



J. Safra Sarasin

Global View

Jahresausblick 2024



Sustainable Asset Management

Inhalt

Vorwort	5
Höhere Zinsen dürften die Inflation zähmen	5
Wirtschaftsausblick	7
Straffe Geldpolitik belastet Wirtschaftswachstum	7
Währungsstrategie	11
Yen und Gold profitieren von niedrigeren Zinsen	11
Zinsstrategie	13
Positiver Ausblick für Anleihen in 2024	13
Schwellenländer	17
Warten auf Entspannung bei US-Zinsen	17
Aktienstrategie	19
Chancen, sobald Zinserhöhungen Wirkung zeigen	19
Diskussion	23
Investieren in einem Umfeld hoher Zinsen	23
Markt- und Prognoseübersicht	28

Höhere Zinsen dürften die Inflation zähmen

Sehr geehrte Leserinnen und Leser

Wir blicken zuversichtlich auf das neue Jahr, ohne jedoch unsere vorsichtige Haltung vorschnell aufzugeben, getreu dem Motto: Vorsicht ist besser als Nachsicht. Das Jahr 2023 hielt einige Überraschungen bereit. So entwickelten sich die globale Wirtschaft und riskantere Anlagen besser als befürchtet. In Europa wurde die Energiekrise im vergangenen Winter bewältigt, ohne Gas zu rationieren und die Wirtschaft in eine tiefe Rezession zu stürzen. Die Energiepreise und die Inflationsraten sind seitdem weltweit gesunken. In den USA zog die Konjunktur deutlich an, unterstützt durch Fiskalausgaben und ungeachtet der höheren Leitzinsen. Lediglich die Wiedereröffnung in China nach dem coronabedingten Lockdown verlief enttäuschend.

Wir rechnen 2024 mit einem weiteren Inflationsrückgang, allerdings langsamer als von einigen Anlegern erwartet. Die Nachfrage nach Arbeitskräften bleibt hoch, wobei demografische Veränderungen in vielen Ländern zu einem breiten Arbeitskräftemangel führen. In diesem Umfeld profitieren die Haushalte von einem geringeren Risiko von Arbeitslosigkeit sowie einem Anstieg der realen Einkommen. Folglich dürfte der private Konsum leicht anziehen, insbesondere in Europa. Dagegen werden die Investitionsausgaben voraussichtlich sinken, da die hohen Leitzinsen die Finanzierungsbedingungen verschärfen, was letztendlich dazu führen dürfte, dass sich die US-Konjunktur ebenfalls verlangsamt. In China dürften strukturelle Anpassungen am Immobilienmarkt den mittelfristigen Ausblick nach wie vor belasten. Doch höhere Fiskalausgaben könnten in den kommenden Quartalen eine Verbesserung bewirken.

Aus geopolitischer Sicht befinden wir uns in schwierigen Zeiten, wie der anhaltende Krieg in der Ukraine und der neu entbrannte tragische Konflikt zwischen Israel und der Hamas verdeutlichen. Neben den humanitären Folgen der Auseinandersetzungen haben diese geopolitischen Spannungen wirtschaftliche Konsequenzen, die wir nicht länger ignorieren können. Sie senden einen deutlichen Anreiz für industriepolitische Massnahmen, neue Lieferketten und «Friendshoring». Dies bedeutet nicht notwendigerweise einen Rückgang des Handels, wohl aber einen Rückgang der Produktivität und höhere Preise. Darüber hinaus werden infolge der geopolitischen Spannungen die Verteidigungsausgaben erhöht.

Der höhere Bedarf an öffentlichen Ausgaben für Verteidigung, Infrastruktur und Klimawandel kommt zu einem Zeitpunkt, an dem die Staatshaushalte ohnehin bereits unter Druck stehen. Grosszügige Unterstützungsleistungen während der Pandemie und Energiesubventionen im vergangenen Winter haben die Haushaltsdefizite und die Verschuldungsquoten in die Höhe getrieben. Ein weiterer Belastungsfaktor für die Budgets ist der

Anstieg der Staatsanleiherenditen um mehr als drei Prozentpunkte seit Ende 2021. Dies bedeutet für Länder mit einem Verhältnis von Verschuldung zum BIP von 100% – was der Verschuldungsquote der USA und der europäischen Länder nahekommt –, dass mittelfristig weitere 3% des BIP in den Schuldendienst fließen müssen, sofern die Anleiherenditen nicht wieder sinken. In einem Umfeld, in dem auch die Rentenzahlungen jährlich steigen werden, stellt dies eine grosse Herausforderung dar. Wir sind zuversichtlich, dass die Zentralbanken die Inflation erfolgreich eindämmen werden, auch wenn dies länger dauern wird als in vorherigen Zyklen. Sie dürften schliesslich in der zweiten Jahreshälfte 2024 in der Lage sein, die Zinsen wieder zu senken.

Letztendlich dürften niedrigere Leitzinsen den Finanzmärkten zugutekommen. Doch bis dahin werden wir wahrscheinlich eine Phase mit schwachen Unternehmensgewinnen und hohen Zinsen erleben. Kreditnehmer mit schwacher Bonität wie stark verschuldete Länder, Unternehmen und Haushalte sind in diesem Umfeld am anfälligsten. Sichere Anlagen wie Staats- und Unternehmensanleihen mit hohem Rating, defensive Aktien-sektoren und Gold dürften sich in dieser Übergangsphase am besten entwickeln. Wenn Leitzinsen und Anleiherenditen erst einmal wieder auf nachhaltigere Niveaus gesunken sind, werden riskantere Anlagen voraussichtlich eine Rally verzeichnen, und die Aktienmärkte dürften in der zweiten Jahreshälfte 2024 neue Hochs erklimmen.



Herzlichst Ihr

Dr. Karsten Junius, CFA
Chefökonom



Straffe Geldpolitik belastet Wirtschaftswachstum

Die Weltwirtschaft überraschte die Anleger 2023 mit ihrer Resilienz gegenüber den höheren Zinsen. Die Kräfte, die die Wirtschaft gestützt haben, lassen unseres Erachtens aber allmählich nach. Die Auswirkungen der geldpolitischen Straffung dürften 2024 stärker zutage treten, wobei das Wachstum in den Industrieländern unter das Potenzialniveau sinken dürfte. Anhaltende strukturelle Veränderungen werden die Negativfolgen des schwächeren Wachstums für die Arbeitsmärkte vermutlich mindern. Daher ist nicht mit einem raschen Inflationsrückgang zu rechnen. Vielmehr dürfte die Disinflation langsam und holprig verlaufen. Dies bedeutet, dass die wichtigen Zentralbanken womöglich das Ende ihres Straffungszyklus erreicht haben. Die Hürde für Zinssenkungen ist allerdings hoch. Mit einer Lockerung der Geldpolitik rechnen wir erst in der zweiten Hälfte des nächsten Jahres.



Raphael Olszyna-Marzys
Internationaler Ökonom

Die Weltwirtschaft (und dabei insbesondere die US-Wirtschaft) hat sich vor dem Hintergrund der höheren Zinsen wesentlich besser behauptet als von uns angenommen. Mit Blick auf die Vergangenheit hätte eine geldpolitische Straffung in diesem Umfang eigentlich eine deutlich schwächere Wirtschaftstätigkeit und einen Anstieg der Arbeitslosigkeit zur Folge haben sollen. Stattdessen blieb die Arbeitslosenquote niedrig, während die Inflation in allen Industrieländern zurückgegangen ist. Der Ausblick für die Weltwirtschaft und die Finanzmärkte hängt nun davon ab, ob diese Widerstandskraft Bestand haben wird. Um diese Frage beantworten zu können, müssen wir verstehen, warum die Wirtschaft bislang in der Lage war, dem starken Zinsanstieg zu trotzen. Wir neigen zur Ansicht, dass sich das aktuelle Umfeld zu gut gestaltet, um noch viel länger anzuhalten.

Eine grundlegend anders geartete Wirtschaft?

Eine mögliche Antwort besteht darin, dass sich die Struktur der Wirtschaft fundamental verändert hat, sodass sie nun weniger anfällig auf eine straffere Geldpolitik reagiert. Dies würde implizieren, dass der neutrale Zinssatz, d.h. das Gleichgewichtsniveau, auf dem sich die globale Spar- und Investitionsneigung die Waage halten, stark gestiegen ist. Wirtschaftlich betrachtet wären also deutlich höhere Leitzinsen erforderlich, damit die Nachfrage nachlässt. Es sind bereits seit geraumer Zeit wichtige strukturelle Veränderungen im Gange. Die Pandemie und die starken geopolitischen Spannungen haben diese Trends aber womöglich noch beschleunigt. Da wäre beispielsweise die demografische Entwicklung. Zugegeben, die ist nichts Neues.

Schätzungen der UN zufolge haben die Abhängigkeitsquotienten (das Verhältnis von jungen und alten Menschen zur Erwerbsbevölkerung) in den Industrieländern im Jahrzehnt vor der Pandemie die Talsohle erreicht. Sie sind in den vergangenen Jahren gestiegen und dürften weiter anziehen. Die Pandemie hat diese Entwicklung vermutlich in den Vordergrund gerückt, wobei viele Unternehmen das Problem haben, nicht in der Lage zu sein, wieder genügend Arbeitskräfte einzustellen. Mit Blick auf die Zukunft werden Entlassungen wohl nicht mehr so rasch vorgenommen werden wie in der Vergangenheit, da sich der Arbeitskräftemangel nur noch weiter verschärfen wird. Wenn sich aber die Arbeitssicherheit verbessert hat, dann werden die Haushalte womöglich nicht mehr so viel sparen müssen wie früher. Die jüngsten Fortschritte im Bereich der künstlichen Intelligenz könnten die Auswirkungen des Arbeitskräftemangels lindern, indem die Produktivität gesteigert wird. Dies dürfte aber auch zu einem Anstieg des neutralen Zinssatzes führen. Wenn die Menschen davon ausgehen, dass ihr reales Einkommen im Laufe der Zeit steigt, müssen sie heute weniger sparen. Und Unternehmen, die mit einem höheren Umsatz rechnen, dürften ebenfalls höhere Investitionen in Erwägung ziehen. Eine weitere fundamentale Veränderung, die in den letzten Jahren zu beobachten war, ist die Rückkehr des «Big Government». Die Invasion Russlands in der Ukraine hat die Friedensphase nach dem Kalten Krieg beendet. Die westlichen Nationen werden in den kommenden Jahren einen grösseren Anteil des BIP für den Wiederaufbau ihrer Streitkräfte und ihres militärisch-industriellen Komplexes aufwenden müssen. Die Verlagerung strategischer Branchen näher ans eigene Land, die Reduzierung des Lieferkettenrisikos sowie die Investitionen in die grüne Wende werden ebenfalls umfangreiche öffentliche und private Mittel erfordern.

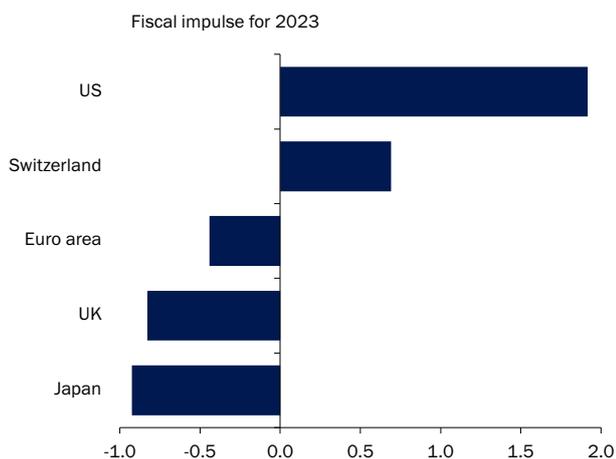
Weniger Ersparnisse und ein deutlich höherer Investitionsbedarf deuten auf ein Ende des über mehrere Jahrzehnte zu be-

obachtenden Abwärtstrends beim neutralen Gleichgewichtszins hin. Noch ungewisser ist, wie stark diese unbeobachtbare Variable gestiegen ist. Die Fed-Vertreter sind der Ansicht, dass sie in den USA mittlerweile um rund 0,5 Prozentpunkte höher liegen könnte. Daher gehen wir davon aus, dass sie in anderen wichtigen Volkswirtschaften in etwa dem gleichen Masse gestiegen ist. Selbst unter der Annahme, dass der Gleichgewichtszins doppelt so stark gestiegen ist, wäre die Geldpolitik, soll heissen die Differenz zwischen dem Leit- und dem neutralen Zinssatz, aus historischer Sicht dennoch restriktiv.

Vorübergehende Faktoren haben die Wirtschaft belastet

Wenn die fortwährenden strukturellen Veränderungen nicht die treibende Kraft hinter der anhaltenden Widerstandskraft der Weltwirtschaft sind, so müssen andere vorübergehende Faktoren am Werk sein. In den USA wirkten sich umfangreichere Staatsausgaben als erwartet unterstützend auf das Wachstum aus. Die Auflösung der pandemiebedingten Angebots- und Nachfrageverzerrungen trug ebenfalls wesentlich dazu bei, die globale Konjunktur anzukurbeln und den Inflationsdruck zu mindern. Diese Kräfte lassen unseres Erachtens allmählich nach. Daher hängt der Ausblick weitgehend von der zeitlichen Verzögerung ab, mit der sich die vorgenommenen geldpolitischen Straffungsmassnahmen auf die Wirtschaftstätigkeit auswirken. Beleuchten wir diese verschiedenen Entwicklungen etwas näher.

Die fiskalische Unterstützung in diesem Jahr wird sich 2024 wohl nicht wiederholen



In der jüngsten Ausgabe seines «Fiscal Monitor» hat der IWF seine Schätzung für das Primärdefizit in den USA in diesem Jahr deutlich von 3.8% auf 5.5% angehoben. Der fiskalische Impuls (der wahrscheinliche Beitrag der Haushaltspolitik zum BIP) für das Land im Jahr 2023 beläuft sich auf 1.9%. In den meisten anderen Industrieländern fällt dieser Wert negativ aus. Bei den US-Daten sind Steuergutschriften, Subventionen und andere Anreize im Rahmen des Inflation Reduction Act (IRA) und des

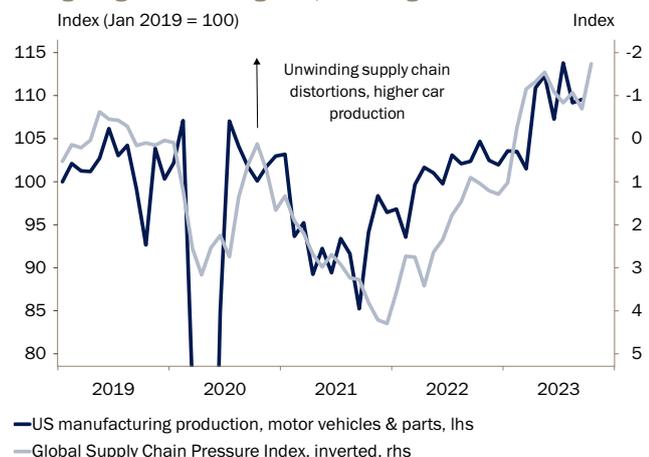
CHIPS Act, die dazu dienen, Investitionen in Batterie- und Halbleiterwerke zu fördern, noch gar nicht berücksichtigt. Diese haben das BIP im Jahr 2023 vermutlich um weitere 0.5 Prozentpunkte erhöht. Mit Blick auf 2024 rechnen sowohl der IWF als auch das Congressional Budget Office damit, dass sich der Impuls ins Negative kehrt. Das Weisse Haus verfügt über gewissen Spielraum, diese erwartete Haushaltskonsolidierung zu verzögern. Das historisch hohe Defizit und die steigenden Zinsaufwendungen legen allerdings nahe, dass sich dieser Spielraum in Grenzen halten dürfte. Die Nachfrageverschiebungen scheinen die Auswirkungen der strafferen Geldpolitik auf das Wachstum ebenfalls gemindert zu haben. Dies gilt sowohl für die USA als auch Europa. Die Freisetzung der aufgestauten Nachfrage nach Dienstleistungen wie Konzerte, Restaurantbesuche und Reisen hat dazu geführt, dass die Konsumausgaben vergleichsweise stabil geblieben sind. Dagegen war die Aktivität in kreditsensitiven Sektoren wie Immobilien in den vergangenen 18 Monaten rückläufig. Während die Verbrauchernachfrage nach Dienstleistungen weiterhin relativ hoch auszufallen scheint, sind die Ausgaben in den USA und einigen europäischen Ländern doch wieder auf die vor der Pandemie verzeichneten Niveaus gesunken. Die möglichen Aufholeffekte (sogenanntes «Revenge Spending») dürften sich in den kommenden Quartalen in Grenzen halten.

