

Dezember 2023 |

OUTLOOK 2024 – HERAUSFORDERUNGEN UND CHANCEN



GAM
Investments

03 EINFÜHRUNG

05 VORWORT

Elmar Zumbühl, Group CEO &
Rossen Djounov, Global Head of Client Solutions

08 SUSTAINABILITY

Stephanie Maier, Sustainable and Impact Investment

12 ACTIVE EQUITIES

Jian Shi Cortesi, Wachstumsaktien Asien/China

Niall Gallagher, Europäische Aktien

Mark Hawtin, Disruptive Wachstumsaktien

Flavio Cereda, Luxusaktien

Tim Love, Schwellenländeraktien

Lukas Knüppel, Japanische Aktien

Daniel Häuselmann, Schweizer Aktien

Christian Munafo, Private Shares

31 SPECIALIST FIXED INCOME

Nelson Seo, Cat Bonds und versicherungsgebundene Wertpapiere

Romain Miginiac, Nachrangige Schuldtitel

Paul McNamara, Schwellenländeranleihen

Tom Mansley, Mortgage-Backed Securities

40 ALTERNATIVES

Dr Chris Longworth & Guglielmo Mazzola, Systematic Core Macro

44 MULTI ASSET

Julian Howard, Multi Asset Class Solutions (MACS) - London

Andrea Quapp, Multi Asset Class Solutions (MACS) - Kontinentaleuropa

EINFÜHRUNG

Das Ziel von GAM ist es, die finanzielle Zukunft unserer Kunden zu schützen und zu verbessern. Indem wir die klügsten Köpfe anziehen und befähigen, über das Offensichtliche hinaus zu denken, streben wir danach, eine führende Rolle im Investmentbereich einzunehmen, innovativ zu sein und einen positiven Einfluss auf die Gesellschaft und die Umwelt zu haben. Indem wir unser Ziel jeden Tag leben, glauben wir, dass wir unsere Vision verwirklichen können, den angesehensten spezialisierten aktiven Investmentmanager und die vertrauenswürdigste Lösungs- und Dienstleistungsplattform der Welt aufzubauen.

Online Edition





VORWORT

VORWORT

Begrüssung durch den Group CEO, Elmar Zumbühl

In der sich ständig weiterentwickelnden globalen Finanzlandschaft ist Stillstand keine Option. Wenn wir das Jahr 2024 aufschlagen, sind wir bei GAM bereit, die Herausforderungen und Chancen dieses neuen Jahres anzunehmen. Unser Erbe, das tief in der Schweizer Präzision verwurzelt ist und durch unsere weltweite Präsenz ergänzt wird, hat uns eine Plattform mit ausserordentlicher Reichweite und Leistungsfähigkeit verschafft. Seit vier Jahrzehnten bieten wir unseren Kunden nicht nur Dienstleistungen und Lösungen, sondern auch Zugang zu einigen der beeindruckendsten Anlageexperten der Welt. Die globale Plattform von GAM verschafft Zugang zu grossartigen Anlagetalenten. Die heutige volatile, unsichere, komplexe und mehrdeutige Welt verändert sich schnell. Als global tätiger Investment Manager sind wir international gut positioniert, um lokale Risiken zu verstehen und die Auswirkungen makroökonomischer Ereignisse auf unsere Portfolios abzumildern. Das Fachwissen und die Spezialisierung unserer Anlageteams werden durch solide Anlageprozesse und Risikokontrollmechanismen ergänzt, die unserer Meinung nach zu positiven Anlageergebnissen für unsere Kunden beitragen. Die Anlageperformance von GAM ist weiterhin stark: 82 % des verwalteten Vermögens (AuM) in GAM-Fonds übertrafen ihre Benchmarks über einen Zeitraum von drei Jahren bis zum 30. September 2023. Unsere Partnerschaften und Anlageteams sind das Herzstück unserer Organisation, und wir haben ein Umfeld geschaffen, das sie zu Höchstleistungen befähigt. Wir konzentrieren uns darauf, unsere Lösungen und innovativen Fähigkeiten auf die dynamischen Anforderungen unserer Kunden abzustimmen, und bereiten uns so nicht nur auf ihre Zukunft vor, sondern helfen ihnen, sie zu gestalten. Da sich die globale Finanzlandschaft schnell verändert, laden wir Sie ein, sich eingehend mit unserem Investment Outlook für 2024 zu befassen, in dem unsere Experten ihre Ansichten darlegen. Wir sind stolz darauf, für Sie zu investieren und hart daran zu arbeiten, die besten Ergebnisse zu erzielen, und wir danken Ihnen für Ihr Vertrauen.

Eine Botschaft vom Global Head of Client Solutions, Rossen Djounov

Willkommen im Jahr 2024, dem Jahr der Chancen. In einer Welt, in der Gewissheit ein Luxus und Veränderung die einzige Konstante ist, bieten GAMs internationale Reichweite und lokale Kenntnisse eine Reihe von unverwechselbaren Investitionen und einen exzellenten Kundenservice. Unser globales Team ist versiert in der Kunst, die makroökonomischen Herausforderungen in Kombination mit rigorosem Unternehmensresearch in massgeschneiderte Investitionen zu verwandeln. Wir bieten unseren Kunden, die ihr Portfolio mit etwas anderem als dem Offensichtlichen diversifizieren wollen, eine Vielzahl von Möglichkeiten. Als unabhängiger aktiver Vermögensverwalter mit spezialisierten und unverwechselbaren Anlagefähigkeiten ist unser globales Vertriebsteam bereit, Sie durch die diversifizierte Anlagelandschaft von GAM zu führen und Ihnen Strategien vorzustellen, die auch bei Marktschwankungen erfolgreich sind und Lösungen bieten, die den Bedürfnissen unserer Kunden entsprechen. Ob es sich um die Widerstandsfähigkeit unserer High-Conviction-Aktien, den innovativen Vorsprung unserer Fixed-Income-Spezialisten, die kreativen Lösungen unserer alternativen Anlagen, den ausgewogenen Ansatz unserer Multi-Asset-Angebote oder das vorausschauende Denken unserer nachhaltigen Anlagen handelt - unser Anlageausblick 2024 ist Ihr Kompass für die Navigation in die Zukunft. Lassen Sie uns das vor uns liegende Jahr mit Zuversicht angehen, immer in dem Bewusstsein, dass mit dem richtigen Partner auch die schwierigsten Bedingungen erfolgreich gemeistert werden können. Begleiten Sie uns bei der Erkundung des Potenzials, das uns im Jahr 2024 erwartet, und folgen Sie uns auf LinkedIn oder kontaktieren Sie uns, um mehr zu erfahren.



Elmar Zumbühl
Group CEO



Rossen Djounov
Global Head of Client Solutions

GAM LinkedIn





SUSTAINABILITY

SUSTAINABILITY

Stephanie Maier, Chief Sustainability Officer

Nachhaltigkeit - Daten und Offenlegungen werden bei der Integration in den Anlageprozess einer genaueren Prüfung unterzogen

Um Mark Twain falsch zu zitieren: "Die Berichte über den Tod von ESG sind stark übertrieben". Auch wenn der Begriff ESG im Jahr 2023 in Frage gestellt wurde, werden die ökologischen, sozialen und Governance-Herausforderungen, für die dieses Akronym steht, weiterhin die Investitions- und Regulierungslandschaft prägen; in vielen Fällen verschärft durch geopolitische und physische Auswirkungen des Klimawandels.

Der ungeordnete Übergang

Es steht immer mehr auf dem Spiel, da sowohl die physischen Risiken als auch die klimabedingten Übergangsrisiken an Bedeutung gewinnen. Was die physische Seite betrifft, erleben wir bereits jetzt immer häufiger extreme Wetterereignisse, und es wird erwartet, dass diese noch häufiger auftreten werden. In Verbindung mit dem El Niño könnte dies dazu führen, dass sich die bereits rekordverdächtigen Temperaturen, die wir Ende 2023 erlebt haben, bis ins Jahr 2024 fortsetzen - mit Auswirkungen auf die Landwirtschaft und die Lebensmittelversorgung, die Produktion und die menschliche Gesundheit.

Nur zwölf Monate nach der Einführung des "US Inflation Reduction Act" hat dieser Berichten zufolge mehr als 170'000 Arbeitsplätze im Bereich der sauberen Energie geschaffen und Unternehmen dazu veranlasst, Investitionen in Höhe von über USD 110 Mrd. in saubere Energie anzukündigen. Der europäische "Green Deal" mit seinen ehrgeizigen Zielen und Massnahmen wie dem "Carbon Border Adjustment Mechanism", der die Einfuhr kohlenstoffintensiver Produkte wie Zement, Eisen und Stahl, Düngemittel und Strom in die EU regelt, könnte erhebliche Auswirkungen auf die Lieferketten, die Preisgestaltung und die Standortwahl von Unternehmen haben.

Die Investitionsmöglichkeiten für den Übergang zeigen sich in der Beschleunigung der Innovation im Bereich der sauberen Energie. Die Herausforderungen, Abhängigkeiten und potenziellen Kompromisse, die beispielsweise mit der wachsenden Nachfrage nach kritischen Mineralien, der Netzinfrastruktur und der Konnektivität verbunden sind, sowie den potenziellen Auswirkungen transformativer Technologien wie der generativen Künstlichen Intelligenz (KI) und der Automatisierung verbunden sind, müssen erst noch vollständig verstanden werden.

Die Frage ist, wie sich diese komplexe Dynamik auswirken wird - verzögertes oder beschleunigtes Handeln, Wettbewerb und Innovation oder Reibungen im globalen Handel? Nationale Politiken, Anreize und Reaktionen werden sehr viel genauer beobachtet werden müssen und können sich, wie die jüngsten politischen Ankündigungen des Vereinigten Königreichs gezeigt haben, ändern.



Stephanie Maier
Chief Sustainability
Officer

Unsere natürliche (Inter-)Dependenz

Angesichts der Tatsache, dass mehr als die Hälfte des weltweiten BIP von der Natur abhängt, und angesichts des enormen Potenzials naturbasierter Massnahmen, kosteneffiziente Lösungen sowohl für den Klimaschutz als auch für die Anpassung an den Klimawandel zu bieten, wird unsere Abhängigkeit von der Natur und die gegenseitige Abhängigkeit mit der Bewältigung des Klimaproblems immer deutlicher.

Aufbauend auf der im September 2023 herausgegebenen "Taskforce on Nature-related Financial Disclosures" und der Veröffentlichung eines Rahmens zur Bewertung der Wechselwirkungen zwischen Natur, Makroökonomie und Finanzsystem durch das "Network for Greening the Financial System", dem weltweit über 100 Zentralbanken und Aufsichtsbehörden angehören, erwarten wir, dass sich Anleger und Regulierungsbehörden weiterhin auf die Natur konzentrieren werden.

Die Fortschritte, die 2024 auf der COP16 zum "Kunming-Montreal Global Biodiversity Framework and National Biodiversity Strategy and Actions Plans" sowie zu den nationalen Biodiversitätsstrategien und -aktionsplänen erzielt werden, werden entscheidend dafür sein, wie schnell Politik und Finanzmittel für das Ziel mobilisiert werden, den Naturverlust bis 2030 zu stoppen und umzukehren und die geschätzte jährliche Finanzierungslücke von USD 700 Mrd. im Bereich der biologischen Vielfalt zu schliessen.

Offenlegung der Nachhaltigkeit nicht mehr optional

Bis zu 50'000 Unternehmen in der EU und Nicht-EU-Unternehmen mit EU-Tochtergesellschaften oder beaufsichtigten Unternehmen werden im Rahmen der EU-Richtlinie über die Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen (CSRD), die ab 2024 eingeführt wird, zur Nachhaltigkeitsberichterstattung verpflichtet sein. Dazu gehört auch die Verpflichtung, einen Plan für den Klimawandel offenzulegen. Parallel zu dieser Offenlegungsvorschrift wird die vorgeschlagene EU-Richtlinie über die Sorgfaltspflicht von Unternehmen im Bereich der Nachhaltigkeit (Corporate Sustainability Due Diligence Directive, CSDDD) die Unternehmen auch dazu verpflichten, ihre Lieferketten auf das Risiko von Menschenrechtsverletzungen und negativen Umweltauswirkungen zu überwachen. Wir erwarten auch Entwicklungen in den USA, wo Vorschläge für die Klima-Informationen der Securities and Exchange Commission (SEC) geprüft werden, sowie die SEC Human Capital Disclosures, die von Unternehmen die Offenlegung von Humankapitalmassnahmen verlangen.

Diese obligatorische Berichterstattung wird durch Branchenstandards wie die vom International Sustainability Standards Board (ISSB) herausgegebenen IFRS-Nachhaltigkeits- und Klimastandards und die Leitlinien der britischen Transition Plan Taskforce ergänzt.

Die Offenlegung und Kennzeichnung von Nachhaltigkeitsdaten wird 2024 ebenfalls zunehmen, da die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde, die Financial Conduct Authority und die SEC detailliertere Parameter für nachhaltigkeitsbezogene Fonds vorschlagen werden.

Da Regulierungs- und Aufsichtsbehörden sowie Anleger nach mehr Transparenz und Rechenschaftspflicht streben, erwarten wir, dass Daten und Offenlegungen bei ihrer Integration in den Anlageprozess einer genaueren Prüfung unterzogen werden.

