerten, weil dies für das Überleben entscheidend war. Ebenso natürlich ist jedoch das Bestreben sämtlicher Marktteilnehmer, das jeweilige Umfeld bestmöglich zu manövrieren. Entsprechend kommen die besten Unternehmen gestärkt aus schwierigen Phasen zurück.

Was können wir für 2024 erwarten? Die aktuellen Wirtschaftsindikatoren zeigen weiterhin ein getrübbtes Bild und die seit mehreren Quartalen vom Konsens

erwartete Rezession bleibt weiterhin möglich. Mit Sicherheit steht fest, dass 2024 ein politisches Rekordjahr wird. In mehr als 50 Ländern wird eine neue Regierung gewählt. Wahljahre sorgen nicht nur für ausreichend kontroversen Gesprächsstoff, sondern sind zumindest kurzfristig auch ein positiver Treiber für die Wirtschaft. Mehrere Studien zeigen, dass Regierungen in Wahljahren besonders ausgabefreudig sind. Die Staatsverschuldung wird daher ausgabenseitig weiterhin Gegenwind ausgesetzt sein und unter Umständen von Zentralbankmassnahmen begleitet werden. Dies könnten nebst Zinssenkungen auch deren Bilanzen wieder ansteigen lassen. Wie immer sind somit ausreichend Gründe vorhanden, um sowohl eine positive wie negative Einschätzung begründen zu können. Entscheidend ist, wie die Entwicklung sich von den im Preis reflektierten Erwartungen unterscheidet. Diesbezüglich stellen wir fest, dass die Marktteilnehmer zwar weniger pessimistisch sind als noch vor einem Jahr, es jedoch keine Anzeichen für eine breit abgestützte Euphorie gibt. Dies zeigt sich auch in den Bewertungsunterschieden der verschiedenen Aktiensektoren. Während die Bewertung insbesondere im Technologiesektor teilweise bereits hohe Wachstumsraten vorwegnimmt, diskontiert ein Grossteil der Bewertungen eher rückläufige Gewinne. Dies bietet uns die Möglichkeit von relativen Bewertungsdifferenzen zu profitieren und entsprechend Anpassungen im Portfolio vorzunehmen. In Anbetracht der dynamischen Marktbedingungen bleiben wir unserer Strategie treu, durch sorgfältige Analyse und selektive Investitionen langfristigen Mehrwert für unsere Anleger zu schaffen.

Zürich, Ende Dezember 2023