Ausserdem haben die Beseitigung der pandemiebedingten Angebotsbeschränkungen und der Rückgang der Energiepreise das Angebot in diesem Jahr beflügelt und den Preisauftrieb gemindert. Die Automobilbranche ist ein gutes Beispiel hierfür. Die Produktion ist in den USA und in Deutschland im Zuge des nachlassenden Lieferkettendrucks gestiegen. Die meisten Indikatoren signalisieren allerdings, dass sich das Angebot weitgehend normalisiert hat. Dies legt nahe, dass nicht viel zusätzliches aufgestautes Angebot freigesetzt werden kann. Diese Trends kommen auch in der Preisentwicklung zum Ausdruck. Die Kombination aus grösserem Angebot und der Normalisierung der Konsumausgaben zurück zu Dienstleistungen haben einen deutlichen Rückgang der Güterinflation in diesem Jahr nach sich gezogen, aber die Teuerung im Dienstleistungssektor in allen Industrieländern in die Höhe getrieben.

Wachstum könnte sich nach vollständiger Normalisierung der Wirtschaft verlangsamen

Falls die Auswirkungen der monetären Straffungsmassnahmen noch nicht vollständig wirksam sind, dürfte sich die Gesamtnachfrage aber abschwächen, sobald sich die Wirtschaft vollständig normalisiert hat. Nach einer Verschärfung des Kreditangebots kommt es meist zu den folgenden Entwicklungen: zum einen haben Kreditnehmer Schwierigkeiten, ihre Kredite zu verlängern, zum anderen sind Anzeichen von Kreditstress zu beobachten, darunter ein Anstieg der Zahlungssäumigkeit und der Unternehmensinsolvenzen. Schliesslich hat dieser Druck eine geringere Nachfrage und einen schwächeren Arbeitsmarkt zur Folge.

Wenig aufgestautes Angebot, das freigesetzt werden könnte



Quelle: Macrobond, Bank J. Safra Sarasin, 13.11.2023

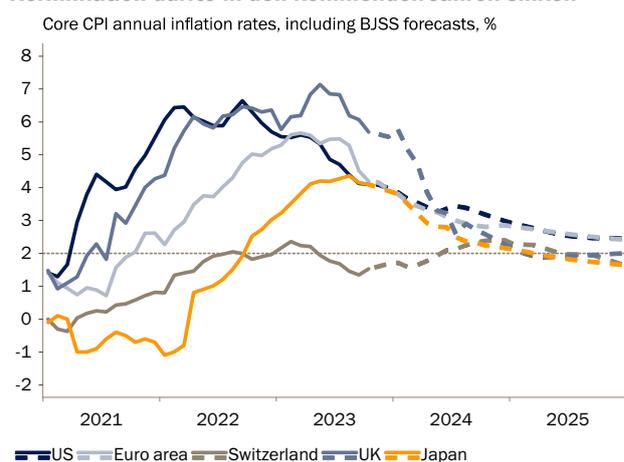
Die Zahl der Unternehmensinsolvenzen ist im vergangenen Jahr in allen Industrieländern gestiegen, wenn auch von niedrigen Niveaus. Darüber hinaus nimmt die Säumigkeit bei Automobilkrediten und Kreditkarten rasch zu. Selbst eine Abschwächung des Arbeitsmarktes scheint mit der üblichen Verzögerung zwischen der Straffung der Kreditvergabebedingungen und einer Konjunkturverlangsamung vereinbar zu sein. Der Wachstumsausblick hängt nun in hohem Masse davon ab, wie stark die Arbeitslosenquote steigt. Ökonomen beschreiben Rezessionen für gewöhnlich als nicht-lineare Ereignisse, da die höhere Arbeitslosigkeit niedrigere Ausgaben, mehr Insolvenzen, neuerliche Entlassungen usw. zur Folge hat. Sollte der enge Arbeitsmarkt Bestand haben, könnten Unternehmen aber weniger geneigt sein, ihr Personal zu entlassen. Dennoch zeichnen sich zunehmend Risse am Arbeitsmarkt ab. In der Vergangenheit hat die Arbeitslosigkeit stets stark zugenommen, wenn der gleitende 3-Monats-Durchschnitt der Arbeitslosenquote um über 50Bp über ihren Tiefstand in den vergangenen 12 Monaten gestiegen ist, woraufhin eine Rezession folgte. Wir gehen daher davon aus, dass sich das Wachstum in den USA in den kommenden Quartalen verlangsamen und die Wirtschaft etwa Mitte des nächsten Jahres in eine leichte Rezession abrutschen wird. Auch in der Eurozone nimmt die Arbeitslosigkeit allmählich zu. Der Arbeitskräftemangel stellt jedoch nach wie vor einen wesentlichen Begrenzungsfaktor für die Produktion dar, trotz der schwachen Gesamtnachfrage in diesem Jahr. Darüber hinaus dürften der Inflationsrückgang und das positive reale Lohnwachstum den Konsum im nächsten Jahr etwas stützen. Dies sind wichtige Gründe, die für unsere Einschätzung sprechen, dass sich der Währungsraum einer längeren Phase mit sehr schwachem Wachstum gegenübersehen könnte. Dennoch wird der starke Anstieg der Anleiherenditen die Zinsaufwendungen der Regierungen in den kommenden Jahren deutlich erhöhen. Zusammen mit einem schwachen Wachstum dürfte sich eine nachhaltige Haushaltspolitik für einige stark

verschuldete Länder wie Italien somit noch schwieriger gestalten. In der Schweiz ist die Arbeitslosigkeit bereits leicht gestiegen, was zum Teil die grössere Flexibilität der dortigen Wirtschaft reflektiert. Wir gehen davon aus, dass sich die Wirtschaft bis Mitte des nächsten Jahres weiter schwach entwickeln wird.

Schrittweise Lockerung der Zentralbankpolitik im Jahr 2024

Ein schwaches oder gar negatives Wirtschaftswachstum gekoppelt mit einem weiteren Anstieg der Arbeitslosigkeit im nächsten Jahr dürften die Lage am Arbeitsmarkt etwas entspannen und die Inflation in den USA und Europa dämpfen. Als Folge dürften der Lohn- und der Preisauftrieb in den nächsten beiden Jahren nachlassen. Der Inflationsrückgang wird aber wohl kaum linear, sondern eher holprig verlaufen. In Japan ist angesichts der nach wie vor sehr lockeren Geldpolitik in den nächsten 18 Monaten weiterhin mit einer vergleichsweise erhöhten Inflation zu rechnen.

Kerninflation dürfte in den kommenden Jahren sinken



Quelle: Macrobond, Bank J. Safra Sarasin, 13.11.2023

Die meisten Zentralbanken teilen die Einschätzung, dass die stärksten Auswirkungen der vorgenommenen geldpolitischen Straffung noch vor uns liegen. Wir gehen davon aus, dass sie an ihrer restriktiven Haltung festhalten und auf genügend Belege dafür warten werden, dass die Inflation nachhaltig auf 2% zurückgekehrt ist, bevor sie die Zinsen senken. Mit Zinssenkungen rechnen wir frühestens im 3. Quartal 2024. Ausserdem werden die Zentralbanken die Leitzinsen wohl auch langsamer senken als in der Vergangenheit, da sich der zugrunde liegende Inflationsdruck hartnäckiger halten dürfte. Darüber hinaus rechnen wir damit, dass die Bank von Japan ihre Negativzinspolitik im 2. Quartal des nächsten Jahres einstellen und ihren Leitzins bis Jahresende schrittweise auf 0.3% anheben wird. Die als «Shunto» bezeichneten, landesweiten Lohnverhandlungen dürften unseres Erachtens hierfür den Auslöser geben. Sie werden vermutlich bestätigen, dass der Inflationsdruck wohl fester verankert und die Zeit der Deflation vorüber ist.



Yen und Gold profitieren von niedrigeren Zinsen

Drei Hauptthemen werden die Devisenmärkte unseres Erachtens im Jahr 2024 bestimmen: (1) die Wende hin zu einer weniger restriktiven Zentralbankpolitik, (2) eine erhöhte Marktunsicherheit und (3) eine moderate Erholung im Euroraum. Dies dürfte insgesamt eine Abschwächung des US-Dollars im kommenden Jahr bewirken. Zudem erwarten wir 2024 eine deutliche Aufwertung des japanischen Yen und einen etwas stärkeren Euro. Der Schweizer Franken wird voraussichtlich weiterhin gut unterstützt bleiben. In Bezug auf das britische Pfund sind wir vorsichtiger eingestellt. Ferner dürfte das makroökonomische Umfeld im nächsten Jahr insbesondere dem Goldpreis zugutekommen, der angesichts der niedrigeren erwarteten realen Renditen wahrscheinlich deutlich steigen wird.



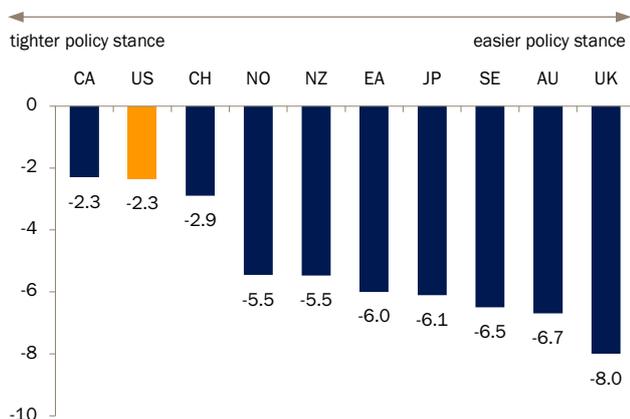
Dr. Claudio Wewel
Währungsstrategie

Drei Themen für die Devisenmärkte 2024

Aufgrund der bemerkenswert widerstandsfähigen US-Wirtschaft ist der US-Dollar gegenüber den meisten G10-Währungen nach wie vor hoch bewertet. Dies ist grösstenteils auf die vergleichsweise straffe Geldpolitik der Federal Reserve (Fed) zurückzuführen. Im kommenden Jahr werden unseres Erachtens drei Haupttreiber die Devisenmärkte bestimmen: (1) eine Wende hin zu einer weniger restriktiven Zentralbankpolitik, (2) eine erhöhte Marktunsicherheit und (3) eine moderate Erholung im Euroraum.

Spreads auf Grundlage der Taylor-Regel signalisieren vergleichsweise straffe Fed-Politik

G10 Taylor rule spreads, ppts
(Actual policy rate less Taylor rule implied rate)



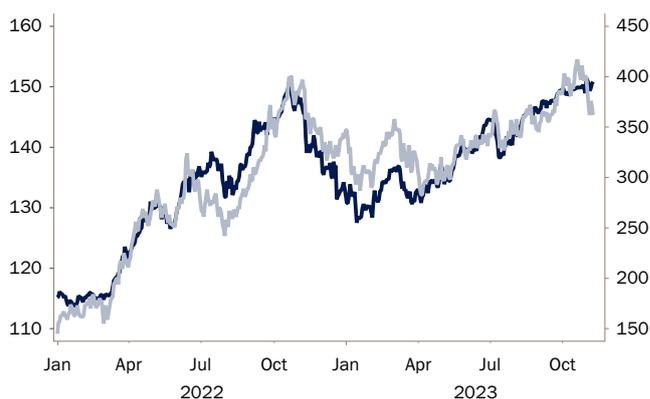
Quelle: Bloomberg, Bank J. Safra Sarasin, 13.11.2023

Euro und Schweizer Franken profitierten in der Vergangenheit jeweils von der ersten Zinssenkung der Fed

2024 dürften ein Abbau der überschüssigen Ersparnisse der Verbraucher und eine nachlassende fiskalische Unterstützung eine deutlichere Verlangsamung des US-Wachstums und schliesslich eine Wende hin zu einer weniger restriktiven Zentralbankpolitik bewirken. In den letzten fünf Zinszyklen der US-Zentralbank legten der Euro und der Schweizer Franken im Durchschnitt jeweils in den Monaten vor und nach der ersten Zinssenkung der Fed zu.

USD/JPY entwickelte sich weitgehend parallel zur Differenz zwischen den Anleiherenditen

USD-JPY vs 10y yield differential



— USD-JPY, lhs — UST-JGB 10y yield differential, bps, rhs

Quelle: Macrobond, Bank J. Safra Sarasin, 13.11.2023

Von allen G10-Währungen wird der japanische Yen 2024 wohl am stärksten zulegen

Unseres Erachtens wird dieses Mal besonders der japanische Yen gegenüber dem US-Dollar aufwerten, sobald sich der Fokus auf Zinssenkungen der Fed verlagert. Überdies dürfte der Yen davon profitieren, dass die Bank von Japan ihre Zinskurvensteuerung wahrscheinlich in der ersten Jahreshälfte 2024 aufgeben

wird. Eine Wende hin zu einer weniger restriktiven Geldpolitik der Fed dürfte darüber hinaus eine Erholung der skandinavischen Währungen unterstützen, die unter dem US-Zins-erhöhungszyklus gelitten haben.

Gegenwind für das britische Pfund

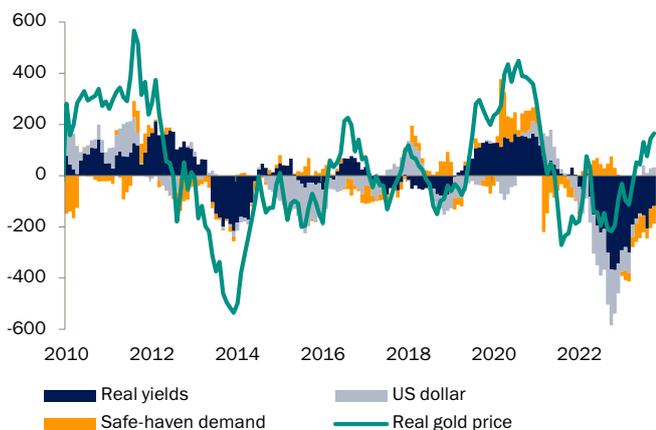
Wir sind angesichts der relativ schwachen Konjunktur im Vereinigten Königreich vorsichtig in Bezug auf das britische Pfund eingestellt. Angesichts der Flexibilität des britischen Arbeitsmarkts dürften sich die straffen geldpolitischen Bedingungen schneller in der Realwirtschaft niederschlagen als im Euroraum. Demnach dürfte sich das britische Pfund wahrscheinlich etwas gegenüber dem Euro abschwächen, während es sich gegenüber dem US-Dollar besser behaupten sollte.