Über Stephanie Maier





ACTIVE EQUITIES

ACTIVE EQUITIES

Jian Shi Cortesi, Investment Director, Wachstumsaktien Asien/China

Wachstumsaktien aus Asien und China - Ein spannender Markt mit fehlbewerteten Chancen

Asien: Eine Wachstumsstory mit niedriger Bewertung

Asien bietet eine überzeugende Kombination aus starkem säkularem Wachstum und niedriger Bewertung, während China und andere asiatische Länder die wichtigsten Treiber des globalen Wachstums bleiben. Nach Angaben des Internationalen Währungsfonds (IWF) wird Asien im Jahr 2023 rund 70 % zum globalen Wachstum beigetragen haben, und wir gehen davon aus, dass dieser Anteil auch im Jahr 2024 hoch bleiben wird. China wird wahrscheinlich ein BIP-Wachstum von 4-5 % erreichen, unterstützt durch alle im Jahr 2023 eingeleiteten Massnahmen. Taiwan und Korea dürften von der Erholung der Nachfrage nach Halbleitern und einiger technologischer Hardware profitieren. Indien dürfte seine robuste Wachstumsdynamik dank des Ausbaus des verarbeitenden Gewerbes beibehalten.

Technologie: Ein wichtiger Wachstumsbereich in Asien

Einer der Sektoren, die das Wachstum in Asien vorantreiben, ist die Technologie. Erstens boomt die Halbleiterindustrie in China, da das Land nach den von den USA verhängten Beschränkungen für den Verkauf von Halbleitern nach China die Unabhängigkeit von Halbleitern anstrebt. Alle damit verbundenen Bereiche, von der EDA-Software (Electronic Design Automation) bis zur Giesserei, wachsen in China schnell. Zweitens profitieren Indien und Südostasien von der Verlagerung der technologischen Lieferketten, insbesondere im Bereich der Montage. Drittens zielen chinesische Internetunternehmen in ihrem Streben nach weiterem Wachstum über die heimischen Märkte hinaus zunehmend auf Überseemärkte ab.

Beispiele hierfür sind Temu (gegründet von PDD), Shopee (ein in Singapur gegründetes Unternehmen, das von Tencent unterstützt wird), Lazada (eine Tochtergesellschaft von Alibaba), TikTok (eine Tochtergesellschaft von ByteDance) und SHEIN (ein privates chinesisches Unternehmen). Südostasien ist im Vergleich zu den USA, Europa oder Lateinamerika aufgrund seines grösseren Wachstumspotenzials und seiner hohen Verbraucherakzeptanz ein attraktiver Markt. Laut McKinsey wird sich das Umsatzvolumen des E-Commerce-Einzelhandels in Südostasien zwischen 2016 und 2021 verfünffachen. Wir erwarten in den kommenden Jahren eine Konsolidierung der Branche und einen Strategiewechsel hin zu profitabilem Wachstum.

China: Verlagerung auf Industrien mit hoher Wertschöpfung

Ein weiterer Faktor, der das Wachstum in Asien prägt, ist der Übergang Chinas von einer immobilienbasierten Wirtschaft zu einer stärker diversifizierten Wirtschaft mit hoher Wertschöpfung. Die asiatischen Aktien sind unterbewertet, da sie unter übermässigem Verkaufsdruck gelitten haben. Der MSCI Asia ex Japan Index befindet sich derzeit am unteren Ende seiner historischen Spanne. In den letzten drei Jahren hat vor allem China die Performance asiatischer Aktien belastet, während andere asiatische Märkte relativ besser abgeschnitten haben. Der MSCI China Index ist seit seinem letzten Höchststand im Jahr 2021 um fast 60 % gefallen (Stand: 31. Oktober 2023). Die chinesische Wirtschaft befindet sich in einem tiefgreifenden Wandel, um ihre Abhängigkeit vom Immobilienbau zu verringern und sich auf Branchen mit hoher Wertschöpfung zu konzentrieren.



Jian Shi Cortesi
Investment Director

Wir gehen davon aus, dass das Wirtschaftswachstum im Jahr 2024 weiterhin durch eine schwache Bautätigkeit und die Verlagerung der Produktion von Billigprodukten in billigere Länder beeinträchtigt werden wird. Wir glauben jedoch, dass die Beschleunigung des Konkurses und der Liquidation von Vermögenswerten der in Schwierigkeiten geratenen Bauträger dazu beitragen wird, dass der Immobilienmarkt zu einem gesunden Zustand zurückkehrt. Andererseits glauben wir, dass zu den wichtigsten Triebkräften des Wirtschaftswachstums in China im Jahr 2024 fortschrittliche Fertigungsverfahren (z. B. Flugzeuge und Robotik), neue Energieanlagen (z. B. Solarenergie), Elektrofahrzeuge, erlebnisorientierter Konsum (z. B. Reisen), technologische Eigenständigkeit (z. B. KI und Halbleiter) sowie Gesundheitswesen und Biotechnologie gehören werden.

Angesichts des antizyklischen Charakters der chinesischen Politik gehen wir davon aus, dass die chinesische Regierung die unterstützende Politik im nächsten Jahr beibehalten wird, um den Immobilienverkauf zu stabilisieren und das Wirtschaftswachstum zu fördern. Die niedrige Inflation bietet Spielraum für die Beibehaltung der expansiven Geldpolitik. Wir glauben, dass das Wirtschaftswachstum auch durch Steuerausgaben für den sozialen Wohnungsbau und den inländischen Spillover-Effekt der One Belt One Road-Initiativen unterstützt wird.

Ein Markt mit fehlbewerteten Chancen

Trotz der Herausforderungen und Unwägbarkeiten finden wir das aktuelle Marktumfeld spannend, da es zahlreiche Chancen für Aktienanlagen bietet, insbesondere in China. Der MSCI China Index hinkt seit zehn Jahren hinter dem Wachstum der Wirtschaft und der Unternehmensgewinne her. Die Bereiche mit der grössten Fehleinschätzung der Anleger bieten die interessantesten Chancen.

Viele Unternehmen haben gute Ertragszahlen vorgelegt, aber einige wurden vom Markt bisher ignoriert. Wir haben gesehen, dass einige Aktien positiv auf Gewinnverbesserungen reagiert haben, z. B. Bildungsunternehmen. Viele asiatische Unternehmen verfügen über grosse Barbestände und haben Aktienrückkaufpläne angekündigt. Ein hoher Barmittelbestand ermöglicht auch eine Erhöhung der Dividendenausschüttung. Beides könnte den Aktienkursen Auftrieb geben.

Wir sehen Chancen in diesen Bereichen:

- In Asien erholt sich der Technologiezyklus, wovon die Halbleiter- und Hardwarehersteller in Korea, China und Taiwan profitieren.
- Die KI erweist sich als zeitgemässer Katalysator. KI-bezogene Namen, wie chinesische Internetunternehmen mit KI-Fähigkeiten, sind gut für Wachstum positioniert.
- Das säkulare Wachstum in den Bereichen Reisen und Bildung, einschliesslich der Vorbereitung auf Prüfungen im Ausland und Online-Reiseplattformen, wird durch die wachsende Mittelschicht und die Nachfrage nach hochwertigen Erlebnissen angetrieben.
- Elektrofahrzeuge und Batteriehersteller, wo die Branchenführer einen Wettbewerbsvorteil auf dem schnell wachsenden Markt haben.
- Das säkulare Wachstum im Gesundheitswesen und der Aufstieg der Biotechnologie in Asien, einschliesslich einiger der führenden Pharmaunternehmen und CDMOs (Contract Development and Manufacturing Organization) in Indien, Korea und China, wird durch die alternde Bevölkerung, das Gesundheitsbewusstsein und die biotechnologische Innovation unterstützt.

Über Jian Shi Cortesi



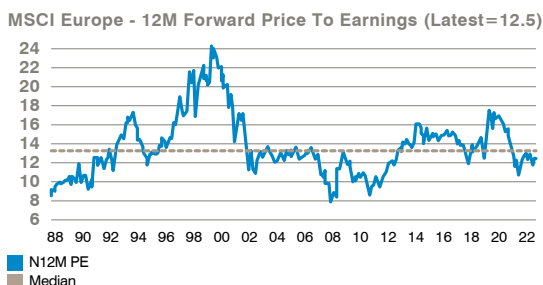
ACTIVE EQUITIES

Niall Gallagher, Investment Director,
Europäische Aktien

Europäische Aktien - Wir beurteilen die Aussichten für den europäischen Bankensektor nach wie vor positiv; die Marktbewertung der Aktien hat den nachhaltigen Charakter des Anstiegs der Erträge und der Eigenkapitalrendite infolge der Rückkehr zu positiven Zinssätzen nicht erkannt.

Wir sind der Ansicht, dass die Aussichten für eine weitere Wertsteigerung der europäischen Aktien bis 2024 positiv sind. Der europäische Aktienmarkt (repräsentiert durch den MSCI Europe Index) ist mit dem 12,5-fachen der zukünftigen Gewinne weiterhin attraktiv bewertet und liegt damit unter dem langfristigen Mittelwert. Das erwartete Gewinnwachstum für die nächsten zwei Jahre liegt bei 6 % für 2024 bzw. 9 % für 2025¹. Die voraussichtliche Dividendenrendite ist mit 3,7 % ebenfalls sehr attraktiv² (und deutlich über dem Medianwert), während Aktienrückkäufe eine immer wichtigere Komponente des europäischen Marktes werden, angetrieben durch Banken und den Energiesektor, und die Dividendenrendite um etwa 2 % erhöhen, was zu einer Gesamtausschüttungsrendite von 5,7 % führt. Trotz der negativen Stimmung in Bezug auf die europäische Wirtschaft darf nicht vergessen werden, dass nur 42 % der Erträge des MSCI Europe Index aus Westeuropa stammen, während der Grossteil der Erträge inzwischen aus den schneller wachsenden Teilen der Welt stammt; diese veränderte Exposition dient letztlich dazu, die strukturelle Wachstumsrate der Anlageklasse zu erhöhen. Das Forward-Price/Earnings-Multiple unserer Strategie (ein gewichtetes durchschnittliches Forward-Price/Earnings-Multiple der Bestände der Strategie) entspricht dem MSCI Index, was zeigt, dass es derzeit keine Ausrichtung des Investmentstils gibt, was mit unserem stilunabhängigen/stilflexiblen Anlageprozess übereinstimmt.

Europäische Forward-Bewertungsmultiplikatoren I

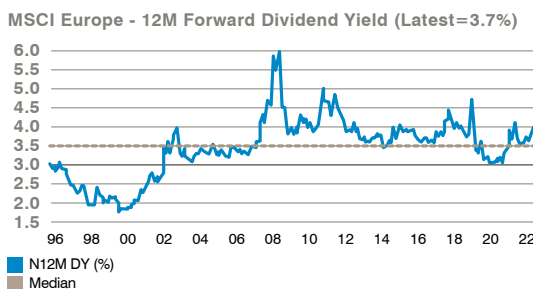


Quelle: Morgan Stanley, per 6. Dezember 2023. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für aktuelle oder zukünftige Trends.



Niall Gallagher
Investment Director

Europäische Forward-Bewertungsmultiplikatoren II



Quelle: Morgan Stanley, per 6. Dezember 2023. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für aktuelle oder zukünftige Trends.

¹Quelle: Bloomberg, per 6. Dezember 2023

²Quelle: Bloomberg, per 6. Dezember 2023

1992 Berkshire Hathaway Annual Report

Our equity-investing strategy remains little changed from what it was fifteen years ago, when we said in the 1977 annual report: "We select our marketable equity securities in much the way we would evaluate a business for acquisition in its entirety. We want the business to be one (a) that we can understand; (b) with favorable long-term prospects; (c) operated by honest and competent people; and (d) available at a very attractive price." We have seen cause to make only one change in this creed: Because of both market conditions and our size, we now substitute "an attractive price" for "a very attractive price."

But how, you will ask, does one decide what's "attractive"? **In answering this question, most analysts feel they must choose between two approaches customarily thought to be in opposition: "value" and "growth." Indeed, many investment professionals see any mixing of the two terms as a form of intellectual cross-dressing.**

We view that as fuzzy thinking (in which, it must be confessed, I myself engaged some years ago). In our opinion, the two approaches are joined at the hip: Growth is always a component in the calculation of value, constituting a variable whose importance can range from negligible to enormous and whose impact can be negative as well as positive. **In addition, we think the very term "value investing" is redundant.** What is "investing" if it is not the act of seeking value at least sufficient to justify the amount paid? Consciously paying more for a stock than its calculated value - in the hope that it can soon be sold for a still-higher price - should be labeled speculation (which is neither illegal, immoral nor - in our view - financially fattening).

Whether appropriate or not, the term "value investing" is widely used. Typically, it connotes the purchase of stocks having attributes such as a low ratio of price to book value, a low price-earnings ratio, or a high dividend yield. Unfortunately, such characteristics, even if they appear in combination, are far from determinative as to whether an investor is indeed buying something for what it is worth and is therefore truly operating on the principle of obtaining value in his investments. Correspondingly, opposite characteristics - a high ratio of price to book value, a high price-earnings ratio, and a low dividend yield - are in no way inconsistent with a "value" purchase.

Similarly, business growth, per se, tells us little about value. It's true that growth often has a positive impact on value, sometimes one of spectacular proportions. But such an effect is far from certain. For example, investors have regularly poured money into the domestic airline business to finance profitless (or worse) growth. For these investors, it would have been far better if Orville had failed to get off the ground at Kitty Hawk: The more the industry has grown, the worse the disaster for owners.

The investment shown by the discounted-flows-of-cash calculation to be the cheapest is the one that the investor should purchase - irrespective of whether the business grows or doesn't, displays volatility or smoothness in its earnings, or carries a high price or low in relation to its current earnings and book value. Moreover, though the value equation has usually shown equities to be cheaper than bonds, that result is not inevitable: When bonds are calculated to be the more attractive investment, they should be bought.

Leaving the question of price aside, the best business to own is one that over an extended period can employ large amounts of incremental capital at very high rates of return. The worst business to own is one that must, or will, do the opposite - that is, consistently employ ever-greater amounts of capital at very low rates of return. Unfortunately, the first type of business is very hard to find: Most high-return businesses need relatively little capital. Shareholders of such a business usually will benefit if it pays out most of its earnings in dividends or makes significant stock repurchases. Quelle: Berkshire Hathaway, Stand: 31. Dezember 1992.

Ein breiter Mix von Performancetreibern im Laufe des Jahres 2023 - trotz eines konzentrierten/fokussierten Anlageprozesses - ist ein Beweis für unser Mantra, sowohl die Aktienausswahl als auch die Portfoliokonstruktion durch das Eingehen idiosynkratischer Risiken voranzutreiben und zu vermeiden, dass wir uns in die langwierige Sortierung in Growth- und Value-Boxen hineinziehen lassen; wir glauben, dass dies der beste Weg ist, Geld zu verwalten und langfristiges Alpha zu generieren, und hoffentlich hilft es uns, nicht in kognitive Fallen zu geraten, in denen wir den Besitz teurer Aktien rechtfertigen müssen, oder in Value-Fallen, weil wir an einem proklamierten Style Bias festhalten. Wir erinnern die Leser an eines unserer Lieblingszitate von Warren Buffet aus dem Jahresbericht von Berkshire Hathaway von 1992.

Mit Blick auf das Jahr 2024 sehen wir die Aussichten für den europäischen Bankensektor nach wie vor positiv. Bei der Bewertung der Aktien am Markt wurde der nachhaltige Charakter des Anstiegs der Erträge/Eigenkapitalrendite (ROE) infolge der Rückkehr zu positiven Zinssätzen nicht berücksichtigt. Wir halten eine Rückkehr zu den extremen Zinssätzen von 2008-2021, die laut der Bank of England ein Jahrhunderttief bei den Zinssätzen darstellten, für höchst unwahrscheinlich, doch ist dies in den Aktienkursen eingepreist. Solange die Zinssätze über 2 % liegen, können die Banken weiterhin attraktive Eigenkapitalrenditen erzielen, die weit über jeder konservativen Schätzung der Kapitalkosten liegen. Dennoch wird der grösste Teil des Sektors immer noch mit einem Abschlag auf den Buchwert gehandelt, obwohl die Renditen auf das materielle Eigenkapital bei den meisten Aktien zwischen 12 und 20 % liegen.

Der Energiesektor weist einige der gleichen "Marktcharakteristika" auf wie der Bankensektor: sehr niedrige Bewertungen im Vergleich zur Historie und hohe Cash-Renditen durch Dividenden und Rückkäufe. Wir glauben, dass dies zum Teil darauf zurückzuführen ist, dass viele Anleger sich weigern, in diesen Sektor zu investieren - entweder weil ihr Mandat dies ausschliesst oder weil sie es vergessen haben oder nicht wissen, wie man den Sektor - ähnlich dem Bankensektor - analysiert (alles sehr schlechte Ausreden). Wir haben in den letzten drei Jahren mehrfach die Ansicht geäußert, dass wir davon ausgehen, dass der Ölpreis in den nächsten zehn Jahren in einer höheren Preisspanne bleiben wird, da die weltweiten Kapitalinvestitionen in die Kohlenwasserstoffförderung deutlich zurückgehen und die Nachfrage (immer noch) steigt, da die Entwicklungsländer und die Länder, die nicht der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) angehören, den gleichen Lebensstandard der Mittelklasse anstreben, den wir in der OECD genießen. Wir fügen hinzu, dass es aufgrund unzureichender Kapitalinvestitionen wahrscheinlich zu Engpässen und Preisineffizienzen im gesamten Energiespektrum kommen wird, was in einer ganzen Reihe von Bereichen wie Raffinerie, Handel, Flüssigerdgas (LNG), Marketing und Einzelhandel Gewinnchancen bietet - in der Tat könnte man sich keine schlechter durchdachte und miserabel umgesetzte öffentliche Energiepolitik ausdenken als die, die wir derzeit in Europa erleben, die den Energieunternehmen attraktive Gewinnchancen und attraktive Renditen auf das eingesetzte Kapital bietet.

Es ist auch wichtig, die Leser daran zu erinnern, dass wir eine sehr grosse Rolle für europäische integrierte Energieunternehmen bei der Energiewende sehen und in der Tat glauben, dass die Energiewende ohne das technische Know-how und die finanzielle Schlagkraft europäischer Energieunternehmen nicht möglich sein wird. Europäische Unternehmen sind in Bereichen wie Solar- und Windenergie (On- und Offshore), grünem und blauem Wasserstoff, der Einführung von Ladevorrichtungen für Elektrofahrzeuge, Biokraftstoffen, nachhaltigem Flugbenzin, Kohlenstoffabscheidung und -speicherung aktiv, und wir werden sie weiterhin in ihren Bemühungen um die Dekarbonisierung unserer Gesellschaften unterstützen.

Ausserhalb der Bereiche Banken und Energie halten wir ein erhebliches Engagement in Marktsegmenten aufrecht, die von starken strukturellen Wachstumstreibern profitieren, in denen wir bestrebt sind, dass unsere Beteiligungen zu den weltweit besten ihrer Klasse gehören und in denen die Aktien attraktiv/angemessen bewertet sind. Unserer Meinung nach ist der interessanteste Bereich dieser Art die Halbleiterindustrie und Technologieunternehmen mit hohem Investitionsbedarf, die unsere Beteiligungen an Infineon, STM, ASM International, BE Semiconductor und Atlas Copco umfassen. Der grösste Treiber für Infineon und STM ist der Automobilsektor, in dem der Übergang zu Elektrofahrzeugen und die Zunahme der Sicherheit und des autonomen Fahrens den Halbleiteranteil pro Auto (um ein Vielfaches) dramatisch erhöhen wird, so dass die verstärkte Durchdringung dieser Technologien das säkulare Wachstum antreibt. Was uns an automobilen Halbleitern (über alle automobilen Anwendungen hinweg) besonders gefällt, ist die Tatsache, dass, sobald sie einmal in ein Fahrzeug eingebaut sind, typischerweise eine starke Nachfragebeständigkeit besteht, da die Automobilhersteller dazu neigen, Halbleiterkomponenten nicht auszutauschen, es sei denn, das Fahrzeug wird grundlegend umgestaltet; darüber hinaus sehen wir ein sehr starkes Wachstum durch breitere Elektrifizierungstrends wie erneuerbare Energien und das explosive Wachstum des Energiebedarfs von Rechenzentren. Es ist kaum zu glauben, dass Infineon und STM angesichts ihrer starken Position in ihren jeweiligen Segmenten und der viel höheren Bewertungen der US-Konkurrenten sowie des starken strukturellen Wachstums zu Bewertungen gehandelt werden, die nahe an den Tiefstwerten des Jahrzehnts liegen. Unsere Halbleiter-Kapitaltitel ASM International und BE Semiconductor haben beide im Jahr 2023 einen ausserordentlichen Kursanstieg erlebt und werden zu Multiplikatoren gehandelt, die näher am oberen Ende ihrer historischen Spanne liegen, was uns zu einigen Gewinnmitnahmen ermutigt hat, aber wir sind nach wie vor von den sehr starken strukturellen Wachstumstreibern angezogen, die ein "Schrumpfen" von Halbleitern über die Lithografie hinaus erfordern.

Weitere Bereiche, in denen wir eine attraktive Kombination aus Bewertung, strukturellem Wachstum und angemessenen Renditen sehen, sind Branchen, von denen wir erwarten, dass sie durch die Dekarbonisierung und den Übergang zur Netto-Null einen starken Impuls erhalten. Zu den Aktien, die im Bereich der Elektrifizierung angesiedelt sind, wo bis 2050 eine 2-3-fache Steigerung der Stromerzeugung, -übertragung und -verteilung erforderlich ist, gehören Prysmian, Schneider (und natürlich Infineon und STM); zu den Aktien, die im Bereich der Gebäudehülle angesiedelt sind, wo strengere Standards für thermische Effizienz und Neubauten erforderlich sind, gehören Kingspan und Saint Gobain; und zu den Aktien, die im Bereich des grünen und blauen Wasserstoffs angesiedelt sind, gehören Linde, Atlas Copco und natürlich unsere Energieaktien. Der Übergang zu einer Netto-Null wird einen gewaltigen Anstieg der Sachinvestitionen erfordern - weit mehr als die Politiker ihren Wählern erläutert haben - und dies wird ein starker Nachfragetreiber für viele unserer Portfoliounternehmen mit dem richtigen Engagement sein.

Neben den oben genannten Engagements, die von erkennbaren strukturellen Wachstumstreibern angetrieben werden, haben wir mehrere grosse Engagements mit starken idiosynkratischen Treibern. Zu diesen Aktien gehören Ryanair, Volvo Trucks, Novo Nordisk und Inditex. Der Hauptgrund für Ryanair ist die sehr starke Marktposition im innereuropäischen Kurzstreckenflugverkehr in Verbindung mit gut kontrollierten und etablierten Kosten und einem engen Zeitplan für die Auslieferung neuer Flugzeuge in einer Zeit, in der das Angebot in der Branche begrenzt ist und sich die Kundennachfrage nach Covid normalisiert. Die Aktie wird zu einer aussergewöhnlich niedrigen Bewertung gehandelt und steht kurz davor, aufgrund steigender Flugpreise und sinkender Kapitalintensität einen hohen Cashflow zu erzielen. Das Unternehmen ist im Luftfahrtsektor auch führend bei der "Ökologisierung", da es sehr niedrige Kohlenstoffemissionen pro Passagier-KM aufweist und eine klare Strategie für den Einsatz von nachhaltigem Flugkraftstoff verfolgt. Novo Nordisk ist aufgrund der explosionsartigen Nachfrage nach seinen innovativen Medikamenten zur Gewichtsreduzierung und den ausgezeichneten Ergebnissen aus klinischen Studien, die sich auf die Risiken von Herz-Kreislauf- und Nierenerkrankungen konzentrieren, weiterhin auf dem Vormarsch. Wir glauben fest an das langfristige Potenzial dieser Medikamente zur Verbesserung der menschlichen Gesundheit, aber der Weg dorthin wird nicht linear verlaufen, und die Bewertungen sind im historischen Vergleich hoch.

Über Niall Gallagher



ACTIVE EQUITIES

Mark Hawtin, Investment Director, Disruptive Wachstumsaktien

Disruptives Wachstum - Wir sehen ein Basisszenario, das für Wachstumsaktien sehr überzeugend ist

Risikoanlagen haben sich im Jahr 2023 besser entwickelt, als viele zu Beginn des Jahres erwartet hatten, da die Wirtschaftstätigkeit aufgrund der Stärke der zahlungskräftigen Verbraucher und der offensichtlichen Bändigung des Inflationsdrachens stark blieb. Im Jahr 2024 werden diese beiden Faktoren nicht mehr zum Tragen kommen - sie könnten sich sogar als Gegenwind erweisen, da die hartnäckige Kerninflation anhält und die Bargeldbestände der Verbraucher knapp werden. Der letztgenannte Faktor zeigt sich allmählich in den gedämpften Aussichten für die diskretionären Ausgaben - auf Mikroebene sichtbar in den Einzelhandelsausgaben, im Zahlungsverkehr und in grundlegenden Dienstleistungen wie der Lieferung von Lebensmitteln.

Das Bild des Aktienmarktes im Jahr 2023 war nicht ganz so robust, wie es die Schlagzeilen vermuten lassen. Während der S&P 500-Index fast 20 % zugelegt hat, ist der gleichgewichtete S&P-Index kaum gestiegen. Der weiter unten auf der Risikokurve angesiedelte Russell 2000 ist im Jahresverlauf ebenfalls weitgehend unverändert geblieben. Die Renditen waren in hohem Masse von den "Magnificent 7" (M7) (Apple, Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft, Nvidia und Tesla) abhängig. Der Goldman-Sachs-Mega-Cap-Aktienkorb ist seit Jahresbeginn (zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Berichts) um 70 % gestiegen! Die Nichtbeteiligung an diesen Titeln hat die Performance erheblich beeinträchtigt. Wir glauben, dass drei Faktoren für die Stärke dieser Titel verantwortlich sind. Erstens suchten die Anleger nach grossen, liquiden, sicheren und relativ billigen Aktien.