Deutlicher Goldpreisanstieg wahrscheinlich

Der Goldpreis dürfte der Hauptnutznießer der niedrigeren erwarteten Zinsen sein, da er sehr sensibel auf die Entwicklung der realen Renditen reagiert. Die Geschichte lehrt uns, dass niedrigere Leitzinsen üblicherweise einen spürbaren Rückgang der längerfristigen realen Renditen zur Folge haben, was in der Regel dem Goldpreis zugutekommt. Die in der Vergangenheit zu beobachtende negative Korrelation zur Rendite 10-jähriger inflationsindexierter US-Anleihen (TIPS) deutet darauf hin, dass der Goldpreis um rund 15% steigen könnte, falls die realen Renditen um 100 Basispunkte sinken, was im nächsten Jahr durchaus realistisch erscheint. Betrachtet man zudem die vergangenen fünf Zinszyklen, so hat der Goldpreis immer dann eine Out-performance erzielt, wenn die Fed die erste Zinssenkung vorgenommen hat.

Niedrigere reale US-Renditen dürften den Goldpreis spürbar nach oben treiben

Real gold price in 2020 dollars, yoy – dollar contributions from drivers



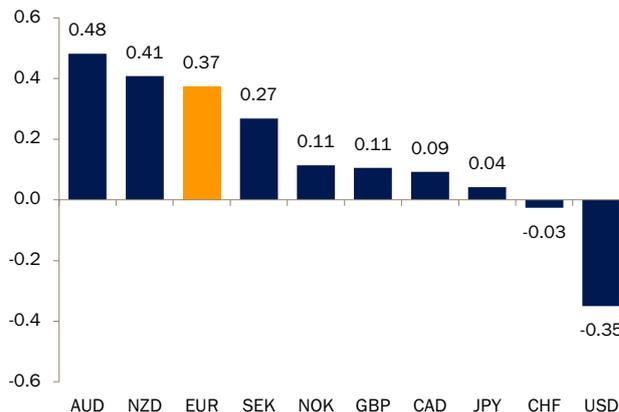
Quelle: Macrobond, Bank J. Safra Sarasin, 13.11.2023

Erhöhte Marktunsicherheit dürfte als sichere Häfen geltenden Währungen zugutekommen

Wir rechnen im Jahr 2024 weiterhin mit erhöhter Marktunsicherheit. «Safe-Haven»-Währungen sollten insbesondere von der Aussicht auf eine US-Rezession sowie von verschiedenen geopolitischen Unsicherheitsherden profitieren. Innerhalb der Gruppe der G10-Währungen werden sich der Schweizer Franken wie auch der japanische Yen unseres Erachtens positiv entwickeln, sobald sich eine Verlangsamung der US-Wirtschaft deutlicher abzeichnet. Beide Währungen entwickeln sich tendenziell antizyklisch und profitieren üblicherweise von niedrigeren US-Renditen. Zudem reagiert der Goldpreis sehr sensibel auf geopolitische Bedrohungen, sodass auch Chancen für kurzfristige Trades entstehen dürften.

Der Euro reagiert anfällig auf Entwicklungen in China

Trade-weighted FX correlation with China Caixin Composite PMI, 1-month lag, yoy changes, past 5 years



Quelle: Macrobond, Bank J. Safra Sarasin, 13.11.2023

Moderate Erholung im Euroraum dürfte eine Euro-Aufwertung unterstützen

Wir erwarten als dritten Haupttreiber eine moderate Erholung im Euroraum, die dem Euro in der zweiten Jahreshälfte 2024 Auftrieb verleihen dürfte. Die Daten deuten darauf hin, dass sich der Schock bei den «Terms of Trade» vom vergangenen Jahr weitgehend umgekehrt hat. So fallen die relativen Preisänderungen weitaus günstiger für den Euroraum aus und lassen auf eine gewisse Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar schliessen. Da die chinesischen Behörden zuletzt grössere Bereitschaft gezeigt haben, die inländische Wirtschaft zu unterstützen, wird sich unseres Erachtens auch das chinesische Wachstum im kommenden Jahr stabilisieren, was wiederum dem Euro insgesamt zugutekommen dürfte. Zu guter Letzt erwarten wir, dass höhere Reallöhne einen moderaten Anstieg des privaten Konsums im Euroraum begünstigen werden, sodass sich die relative zyklische Dynamik wieder zugunsten des Euro entwickeln dürfte.

Positiver Ausblick für Anleihen in 2024

Wir halten an unserem positiven Ausblick für festverzinsliche Anlagen für 2024 fest. Die Bewertungen sind attraktiv, die Zentralbanken haben in ihrer geldpolitischen Ausrichtung bereits restriktives Terrain erreicht und der Konjunkturausblick dürfte sich bestenfalls äusserst schwach gestalten. Unserer Ansicht nach werden derzeit für die kommenden Jahre zu hohe Leitzinsen eingepreist. Wir rechnen auf Sicht der nächsten sechs bis zwölf Monate mit einem Rückgang der Zinserwartungen sowie niedrigeren Anleiherenditen. Im Anleihesegment geben wir Investment-Grade-Papieren weiterhin den Vorzug vor Hochzinstiteln.



Alex Rohner

Zinsstrategie

2023 noch nicht das Anleihejahr, das sich alle erhofft hatten

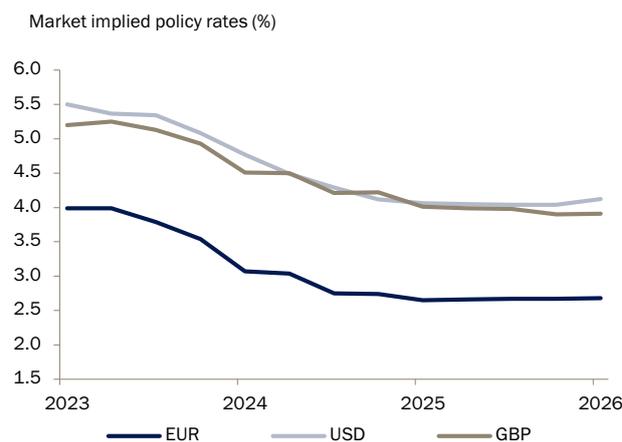
Nach der deutlichen Neubewertung im Jahr 2022 sind die Erträge aus festverzinslichen Anlagen im bisherigen Jahresverlauf hinter den Erwartungen zurückgeblieben. Die weithin in den Volkswirtschaften der Industrieländer erwartete Rezession ist bisher nicht eingetreten. Stattdessen verzeichnete die US-Wirtschaft in den letzten Quartalen ein deutlich über dem Trendniveau liegendes Wachstum. Und selbst die europäischen Volkswirtschaften, die von einem starken Energiepreisschock in Mitleidenschaft gezogen wurden, haben eine Rezession nach Lehrbuch bislang vermeiden können. Da die Zentralbanken nicht gewillt sind, die Zinsen zu senken, bevor die Inflation nachhaltig in Richtung des Zielwerts von 2% gesunken ist, haben die Märkte damit begonnen, die erwarteten Zinssenkungen wieder auszureizen und – wie von den Zentralbanken signalisiert – von über längere Zeit höheren Zinsen auszugehen. Der daraus resultierende Anstieg der langfristigen Renditen im 3. Quartal 2023 hat für verhaltene Erträge seit Jahresbeginn gesorgt. Paradoxerweise bekräftigt dies aber die Positivargumente für festverzinsliche Anlagen zusätzlich. Dabei würden wir insbesondere die folgenden Punkte hervorheben:

Märkte preisen über deutlich längere Zeit hohe Zinsen ein

Die meisten wichtigen Zentralbanken haben wohl das Ende ihres Straffungszyklus erreicht. Während die Terminmärkte im August 2020 noch kaum Zinserhöhungen seitens der Zentralbanken in den Industrieländern eingepreist hatten, hat sich die Erwartungshaltung mittlerweile ins andere Extrem verkehrt, so dass nun kaum mehr mit Zinssenkungen gerechnet wird. Die vom Markt erwarteten US-Leitzinsen stellen hierbei ein Paradebeispiel dar: Der US-Markt geht davon aus, dass diese im aktuellen Zyklus einen Tiefpunkt oberhalb von 4% markieren und im

Anschluss wieder steigen werden. Diese Erwartung steht nicht im Einklang mit einer deutlicheren Konjunkturverlangsamung und schon gar nicht mit einer Rezession. Sie ist auch nicht mit der Fed-Schätzung eines neutralen nominalen Zinsniveaus von 2.5% bis 3% vereinbar. In anderen Währungsräumen zeichnet sich ein ähnliches Bild. Die Märkte preisen ein Zyklustief für die Leitzinsen von rund 4% in Grossbritannien und von 2.75% im Euroraum ein, was deutlich über unserer eigenen Schätzung des neutralen Leitzinssatzes von jeweils 2% liegt. Daraus schliessen wir, dass die Märkte über erheblichen Spielraum für eine Abwärtskorrektur der Leitzinserwartungen verfügen und somit Potenzial für einen Rückgang der Anleiherenditen besteht.

Markt rechnet mit Zeit hohen Leitzinsen für eine lange Zeit



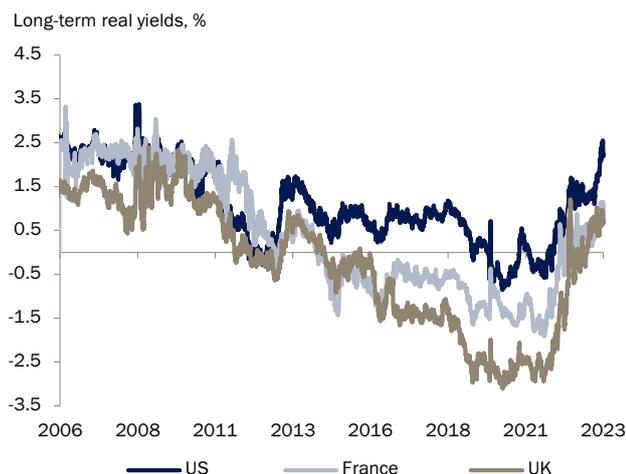
Quelle: Bloomberg, Bank J. Safra Sarasin, 13.11.2023

Langfristige reale Renditen so hoch wie seit 2008 nicht mehr

Im 3. Quartal 2023 erfolgte nach der starken Neubewertung im Jahr 2022 erneut eine Aufwärtsbewegung der realen langfristigen Anleiherenditen, und zwar auf den höchsten Stand seit 2008. Tatsächlich bewegen sich die langfristigen realen Renditen in den USA gemessen an inflationsindexierten Staatsanleihen nun über dem geschätzten langfristigen realen Wachstumspotenzial. Was den Euroraum und Grossbritannien anbelangt, so

entsprechen die langfristigen realen Renditen in etwa den langfristigen Wachstumsraten. Auf diesen Niveaus wurden in der Vergangenheit in den darauffolgenden zwölf Monaten attraktive Erträge erzielt.

Langfristige reale Renditen bewegen sich auf oder über Potenzialwachstum



Quelle: Bloomberg, Bank J. Safra Sarasin, 13.11.2023

Die Geldpolitik gestaltet sich restriktiv

Die Zentralbanken in den Industrieländern haben bereits restriktives Terrain erreicht. Auch in dieser Hinsicht stellen die USA ein Paradebeispiel dar: Die reale Rendite 10-jähriger US-Papiere (gemessen an inflationsindexierten Anleihen) bewegt sich im Vergleich zum von der Fed geschätzten neutralen Zinssatz auf dem höchsten Wert seit 2008. Die deutlich strengeren Kreditvergabestandards, die wesentlich schwächere Kreditschöpfung und die zunehmende Säumigkeit bei Konsum- und Automobilkrediten legen eindeutig nahe, dass die Geldpolitik in den USA allmählich Wirkung zeigt.

Die vollständigen Auswirkungen der geldpolitischen Straffung stehen noch bevor

Die US-Wirtschaft hat sich bislang als deutlich resilienter gegenüber den höheren Zinsen erwiesen als angenommen. Dennoch gehen wir davon aus, dass die kumulativen Auswirkungen der geldpolitischen Straffung in den kommenden Quartalen in den USA stärker zum Tragen kommen werden, da sich die fiskalische Impuls im nächsten Jahr als Belastung erweisen könnte. In der Eurozone und Grossbritannien, wo die Unterstützung von haushaltspolitischer Seite 2023 weniger umfangreich ausfiel, sind die Folgen der restriktiveren Geldpolitik bereits deutlich spürbarer. Sollte die Inflation in den kommenden Quartalen sinken, das Zinsniveau aber unverändert bleiben, so dürfte sich dieser restriktive Effekt noch weiter verstärken. Der Fokus des Marktes wird sich deshalb mehr von Inflation in Richtung der negativen Auswirkungen höherer Zinsen auf die Realwirtschaft verlagern.

Deutlich höhere Anfangsrenditen bieten einen erheblichen Puffer gegen nachteilige Zinsbewegungen

Die starke Neubewertung der Zinsstrukturen in den Industrieländern hat die Verfallsrendite auf ein 15-Jahres-Hoch beflügelt. Anleiheanleger dürften diese Entwicklung sehr begrüßen. Denn die wesentlich höheren Anfangsrenditen bieten auf kurze wie auch auf lange Sicht nicht nur höhere Erträge, sondern auch einen Puffer gegen nachteilige Zinsbewegungen.

Niedrigere Anleiherenditen in den Industrieländern über sechs bis zwölf Monate und steilere Kurven

Das in den kommenden Quartalen langsamere Wirtschaftswachstum und die sinkende Inflation dürften einen Rückgang der Leitzinserwartungen im Vergleich zu den aktuellen Schätzungen und damit niedrigere Anleiherenditen nach sich ziehen. Tatsächlich rechnen wir über die nächsten sechs bis zwölf Monate in beinahe allen Währungsräumen in den Industrieländern mit niedrigeren nominalen Renditen sowie einer steileren Renditekurve. Wir bevorzugen Papiere mittlerer Laufzeit aus den folgenden drei Gründen: (1) Sie profitieren von steileren Renditekurven, (2) ihre Duration fällt hoch genug aus, dass ihnen niedrigere Renditen zugutekommen, und (3) die aktuellen Renditeniveaus sorgen für starken Abwärtsschutz bei nachteiligen Zinsbewegungen.

Strukturelle nicht mit zyklischen Faktoren verwechseln

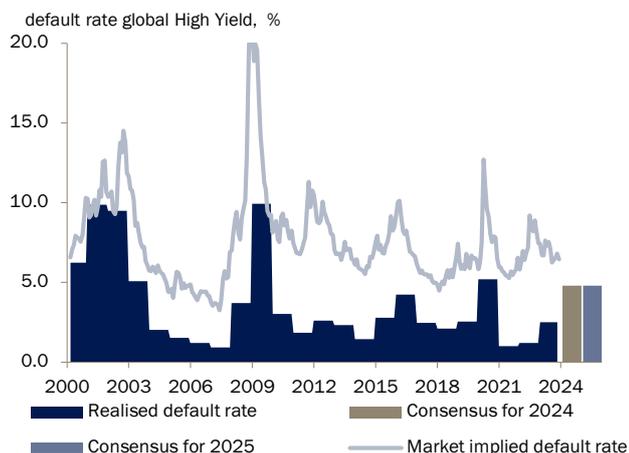
Vor diesem Hintergrund sollten zyklische und strukturelle Faktoren nicht verwechselt werden. Aus struktureller Sicht bestehen unseres Erachtens durchaus Argumente für künftig höhere Inflation sowie einen höheren neutralen Realzins. Dies bedeutet, dass wir uns mittelfristig wohl mit im Vergleich zum letzten Jahrzehnt höheren nominalen Anleiherenditen werden arrangieren müssen. Gleichwohl werden die Konjunkturzyklen weiterhin für Schwankungen bei den Zinsen und Anleiherenditen sorgen. Tatsächlich wird der Einfluss der zyklischen Faktoren auf die Zinsentwicklung und die Anleiherenditen in den kommenden 12 bis 24 Monaten überwiegen.

Höhere reale Renditen stellen einen Belastungsfaktor für Risikoanlagen dar

Die Kreditaufschläge von Investment-Grade- wie auch Hochzinsanleihen bewegen sich unter ihren historischen Medianwerten. Dies legt nahe, dass die Spreads das Risiko einer deutlichen Konjunkturverlangsamung, geschweige denn einer Rezession, nicht berücksichtigen. Beispielsweise geht der Konsens für 2024 und 2025 von Ausfallquoten von rund 4,5% aus, was einem starken Anstieg gegenüber 2022 und 2023 entspricht. Deutlich höhere Ausfallquoten gehen üblicherweise mit einer erheblichen Spread-Ausweitung einher. Der jüngste starke Anstieg der realen Renditen langlaufender Staatsanleihen wird die Finanzierungsbedingungen voraussichtlich noch weiter verschärfen und damit ein verglichen mit den aktuellen Markterwartungen höheres Risiko einer deutlicheren Wirtschaftsschwäche nach sich ziehen. Aus diesem Grund behalten wir unsere Präferenz für Investment-

Grade- gegenüber Hochzinsanleihen bei und würden Papieren höherer Qualität allgemein den Vorzug geben.

Aktuelle Spread-Niveaus legen keine deutliche Konjunkturschwäche nahe



Quelle: Bloomberg, Bank J. Safra Sarasin, 13.11.2023

USA – eine leichte Rezession um die Jahresmitte 2024 herum

Wir gehen davon aus, dass sich das Wachstum in den USA in den kommenden Quartalen weiter verlangsamen und die Wirtschaft etwa Mitte des nächsten Jahres in eine leichte Rezession abrutschen wird. Die Geldpolitik der Fed ist restriktiv, da die langfristigen realen Zinsen über dem geschätzten realen Potenzialwachstum liegen. Die Terminmärkte sehen das Zyklustief der Fed Funds Rate oberhalb von 4% und preisen somit keinen wesentlichen Zinssenkungszyklus ein. Die Markterwartungen bezüglich der «Fed Funds»-Sätze fallen sogar noch aggressiver aus als die Dot-Plot-Prognose der Fed aus dem vergangenen September. Unserer Ansicht nach ist aktuell eine zu hohe künftige Fed Funds Rate eingepreist. Diese Erwartungen dürften in den kommenden Quartalen sinken, sobald die kumulativen Auswirkungen der geldpolitischen Straffung stärker zutage treten.

Eurozone – ein längerer Zeitraum mit sehr schwachem Wachstum

Die EZB hat ihren Leitzins in den vergangenen 15 Monaten um insgesamt 450Bp auf 4% und damit stärker angehoben als in den Jahren 2000 und 2008. Die deutlich höheren Zinsen wirken sich in erheblichem Masse auf den Kreditkanal aus und dämpfen die Nachfrage. Der strukturelle Arbeitskräftemangel ist einer der Gründe dafür, dass die Arbeitslosenquote im letzten Jahr sogar gesunken ist, und dürfte einen starken Anstieg verhindern. Darüber hinaus dürften der Rückgang der Gesamtinflation und das in der Folge positive reale Lohnwachstum den Konsum im nächsten Jahr etwas stützen, sodass es zu einem längeren Zeitraum mit sehr schwachem Wachstum anstelle einer abrupteren Wirtschaftskontraktion kommen dürfte. Die Terminmärkte gehen aktuell davon aus, dass der Leitzins

der EZB bei 2.75% einen zyklischen Tiefpunkt erreichen wird, der deutlich über unserer Schätzung des neutralen Zinssatzes liegt. Aus diesem Grund erkennen wir für 2024 gewisses Abwärtspotenzial im Hinblick auf die Leitzinserwartungen und rechnen mit niedrigeren Anleiherenditen. Neben dem schwachen Wachstum dürften die Märkte ihren Fokus zunehmend auf die Folgen der höheren Zinsen auf die Schuldentragfähigkeit verlagern. Da die Renten-, Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben ebenfalls steigen müssen, dürfte sich eine nachhaltige Haushaltspolitik für einige stark verschuldete Länder noch schwieriger gestalten.

Grossbritannien – Die Bank von England nimmt wohl keine Zinserhöhungen mehr vor

Die Bank von England (BoE) hat ihren Leitzins in den vergangenen 24 Monaten um 515Bp auf 5.25% und damit den höchsten Stand seit 2008 angehoben. Die kumulativen Auswirkungen der geldpolitischen Straffung sind bereits sichtbar, vor allem am Immobilienmarkt. Das reale Wirtschaftswachstum ist ins Stocken geraten, während die Inflation weiterhin zu hoch ausfällt. Die angespannte Lage am britischen Arbeitsmarkt lockert sich langsam, sodass auch der private Konsum zunehmend mit Gegenwind konfrontiert ist. Darüber hinaus schätzt die BoE, dass sich die kumulativen Straffungsmassnahmen bislang erst etwa zur Hälfte auf das BIP ausgewirkt haben. Aus diesem Grund gehen wir davon aus, dass die BoE keine weiteren Zinserhöhungen mehr vornimmt. Die Terminmärkte rechnen nach wie vor damit, dass der Leitzins der BoE im aktuellen Zyklus nicht unter 4% fallen wird und prognostizieren damit keinen wesentlichen Konjunkturabschwung, geschweige denn eine Rezession. Mit Blick auf die nächsten sechs bis zwölf Monate besteht unseres Erachtens das Potenzial, dass die Märkte stärkere Leitzinssenkungen einpreisen und die Anleiherenditen als Folge nachgeben.

Japan – höhere Leitzinsen und voraussichtliche Abschaffung der Renditekurvenkontrolle

Die Bank von Japan (BoJ) ist die einzige Zentralbank in den Industrieländern, die ihren Leitzins noch nicht angepasst hat. Unserer Ansicht nach wird sich dies 2024 vermutlich ändern. Wir erwarten, dass der zunehmende Inflationsdruck die BoJ dazu veranlassen dürfte, ihren Leitzins um 40Bp anzuheben und gleichzeitig ihre Renditekurvenkontrolle gänzlich einzustellen. Die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen ist 2023 bereits um 70Bp auf knapp unter 1% gestiegen. Wir rechnen nicht mit einem weiteren deutlichen Anstieg der 10-jährigen Renditen. Auch wenn dies kontraintuitiv erscheint, werden Yen-Anleihen mit sehr langer Laufzeit, die bereits Renditen von über 1.75% aufweisen, einen der Hauptnutznießer der einsetzenden Leitzinserhöhungen der BoJ darstellen. Sollte es in Japan ebenso wie in anderen Industrieländern zu einer starken Verflachung der Renditekurve kommen, könnten die Renditen sehr lang laufender Papiere im Zuge der Zinserhöhungen der BoJ sogar etwas nachgeben.



Warten auf Entspannung bei US-Zinsen

Die chinesische Wirtschaft wird unseres Erachtens auch künftig unter der Korrektur am Immobilienmarkt leiden, wobei sie allerdings durch die Fiskalpolitik und den Konsum im Dienstleistungssektor unterstützt wird. 2024 wird sich das Wachstum in China und anderen wichtigen Schwellenländern (Emerging Markets, EM) verlangsamen. Die Inflation in den Schwellenmärkten wird weiterhin sinken, was es einigen Zentralbanken mit hohen Zinsdifferenzen gegenüber den USA erlauben wird, die Zinszügel zu lockern. Die wichtigsten Schwellenländer zeigen sich bisher widerstandsfähig gegenüber dem US-Zinszyklus. Anlagen aus der Region dürften erst dann deutlich zulegen, sobald es zu einer Entspannung am US-Zinsmarkt kommt.



Mali Chivakul

Emerging Markets Economist

Abschwung am chinesischen Immobilienmarkt wird das Wachstum weiter belasten

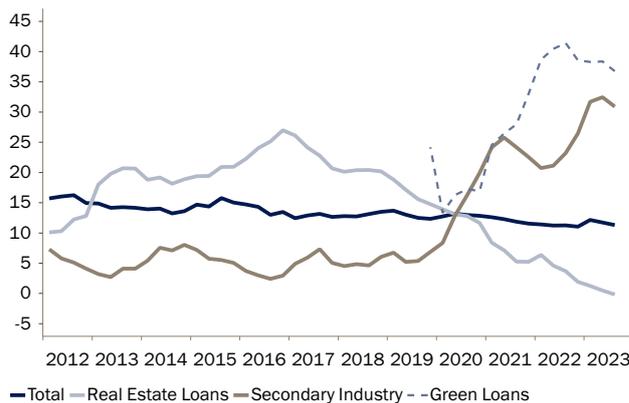
Die chinesische Wirtschaft dürfte auch 2024 vor allem durch staatliche Massnahmen und den Dienstleistungssektor bestimmt werden. Die Korrektur im Immobiliensektor, der zuvor für ein Viertel der chinesischen Wirtschaftsleistung verantwortlich war, wird wahrscheinlich noch mindestens ein Jahr andauern. Die sinkenden Häuserpreise und die anhaltenden Unsicherheiten werden die Stimmung im privaten Sektor auch künftig belasten. Die Regierung hat bekräftigt, das kurzfristige Wachstum durch Fiskalausgaben und eine Förderung des Kreditsektors stabilisieren zu wollen. Wir rechnen 2024 mit einer Verlangsamung des jährlichen Wachstums von 5,2% auf 4,5%.

Was ersetzt den Immobilienmarkt als Wachstumsmotor?

Angesichts ungünstiger demografischer Trends und des Produktivitätsrückgangs im Zusammenhang mit übermässig hohen Immobilieninvestitionen im letzten Jahrzehnt benötigt China ein neues Wachstumsmodell, um mittelfristig zu einer Wirtschaft mit hohem Einkommen aufzusteigen. Strukturell betrachtet werden in China 45 Cent von jedem durch die Produktion eingenommenen Dollar gespart. Diese hohe Sparquote geht auf einen unzureichenden Umverteilungsmechanismus und ein unzulängliches soziales Sicherungsnetz zurück. Die hohen Ersparnisse sind zwar eine kontinuierliche inländische Quelle von Investitionskapital, jedoch kann China auf diese Weise kein bedeutendes Wachstum durch den Konsum der privaten Haushalte verzeichnen. China hat zwar sein soziales Sicherungssystem im Laufe der Zeit schrittweise verbessert, dies reicht aber nicht aus, um in den nächsten Jahren für einen nachhaltigen Konsum zu sorgen.

Eine Umschichtung der chinesischen Ressourcen hin zu strategischen Branchen

China, Bank Loans, % yoy



Note: Real estate loans include residential mortgages

Quelle: Macrobond, Bank J. Safra Sarasin, 13.11.2023

Fokus auf strategisch wichtige Bereiche

Indes setzt China seine Ressourcen verstärkt für Investitionen in strategisch wichtige Segmente des verarbeitenden Gewerbes ein. Dazu gehören umweltfreundliche Technologien, Halbleiter, High-End-Ausrüstung und neue Materialien. Dieser Fokus auf strategische Industrieinvestitionen geht Hand in Hand mit der Prioritätensetzung zugunsten der nationalen Sicherheit und der technologischen Unabhängigkeit Chinas. Solche Investitionen können zwar dazu beitragen, das kurzfristige Wachstum anzukurbeln, allerdings müssen die hergestellten Produkte auch intern oder extern absorbiert werden. Reicht die Binnen nachfrage nicht aus, um die Produkte zu absorbieren, wird China möglicherweise von der externen Nachfrage abhängig sein. Ein einschlägiges Beispiel ist der Elektrofahrzeugsektor, der ein deutliches Exportwachstum verzeichnete. Tatsächlich stieg die Handelsbilanz Chinas seit dem Ende der Pandemie wieder auf rund 800 Milliarden USD jährlich und damit auf ihren höchsten Stand gemessen am globalen BIP. Da aber viele Länder ihren politischen Fokus auf die Förderung heimischer

Schwellenländer

Produktionsanlagen gelegt haben, dürfte dieses Verhalten zunehmend zu Problemen führen.

Andere Schwellenländer dürften ebenfalls eine Verlangsamung verzeichnen

In anderen wichtigen Schwellenländern wird sich das Wachstum 2024 aufgrund der restriktiven Finanzierungsbedingungen und der schwächeren globalen Nachfrage ebenfalls verlangsamen. Die Wachstumsstabilisierung in China und die Verbesserung des globalen Technologiezyklus dürften jedoch den Export und das Wachstum der Schwellenländer stützen. Die Inflation wird sich voraussichtlich weiter abschwächen, sobald sich das Umfeld entspannt und der angebotsseitige Preisdruck nachlässt. Allerdings bestehen zwischen den verschiedenen Schwellenländern erhebliche Unterschiede. In einigen Schwellenländern wurde der Zielwert der jeweiligen Zentralbank bereits erreicht (z.B. Indonesien und Thailand). In anderen Schwellenmärkten herrschte im vergangenen Jahr eine hohe Inflation (z.B. Kolumbien und Ungarn), sodass es auch ungeachtet einer deutlichen Konjunkturverlangsamung noch eine Weile dauern wird, bis die Inflationserwartungen dort wieder fest verankert sind. Manche Schwellenländer (z.B. Mexiko) erwarten kommendes Jahr eine stark expansive Fiskalpolitik, sodass die Inflation noch längere Zeit über dem Zielwert verharrern dürfte. In anderen Schwellenländern (z.B. Philippinen und Südafrika) könnten höhere Lebensmittel- und/oder Energiepreise nach wie vor einen Inflationsanstieg und Zweitrundeneffekte auslösen.

Die EM-Zentralbanken nehmen eine vorsichtigeren Haltung ein



Quelle: Macrobond, Bank J. Safra Sarasin, 13.11.2023

Höhere US-Zinsen über längere Zeit sind der grösste Belastungsfaktor für die Schwellenländer

Während sich die wichtigen Schwellenländer als widerstandsfähig gegenüber dem Zinszyklus der Fed gezeigt haben, gehen die EM-Zentralbanken angesichts der Aussicht auf höhere US-Zinsen über einen längeren Zeitraum bei der Senkung ihrer Leitzinsen vorsichtig vor. Die Sorgen um eine Währungsabwer-

tung und erhöhte Volatilität treten in den Vordergrund, da in einem solchen Umfeld üblicherweise Kapital aus den Schwellenländern abgezogen wird. Einige Zentralbanken in asiatischen Ländern, in denen die Zinsdifferenz gegenüber der Fed am niedrigsten ist, mussten die Zinsen sogar weiter straffen (Indonesien und die Philippinen) und/oder am Devisenmarkt intervenieren, und damit eine Verknappung der Liquidität im Inland herbeiführen. Sie werden wahrscheinlich eine Pause einlegen und die erste Zinssenkung der Fed abwarten, die wir allerdings erst für das 3. Quartal 2024 erwarten. In Lateinamerika, wo die Zinsdifferenz am höchsten ausfällt, haben die Zentralbanken ungünstige globale Finanzierungsbedingungen besonders genau im Blick. Dies zeigt sich beispielsweise im jüngsten Sitzungsprotokoll des geldpolitischen Ausschusses der brasilianischen Zentralbank wie auch in der Tatsache, dass die chilenische Notenbank bei ihrer letzten Sitzung eine kleinere Zinssenkung als erwartet vornahm. Eine langsamere Zinslockerung bei gleichzeitiger Disinflation bedeutet aber, dass der geldpolitische Kurs in den Schwellenländern im Verlauf des kommenden Jahres vergleichsweise restriktiv bleiben wird.