Zweitens herrschte auf dem Weg ins Jahr 2023 Besorgnis über das Wirtschaftswachstum, und ein grosser Teil dieser Unternehmen ist von konjunkturabhängigen Einnahmen wie Werbung (Alphabet und Meta) oder Einzelhandel (Amazon) abhängig. Dies führte dazu, dass einige der M7 Ende 2022 abgestossen wurden. Drittens: Im Mai 2023 zeigten sich die tatsächlichen Ergebnisse der ChatGPT-Einführung Ende letzten Jahres, als Nvidia einen der grössten Gewinnsprünge eines grossen Unternehmens überhaupt verzeichnete.

Nimmt man alle Faktoren für 2023 zusammen, ergibt sich ein Basisszenario, das für Wachstumsaktien sehr überzeugend ist. Es ist wahrscheinlich, dass die Inflation hartnäckig bleiben wird, aber in einem erträglicheren Bereich unter 4-5 %. Dies würde es ermöglichen, dass die Zinssätze ihren aktuellen Höchststand nicht übersteigen. Der blosse Hauch eines schwächeren Wirtschaftswachstums im November und der Rückgang der 10-jährigen US-Renditen um mehr als 50 Basispunkte führten zu einem stärkeren Anstieg der Aktienkurse. Die Fundamentaldaten zum Wachstum haben nicht nachgelassen, denn über 90 % der Gewinne der S&P-Technologieunternehmen übertrafen die Erwartungen für das dritte Quartal 2023. Wir gehen davon aus, dass dies in den nächsten Quartalen nicht anders sein wird. Das Wachstum bleibt stark.



Mark Hawtin
Investment Director

Allerdings erscheint die Bewertung der M7 im Vergleich zum Markt jetzt überzogen. Auf breiter Basis wird der S&P 500 mit dem 18-fachen der für 2024 erwarteten Gewinne gehandelt (Goldman Sachs); dies liegt über dem Durchschnittswert der letzten 30 Jahre. Der gleichgewichtete S&P wird jedoch mit dem 14-fachen der für 2024 erwarteten Gewinne gehandelt und liegt damit am unteren Ende der durchschnittlichen 30-Jahres-Spanne. Das Forward PE der M7-Namen liegt bei 29x, und dies ist unserer Meinung nach der Schlüsselfaktor für unser Basisszenario, dass Wachstumsaktien robust bleiben, die Gewinner aber unterhalb der M7-Namen zu finden sein werden. Die Themen Künstliche Intelligenz (KI), Gesundheitswesen, Storage und Software as a Service (SaaS) werden unserer Ansicht nach die besten Renditen bringen - es ist ein Bottom-up-Aktienmarkt für 2024.

Der Joker für disruptives Wachstum wird China sein, wo die Bewertungen auf ein lächerlich niedriges Niveau gesunken sind. Die Bemühungen, das Wachstum der chinesischen Wirtschaft vor dem Hintergrund einer extrem niedrigen Inflation anzukurbeln, sollten mit überdurchschnittlichen Aktienrenditen belohnt werden, und aus diesem Grund glauben wir, dass die makro- und geopolitischen Risiken mehr als eingepreist sind.

Zusammenfassend sind wir der Meinung, dass Wachstumsaktien 2024 weiterhin gut abschneiden werden, angeführt von Titeln ausserhalb der M7, wobei China ein guter Risiko-Ertrags-Joker ist.

Über Mark Hawtin



ACTIVE EQUITIES

Flavio Cereda, Investment Manager, Luxusaktien

Luxusmarken - Stock Picking wird im Jahr 2024 wichtiger sein als jemals zuvor seit 2016

Q3-Ergebnisse bestätigen Normalisierungsprozess des Wachstums, wenn auch in unterschiedlichem Tempo

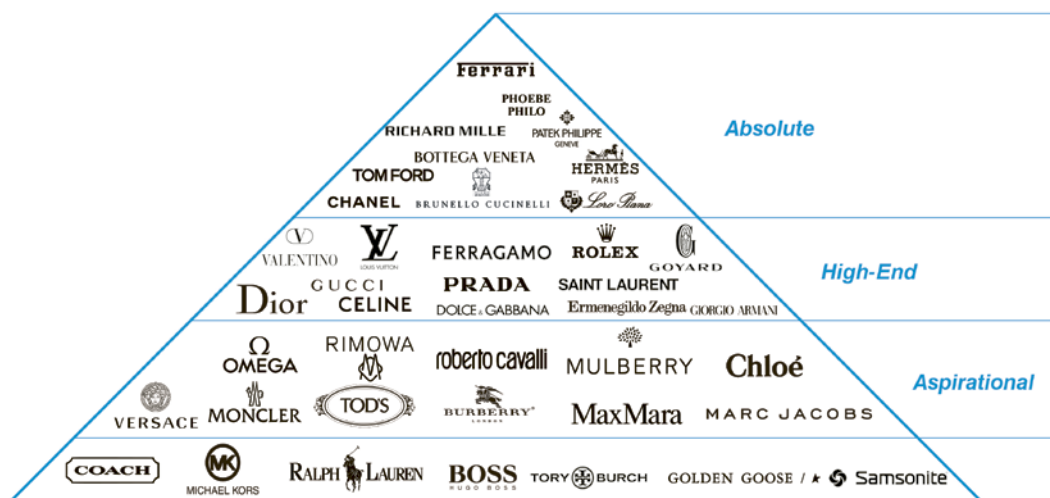
Sobald der Handel nach der Wiedereröffnung Chinas abzuflauen begann und die vergleichbaren US-Kennzahlen sehr schlecht aussahen, wurde der Trend zu einer nachhaltigeren Wachstumsrate deutlich, und da man dies wahrscheinlich auf den Beginn der Urlaubssaison datieren kann, wurde dies in den Q3- oder Juni-September-Zahlen offensichtlich. Obwohl die relative Underperformance schon früher einsetzte (Überprüfung der Vertriebskanäle, Kreditkartendaten, Gespräche mit der Geschäftsleitung nach dem 1. Halbjahr

2023) - nämlich im Hochsommer - wurde dies in der Ergebnissaison eindeutig deutlich. Das Jahr 2023 war zweigeteilt: Das erste Halbjahr begann sehr lebhaft und hielt die Dynamik im zweiten Quartal aufrecht, während das zweite Halbjahr im Jahresvergleich eine grössere Herausforderung darstellte und zu einer normalen Wachstumsdynamik zurückkehrte, die unseres Erachtens auch im ersten Halbjahr 2024 zu beobachten sein wird. Was wir wahrscheinlich wieder erleben werden, ist eine Flucht in die Qualität, wobei die stärkeren Marken ihre Widerstandsfähigkeit erneut unter Beweis zu stellen scheinen. Das obere Ende der "Luxuspyramide" profitiert von einer wohlhabenderen und loyaleren Kundschaft, einem weniger volatilen Nachfragemuster und einer beträchtlichen Preissetzungsmacht, da das Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage zu seinen Gunsten ausfällt.



Flavio Cereda
Investment Manager

Luxus-Pyramide – An der Spitze ist das Leben besser



Quelle: GAM, per Oktober 2023. Die genannten Finanzinstrumente dienen lediglich der Veranschaulichung und sind nicht als direktes Angebot, Anlageempfehlung oder Anlageberatung zu verstehen. Logos sind Marken der jeweiligen Eigentümer und dienen der Veranschaulichung und sind nicht als Befürwortung oder Sponsoring von GAM zu verstehen. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für aktuelle oder zukünftige Trends.

Warum die Verlangsamung und ist das gut so?

Wir müssen die aktuellen Trends in einen Kontext stellen. Wenn wir die Leistung über den längstmöglichen glaubwürdigen Zeitraum, d. h. zurück bis 1995, verfolgen, sehen wir, dass der Sektor mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von 6,5 % wächst, was eine bemerkenswerte Zahl ist, da sie ein Wachstum von EUR 66 Mrd. auf EUR 343 Mrd. im letzten Jahr bedeutet. Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate seit der globalen Finanzkrise bzw. seit 2010 beträgt 6,4 %, was ein weiterer Beweis dafür ist, dass eine Kennzahl im mittleren einstelligen Bereich nicht nur nachhaltig, sondern auch sehr glaubwürdig ist. Der Sektor ist im Jahr 2020 bekanntlich um 22 % eingebrochen, hat sich aber 2021 wieder vollständig erholt und wird den Gesamtwert von 2019 übertreffen. Und hier liegt die Herausforderung: Die Erholung nach Covid, die für verschiedene Regionen zu unterschiedlichen Zeitpunkten angesetzt wurde, war mit +29 % im Jahr 2021 und +21 % im Jahr 2022 ungewöhnlich stark. Diese Kennzahlen sind unserer Meinung nach weder nachhaltig noch gesund, obwohl sie den ungebrochenen Appetit der Verbraucher auf der ganzen Welt auf diesen Bereich unterstreichen. Die sogenannte "Normalisierung", d. h. ein jährliches Wachstum von 6-7 %, ist unvermeidlich und wesentlich widerstandsfähiger als anderswo. Und das ist auch gut so, denn ein Wachstum von über 20 % hatte den Markt für die wichtigsten Überlegungen blind gemacht: die Nachhaltigkeit. Wir prognostizieren derzeit für den Sektor ein Wachstum von 9-10 % im Jahr 2023, das 2024 auf 5 % und 2025 auf 6-8 % zurückgeht.

Ist der Sektor in einer guten Verfassung?

Auf jeden Fall. Betrachten wir ihn aus der Sicht der Verbraucher und der Marken.

Der Konsument von Luxusgütern ist seit einigen Jahren zunehmend asiatisch, wobei sich die US-Kohorte behauptet, während der europäische Käufer immer weniger relevant ist. Wir glauben, dass der Anteil der Asiaten an den Gesamtausgaben inzwischen bei weit über 50 % liegt und damit ähnlich hoch ist wie 2019, nur dass der Sektor um ein Drittel grösser ist. Die bekannten Faktoren, insbesondere in China, wie die demografische Entwicklung, das Wachstum der Mittelschicht und die Bedeutung des sozialen Status, sorgen weiterhin für einen unstillbaren Appetit auf Luxus, der durch die Vorliebe der Chinesen für Reisen innerhalb Asiens nach dem Ende des Kalten Krieges noch verstärkt wird. Der US-Käufer war in der Vergangenheit immer unterdurchschnittlich im Luxussegment vertreten, ist aber in letzter Zeit von den unteren bis zu den mittleren 20ern aufgestiegen, da das Interesse an diesem Sektor nach 2020 gestiegen ist. Dies ist nicht nur auf die Rückkehr zur Reiselust und die Suche nach Erlebnissen zurückzuführen, sondern auch auf den Erfolg der besseren Marken, die ihre Reichweite über alle Kategorien hinweg deutlich ausweiten konnten und durch ihr Engagement in Bereichen wie Sport, Musik und Unterhaltung eine viel grössere Resonanz bei jüngeren Verbrauchern hervorrufen.

Der US-Käufer reiste 2022-23 ausgiebig nach Europa, ebenso wie asiatische (weniger chinesische) und nahöstliche Verbraucher, weshalb Europa für Luxus viel relevanter ist als die Europäer und dies auch bleiben wird. Die besseren Marken sind deutlich grösser, viel profitabler und besser kapitalisiert als sie es vielleicht jemals waren, so dass sie in einer starken Position sind, um mögliche kurzfristige Schwankungen zu bewältigen. Sie haben einen besseren Vertrieb, eine grössere Preissetzungsmacht und sind in den sozialen Medien sehr effektiv geworden; all das ist wichtig.

Ist China ein Risiko oder eine Chance?

China ist eine unglaubliche Chance mit einem gewissen Risiko. Die Bereitschaft des chinesischen Verbrauchers, Geld für Luxus auszugeben, ist nach wie vor sehr hoch, das wahrgenommene "Status"-Element ist so wichtig wie eh und je, die Marken sind viel besser positioniert, um mit dem anhaltenden Wachstum Schritt zu halten (mehr und bessere Geschäfte, bessere digitale Medien, effektiver in den lokalen sozialen Medien), der Preisunterschied zu Europa ist kleiner geworden, die Sparquote der privaten Haushalte ist mit über 40 % sehr hoch (doppelt so hoch wie in Deutschland), der internationale Reiseverkehr erholt sich, wenn auch langsamer, die Expansion der Mittelschicht schreitet wie erwartet voran, und es gibt keine Anzeichen dafür, dass die Kommunistische Partei irgendwelche Bedenken hat (das gängige Wohlstandsnarrativ war nie gegen Luxus, sondern eher gegen die übermässige Zurschaustellung von Reichtum und Opulenz: Das ist keineswegs dasselbe). Wir gehen davon aus, dass China seine Ausgaben für Luxusgüter zwischen 2025 und 2029 um fast EUR 80 Mrd. steigern wird.

Das Risiko würde hier von einer Änderung der Politik ausgehen, aber wir sehen keine Anzeichen dafür, dass dies der Fall ist. Eine Verlangsamung der Ausgaben im Vergleich zu den anormalen Spitzenwerten ist kein Risiko; wir haben dies bereits einkalkuliert.

Ein sektor- oder aktienbasierter Aufschwung?