Schwellenländeranlagen dürften zulegen, sobald es zu einer nachhaltigeren Entspannung bei den US-Zinsen kommt

Die Kurse von Schwellenländeranlagen wurden in den vergangenen Monaten durch die hohen und volatilen US-Zinsen beeinflusst. Nach unablässigem Druck durch die Zinserhöhungen in den USA seit Juli bescherte die Erholung bei den Schwellenländerwährungen im November den EM-Zentralbanken eine Atempause. Kontinuierlich schwächere US-Arbeitsmarkt- und Makrodaten bleiben unseres Erachtens eine Voraussetzung für einen nachhaltigen Rückgang der US-Zinsen. Im Zuge dieser Neubewertung dürften Schwellenmarktanlagen wieder an Attraktivität gewinnen. Trotz einer Konjunkturverlangsamung in den Schwellenländern sind die Wachstumsunterschiede zu den Industriemärkten nach wie vor gross (vor allem in Asien), und viele Schwellenländer (z.B. Brasilien, Kolumbien und Ungarn) warten weiterhin mit einem attraktiven Zinsvorteil auf. Der bessere Ausblick für China, insbesondere in der ersten Jahreshälfte 2024, wenn die expansivere Fiskalpolitik zum Tragen kommen dürfte, wird voraussichtlich Rohstoffexporteuren wie auch Schwellenmarkt-währungen zugutekommen. Wir bevorzugen auch künftig Lokalwährungsanleihen aus den Schwellenländern, da die Fundamentalfaktoren solide ausfallen und wir damit rechnen, dass die Zentralbanken (insbesondere jene mit hohen Zinsen wie die brasilianische und die kolumbianische Notenbank) noch vor der Fed Zinssenkungen vornehmen werden. In USD denominated EM-Unternehmensanleihen dürften zwar ebenfalls zulegen, sobald die US-Zinsen sinken. Allerdings dürften sich die Kreditaufschläge – insbesondere in Segmenten mit schwächerer Kreditqualität – erneut ausweiten, da sich das globale Wachstum verlangsamt und das Finanzierungsumfeld angespannt bleibt.

Chancen, sobald Zinserhöhungen Wirkung zeigen

Vor dem Hintergrund des nahenden Jahreswechsels gibt es gute Gründe, in Bezug auf Aktien vorsichtig zu bleiben. Die globalen Aktienbewertungen antizipieren weiterhin eine starke und anhaltende Konjunkturerholung, die aber erst eintreten dürfte, nachdem ein Abschwung in den USA die Inflation auf den Zielwert der Fed gedrückt hat. Dies begrenzt unseres Erachtens das Aufwärtspotenzial des Aktienmarktes in der ersten Jahreshälfte 2024 und spricht für eine klare Präferenz für festverzinsliche Anlagen. Unsere Sektorfavoriten spiegeln diese Einschätzung wider. Wir bevorzugen die defensiveren Segmente des Marktes. Mit Blick auf die Regionen gehen wir davon aus, dass Schweizer Aktien von der nachlassenden Belastung von Zinsseite profitieren werden. Wir gehen davon aus, dass das Aufwärtspotenzial am Aktienmarkt nach der Konjunkturverlangsamung in der ersten Hälfte des Jahres 2024 im weiteren Jahresverlauf wieder zunimmt, wobei Aktien das Jahr insgesamt mit einem Plus beenden. Langfristig betrachtet halten wir an unserer Präferenz für US-Aktien fest angesichts des überdurchschnittlichen Wachstumspotenzials in Bezug auf die Gewinne von grossen Technologiekonzernen.

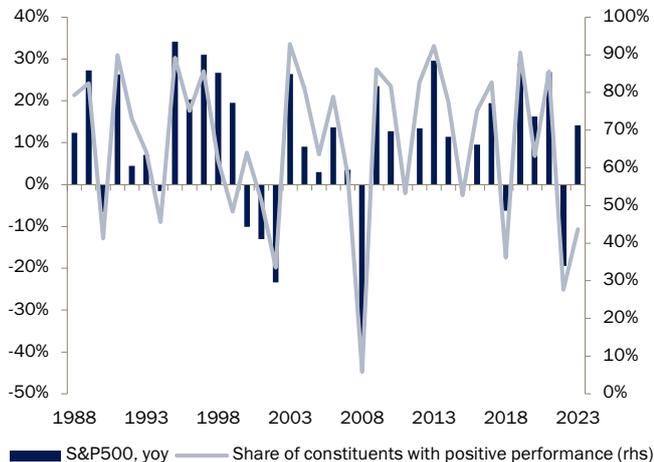


Wolf von Rotberg
Aktienstrategie

Ein Grossteil der S&P-500-Unternehmen gab zwei Jahre in Folge nach

Ein aussergewöhnliches Jahr für die Aktienmärkte neigt sich dem Ende zu. Obschon der S&P 500 seit Jahresbeginn um 14% zulegen konnte, hat weniger als die Hälfte der im Index vertretenen Unternehmen am Aufschwung partizipiert. Dies folgt auf eine schwache Wertentwicklung bei Aktien im Jahr 2022. Damit hat ein Grossteil der Indexunternehmen zum ersten Mal in den letzten 40 Jahre zwei Jahre in Folge nachgegeben.

Grossteil der US-Aktienwerte gab 2022 und 2023 (YTD) nach

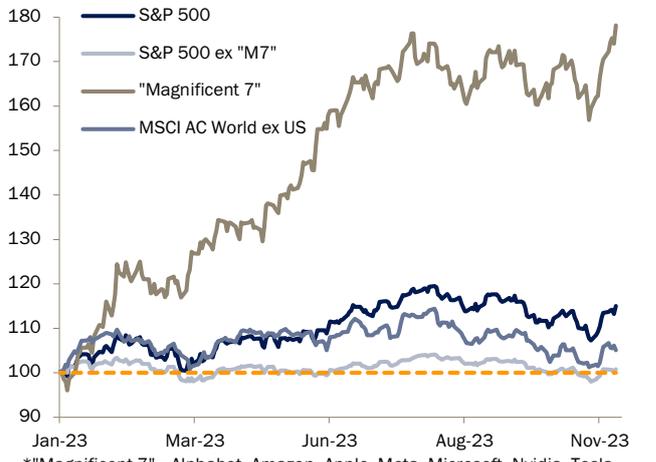


Quelle: Refinitiv, Bank J. Safra Sarasin, 13.11.2023

Gesamte Aufwärtsbewegung des S&P 500 im Jahr 2023 geht auf lediglich sieben Titel zurück

Nur eine kleine Gruppe von Unternehmen hat den Markt beflügelt, und sie alle stammen aus dem Technologiesektor oder weisen einen Bezug dazu auf. Diese sogenannten «Magnificent Seven» (Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia, Tesla) haben seit Jahresbeginn um 80% zugelegt, wodurch ihre kombinierte Marktkapitalisierungsgewichtung im S&P 500 in den vergangenen zwölf Monaten von 20% auf 28% gestiegen ist. Lässt man diese Unternehmen unberücksichtigt, hat sich der US-Aktienmarkt seit Beginn des Jahres keineswegs nach oben bewegt und ist sogar hinter dem Rest der Welt zurückgeblieben.

Nur sieben Titel sind für die gesamte Aufwärtsbewegung des US-Marktes verantwortlich



*"Magnificent 7"= Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia, Tesla
Quelle: Refinitiv, Bank J. Safra Sarasin, 13.11.2023

Der Renditeanstieg belastete defensive Papiere

Ein Grund für die schwachen Zugewinne bei Aktien ist der zeitgleiche Anstieg der Anleiherenditen, der zwei Marktsegmente stark in Mitleidenschaft gezogen hat, allerdings aus unterschiedlichen Gründen. Einerseits gerieten defensive Sektoren wie Gesundheit und Basiskonsumgüter unter Druck, da der Anstieg des Diskontsatzes den Barwert ihrer stabilen Umsatzströme schmälerte. Diese defensiven Marktsegmente entwickeln sich in der Regel am besten, wenn sich die Konjunktur deutlich verlangsamt und die Renditen sinken, was beides nicht der Fall ist. Andererseits mussten auch hoch verschuldete Sektoren Verluste hinnehmen, da ihre Finanzierungskosten deutlich und in einigen Fällen so stark gestiegen sind, dass die Tragfähigkeit ihrer Geschäftsmodelle infrage gestellt wird. Zu diesen verschuldeten Marktsegmenten zählen Immobilienentwickler und Small Caps im Allgemeinen.

Versorger unverhältnismässig stark vom Zinsanstieg getroffen

Ein Sektor, der hervorsteicht, da er in beide Kategorien (defensiv und verschuldet) fällt, sind Versorger. Sie stellen nicht nur einen der defensivsten Sektoren am Aktienmarkt dar, da die Umsätze von Versorgungsunternehmen oftmals an langfristige Verträge gekoppelt sind, sondern auch einen der am höchsten verschuldeten. Versorger sind häufig in hohem Masse auf Fremdfinanzierung angewiesen, um die enormen Vorabinvestitionen zu stemmen, die zur Finanzierung grosser Infrastrukturvorhaben vonnöten sind, wobei ein Zinsanstieg die Wirtschaftlichkeit dieser Projekte wesentlich beeinflusst. Erneuerbare Energieversorger sind hierbei keine Ausnahme. Als Paradebeispiel sind hier einige grosse Windfarmprojekte zu nennen, die 2023 unter anderem aufgrund steigender Finanzierungskosten eingestellt wurden.

Aktien erscheinen im Vergleich zu Anleihen so unattraktiv wie seit 20 Jahren nicht mehr

Trotz verschiedener Schwächephasen an den Aktienmärkten im Verlauf des Jahres 2023 erscheinen die Bewertungen weiterhin teuer, insbesondere im Vergleich zu festverzinslichen Anlagen. Basierend auf den Konsens-Gewinnerwartungen werden US-Aktien im kommenden Jahr kaum höhere Renditen abwerfen als 10-jährige US-Staatsanleihen. Mit 5.5% fällt die Gewinnrendite im Vergleich zu Staatsanleihen so unattraktiv aus wie seit etwa 20 Jahren nicht mehr. Diese Beurteilung ändert sich auch nicht fundamental, wenn die «Magnificent Seven» aus dem S&P 500 herausgenommen werden. Die Aktienrisikoprämie ohne Berücksichtigung der «M7» bewegt sich auf dem niedrigsten Niveau seit Anfang der 2000er-Jahre.

Mit 5.5% fällt die Gewinnrendite von US-Aktien im Vergleich zu Staatsanleihen so unattraktiv aus wie seit etwa 20 Jahren nicht mehr

US-Aktien werfen kaum höhere Renditen ab als US-Treasuries

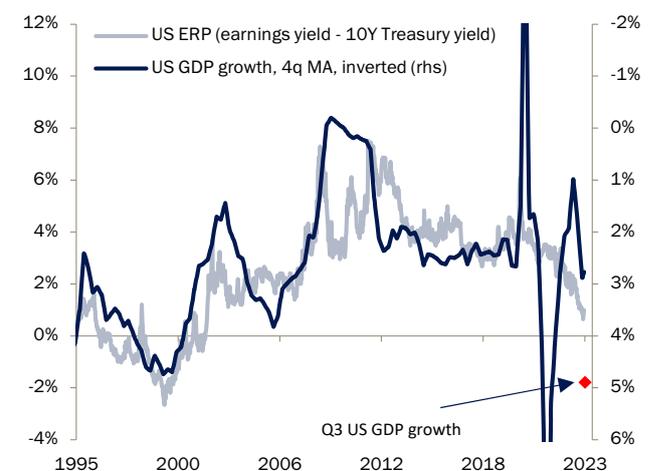


Quelle: Refinitiv, Bank J. Safra Sarasin, 13.11.2023

Aktien preisen ein sehr starkes BIP-Wachstum ein

Auf den aktuellen Niveaus erscheinen Aktien nur attraktiv, wenn das BIP- und das Gewinnwachstum Bestand haben und in den kommenden Jahren anziehen. Da sich das US-BIP-Wachstum im 3. Quartal 2023 auf annualisierter Basis auf beinahe 5% beschleunigt hat, sind die Rezessionsängste komplett verschwunden. Die Marktbewertungen haben wieder Niveaus erreicht, die zuletzt während der stärksten Wirtschaftsexpansionen in den vergangenen 30 Jahren verzeichnet worden waren. Dies ist unseres Erachtens nicht tragbar. Die US-Wirtschaft dürfte BIP-Wachstumsraten von 3% bis 4% in den kommenden Quartalen kaum halten können. Stattdessen ist mit einem Rückgang auf das langfristige Durchschnittswachstum und potenziell sogar einer Rezession Mitte 2024 zu rechnen.

Aktien preisen ein sehr starkes BIP-Wachstum ein



Quelle: Refinitiv, Bank J. Safra Sarasin, 13.11.2023

Niedrige Aktienrisikoprämie spricht für Übergewichtung festverzinslicher Anlagen

Ein Rückgang an den Aktienmärkten dürfte allein nicht ausreichen, um eine Anpassung der Aktienrisikoprämie zu bewirken.

Sollte sich das Wachstum verlangsamen, würde ein Renditerückgang voraussichtlich wesentlich zu einer Normalisierung beitragen müssen. In einem solchen Szenario wären festverzinsliche Anlagen deutlich attraktiver als Aktien.

Defensive Sektoren bevorzugt

Das Aufwärtspotenzial am Aktienmarkt wird sich in der ersten Hälfte des Jahres 2024 wohl in Grenzen halten. Es bieten sich aber Chancen in einzelnen Sektoren. Einige der 2023 zu beobachtenden Entwicklungen dürften sich umkehren. Kommt es infolge eines Konjunkturabschwungs zu einem Zinsrückgang, wäre eine defensive Positionierung sicherlich angebracht. Zudem dürfte auch der Druck auf die verschuldeten Marktsegmente abnehmen und jenen Sektoren, die in den vergangenen zwölf Monaten am stärksten ins Hintertreffen geraten sind, eine Verschnaufpause verschaffen. Versorger würden von einer solchen Entwicklung profitieren, da (i) sie selbst bei einem Abschwung und in einem disinflationären Umfeld stabile Umsätze verzeichnen und (ii) die rückläufigen Kreditkosten einen Großteil des Drucks, der in den letzten Monaten auf dem Sektor lastete, beseitigen würden. Hoch verschuldeten, aber zyklischen Marktsegmenten dürfte ein Zinsrückgang nicht im selben Masse zugutekommen.

Ein grosser Teil der Unterstützung von der Kreditseite würde durch schwache Umsätze zunichtegemacht werden, sodass sich diese Marktsegmente in einer schwierigen Lage befänden, sollten die USA 2024 tatsächlich in eine Rezession abrutschen. Unsere Positionierungsmatrix stellt eine Orientierungshilfe für verschiedene Konjunktur/-Zinsszenarien im Jahr 2024 dar. Wir bevorzugen eine Positionierung in den rechten Quadranten, da wir mit einer Konjunkturverlangsamung rechnen und sich der obere rechte Quadrant bei einem Zinsrückgang gut behaupten dürfte. Die Matrix bietet überdies gewisse Positionierungsempfehlungen innerhalb des Aktiensektors für die unterschiedlichen Szenarien.