Wie bereits erwähnt, gehen wir davon aus, dass das Wachstum im Jahr 2024 unter dem Durchschnitt liegen wird, aber die besseren Marken werden weiterhin überdurchschnittlich abschneiden. Wir sind der Meinung, dass die Dynamik zwar in allen Regionen ausser den USA positiv bleiben wird (2024 ist auch ein notorisch volatiles Wahljahr), es aber immer wichtiger wird, zwischen den Namen zu unterscheiden, die in den letzten Jahren einfach vom allgemeinen Aufschwung profitiert haben (d. h. von der Strömung "getragen" wurden, anstatt sich selbst anzutreiben), und denjenigen, die im Allgemeinen gut positioniert sind, um ihren Marktanteil weiter auszubauen und überdurchschnittliche Renditen zu erzielen, auch oder gerade in volatileren Zeiten. Die Aktienauswahl wird im Jahr 2024 wichtiger sein als jemals zuvor seit 2016.

Sind die Aktien attraktiv bewertet?

Die jüngste Abwertung auf breitere Front scheint das erwartete langsamere Wachstum, wie oben beschrieben, weitgehend aufzufangen zu haben, so dass die Bewertungen im Grossen und Ganzen auf das Niveau von 2019 zurückgekehrt sind. Wir glauben, dass es Raum für weitere Anpassungen gibt, aber es sind vor allem die schwächeren Namen, die hier mehr gefährdet sind. Qualität ist und wird immer defensiver und widerstandsfähiger sein, und dennoch sind diese Namen für die allmähliche Beschleunigung, die wir für H2 2024 erwarten, hervorragend gerüstet. Der Sektor ist nach wie vor eine solide Absicherung gegen die Inflation, gestützt durch eine gute Cash-Generierung, solidere Bilanzen und die Fähigkeit, hohe Margen zu erzielen, die durch die Stärke der Marken und die zugrunde liegende Nachfrage bedingt sind. Kurzfristige Schwankungen sind genau das, weshalb uns die bewährte Erfolgsbilanz und die sehr verlässlichen Grundlagen des Sektors beruhigen. Der Luxuskonsument "ist der letzte, der kommt, und der erste, der geht, wenn die Konjunktur schwankt, wie es jetzt der Fall ist", sagte der CEO von Saks Anfang November... mit anderen Worten, er ist der letzte, der seine Ausgaben einschränkt, und der erste, der zurückkommt... die beste Art von Verbraucher.

Wie können wir uns engagieren, um erfolgreich zu sein?

Die breitere Definition von Luxusmarken umfasst sowohl die Marken selbst als auch relevante Namen in angrenzenden Sektoren, die sich aufgrund des starken Interesses von Verbrauchern mit einem sehr ähnlichen Profil (d. h. wohlhabend) überschneiden. Wir werden uns auf die widerstandsfähigeren Qualitätsmarken konzentrieren, die unserer Meinung nach besser in der Lage sind, die derzeitige Volatilität zu überstehen, und nach relevanten verwandten Titeln in anderen Kategorien suchen, die die Möglichkeit bieten, ein grösseres Aufwärtspotenzial zu sichern.

Über Flavio Cereda



ACTIVE EQUITIES

Tim Love, Investment Director, Schwellenländeraktien

Schwellenländeraktien - Die Wahrnehmung liegt weit hinter der Realität zurück; die Opportunitätskosten für das Verpassen einer Rallye könnten hoch sein

Aktien aus Schwellenländern (EM) sind unserer Meinung nach immer noch zu wenig beliebt, untergewichtet und unterbewertet - mehr als je zuvor in den letzten zehn Jahren. Wir sind der Meinung, dass ihnen nur ein "Risk-on"-Katalysator fehlt, um ihre inhärent attraktiven Aufwärtsrenditen freizusetzen und damit die Anleger die begrenzten Abwärtseigenschaften der Anlageklasse zu schätzen wissen. Kurz gesagt, wir sind der Meinung, dass Schwellenländer ein beneidenswertes Risiko-Rendite-Verhältnis bieten.

Während die internationalen Märkte zwischen "Goldlöckchen"- und "höher-für-länger"-Stimmung oszillieren, nehmen die inländischen Kapitalströme in Indien, China und Taiwan deutlich zu. Dies erhöht das Risiko eines jahrzehntelangen Ausbruchs nach oben und stellt ein erhebliches Risiko dar, nicht in Schwellenländeraktien investiert zu sein, wenn die Wende kommt.

Was könnte der fehlende Katalysator sein?

Es gibt eine Reihe potenzieller Katalysatoren, darunter ein Höchststand des US-Dollars und der US-Staatsanleiherenditen, nachdem der US-Dollar-Index ein 26-Jahres-Hochs erreicht hat. Beides würde EM-Aktien, insbesondere EM-Value-Aktien, sehr zugute kommen.

Wir sind der Meinung, dass Schwellenländeraktien aus der Perspektive mehrerer Jahrzehnte an einem seltenen Punkt stehen, an dem sie sowohl äusserst attraktive zyklische Einstiegspunkte als auch eine beträchtliche säkulare Unterstützung aufweisen - unserer Ansicht nach ein Zusammenspiel von Ereignissen, das ebenso stark wie selten ist. Günstige vermögensübergreifende Bewertungen von Schwellenländeraktien mit hohen demografischen Vorteilen und einem Anstieg des Pro-Kopf-BIP (insbesondere in Indien) sind ein starker Rückenwind. Selbst wenn sich das globale Wirtschaftswachstum abschwächt, ist es unserer Ansicht nach unwahrscheinlich, dass die Aktien der Schwellenländer eine signifikante Underperformance gegenüber den Industrieländern aufweisen. Wir glauben jedoch, dass sie in USD eine gute relative Aufwärtsentwicklung aufweisen werden.

Zu den Triebkräften für Schwellenländeraktien gehört eine Vielzahl von Faktoren. Zu den zyklischen und bewertungstechnischen Faktoren gehören ein höheres BIP- und Unternehmenswachstum im Vergleich zu den Industrieländern (DM) sowie niedrigere "Wachstum zu einem vernünftigen Preis"-Bewertungen, die mit einer attraktiven Rendite für Schwellenländer einhergehen. Unserer Ansicht nach dürften EM-Aktien für Value-, Growth- und Rendite-Anleger attraktiv sein.



Tim Love
Investment Director

EM-Aktien haben sich weiterentwickelt

Die Anlageklasse hat nur noch wenig Ähnlichkeit mit dem alten EM-Index von vor einem Jahrzehnt oder mehr. Im Jahr 2004 umfasste der Index nur vier Länder mit Investment-Grade-Rating (IG) unter den elf wichtigsten Ländern - heute sind es neun der elf wichtigsten Märkte. Darüber hinaus ist die Dynamik der Verschuldung und des Schuldendienstes in den Schwellenländern sowohl auf Staats- als auch auf Unternehmensebene wesentlich geringer als in den DM-Ländern. Die Schwellenländer haben das Jahrzehnt der quantitativen Lockerung mit negativen Realzinsen grösstenteils vermieden und weisen stattdessen immer noch hohe "positive Carry Trades" auf, obwohl ihre Zentralbanken einen geringeren Rückgang der Verbraucher- und Erzeugerpreis-inflation als bei den Nominalzinsen verzeichnen. Und die beiden Nicht-IG-Länder, Südafrika und Brasilien, haben sich trotz dieser unstillen Entwicklung der weltweiten BIP-Erwartungen als relativ stabile Währungen erwiesen.

Die Einbeziehung von Exzellenzzentren für Robotik/Künstliche Intelligenz (Korea/China), Elektrofahrzeuge (China), globale Beratung (Indien), EV-Materialien (südafrikanisches Platin, lateinamerikanisches Lithium/Kupfer, malaysische Seltene Erden) und On-Shoring-Parks für die High-End-Industrialisierung in Polen/Mexiko und Vietnam/Rumänien sind allesamt wichtige Quellen für ausländische Direktinvestitionen und den Gewinn pro Aktie (EPS) für die Schwellenländer. Diese Länder sind nicht mit den landwirtschaftlichen Ländern und den Exportländern mit geringer Wertschöpfung der 90er Jahre vergleichbar. Diese höhere Widerstandsfähigkeit und Qualität erleichtern eine grössere Stabilität des Gewinns pro Aktie und ein höheres Ziel für eine Ausweitung der "Multiples", wenn sie eintritt.

Die Inlandsnachfrage in Indien ist enorm - siehe die Zahl der neuen Bankkonten in den letzten zehn Jahren (grösser als in der EU insgesamt). Nimmt man hinzu, dass die chinesische Wirtschaft von fiskalischen Anreizen profitieren kann, so ergibt sich eine lange Liste positiver struktureller Herausforderungen. Kurzfristig kann eine "Kommandowirtschaft" wie China die wirtschaftlichen Herausforderungen direkter auf einer koordinierten staatlichen Ebene angehen.

Das Risiko, draussen zu sein statt drinnen

Die Aktien der Schwellenländer sind nicht weit von ihren historischen Tiefstständen entfernt, während bei den DM-Aktien das Gegenteil der Fall ist. Der Zeitraum 2010-2023 ist vergleichbar mit einem verlorenen Jahrzehnt für Schwellenländeraktien während der Asienkrise und der SARS-Krise in den Jahren 1994-2004, bevor es zu einer massiven Neubewertung kam.

Ein möglicher Vorgeschmack auf einen Katalysator waren die Auswirkungen der Hinweise auf niedrigere Kapitalkosten Ende Oktober/Anfang November 2023. Aktien stiegen, Anleiherenditen fielen und der US-Dollar wertete ab, nachdem Daten veröffentlicht worden waren, die für den Oktober eine geringere Gesamt- und Kerninflation in den USA zeigten. Die schwächer als erwartet ausgefallenen Daten nährten die Hoffnung, dass der Zinserhöhungszyklus der Federal Reserve beendet ist und die Zinsen 2024 gesenkt werden könnten. In diesem Umfeld gehen wir davon aus, dass EM-Aktien weiterhin deutlich besser abschneiden werden als anlageübergreifende Alternativen und andere DM-Aktien.

Das Risiko besteht eindeutig darin, "out" zu sein und nicht "in", aber unserer Meinung nach werden EM-Aktien zu Unrecht immer noch wahrgenommen, als seien sie durch den EM-EPS-Strom der Vergangenheit unterstützt. Wir glauben, dass die Wahrnehmung der Realität weit hinterherhinkt. Nichts erhöht das Bewusstsein so sehr wie die Angst, eine Rallye zu verpassen, wenn die Opportunitätskosten dafür hoch sein könnten. Wir glauben, dass dann das Bewusstsein für die wahren Vorzüge der Anlageklasse wieder aufleuchten wird.

Unserer Meinung nach werden EM-Aktien falsch benannt, falsch bewertet und völlig missverstanden. Wir glauben, dass eine anständige Neubewertung des KGV-Multiplikators die Lebensgeister bald wieder in den Vordergrund rücken wird, wie in den Jahren 2004-08. Wir glauben, dass dieser Zeitpunkt ebenso atemberaubend sein könnte.

Über Tim Love



ACTIVE EQUITIES

Lukas Knüppel, Investment Director, Japanische Aktien

Japanische Aktien - In Japan bieten sich einzigartige Anlagechancen in Qualitätsunternehmen zu vernünftigen Preisen

Zu Beginn des Jahres 2024 befinden wir uns in Bezug auf verschiedene Aspekte der Investitionslandschaft an einem entscheidenden Wendepunkt. Einerseits haben wichtige Branchenindikatoren wie die Aufträge für Maschinen und Roboter oder der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe des US Institute for Supply Management (ISM), der stark mit den Industriesektoren in Japan korreliert, die Talsohle durchschritten und zeigen Anzeichen einer Erholung. Der weltweite Halbleiterabsatz erholt sich bereits. Darüber hinaus bauen viele Industrieunternehmen erfolgreich die überschüssigen Lagerbestände ab, die sich angesammelt hatten, als sich die Verbrauchernachfrage nach der Pandemie weltweit abrupt von Waren auf Dienstleistungen verlagerte. Diese positiven Entwicklungen deuten insgesamt darauf hin, dass der Industriesektor in Japan im Jahr 2024 eine stärkere Performance erwarten kann.

Unternehmen, die sich auf den Binnenkonsum und den Dienstleistungssektor konzentrieren, dürften dagegen zu normaleren Wachstumsraten zurückkehren. Diese Prognose basiert auf einem Vergleich der für 2024 erwarteten Performance mit der aussergewöhnlichen Erholung in Japan nach dem Konsumboom nach Covid und dem Wiederaufleben des Tourismus, der die Inlandsausgaben ankurbelte.

Gewinnwachstum: Bescheiden, aber mit Potenzial für Aufwärtskorrekturen

Unser Ausblick für 2024 für börsennotierte japanische Unternehmen beinhaltet ein mittleres einstelliges Gewinnwachstum in Yen, gefolgt von einer weiteren Beschleunigung um 10 % im Jahr 2025. Auch wenn dies im Vergleich zum 10-Jahres-Durchschnitt von 8 % bescheiden erscheinen mag, besteht Potenzial für Aufwärtskorrekturen, wenn unser optimistisches Szenario einer stärkeren Erholung im verarbeitenden Gewerbe im Jahr 2024 eintritt.