Positionierung für verschiedene Makro-/Zinsszenarien

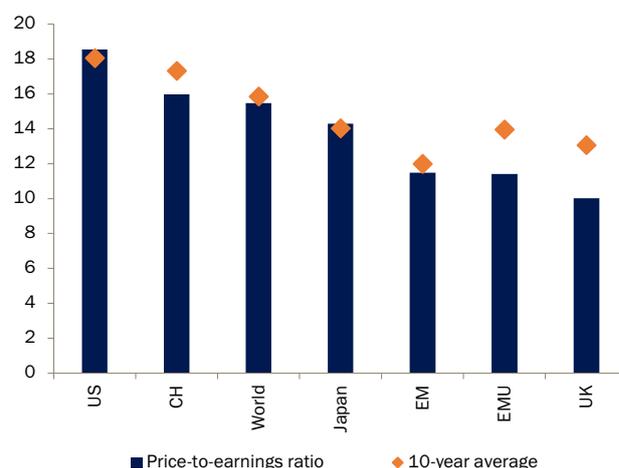
Positioning matrix	Cycle accelerating	Cycle slowing
Rates falling	Cyclical growth, high leverage (e.g. small cap)	Defensive sales, high leverage (e.g. utilities)
Rates rising	Cyclical growth, low leverage (e.g. materials, discretionary)	Defensive sales, low leverage (e.g. health care, staples)

Quelle: Refinitiv, Bank J. Safra Sarasin, 13.11.2023

Schweizer Aktien erscheinen attraktiv

Mit Blick auf die Regionen gehen wir davon aus, dass Schweizer Aktien einen Teil ihrer in den letzten Quartalen verzeichneten Minderrendite wieder wettmachen werden. Die Schweiz hat sich im Laufe des Jahres 2023 aufgrund der höheren Zinsen unterdurchschnittlich entwickelt. Ein Zinsrückgang und eine Wachstumsverlangsamung in der ersten Jahreshälfte 2024 dürften die Abwärtsdynamik umkehren und im Vergleich zu anderen Regionen für relative Stabilität sorgen. Die Bewertungen ausserhalb der USA scheinen etwas angemessener. Mit Ausnahme der USA und Japans weisen die Kurs-Gewinn-Verhältnisse in allen anderen wichtigen regionalen Märkten einen Abschlag auf ihre 10-Jahres-Durchschnittswerte auf.

Die Bewertung der USA und Japans liegt über deren langfristigen Durchschnittswerten



Quelle: Refinitiv, Bank J. Safra Sarasin, 13.11.2023

US-Aktien und Technologiewerte langfristig weiterhin bevorzugt

Aktien aus der Eurozone könnten von einer Erholung der chinesischen Wirtschaft profitieren, die in der Regel die Konjunktur in Europa beeinflusst. Dies könnte dazu beitragen, dass sich die Bewertungen in der Region jenen im Rest der Welt annähern. Gleichwohl haben die strukturellen Probleme in der Eurozone weiter Bestand und dürften das längerfristige Aufwärtspotenzial begrenzen, insbesondere im Vergleich zu US-Aktien. Wir rechnen mit einer gewissen Korrektur der US-Bewertungen im Zuge der Konjunkturverlangsamung in der ersten Hälfte des Jahres 2024, erkennen aber Aufwärtspotenzial für die zweite Jahreshälfte, sobald die Talsohle durchschritten wurde. Auf lange Sicht halten wir an unserer Präferenz für Technologiewerte und US-Aktien fest, die auf der Innovationskapazität und dem langfristigen Wachstumspotenzial des Sektors basiert.



Investieren in einem Umfeld hoher Zinsen

Nach der monatlichen Sitzung des Anlagekomitees im November, in der die Aussichten für 2024 ausführlich diskutiert wurden, traf sich Global View mit Oliver Cartade (Leiter Asset Management and Institutional Clients), Christian Younes (Leiter Trading and Treasury), Philipp Bärtschi (Leiter Investment Management) und Karsten Junius (Leiter Economic and Strategy Research), um mit ihnen über ihre Erwartungen für das neue Jahr zu sprechen.

Global View (GV): Herr Cartade, vor einem Jahr waren Ihre Prognosen für 2023 sehr differenziert. Trotz des sehr pessimistischen Umfelds betonten Sie in dieser Publikation, man solle nicht alles schwarzsehen, die Stimmung sei bereits extrem negativ. Inwieweit wurden Ihre Erwartungen für 2023 erfüllt? Wo gab es Überraschungen?

Zum Jahresauftakt deuteten die Prognosen vieler Marktexperten auf eine Rezession. Grund dafür war die verzögerte Wirkung der laufenden Zinsstraffung durch die Federal Reserve, mit der die sich hartnäckig haltende Inflation unter Kontrolle gebracht werden sollte. Vieles war zu Beginn des Jahres also bereits eingepreist, was meine recht optimistische Einschätzung von Risikoanlagen erklärt. Wie es scheint, entwickelten sich US-Wirtschaft, Arbeitsmarkt und Konsum sogar noch besser als von mir erwartet. Die aktuelle Wertentwicklung von Risikoanlagen ist umso beeindruckender, als 2023 Anlegern ein paar böse Überraschungen bescherte, darunter die schwere Bankenkrise

in den USA, der Zusammenbruch der Credit Suisse und der erneute Krieg zwischen Israel und der Hamas. Man sollte meinen, Stimmung und Risikobereitschaft hätten stark darunter gelitten, aber angesichts eines Zuwachses von rund 15% seit Jahresbeginn beim S&P 500 und historisch enger Kreditspreads im Vergleich zum langfristigen Durchschnitt zeigten sich die Märkte gelassen. Die Bandbreite allerdings war extrem gering, und es gab nicht nur Gewinner. Zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Berichts liegt der gleichgewichtete S&P 500 sogar im Minus und nicht, wie oben erwähnt, um 15% im Plus. Tatsächlich wurden die Indexgewinne von nur wenigen Mega-Cap-Aktien getrieben.

Auch zum Jahreswechsel gibt noch vieles Anlass zur Sorge: geopolitische Risiken, die Lage am Markt für Gewerbeimmobilien oder dass aufgrund des höheren Zinsniveaus irgendetwas unvorhergesehenes geschehen könnte. Sollten negative Ereignisse



nisse eintreten, bleibt der Fed aber wohl ausreichend Spielraum für Zinssenkungen, denn die Inflation scheint sich allmählich zu normalisieren.

GV: Herr Bärtschi, wie ist es Ihnen gelungen, die Anlageportfolios in einem so schwierigen Umfeld auf Kurs zu halten?

Bislang hat sich 2023 für Anlageportfolios deutlich positiver gestaltet als 2022. Trotz grosser Unterschiede innerhalb der Anlageklassen entwickelten sich viele Strategien sehr gut und schnitten deutlich positiv ab. In den Multi-Asset-Portfolios normalisierte sich das Verhältnis zwischen den Risikoprofilen wieder. Portfolios mit höherem Risiko, das in der Regel auf die stärkere Aktienallokation zurückgeht, erzielten höhere Erträge als defensivere Portfolios. Aufgrund der hohen Unsicherheit zu Jahresbeginn und der im gesamten Jahr anhaltenden Volatilität insbesondere bei den Zinsen haben wir uns auf wenige taktische Ideen konzentriert und uns nicht zu weit von einer neutralen Position entfernt. Im Sommer haben wir unser Engagement in den Schwellenländern reduziert, als sich herausstellte, dass in China keine schnelle Erholung zu erwarten war. Wir entscheiden uns für eine insgesamt eher vorsichtige Positionierung.



Philipp Bärtschi

GV: Herr Younes, langlaufende US-Staatsanleihen erzielten das zweite Jahr in Folge negative Gesamterträge, während das Haushaltsdefizit der USA stieg. Ist es Zeit, festverzinsliche Anlagen optimistischer einzuschätzen?

Die Gesamterträge langfristiger Anleihen fielen tatsächlich erneut negativ aus, denn der Zinsanpassungsprozess gestaltet sich umfangreicher und dauert länger als von den meisten Marktteilnehmern erwartet. Die Inflation in den USA dürfte sich 2024 auf einem Niveau von rund 2.5% bis 3% stabilisieren, und die Fed wird Raum für einige Zinssenkungen haben. Wir erwarten daher leicht positive Anleihe-Erträge in 2024. Anleihen mit langer Laufzeit sehen sich aber gleich mit mehreren Belastungsfaktoren konfrontiert. Dazu zählen die Sorgen um den

Haushalt, der aufgrund der Wahlen und Militärausgaben noch tiefer ins Defizit rutscht, höhere Anleiheemissionen, die quantitative Straffung seitens der Notenbanken sowie der «Käuferstreik» einiger wichtiger Reservemanager. All dies verlangt nach einer gewissen Laufzeitprämie am langen Ende der US-Treasury-Kurve. Vor diesem Hintergrund gehe ich insgesamt davon aus, dass auch langfristige Staatsanleihen nur bescheidene positive Erträge erzielen werden. Ich rechne nicht damit, dass eine sehr schwere Rezession die Fed zu aggressiven Zinssenkungen veranlasst, was potenziell höhere positive Erträge zur Folge hätte. Auch wenn ich es für unwahrscheinlich halte: Das grösste Risiko besteht darin, dass sich die Inflation weniger günstig entwickelt als erwartet und dass die Fed trotz hoher Haushaltsdefizite und fiskalischer Dominanz gezwungen ist, die Zinsen erneut anzuheben. In der Folge könnten die Verluste ähnlich hoch ausfallen wie während der Ereignisse in Grossbritannien, die dazu führten, dass sich Liz Truss nur gerade 44 Tage im Amt halten konnte.



Christian Younes

GV: Herr Bärtschi, stimmen Sie dem zu?

Aufgrund des höheren Zinsniveaus sind Anleihen mittlerweile zweifelsohne deutlich attraktiver als vor einem Jahr. Im Rahmen unserer langfristigen Ertragserwartungen haben wir unsere Prognosen für festverzinsliche Anlagen erneut angehoben. Die realen Renditen bewegen sich wieder im positiven Bereich – ein guter Ausgangspunkt für eine langfristige Allokation. Auf längere Sicht sind Anleihen derzeit aber wohl eher fair als wirklich günstig bewertet. Das im 4. Quartal 2023 bislang erreichte Renditeniveau spiegelt meines Erachtens recht gut wider, was mittel- bis längerfristig zu erwarten ist. Makroökonomische Trends wie die strukturell höhere Inflation oder ein möglicherweise grösseres Angebot am Anleihenmarkt könnten die Renditen in den kommenden Jahren in die Höhe treiben. Das Potenzial für Renditerückgänge dürfte sich 2024 in Grenzen halten. Allerdings fällt der Carry mit rund 5% auf USD-Basis nun deutlich attraktiver aus. Dies ist auch der Grund dafür, dass wir



Anleihen gegenüber Aktien bevorzugen. Die Risikoprämien für Aktien sind so niedrig wie seit mehr als 20 Jahren nicht mehr. Aktienanleger werden für ihr Risiko nicht angemessen entschädigt, und das Aufwärtspotenzial erscheint eher begrenzt, insbesondere bei US-Papieren. Würden Aktien und Anleihen 2024 gleich hohe Renditen erzielen, welche Anlageklasse würden Sie vorziehen? Ich würde sagen, diejenige mit der geringeren Volatilität, und das sind zweifellos Anleihen.

GV: Herr Cartade, sollten wir in diesem Umfeld gegenüber alternativen Anlagen eine positivere Haltung einnehmen?

Der Anteil von alternativen und Privatmarkt-Anlagen am Gesamtportfolio steigt, ganz besonders jetzt, wo das Aufwärtspotenzial an den öffentlichen Märkten aufgrund der vollen Bewertungen und des schwierigen makroökonomischen Umfelds geringer ausfallen könnte. Meine bevorzugte Strategieallokation wäre «Private Debt». Angesichts der deutlich höheren Zinsen und der Kapitalverknappung infolge des Drucks auf die Banken werden Anleger in diesem Segment besser entschädigt und sind zugleich besser geschützt, denn die «Covenants» sind strenger als es bei börsengehandelten Anleihen üblich ist. Für Kreditgeber ist das aktuelle Umfeld sehr günstig, und für Anbieter von Spezialkrediten läuft das Geschäft erfahrungsgemäss auch in Rezessionsphasen nach einer Ausweitung der Kreditaufschläge gut.

Auch Hedgefonds profitieren in der Regel von Marktgegebenheiten, wie sie derzeit vorherrschen. Daher ist es derzeit sinnvoll, Anlageportfolios einen diversifizierten Korb von Hedgefonds beizumischen. Die Aussichten für alternative Anlagen gestalten sich auch 2024 positiv, denn die Zinsen fallen – zumindest vorerst – höher aus, die Volatilität hält an und an sämtlichen Märkten herrscht ein allgemeines Gefühl von Unsicherheit. Ebenfalls wichtig ist, dass dieses Umfeld wahrscheinlich eine breitere Streuung der Gewinner und Verlierer mit sich bringen wird. Daraus ergeben sich Chancen für viele alternative Strategien, die Long- und Short-Positionen bei unterschiedlichen Vermögenswerten aufbauen, um Alpha zu generieren. Die Unsicherheit in Bezug auf die Inflation und das Rezessionsrisiko haben ebenfalls Anlageopportunitäten zur Folge,

wenn die Stimmung am Markt hin und her schwingt. Diese Strategien profitieren in der Regel in höherem Masse von der Volatilität.

Für den Bereich Private Equity und Venture Capital ergibt sich ein gemischtes Bild. Einige Manager sind immer noch mit der negativen Marktentwicklung im Jahr 2022 beschäftigt. Privatmarktanlagen sind nicht nach Marktpreisen bewertet, und die Bewertungen hinken der Entwicklung folglich hinterher. Die höheren Kapitalkosten werden darüber hinaus dazu führen, dass stärker zwischen Gewinnern und Verlierern differenziert wird, sowohl in Bezug auf die Unternehmen als auch im Hinblick auf die Manager. Dennoch sollte nicht vergessen werden, dass Kapital, das in einem schwierigeren Wirtschafts- und Kapitalmarktumfeld investiert wurde, zu den grössten Ertragstreibern zählt. Wer über freie Mittel für Investitionen verfügt, dem bieten sich unseres Erachtens in den nächsten Jahren ein paar höchst attraktive Anlagechancen.



Oliver Cartade



Karsten Junius

GV: Herr Junius, der Finanzmarktausblick hängt in hohem Masse von der Frage ab, ob sich die Weltwirtschaft, insbesondere die US-Wirtschaft, letztlich abkühlt – oder nicht. Was erwarten Sie?