Zinssätze: Abweichend von anderen Zentralbanken

Die Erwartung wächst, dass die Bank of Japan (BoJ) ihre langjährige Negativzinspolitik im Jahr 2024 beenden könnte, doch dürfte ein solcher Schritt relativ bescheiden ausfallen. Infolgedessen haben japanische Bankaktien im Jahr 2023 eine erhebliche Aufwertung erfahren und ihre 10-Jahres-Durchschnittsbewertungen erreicht.

Wenn die BoJ im Jahr 2024 die Zinsen anhebt, wird sie sich von den anderen Zentralbanken abheben. Die globale Wirtschaftslage ist durch eine spürbare Verlangsamung der Inflation und eine allmähliche Entspannung auf den Arbeitsmärkten gekennzeichnet, was zu einer Stabilisierung der Zinssätze und der Möglichkeit von Zinssenkungen in den USA und anderen Ländern beitragen kann.

Anlagechancen

In Anbetracht dieser Faktoren sind wir der Ansicht, dass sich für japanische Aktien einzigartige Anlagechancen ergeben, die es uns ermöglichen, zu vernünftigen Preisen in Qualitätsunternehmen zu investieren, die wir schon lange auf dem Radar haben. Trotz der deutlichen Outperformance der Value-Titel, insbesondere im Bankensektor, im Jahr 2023, halten wir an unserer strategischen, langfristigen Perspektive unverändert fest. Wir konzentrieren uns weiterhin darauf, an der Wertschöpfung wachsender Unternehmen in attraktiven Sektoren zu partizipieren und strukturelle Trends zu nutzen. Unser Hauptziel besteht weiterhin darin, in Qualitätsunternehmen mit robusten Margen und soliden Fundamentaldaten zu investieren.



Lukas Knüppel
Investment Director

Über Lukas Knüppel



ACTIVE EQUITIES

Daniel Häuselmann, Investment Director, Schweizer Aktien

Schweizer Aktien - Preissetzungsmacht wird weiter an Bedeutung gewinnen

Nach einem schwierigen Jahr 2022 stand der Schweizer Aktienmarkt 2023 vor einer weiteren Herausforderung. Die Aktienkurse erholten sich von Oktober 2022 bis Mai 2023 massiv, durchliefen dann aber eine starke Konsolidierung. Der Markt wurde weitgehend von makroökonomischen Faktoren bestimmt, und zu Beginn dieses Jahres herrschte Optimismus, dass sich das globale Wirtschaftswachstum erholen würde. Die pandemiebedingte Erholung und die daraus resultierende Belastung der Lieferketten führten jedoch zu höheren Lagerbeständen. Ursprünglich war erwartet worden, dass die Anpassung der Lagerbestände im ersten oder zweiten Quartal abgeschlossen sein würde, aber es dauerte länger als erwartet. Wir gehen davon aus, dass dieser Prozess bis Ende 2023 abgeschlossen sein wird.

Der Einfluss von Zinssätzen und Währungsschwankungen auf Schweizer Aktien

Der Schweizer Aktienmarkt reagiert sehr empfindlich auf die aktuellen Wirtschaftsdaten und die daraus resultierenden Zinsschwankungen, insbesondere nach der Zinserhöhung im Jahr 2023. Schweizer Aktien sind aufgrund des weltweiten Zinsanstiegs unter Bewertungsdruck geraten. Da die Zinsen über ein negatives oder nahe Null liegendes Niveau steigen, haben die Anleger Alternativen zu Aktien gefunden.

Eine weitere Herausforderung für Schweizer Unternehmen ist die Aufwertung des Schweizer Frankens gegenüber allen wichtigen Währungen im Jahr 2023. Dies schmälert ihre Erträge in Schweizer Franken, da sie einen Grossteil ihrer Umsätze im Ausland erwirtschaften. Die Schweizer Unternehmen haben sich jedoch an die starke Währung angepasst und ihren Wettbewerbsvorteil in der jüngsten Vergangenheit nicht verloren. Der starke Schweizer Franken motiviert sie dazu, ihre Kosteneffizienz und Produktivität zu steigern.

Ausserdem ist die Inflationsrate in der Schweiz mit rund 2,2 % für 2023 deutlich niedriger als in anderen Ländern, was einen geringeren Lohndruck zur Folge hat.

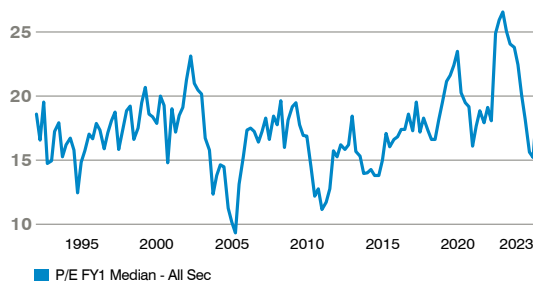
Unternehmensleistung und -aussichten

Die meisten Schweizer Unternehmen haben den Inflationsschock im Jahr 2022 gut verkraftet. Sie gaben die höheren Kosten an die Kunden weiter und nutzten ihre Preissetzungsmacht, um ihre Margen zu halten oder sogar leicht zu verbessern. In der Schweiz gibt es eine grosse Anzahl von Unternehmen mit hohen Marktanteilen und Geschäftsmodellen mit hohen Eintrittsbarrieren, die es ihnen ermöglichen, höhere Preise durchzusetzen. Während der Pandemie konnten die Unternehmen in der Regel ihre Preise erhöhen, doch heute ist dies nur möglich, wenn ein Unternehmen eine starke Wettbewerbsposition hat. Da die Wiedereröffnung der Lieferketten zu einem Preiswettbewerb führt, glauben wir, dass die Preissetzungsmacht im aktuellen Umfeld noch wichtiger wird.



Daniel Häuselmann
Investment Director

KGV-Median für Schweizer Unternehmen nahe am langfristigen Durchschnitt



Quelle: GAM Equity Analytics, Bloomberg. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für aktuelle oder zukünftige Trends.

Unsere Anlagestrategie

Wir konzentrieren uns stark auf Unternehmen mit hohem Gewinnwachstum und hoher Kapitalrendite, die in der Lage sind, Kapital erfolgreich in das Geschäft zu reinvestieren. Wir bevorzugen profitable, hochwertige und gut geführte Wachstumsunternehmen mit gesunden Bilanzen, die im Laufe der Zeit Marktanteile gewinnen und eine nachhaltige Wertschöpfung erzielen können. Diese Unternehmen sind in der Lage, in Forschung und Innovation zu investieren, neue Märkte zu erschließen und den Absatz trotz Krisen zu steigern und gestärkt aus Abschwüngen hervorzugehen. Der globale Einkaufsmanagerindex (PMI) ist seit mehr als einem Jahr rückläufig. Wir rechnen mit einer Erholung im Laufe des Jahres 2024. Dies dürfte den von uns favorisierten Small und Mid Caps Rückenwind geben. Sollte die Konjunkturabschwächung jedoch anhalten, dürften unsere Unternehmen dank ihrer gesunden Bilanzen und Margen widerstandsfähig sein. Wir glauben, dass die Marktführer im nächsten Aufschwung überproportional wachsen können. Die Bewertungen sind angemessen - die meisten Aktien werden in der Nähe ihres historischen Durchschnitts-Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV) gehandelt, so dass der Schweizer Aktienmarkt für mittel- und langfristige Anleger attraktiver geworden ist.

Über D. Häuselmann



ACTIVE EQUITIES

**Christian Munafo, Chief Investment Officer,
Liberty Street Advisors**

Private Shares - Eine Gelegenheit, am beschleunigten Wachstum von Unternehmen teilzuhaben, die länger in Privatbesitz bleiben

Durch Investitionen in private, hoch differenzierte Unternehmen in der Spätphasenfinanzierung aus Bereichen wie Künstliche Intelligenz und maschinelles Lernen, Cybersicherheit, Robotik, Big Data und Analytik sowie Fintech, die in der Regel robuste operative Kennzahlen aufweisen und oft über sehr solide Bilanzen verfügen, können Anleger im Vergleich zu öffentlichen Aktien unserer Meinung nach potenziell attraktive risikobereinigte Renditen während der Haltedauer erzielen, und das bei weitaus geringerer Volatilität. Wir sehen die bedeutendsten Innovationen und Umwälzungen weiterhin auf dem privaten Markt, was unserer Meinung nach einmal mehr unterstreicht, wie wichtig es für alle Anleger ist, Zugang zur privaten Innovationswirtschaft zu haben.

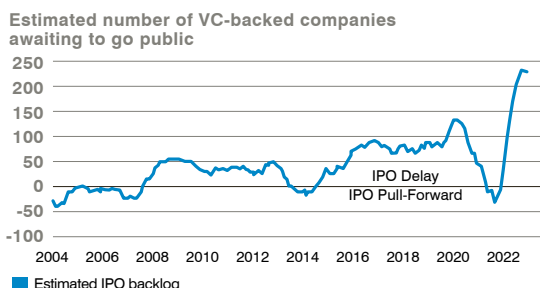
Das obige Diagramm zeigt die geschätzte Zahl der VC-finanzierten Unternehmen, die auf einen Börsengang warten. Früher war der Weg von der Gründung bis zur Börsennotierung innovativer Technologieunternehmen relativ kurz. Nehmen Sie Apple (NASDAQ: AAPL) oder Adobe (NYSE: ADBE), die beide nur vier Jahre bis zum Börsengang brauchten. Heute sieht das anders aus, denn die Unternehmen bleiben länger in Privatbesitz. Atlassian (NASDAQ: TEAM) benötigte beispielsweise 15 Jahre für die Börsennotierung, während Airbnb (NASDAQ: AIBN) 17 Jahre benötigte. Es überrascht nicht, dass diese längere Vorlaufzeit bis zum Börsengang dazu geführt hat, dass die Zahl der Einhörner [private Unternehmen mit einem Wert von über USD 1 Mrd.] auf dem privaten Markt drastisch gestiegen ist, da sie zu grösseren Unternehmen heranreifen. Wenn solche Unternehmen an die Börse gehen (oder aufgekauft werden), geschieht dies in der Regel zu einem deutlich höheren Wert als in der Vergangenheit, was bedeutet, dass Investoren, die keinen privaten Zugang zu ihnen haben, möglicherweise einen Teil der Gelegenheit verpassen, am beschleunigten Wachstum dieser Unternehmen in späteren Entwicklungsphasen teilzuhaben.



Christian Munafo
Chief Investment Officer,
Liberty Street Advisors

Ein noch nie dagewesener Auftragsbestand von VC-Backed Pre-IPO Firmen

Ein stärkeres makroökonomisches Umfeld könnte in naher Zukunft zu einer Flut von Börsengängen führen

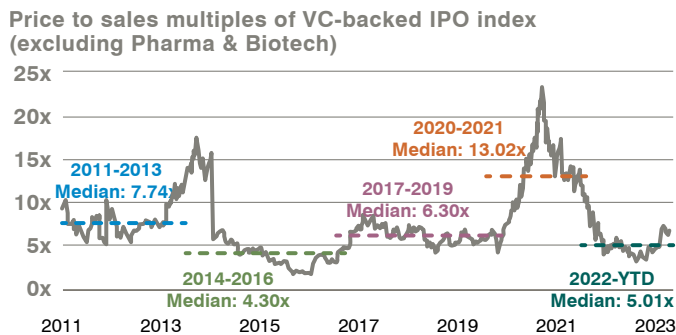


Quelle: iCapital per 12. Juni 2023. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für aktuelle oder zukünftige Trends.

Risikokapital ist traditionell für die meisten Anleger nicht zugänglich, abgesehen von den grössten Institutionen und wohlhabendsten Investoren. Je nachdem, in welcher Phase des Entwicklungszyklus Sie investieren, kann es auch unterschiedliche Risiko-Rendite-Profile geben. In der Regel bietet die beschleunigte Wachstumsphase, die von vielen als Spätphase von Risiko- und Wachstumskapital bezeichnet wird, ein attraktiveres Risiko-Rendite-Profil als frühere Phasen.

VC-gestützte IPO-Bewertungsmultiplikatoren auf historischem Tiefstand

Man erwartet, dass sich der historische Zyklus wiederholt, dies deutet darauf hin, dass ein Aufschwung wahrscheinlich unmittelbar bevorsteht



Quelle: Pitchbook NVCA Monitor per 30. September 2023. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für aktuelle oder zukünftige Trends.

Obwohl wir Anlegern niemals empfehlen, den Einstieg in eine Anlageklasse zu timen, insbesondere nicht in solche, die eine längerfristige Perspektive wie die unsere erfordert, können wir uns keinen besseren Zeitpunkt für eine Allokation in die Spätphase von Risiko- und Wachstumsunternehmen vorstellen, da sowohl die Möglichkeiten als auch das Ausmass der Preisverwerfungen auf dem Markt gegeben sind. Die Bewertungsmultiplikatoren für VC-gestützte IPOs befinden sich auf historischen Tiefstständen, wobei der Median des Kurs-Umsatz-Verhältnisses (P/S) des VC-gestützten IPO-Index (ohne Pharma und Biotech) auf einem Dekadentiefstand von 5 liegt. Wir gehen davon aus, dass sich dieser historische Zyklus wiederholen wird, und es gibt Anzeichen dafür, dass ein Aufschwung unmittelbar bevorsteht.

Wir sehen zahlreiche Anzeichen für einen Stimmungsumschwung zum Positiven und gehen davon aus, dass sich dieser Trend 2024 fortsetzen wird. Wir sind uns jedoch bewusst, dass das aktuelle makroökonomische Umfeld und die geopolitische Lage zahlreiche Herausforderungen mit sich bringen, die sowohl die Bewertungen als auch die Exit-Aktivitäten weiter beeinflussen können. Es ist jedoch wichtig zu verstehen, dass Investitionen, die in Zeiten der Verwerfungen getätigt wurden, in den darauffolgenden Jahren eine starke Performance erzielt haben, was vor allem auf die günstigen Einstiegspunkte und die Möglichkeit der Anleger, günstigere Bedingungen auszuhandeln, zurückzuführen ist, aber die Anleger müssen geduldig und diszipliniert sein und unsere langfristige Perspektive teilen, um davon zu profitieren.

Über Christian Munafo





SPECIALIST FIXED INCOME

SPECIALIST FIXED INCOME

Nelson Seo, Co-Founder und Managing Director,
Fermat Capital Management

Katastrophenanleihen und versicherungsgebundene Wertpapiere - Emissionen dürften die Spreads in Schwung halten

2023 war eines der besten Jahre in der Geschichte der Märkte für Katastrophenanleihen und Insurance-Linked Securities (ILS). Unserer Ansicht nach sind die Voraussetzungen für ähnliche Bedingungen im Jahr 2024 gegeben.

Der Rückversicherungsmarkt war in den Jahren 2022 und 2023 durch erhebliche Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage gekennzeichnet. Die Performance wurde durch eine Spread-Ausweitung im Jahr 2022 beeinträchtigt, die durch den Hurrikan Ian noch verschärft wurde. Die Fundamentaldaten mit der hohen und anhaltenden Inflation trieben jedoch die Nachfrage nach Rückversicherungsschutz an, während das Angebot an Rückversicherungs-/ILS-Kapital zurückging. Dies führte zu den dramatischen Renditen des Jahres 2023. Da diese Dynamik anhält, bleiben die Aussichten für das nächste Jahr unserer Meinung nach für die Anleger günstig.

Die Spreads der Katastrophenanleihen hatten im Dezember 2022 historische Höchststände erreicht und sind im Laufe des Jahres 2023 aufgrund von spekulativen Kapitalzuflüssen und gestiegenen Kuponrenditen etwas zurückgegangen. Während sich die Inflation verlangsamt, werden der Nachholbedarf und die Auswirkungen der "neuen Normalität" bei den von den Erstversicherern zu tragenden Wiederbeschaffungskosten die Nachfrage nach Risikotransfer in absehbarer Zukunft unterstützen. Dies bedeutet, dass die Emission von Katastrophenanleihen im Jahr 2024 noch umfangreicher ausfallen könnte, was die Spreads in Schwung halten dürfte.

Nach 2024 dürften die Spreads, sofern keine grösseren Katastrophen eintreten, wieder auf ein normales Niveau zurückkehren. Mit einem moderaten Engagement in der Spread-Duration in den Portfolios könnten die Anleger bei einer unausweichlichen Einengung der Spreads ein positives Ergebnis erzielen.



Nelson Seo
Co-Founder and
Managing Director,
Fermat Capital

Über Nelson Seo



SPECIALIST FIXED INCOME

Romain Miginiac, Head of Research und Fondsmanager,
Atlanticomnium

Nachrangige Schuldtitel - Ein deutliches Missverhältnis zwischen Fundamentaldaten und Bewertungen

Nach einem turbulenten Jahr 2023, das durch das Chaos im US-Bankensektor und die Übernahme der Credit Suisse durch die UBS gekennzeichnet war, haben die globalen Anleihemärkte einen starken Einbruch erlitten, da sich die Anleger an die Realität anhaltend hoher Zinssätze anpassen. Anleihegläubiger können von einem hohen Carry-Niveau profitieren - 10,9 % Rendite bis zum Call der Additional Tier 1 (AT1) Contingent Convertibles (CoCos) europäischer Banken und Konvexität angesichts des Potenzials einer Spread-Einengung und der Tatsache, dass Anleihen zum Nennwert abgerufen werden. Trotz der kurzfristigen Turbulenzen sind wir der Meinung, dass die aktuellen Marktverwerfungen in der Tat einen attraktiven Einstiegspunkt in die Märkte für nachrangige Schuldtitel darstellen, insbesondere für hochverzinsliche Vermögenswerte mit soliden Fundamentaldaten.

Starke Fundamentaldaten

Die Fundamentaldaten waren noch nie so günstig für Anleihegläubiger - die Grossbanken erzielten im dritten Quartal starke Gewinne, die sich durch "hässliche", "schlechte" und "gute" Merkmale auszeichnen. Das "hässliche" Merkmal ist, dass die Erträge mit einer zweistelligen Eigenkapitalrendite (ROE) bereits den Höhepunkt des Jahrzehnts erreicht haben könnten. Das 'schlechte' Merkmal ist die Stagnation des Kapitals um die Allzeithochs - mehr als EUR 500 Milliarden Überschusskapital. Das 'Gute' sind die hartnäckig günstigen Wertberichtigungen für Kreditausfälle und notleidende Kredite (NPL) - die Kreditqualität des Sektors ist zweifelsohne gut.

Attraktive Bewertungen

Die Stärke des europäischen Bankensektors spiegelt sich unseres Erachtens in den aktuellen Bewertungen nicht angemessen wider. Mit einem Spread von rund 530 Basispunkten zwischen dem optionsbereinigten Spread (OAS) und Treasury (ca. 11 % Rendite zum Call) ist es schwer, eine Perspektive zu finden, durch die AT1 nicht gut abschneiden. AT1-Anleihen bieten derzeit einen Spread-Aufschlag von ca. 100 Basispunkten (1 %) auf Hochzinsanleihen und US-Bankvorzugsaktien - die höchste Differenz, die in den letzten zehn Jahren beobachtet wurde. Zusätzlich zu den hohen Erträgen ist dies ein erster Schritt zu einem potenziellen Kursanstieg, da ein hohes Potenzial für eine Spread-Einengung besteht.

Konvexität und Call-Vorteile

Anleger können potenziell von einer erheblichen Konvexität profitieren, d. h. davon, dass sich Anleihekurse und -renditen bei schwankenden Zinssätzen nichtlinear verändern, da die Angst des Marktes vor einem Verlängerungsrisiko die Kurse weiter senkt. Etwa zwei Drittel der AT1-Anleihen sind nach wie vor mit einer unbegrenzten Laufzeit bewertet, was die Befürchtungen hinsichtlich der Refinanzierungsmöglichkeiten der Emittenten widerspiegelt. Nicht gekündigte Anleihen blieben 2023 die Ausnahme, da über 90 % der AT1-Anleihen zu ihrem ersten Kündigungstermin zurückgezahlt wurden (ca. USD 111 Mrd. von USD 118 Mrd.). Wir gehen davon aus, dass die Rückzahlung von Anleihen auch 2024 ein wichtiges Merkmal des Marktes sein wird, da selbst bei unserer konservativsten Erwartung mindestens 80 % der AT1-Anleihen gekündigt werden dürften. Unserer Ansicht nach sind viele der 2024 anstehenden Kündigungen bereits sicher, da einige AT1-Anleihen vorfinanziert wurden und zu ähnlichen oder niedrigeren Kosten ersetzt werden könnten.



Romain Miginiac
Fund Manager and
Head of Research,
Atlanticomnium

Hinzu kommt, dass die meisten europäischen Banken bereit sind, einige zusätzliche Kosten zu tragen, und dass die Banken in der Lage sind, die Anleihen ohne Refinanzierung durch den Einsatz von Überschusskapital abzurufen, so dass die Abrufunsicherheit begrenzt ist.

Unseres Erachtens sind die Argumente für nachrangige Finanzanleihen nach wie vor intakt, wobei eine deutliche Diskrepanz zwischen den Fundamentaldaten und den Bewertungen besteht. Der "Status-quo"-Katalysator - anhaltend hohe Erträge des Sektors in den kommenden Quartalen und zum Nennwert gekündigte Anleihen - unterstützt eine Normalisierung der Spreads. Während Anleger in AT1-Anleihen in der Regel von einem hohen Carry profitieren, lässt das Potenzial einer Spread-Einengung und einer Neubewertung der Anleihen zum Call die Tür für Kurssteigerungen und solide Gesamterträge in den nächsten 12 bis 24 Monaten offen.

Quelle: Bloomberg, Atlanti. Alle Angaben per 31.10.2023.

Über Romain Miginiac



SPECIALIST FIXED INCOME

**Paul McNamara, Investment Director,
Schwellenländeranleihen**

Schwellenländeranleihen - Ein Blick auf die Renditen und die wichtigsten Einflussfaktoren - Inflation und Leitzinsen - gibt uns Anlass zu Optimismus

Nach einem schlechten Jahr 2022, in dem die Zinsen stiegen, schnitten Schwellenländeranleihen (EM) sowohl in Landes- als auch in Hartwährung 2023 gut ab. Zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Berichts hatten beide Anlageklassen die Staatsanleihen der Industrieländer (DM), die US-Treasuries (die zugegebenermaßen ein schlechtes Jahr hatten) und die Investment-Grade-Unternehmensanleihen übertroffen; Schuldtitel in lokaler Währung übertrafen auch die US-Hochzinsanleihen, trotz eines indifferenten Jahres für den Dollar.

Grund zum Optimismus

In den beiden Kalenderjahren, in denen die Zinssätze weltweit angehoben wurden, haben die Schwellenländer eine solide Performance gezeigt. Eine Rallye Ende 2022 (als die DM-Zinsen weiter stiegen) bedeutete, dass die EM-Zinsen im Laufe des Jahres 2022 weniger stark stiegen als die DM-Zinsen. Im Jahr 2023 war die Outperformance sogar noch bemerkenswerter - im November lagen die EM-Renditen mehr als 1 % unter ihrem Höchststand ein Jahr zuvor. Die DM-Renditen erreichten ihren Höchststand erst im Oktober 2023 und sind nur 25 Basispunkte von diesem Höchststand entfernt, während wir diese Zeilen schreiben.

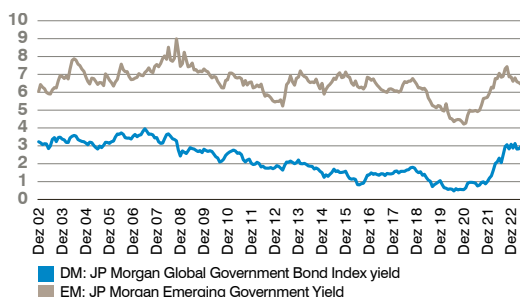
Ein Blick auf die Renditen und die wichtigsten Einflussfaktoren - Inflation und Leitzinsen - gibt uns Anlass zu Optimismus. Die meisten unserer optimistischen Einschätzungen für 2023 haben sich bestätigt - die niedrigeren Lebensmittel- und Energiepreise wirkten sich stärker in den Schwellenländern aus, wo Rohstoffe eine grössere Rolle für den Konsum und Dienstleistungen eine geringere Rolle für die Wirtschaftstätigkeit spielen.

Die Inflation ging rasch zurück, und die Zentralbanken reagierten darauf - im Allgemeinen vorsichtiger als ihre Pendanten in der DM-Region, aber bis 2023 hatten selbst hawkische Institutionen wie die Zentralbanken Chiles und Brasiliens mit Zinssenkungszyklen begonnen. In den aufstrebenden Volkswirtschaften sehen wir weiterhin viel Wert. In mehreren Schwellenländern liegen die zukunftsgerichteten realen Renditen weit über den längerfristigen Durchschnittswerten, selbst wenn man eine weitere Disinflation berücksichtigt. Mexiko erscheint uns hier besonders attraktiv.



Paul McNamara
Investment Director

EM vs DM Renditen

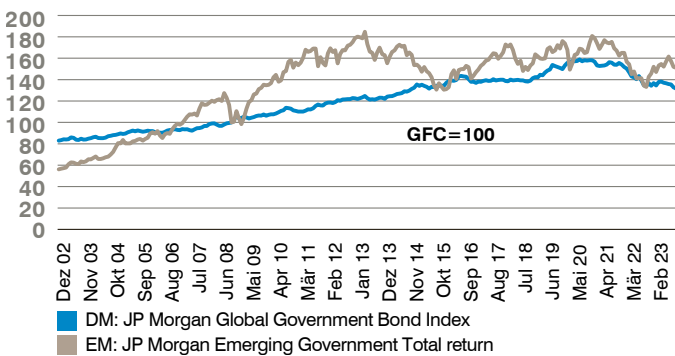


Quelle: JP Morgan. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für aktuelle oder zukünftige Trends.

Dieses rosige Bild der Zinssituation gibt uns in zweierlei Hinsicht Anlass zur Besorgnis: Erstens haben die Währungen der Schwellenländer genug getan, um die Renditen der Schwellenländer im Vergleich zu den DM ausserhalb der USA sehr komfortabel zu halten, während die Dollar-Renditen der Dollar-Stärke ausgeliefert waren; zweitens sind die Anleihemärkte in den DM durch die Aussicht auf ein noch nie dagewesenes Nettoangebot eindeutig angespannt, da die quantitative Straffung mit der Aussicht auf eine drastische Lockerung der Finanzpolitik weltweit zusammenfällt.