Die US-Wirtschaft wird sich 2024 abschwächen. Die überraschend hohe Wachstumsrate in diesem Jahr war allein der expansiveren Fiskalpolitik geschuldet. Das primäre Haushaltsdefizit im Jahr 2023 liegt bei 5.5% und damit deutlich über der Prognose von 3.5%, die vor einem Jahr gestellt wurde. Dies kurbelte das Wachstum an und verzögerte die Entspannung am Arbeitsmarkt. Hinzu kommt, dass ein so hohes Defizit in einer Phase starken Wachstums und erhöhter Inflation höchst ungewöhnlich ist. Dies hat die Aufgabe der US-Notenbank zweifellos erschwert und zusätzliche Zinserhöhungen verursacht. Inzwischen sind die Leitzinsen in den USA unseres Erachtens ausreichend restriktiv, um die Wirtschaftstätigkeit zu bremsen. Von den Haushalten und Unternehmen wird diese Verlangsamung schon allgemein erwartet. Sie folgt auf die bereits laufende Abschwächung in Europa und China sowie auf eine kräftige Abwärtskorrektur im globalen verarbeitenden Gewerbe und könnte damit weniger heftig ausfallen, als wenn sie zu Jahresbeginn eingesetzt hätte. Damit die Inflation weiter sinkt, muss die Konjunkturschwäche unseres Erachtens jedoch eine gewisse Zeit anhalten. Das heisst, das Wachstum muss unter dem Potenzialwachstum bleiben. In den vergangenen zwölf Monaten ist diesbezüglich schon viel passiert. Dennoch haben die Notenbanken wiederholt betont, dass die «letzte Meile» vor Erreichen des Inflationsziels von 2% zumeist die schwerste sei. In Europa haben die Notenbanken grössere Fortschritte erzielt, was sich auch am rückläufigen Kreditwachstum und den strengen Finanzierungsbedingungen ablesen lässt. Das Wachstum ist damit zum Stillstand gekommen. Die Löhne steigen allerdings in vielen Ländern weiter kräftig an. Dies wird für anhaltend hohen Preisauftrieb sorgen und die Notenbanken daran hindern, einen frühzeitigen Sieg zu verkünden.

GV: Herr Younes, können die Notenbanken in diesem Umfeld bereits die Leitzinsen senken?

Das hängt von den synchronisierten Zinserhöhungen der vergangenen Jahre ab, welche Notenbanken Sie meinen. Im Gegensatz zu den synchronisierten Zinserhöhungen der vergangenen Jahre werden die Zinssenkungen sehr idiosynkratisch verlaufen. Da ich davon ausgehe, dass sich die US-Inflation 2024 bei rund 2.5% bis 3% und damit auf einem im Vergleich zu den letzten zehn Jahren höheren (aber meines Erachtens dennoch angemessenen) Niveau stabilisieren wird, dürfte die Fed die kurzfristigen Zinsen auf rund 3.5% bis 4.0% senken und an einem positiven Realzins festhalten, um die Inflation im Griff zu behalten. Dies wird davon abhängen, wie schnell die Inflation sinkt und ob sich die Lage am Arbeitsmarkt entspannt. In Bezug auf die Inflation ist die Risikobereitschaft der Notenbanken weiterhin sehr gering. Es wäre naheliegend, den restriktiven Kurs zu halten, um das Risiko eines erneuten Inflationsanstiegs zu vermeiden, und die Risiken in Verbindung mit einem Wachstum unter dem Potenzialniveau zu tolerieren. Trotz der Anzeichen für einen robusteren Dienstleistungssektor und einen hartnäckigeren Lohndruck als in den USA, ist der Fall in Europa ähnlich gelagert. In Grossbritannien wird es schwerer fallen, die Leitzinsen zu senken, denn strukturelle Faktoren, die durch den Brexit zusätzlich verschärft wurden, behindern den Kampf gegen die Inflation. Das Gegenteil ist in Japan der Fall, wo noch immer ein Ausstieg aus der Negativzinspolitik debattiert wird.



Oliver Cartade

GV: Herr Bärtschi, wie wollen Sie Ihre Portfolios 2024 positionieren?

Wir gehen davon aus, dass sich die US-Wirtschaft 2024 abkühlt, sodass die Unternehmensgewinne wahrscheinlich für negative Überraschungen sorgen werden. In Bezug auf Aktien, die derzeit teuer bewertet sind, lassen wir weiterhin Vorsicht walten. Anleihen weisen dagegen attraktive Bewertungen auf und dürften in einem Multi-Asset-Portfolio stabile Erträge erzielen. Niedrigere Renditen und Zinssenkungen in der zweiten Jahreshälfte sollten bei Aktien für eine Erholung und auf Gesamtjahressicht für eine ansehnliche Wertentwicklung sorgen. Unter

den alternativen Anlagen gefallen uns Katastrophenanleihen (CAT Bonds) weiterhin gut, da sie neben ordentlichen Geldmarkterträgen auch noch hohe Risikoprämien bieten. Wir stellen uns auf ein weiteres Jahr mit hoher Volatilität ein. Diese könnte 2024 jedoch eher bei Aktien zu finden sein, während sie am Anleihenmarkt nachlassen dürfte, wenn die Notenbanken erst einmal einen ausgewogeneren und weniger restriktiven geldpolitischen Kurs einschlagen.

GV: Herr Younes, was sind Ihrer Einschätzung nach die Kernthemen für 2024, und was sind Ihre bevorzugten Ideen?

Für die Einschätzung des Ertragspotenzials ist die Entwicklung der Inflation auch 2024 wieder ein entscheidender Faktor, insbesondere in den USA. Die Konjunkturlage, die Arbeits-

losenzahlen und die Wahrscheinlichkeit einer Rezession werden die Inflationsentwicklung bestimmen. Basierend auf den aktuellen Marktpreisen sind dies meine bevorzugten Ideen für 2024: 1) eine Long-Position bei 3-jährigen US-Staatsanleihen, 2) eine Verteilungspositionen auf der US-Staatsanleihekurve (Long-Position bei 5- und Short-Position bei 30-jährigen Anleihen, bereinigt um parallele Bewegungen), 3) Short-Positionen bei 10-jährigen japanischen Staatsanleihen, 4) eine Short-Position beim US-Dollar gegenüber dem Euro und dem Schweizer Franken und 5) eine Long-Position bei einem Tech-Korb gegenüber dem S&P 500 bei gleichzeitigen Short-Positionen im Bankensektor.

GV: Wir bedanken uns für diese wertvollen Einschätzungen.



Markt- und Prognoseübersicht

Wirtschaftsprognosen

In %		2023	2024	2025
USA	Wirtschaftswachstum	2.4	1.0	1.4
	Inflation	4.1	2.8	2.2
Euroland	Wirtschaftswachstum	0.3	0.5	1.1
	Inflation	5.5	2.6	2.3
Schweiz	Wirtschaftswachstum	0.7	0.8	1.0
	Inflation	2.2	2.3	1.9
UK	Wirtschaftswachstum	0.5	0.2	1.0
	Inflation	7.3	3.1	2.0
Japan	Wirtschaftswachstum	1.8	0.8	0.8
	Inflation	3.2	2.3	1.8
China	Wirtschaftswachstum	5.2	4.5	4.5
	Inflation	0.4	1.6	2.4

Quelle: Macrobond, J. Safra Sarasin, 23.11.2023

Leitzinsen in %

	22.11.	2Q24	4Q24	4Q25
US Fed Funds	5.50	5.50	4.50	3.50
EUR Einlagenzinssatz	4.00	4.00	3.25	2.50
CHF SARON	1.75	1.75	1.25	1.00
BoE Referenzzinssatz	5.25	5.25	4.25	3.25
Japan Tagesgeldsatz	-0.10	0.00	0.30	0.60

Quelle: Macrobond, J. Safra Sarasin, 23.11.2023

Zehnjährige Anleiherendite in %

	22.11.	2Q24	4Q24	4Q25
USA	4.43	4.00	3.75	4.00
Deutschland	2.53	2.50	2.30	2.50
Schweiz	0.97	1.20	1.20	1.20
UK	4.24	4.30	4.10	3.50
Japan	0.73	1.10	1.10	1.10

Quelle: Datastream, J. Safra Sarasin, 23.11.2023

Wechselkursprognosen

	22.11.	2Q24	4Q24	4Q25
EUR-CHF	0.96	0.95	0.93	0.93
EUR-USD	1.09	1.08	1.10	1.12
EUR-GBP	0.87	0.89	0.90	0.90
GBP-USD	1.25	1.22	1.22	1.24
USD-JPY	150	140	130	125
USD-CHF	0.88	0.88	0.85	0.83
USD-CNY	7.15	7.20	7.10	7.05

Quelle: Macrobond, J. Safra Sarasin, 23.11.2023

Aktienindexkursziele

	22.11.	P/E ratio	Dec-24	Dec-25
USA				
S&P 500	4'557	18.3	4'600	5'000
Nasdaq 100	16'001	23.4	16'000	17'300
Europa				
MSCI UK	2'141	10.0	2'200	2'320
DJ Euro Stoxx 50	4'352	11.3	4'350	4'600
DAX	15'958	10.2	16'400	17'700
SMI	10'832	15.3	11'300	12'300
SPI	14'212	26.6	15'500	18'200
SMIM (Swiss Mid-Caps)	2'502	18.1	2'650	2'850
Japan				
MSCI Japan	1'458	14.3	1'470	1'550
Aufstrebende Märkte				
MSCI EM	984	11.5	1'015	1'090
MSCI China	59	9.6	62	67

Quelle: Datastream, J. Safra Sarasin, 23.11.2023

Aktienmarktstrategie

Regionen		Sektoren
Schweiz	Übergewichten	Verbrauchsgüter Gesundheit Versorger Immobilien
USA	Neutral	Telekommunikations-Dienstleistungen
EM		Zyklische Konsumgüter
China		Informationstechnologie
Euroland		Energie Versicherungen Banken
Japan	Untergewichten	Industrie
GB		Roh-/Grundstoffe

Quelle: J. Safra Sarasin, 23.11.2023

Vermögensallokation

Anlageklassen	Position
Anleihen	+
Staatsanleihen	++
Unternehmensanleihen mit Investment Grade Rating	+
Hochzinsanleihen	-
EM Anleihen	=
Aktien	-
Entwickelte Märkte	=
Schwellenländermärkte	=
Liquidität	=
Alternative Anlagen	=
Wandelanleihen	-
Andere alternative Anlagen	+

Quelle: J. Safra Sarasin, 23.11.2023

Wichtige rechtliche Hinweise

Dieses Dokument wurde von der Bank J. Safra Sarasin AG («Bank») ausschliesslich zu Informationszwecken erstellt. Es wurde nicht von der Finanzanalyseabteilung der Bank erstellt. Folglich finden die «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» der Schweizerischen Bankiervereinigung auf das vorliegende Dokument keine Anwendung.

Dieses Dokument wurde aus Informationen und Daten («Informationen») aus öffentlich zugänglichen Quellen erstellt, welche von der Bank als zuverlässig und glaubwürdig eingestuft werden. Die Bank hat die Informationen jedoch nicht überprüft und übernimmt keine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der hier wiedergegebenen Informationen. Mögliche Fehler oder die Unvollständigkeit der Informationen stellen keine rechtlichen (vertraglich festgelegten oder stillschweigend mitvereinbarten) Gründe für eine Haftung dar, weder im Hinblick auf unmittelbare oder mittelbare Schäden noch auf Folgeschäden. Insbesondere haften weder die Bank noch ihre Aktionäre und Mitarbeiter für die in diesem Dokument wiedergegebenen Meinungen. Externe Datenanbieter geben keinerlei Zusicherung oder Gewähr hinsichtlich der Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der zur Verfügung gestellten Daten ab und übernehmen keine Haftung für Schäden jeglicher Art in Bezug auf solche Daten. Investoren werden aufgefordert, alle relevanten Unterlagen, insbesondere die Risikohinweise, sorgfältig zu lesen und sich in dem Für Sie erforderlichen Umfang von Finanz- und Steuerexperten beraten zu lassen, bevor Sie eine Investition tätigen. Mit Ausnahme ihrer professionellen Berater dürfen Sie dieses Dokument nicht an Dritte weitergeben. Sollten Sie diese Marketingdokument irrtümlich erhalten haben, bitten wir Sie diese zurückzusenden oder es zu vernichten.

Dieses Dokument stellt keinerlei Anlageberatung, kein Angebot, keine Offerte oder Aufforderung zur Offertstellung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder Finanzdienstleistungen dar und ersetzt nicht die individuelle Beratung und Risikoauflklärung durch einen qualifizierten Finanz-, Rechts- oder Steuerberater.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Hinweis für die laufende oder zukünftige Wertentwicklung. Kapitalanlagen in Fremdwährungen unterliegen Währungsschwankungen. Entspricht die Bezugswährung des Investors nicht der Anlagewährung bzw. den Anlagewährungen besteht daher ein Wechselkursrisiko. Angaben zu künftigen (Wert-) Entwicklungen werden lediglich zu Informationszwecken gemacht und sind weder als Vorhersagen noch Zusicherungen einer künftigen Wertentwicklung zu verstehen, sie können aus unterschiedlichen Gründen erheblich von der tatsächlichen Wertentwicklung abweichen.

Die in diesem Dokument dargestellten Meinungen, Prognosen sowie die erwähnten Zahlen und Daten können jederzeit und ohne Angabe von Gründen geändert werden. Es besteht keine Pflicht von Seiten der Bank oder einer anderen Person, den Inhalt dieses Dokuments zu aktualisieren. Die Bank lehnt jede Haftung für Verluste, die sich aus der Weiterverwendung der vorliegenden Informationen (oder Teilen davon) ergeben, ab.

Weder dieses Dokument noch Kopien davon dürfen in die Vereinigten Staaten von Amerika (USA) gesendet, gebracht oder in den USA oder an eine US Person verteilt werden. Dieses Dokument richtet sich nicht an Personen in Ländern, in denen (z.B. aufgrund der Nationalität dieser Personen, ihres Wohnsitzes oder aus anderen Gründen) die Verteilung dieses Dokuments untersagt ist.

Bei dieser Publikation handelt es sich um Marketingmaterial. Bezieht es sich auf ein Finanzinstrument, für das ein Prospekt und/oder ein Basisinformationsblatt vorliegt, sind diese kostenlos bei der Bank J. Safra Sarasin AG, Elisabethenstrasse 62, Postfach, CH-4002 Basel, Schweiz erhältlich.

Bloomberg

„Bloomberg®“ und der/die referenzierte(n) Bloomberg-Index(-Indizes) sind Dienstleistungsmarken von Bloomberg Finance L.P. und seinen verbundenen Unternehmen, darunter Bloomberg Index Services Limited („BISL“), der Verwalter des Index (zusammen „Bloomberg“) und wurden für die Verwendung durch die Bank J. Safra Sarasin AG für bestimmte Zwecke lizenziert. Bloomberg ist nicht mit der Bank J. Safra Sarasin AG verbunden und genehmigt, befürwortet, prüft oder empfiehlt das/die in dieser Publikation genannte(n) Finanzinstrument(e) nicht. Bloomberg gibt keine Garantie bezüglich der Aktualität, Genauigkeit oder Vollständigkeit der mit dem/den in dieser Publikation genannten Finanzinstrument(en) zusammenhängenden Daten oder Informationen.

ICE Data Indices

Die Quelle ICE Data Indices, LLC («ICE Data») wird mit Genehmigung verwendet. ICE Data, seine verbundenen Unternehmen und die jeweiligen Drittanbieter übernehmen keine Gewährleistung und machen keine Zusagen, weder ausdrücklich noch implizit, einschliesslich Gewährleistungen zur Marktgängigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck oder eine bestimmte Verwendung der Indizes, der Index Daten und jeglicher darin enthaltener, damit verbundener oder daraus abgeleiteter Daten. ICE Data, seine verbundenen Unternehmen und die jeweiligen Drittanbieter übernehmen keinerlei Schäden oder Haftung in Bezug auf die Eignung, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Indizes oder der Index Daten oder jeglicher Komponenten derselben. Die Indizes und die Index Daten sowie jegliche Komponenten derselben werden ohne Gewähr zur Verfügung gestellt und die Verwendung erfolgt auf eigene Gefahr. Weder ICE Data noch seine verbundenen Unternehmen oder die jeweiligen Drittanbieter sponsern, unterstützen oder empfehlen Bank J. Safra Sarasin AG oder dessen Produkte oder Dienstleistungen.

J.P. Morgan

Die Informationen wurden von Quellen eingeholt, die als zuverlässig gelten, aber J.P. Morgan übernimmt keine Garantie für deren Vollständigkeit oder Genauigkeit. Der Index wird mit Genehmigung verwendet. Der Index darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung von J.P. Morgan nicht kopiert, verwendet oder verteilt werden. Copyright 2020, J.P. Morgan Chase & Co. Alle Rechte vorbehalten.

MSCI Indices

Quelle: MSCI. Die Informationen von MSCI sind ausschliesslich für Ihren internen Gebrauch bestimmt. Sie dürfen nicht vervielfältigt oder in irgendeiner Form weiterverbreitet werden und sollten nicht als Grundlage für Finanzinstrumente, Produkte oder Indizes

oder als deren Bestandteil verwendet werden. Die Informationen von MSCI dürfen nicht als Anlageberatung oder Empfehlung für oder gegen eine Anlageentscheidung angesehen werden oder einer solchen zugrunde gelegt werden. Historische Daten und Analysen sollten nicht als Hinweis auf oder Garantie für eine Analyse oder Prognose der zukünftigen Wertentwicklung verstanden werden. Die Informationen von MSCI werden wie besehen (auf «as is»-Basis) zur Verfügung gestellt. Die Nutzer dieser Informationen tragen das gesamte Risiko für die Verwendung dieser Informationen. MSCI, seine verbundenen Unternehmen und jede andere Person, die an der Zusammenstellung, Berechnung oder Erstellung der Informationen von MSCI beteiligt ist (zusammen die «MSCI-Parteien»), lehnen hiermit ausdrücklich jegliche Haftung für diese Informationen ab (einschliesslich für ihre Ursprünglichkeit, Richtigkeit, Vollständigkeit, Aktualität, Nichtverletzung, Marktgängigkeit und Eignung für einen bestimmten Zweck). Unbeschadet der vorstehenden Bestimmungen haftet keine MSCI-Partei für direkte, indirekte, besondere, beiläufig entstandene Schäden, für Schadenersatz, Folgeschäden (einschliesslich entgangener Gewinne) oder sonstige Schäden. (www.msci.com)

SMI

«Swiss Exchange AG («SIX Swiss Exchange») ist die Quelle der SMI Indices®] und der darin enthaltenen Daten. SIX Swiss Exchange war in keinerlei Form an der Erstellung der in dieser Berichterstattung enthaltenen Informationen beteiligt. SIX Swiss Exchange übernimmt keinerlei Gewährleistung und schliesst jegliche Haftung (sowohl aus fahrlässigem sowie aus anderem Verhalten) in Bezug auf die in dieser Berichterstattung enthaltenen Informationen – wie unter anderem für die Genauigkeit, Angemessenheit, Richtigkeit, Vollständigkeit, Rechtzeitigkeit und Eignung für beliebige Zwecke – sowie hinsichtlich Fehlern, Auslassungen oder Unterbrechungen in den SMI Indices® oder dessen Daten aus. Jegliche Verbreitung oder Weitergabe der von SIX Swiss Exchange stammenden Informationen ist untersagt.»

Informationen zur Verteilung

Sofern nicht anders angegeben, wird diese Publikation von der Bank J. Safra Sarasin AG (Schweiz) verteilt.

Bahamas: Diese Publikation wird Privatkunden der Bank J. Safra Sarasin (Bahamas) Ltd zur Verfügung gestellt. Sie ist nicht bestimmt für die Weitergabe an Staatsangehörige oder Bürger der Bahamas oder an Personen welche gemäss den Bestimmungen über die Devisenkontrolle (exchange control) der Zentralbank der Bahamas als in den Bahamas wohnhaft angesehen werden.

Dubai International Financial Centre (DIFC): Dieses Material ist für die Verteilung durch die Bank J. Safra Sarasin Asset Management (Middle East) Ltd [«BJSSAM»] im DIFC an professionelle Kunden im Sinne der Dubai Financial Services Authority (DFSA) bestimmt. BJSSAM ist von der DFSA ordnungsgemäss autorisiert und beaufsichtigt. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie sich an einen autorisierten Finanzberater wenden. Dieses Material kann auch Fonds enthalten, die keiner Überwachung oder Genehmigung durch die DFSA unterliegen. Die DFSA ist nicht für die Prüfung oder Verifizierung von Emissions- oder anderen Dokumenten im Zusammenhang mit solchen Fonds verantwortlich. Die DFSA hat weder ein Ausgabedokument noch andere zugehörige Dokumente genehmigt, noch hat sie irgendwelche Schritte unternommen, um die in etwaigen Ausgabedokument enthaltenen Informationen zu überprüfen, demzufolge übernimmt sie für diese auch keine Verantwortung. Die Anteile, auf die sich das Ausgabedokument bezieht, können illiquide sein und/oder Beschränkungen für den Weiterverkauf unterliegen. Potenzielle Käufer sollten ihre eigene Prüfung der Anteile vornehmen.

Deutschland: Die vorliegende Publikation wird in Deutschland von der J. Safra Sarasin (Deutschland) GmbH, Kirchnerstraße 6-8, 60311 Frankfurt am Main zu reinen Informationszwecken verteilt und erhebt nicht den Anspruch, die vollständige Darstellung aller beschriebenen Produkteigenschaften zu enthalten. Produktunterlagen, wenn es sich um Fonds handelt, sind auf Anfrage kostenlos bei der J. Safra Sarasin (Deutschland) GmbH, Kirchnerstraße 6-8, 60311 Frankfurt am Main in deutscher und englischer Sprache erhältlich. Soweit im Rahmen dieser Publikation zukünftige Wertentwicklungen dargestellt werden, beruhen diese unter anderem auf Prognosen für die zukünftige Entwicklung der Finanzmärkte und entsprechenden Simulationen. Diese Prognosen und Simulationen wiederum beruhen vor allem auf Erfahrungen und konkreten Wertentwicklungsdaten der Vergangenheit. Wir möchten Sie daher ausdrücklich darauf hinweisen, dass historische Wertentwicklungsdaten, Prognoseberechnungen und sonstige Simulationen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind. Eine Garantie für das Eintreten der prognostizierten Werte der Modellrechnungen können wir daher nicht übernehmen. Die in dieser Publikation bereitgestellten Informationen für Kunden mit Wohnsitz oder Sitz in Deutschland richten sich ausschließlich an institutionelle Kunden, die Anlagegeschäfte ausschließlich als Unternehmer zu gewerblichen Zwecken abzuschließen beabsichtigen. Dieser Kundenkreis ist beschränkt auf Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute, Kapitalverwaltungsgesellschaften und Versicherungsunternehmen, soweit sie über die für den Geschäftsbetrieb jeweils erforderliche Erlaubnis verfügen und einer Aufsicht unterliegen, sowie mittelgroße und große Kapitalgesellschaften im Sinne des deutschen Handelsgesetzbuchs (§ 267 Abs. 2 und Abs. 3 HGB).

Gibraltar: Dieses Marketingdokument wird von der Bank J. Safra Sarasin (Gibraltar) Ltd, First Floor Neptune House, Marina Bay, Gibraltar, von Gibraltar aus an ihre Kunden und Interessenten verteilt. Die Bank J. Safra Sarasin (Gibraltar) Ltd. mit eingetragenem Sitz in 57/63 Line Wall Road, Gibraltar, bietet ihren Kunden und Interessenten Produkte und Dienstleistungen im Bereich Vermögens- und Anlageverwaltung an. Sie ist in Gibraltar unter der Registrierungsnummer 82334 eingetragen. Die Bank J. Safra Sarasin (Gibraltar) Ltd ist von der Gibraltar Financial Services Commission autorisiert und reguliert. Telefongespräche können aufgezeichnet werden. Ihre persönlichen Daten werden in Übereinstimmung mit unserer Daten- und Datenschutzerklärung behandelt. Diese Publikation wird Ihnen von der Bank J. Safra Sarasin (Gibraltar) Limited zur Verfügung gestellt: Dieses Dokument ist als Marketingmitteilung im Sinne des Financial Services Act 2019 zugelassen. Nichts in diesem Dokument soll eine Haftung ausschließen oder einschränken, die wir Ihnen gemäß dem für uns geltenden Regulierungssystem schulden, und im Falle eines Konflikts wird jeder gegenteilige Hinweis außer Kraft gesetzt: Sie werden daran erinnert, alle relevanten Unterlagen zu lesen, bevor Sie eine

Anlage tätigen, einschließlich der Risikowarnungen, und sich bei Bedarf von einem Finanz- oder Steuerexperten beraten zu lassen. Es ist Ihnen nicht gestattet, dieses Dokument an andere weiterzugeben, mit Ausnahme Ihrer professionellen Berater. Sollten Sie es irrtümlich erhalten haben, geben Sie es bitte zurück oder vernichten es.

Hong Kong: Dieses Dokument wird in Hong Kong von der Bank J. Safra Sarasin Ltd, Hong Kong Branch verteilt. Die Bank J. Safra Sarasin Ltd, Hong Kong Branch ist eine zugelassene Bank im Sinne der Hong Kong Banking Ordinance (Cap. 155 der Gesetze von Hongkong) und eine eingetragene Institution im Sinne der Securities and Futures Ordinance (Cap. 571 der Gesetze von Hongkong).

Luxemburg: Diese Publikation wird in Luxemburg von der Banque J. Safra Sarasin (Luxembourg) SA (die "Luxemburger Bank") mit Sitz in 17-21, Boulevard Joseph II, L-1840 Luxemburg verteilt. Sie unterliegt der Aufsicht der Commission de Surveillance du Secteur Financier – CSSF. Die Luxemburger Bank stellt dieses Dokument ihren Kunden in Luxemburg zur Verfügung und ist nicht der Autor dieses Dokuments. Dieses Dokument stellt weder eine persönliche Empfehlung in Bezug auf die darin genannten Finanzinstrumente oder Produkte oder Anlagestrategien dar, noch stellt es eine Aufforderung zum Abschluss eines Portfolioverwaltungsmandates mit der Luxemburger Bank oder ein Angebot zur Zeichnung oder zum Kauf eines der darin genannten Produkte oder Instrumente dar. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen keine Grundlage für eine Investitionsentscheidung dar. Nichts in diesem Dokument stellt eine Anlage-, Rechts-, Buchhaltungs- oder Steuerberatung oder eine Zusicherung dar, dass eine Anlage oder Strategie für individuelle Umstände geeignet oder angemessen ist. Jeder Kunde hat seine eigene Bewertung vorzunehmen. Die Luxemburger Bank übernimmt keine Haftung im Zusammenhang mit einer Anlage-, Veräußerungs- oder Aufbewahrungsentscheidung des Kunden resultierend aus der in diesem Dokument enthaltenen Informationen. Der Kunde trägt alle Risiken von Verlusten, die durch diese Entscheidung möglicherweise entstehen. Insbesondere haften weder die Luxemburger Bank noch ihre Aktionäre oder Mitarbeiter für die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen, Einschätzungen und Strategien.

Monaco: In Monaco wird dieses Dokument von der Banque J. Safra Sarasin (Monaco) SA verteilt, einer im «Fürstentum Monaco» eingetragenen Bank, die von der französischen Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) und der monegasischen Regierung und Commission de Contrôle des Activités Financières (CCAF) beaufsichtigt wird.

Panama: Diese Publikation basiert ausschließlich auf öffentlich zugänglichen Informationen und wird von der J. Safra Sarasin Asset Management S.A., Panama, die von der Securities Commission of Panama beaufsichtigt wird, verteilt.

Qatar Financial Centre (QFC): Dieses Dokument ist für den Vertrieb durch die Bank J. Safra Sarasin (QFC) LLC, Qatar [«BJSSQ»] von QFC aus an Geschäftskunden im Sinne der Vorschriften der Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) bestimmt. Die Bank J. Safra Sarasin (QFC) LLC ist von der QFCRA zugelassen. Dieses Dokument kann auch kollektive Kapitalanlagen (Fonds) beinhalten, die nicht im QFC registriert oder von der Regulierungsbehörde beaufsichtigt sind. Weder wurde ein Emissionsdokument noch der Prospekt für den Fonds oder sonstige mit diesem im Zusammenhang stehende Dokumente von der Regulierungsbehörde geprüft oder genehmigt. Anleger in den Fonds haben möglicherweise nicht den gleichen Zugang zu Informationen über den Fonds, die sie zu Informationen über einen im QFC registrierten Fonds haben würden. Der Regress gegen den Fonds und/oder darin involvierte Personen kann eingeschränkt oder schwierig sein und muss möglicherweise in einem Land außerhalb des QFC verfolgt werden.

Singapur: Dieses Dokument wird von der Bank J. Safra Sarasin Ltd, Singapore Branch in Singapur, verteilt. Die Bank J. Safra Sarasin, Singapore Branch ist ein befreiter Finanzberater (exempt financial adviser) gemäss dem Singapore Financial Advisers Act (Cap. 110), eine Firmenkundenbank, die nach dem Singapore Banking Act (Cap. 19) zugelassen ist und von der Monetary Authority of Singapore beaufsichtigt wird.

Vereinigtes Königreich: Dieses Dokument wird aus dem Vereinigten Königreich von der Bank J. Safra Sarasin (Gibraltar) Ltd, London Branch, 47 Berkeley Square, London, W1J 5AU, an ihre Kunden, Interessenten und andere Kontakte verteilt. Die Bank J. Safra Sarasin (Gibraltar) Ltd bietet ihren Kunden und Interessenten über die Bank J. Safra Sarasin (Gibraltar) Ltd, London Branch, Vermögensverwaltungsprodukte und -dienstleistungen an. Eingetragen als ausländisches Unternehmen im Vereinigten Königreich unter der Nummer FC027699. Zugelassen von der Gibraltar Financial Services Commission und unterliegt im Vereinigten Königreich einer begrenzten Regulierung durch die Financial Conduct Authority und die Prudential Regulation Authority. Registrierungsnummer 466838. Einzelheiten über den Umfang unserer Regulierung durch die Financial Conduct Authority und die Prudential Regulation Authority sind auf Anfrage bei uns erhältlich. Eingetragener Sitz 57 - 63 Line Wall Road, Gibraltar. Telefongespräche können aufgezeichnet werden. Ihre persönlichen Daten werden in Übereinstimmung mit unserer Datenschutzerklärung behandelt. Wenn Ihnen diese Publikation von der Bank J. Safra Sarasin (Gibraltar) Limited, Niederlassung London, zur Verfügung gestellt wird: Nichts in diesem Dokument soll eine Haftung ausschliessen oder einschränken, die wir Ihnen im Rahmen des für uns geltenden Regulierungssystems schulden und im Falle eines Konflikts wird jede gegenteilige Angabe außer Kraft gesetzt; Sie werden daran erinnert, alle relevanten Unterlagen im Zusammenhang mit einer Anlage, einschließlich der Risikowarnungen, zu lesen und sich bei Bedarf von Fachleuten in Finanz- oder Steuerfragen beraten zu lassen; es ist Ihnen nicht gestattet, dieses Dokument an andere weiterzugeben, mit Ausnahme Ihrer professionellen Berater. Sollten Sie es irrtümlich erhalten haben, geben Sie es bitte zurück oder vernichten es.

Bank J. Safra Sarasin AG

Elisabethenstrasse 62
Postfach
4002 Basel
Schweiz
T: +41 (0)58 317 44 44
F: +41 (0)58 317 44 00
www.jsafrasarasin.com