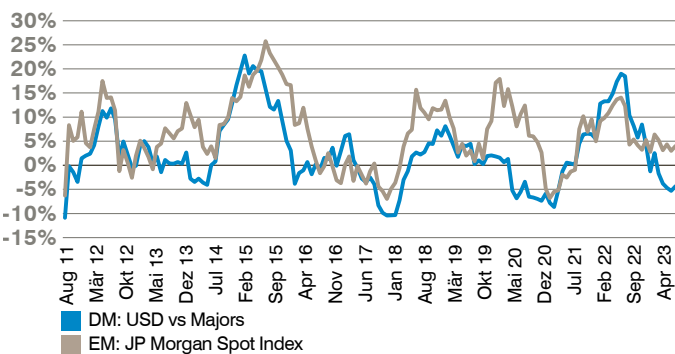
Das Problem für Schwellenländeranleihen in Landeswährung ist nach wie vor das Ausmass, in dem das globale Wachstum auf die USA ausgerichtet ist. In diesem Umfeld ist der Dollar fast zwangsläufig stark, vor allem jetzt, da die USA abermals kein bedeutender Ölimporteur mehr sind (aufgrund von Fracking). Seit der globalen Finanzkrise ist der Dollar in 10 von 14 Jahren gestiegen, und die vor der Krise bestehende Outperformance von Schwellenländeranleihen in lokaler Währung gegenüber Schwellenländeranleihen in USD hat sich umgekehrt.

EM vs DM Renditen - GFC=100



Quelle: Bloomberg, JP Morgan. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für aktuelle oder zukünftige Trends.

EM-Währungen folgen den DM-Währungen gegenüber dem US\$ (%yoy)



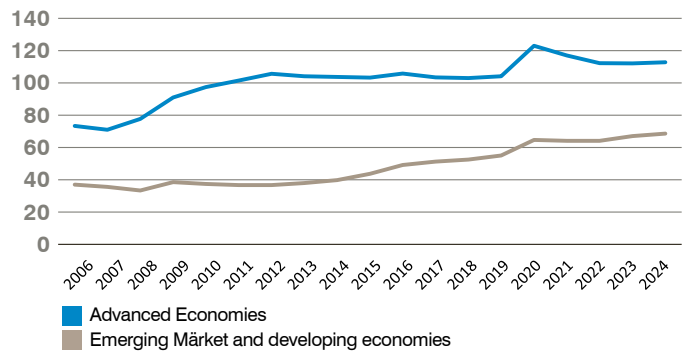
Quelle: Bloomberg, JP Morgan. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für aktuelle oder zukünftige Trends.

Positiv ist, dass wir Spielraum für ein stärkeres chinesisches Wachstum sehen, was traditionell vor allem die Währungen der Rohstoffexporteure anhebt, aber für Europa ist es schwieriger, zuversichtlich zu sein. Die straffe Finanzpolitik und institutionelle Rigiditäten belasten weiterhin das Wachstum in der Region. Hinzu kommt die anhaltende Bedrohung durch den Abbruch der russischen Gaslieferungen. Der letzte Winter hat zwar gezeigt, dass Europa mit einem milden Winter zurechtkommt, aber der starke Anstieg des Gasverbrauchs bei einem weniger milden Winter birgt ein Risiko für den Kontinent.

Steigende globale Staatsverschuldung

Die steigende globale Staatsverschuldung sollte auf den ersten Blick ein Pluspunkt für die Schwellenländer sein. Die Staatsverschuldung - netto oder brutto - in den Schwellenländern ist in der Regel viel niedriger als in den Industrieländern und ist seit der GFC (auch während der Covid-Pandemie) weniger gestiegen. Wir haben aus mehreren Gründen Bedenken gegen diese oberflächliche Darstellung: Eine steigende Laufzeitprämie dürfte sich nicht auf die Industrieländer beschränken; die realen Renditen sind in den Schwellenländern weiterhin höher und die Institutionen schwächer, so dass die finanzierbare Staatsverschuldung niedriger sein wird; und die Länder mit der niedrigsten Verschuldung sind zwangsläufig nicht die grossen Emittenten, wo das Marktengagement liegt. Wir erkennen Spielraum für eine gewisse Outperformance, sehen jedoch erhebliche Risiken für einen grundsätzlich günstigen Ausblick bei EM-Zinsen.

Brutto-Staatsverschuldung: BIP



Quelle: IWF. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für aktuelle oder zukünftige Trends.

Hartwährungsanleihen - Staatsanleihen aus Schwellenländern, die in DM-Währungen emittiert werden - entwickelten sich wie üblich sehr ähnlich wie Unternehmensanleihen mit ähnlichem Rating, die in denselben Währungen begeben werden. Wie es sich für ein starkes Jahr für Risikoanlagen gehört, schnitten die am niedrigsten bewerteten Kredite 2023 am besten ab, wobei notleidende Länder wie die Ukraine, Sri Lanka, Pakistan und Venezuela eine Rendite von über 40 % (159 % im letzten Fall) erzielten. Hier sind die Aussichten für 2024 einfacher - ohne eine Rezession oder eine Verlangsamung, die rezessionsähnliche Auswirkungen hat, sollten die sehr hohen Verzinsungen zu starken Renditen führen, wobei der schwächste Teil des Kreditstapels am besten abschneidet, auch wenn er wahrscheinlich nicht ganz so hervorragend sein wird wie im Jahr 2023.

Über Paul McNamara



SPECIALIST FIXED INCOME

Tom Mansley, Investment Director,
Mortgage-Backed Securities

Mortgage-Backed Securities - Die vorrangigen Anleihen, auf die wir uns konzentrieren, sind durch solide Hypotheken mit hohem Eigenkapital und geringem Ausfallrisiko abgesichert

Der US-Wohnungsmarkt hat sich uneinheitlich entwickelt; die Hauspreise steigen, aber der Anstieg der Hypothekenzinsen stellt eine Herausforderung für den Wohnungsmarkt dar. Die Erschwinglichkeit von Einfamilienhäusern hat sich für Erstkäufer erheblich verschlechtert. Die Preise für Einfamilienhäuser sind zunächst leicht gesunken, dann aber in diesem Jahr sieben Monate lang gestiegen, was vor allem auf die Angebotsknappheit bei Kauf- und Mietwohnungen sowie auf den Nachholbedarf der Millennials zurückzuführen ist, die neue Haushalte gründen.

Die Leerstandsquoten sind auf einem historischen Tiefstand, und angesichts des starken Wachstums bei der Haushaltsbildung ist ein nachhaltiger Anstieg des Wohnungsneubaus erforderlich. Die derzeitige Zunahme des Baus von Einfamilienhäusern reicht nicht aus, um die starke Nachfrage zu decken.

Aus diesem Grund erwarten wir eine starke Unterstützung der Hauspreise, selbst wenn wir einen erheblichen wirtschaftlichen Abschwung erleben. In unserem Basisszenario für 2024 gehen wir von einem moderaten Rückgang der Hypothekenzinsen und einer Stabilisierung der Preise aus, da der Wohnungsmarkt weiterhin durch knappe Bestände eingeschränkt wird.

Wir favorisieren Wertpapiere, die in der Kapitalstruktur vorrangig sind und durch bewährte Hypotheken besichert sind, die vor der globalen Finanzkrise von 2007-2008 ausgegeben wurden, während die Hausbesitzer über ein erhebliches Eigenkapital in ihren Häusern verfügen. Dies stellt einen starken Anreiz für Hausbesitzer dar, ihre Hypothekenzahlungen auch in finanziell angespannten Zeiten fortzusetzen, um eine Zwangsversteigerung zu vermeiden. Diese Wertpapiere bieten im Falle eines Hauspreisverfalls oder einer Rezession einen deutlich höheren Schutz vor Zahlungsausfällen als neuere Hypotheken.

Wir glauben, dass die Aussichten für diese Wertpapiere aus mehreren Gründen positiv sind:

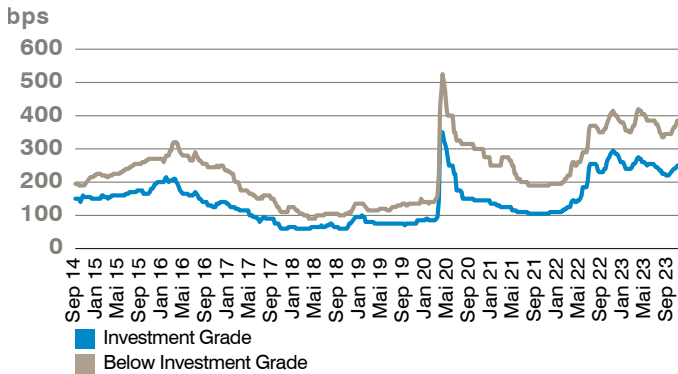
- **Die Spreads für ältere Residential Mortgage-Backed Securities (RMBS) liegen am oberen Ende der historischen Spanne**

Die derzeit weiten Spreads erlauben die Möglichkeit von Kapitalgewinnen zusätzlich zum Carry. Neben der soliden Bonität ist unserer Meinung nach einer der wichtigsten Katalysatoren für eine Spread-Einengung das schwindende Angebot an RMBS-Neuemissionen im derzeitigen Hochzinsumfeld.



Tom Mansley
Investment Director

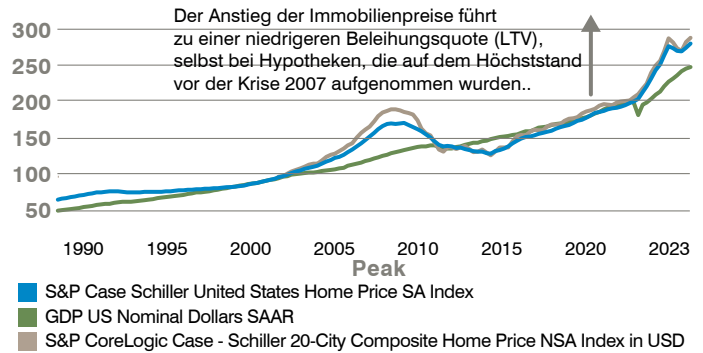
Ältere RMBS-Spreads



Quelle: Trace, Wells Fargo Securities, 10. November 2023.
Nur für illustrative Zwecke. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für aktuelle oder zukünftige Trends.

S&P Case Schiller Vereinigte Staaten Hauspreis SA Index

Vom 28. Februar 1987 bis 31. August 2023



Quelle: Bloomberg. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für aktuelle oder zukünftige Trends.

- Starke zugrunde liegende Hypothekendarlehen in älteren RMBS**

Hypotheken, die vor 2009 aufgenommen wurden, verzeichneten in den letzten 15 Jahren eine starke Wertsteigerung der Immobilienpreise (HPA). Im Durchschnitt hat ein Hypothekendarlehen, das zum Höchststand vor der Krise im Jahr 2007 vergeben wurde, einen Wertzuwachs von über 50 % erfahren. Der Anstieg des zugrundeliegenden Immobilienwerts verbessert die Performance der Hypotheken durch niedrigere Ausfallquoten und höhere Rückzahlungsquoten im Falle eines Ausfalls.

- Defensive Positionierung auch in einer Rezession**

Die vorrangigen Anleihen, auf die wir uns konzentrieren, sind durch solide Hypotheken mit hohem Eigenkapital und geringem Ausfallrisiko unterlegt, wie oben beschrieben. Die derzeitige Wirtschaftslage mit niedriger Arbeitslosigkeit, geringer Verschuldung der Haushalte und hohen Ersparnissen spricht ebenfalls für die Kreditwürdigkeit der Wertpapiere, selbst im Falle einer Rezession. Darüber hinaus verfügt die durchschnittliche Hypothek, in die wir investieren, über ein ausreichendes Wertpolster, um einem potenziellen Rückgang der Immobilienpreise standzuhalten, der das Ausmass des GFC übersteigt.

Über Tom Mansley





ALTERNATIVES

ALTERNATIVES

Dr. Chris Longworth, Head of GAM Systematic und
Guglielmo Mazzola, Head of Systematic Investments Specialists

Systematic Core Macro - Schrittweise Reaktion auf Veränderungen der Marktbedingungen bei dynamischem Risikomanagement

Systematisches Investieren hat in den letzten Jahren vor dem Hintergrund der schwachen Performance traditioneller 60/40-Portfolios wieder an Interesse gewonnen. Vor allem systematische Trendfolgestile schnitten 2022 extrem gut ab, begünstigt durch starke Trends an den Getreide- und Energiemärkten nach der Invasion in der Ukraine sowie durch die Fähigkeit von anhaltenden Rückgängen bei Aktien und Anleihen zu profitieren. Viele Trendfolgemanager hatten im Jahr 2023 zu kämpfen, da sich die starken Marktumkehrungen im März nach dem Zusammenbruch der Silicon Valley Bank als schwierig erwiesen. Andere systematische Ansätze, wie z. B. Value- oder Carry-Strategien, haben sich im vergangenen Jahr jedoch wesentlich besser geschlagen.

Direkte Vorhersagen oder Spekulationen über das künftige Marktverhalten stehen im Widerspruch zum systematischen Anlageansatz, da ein solider systematischer Rahmen versuchen wird, sich im Einklang mit den Marktentwicklungen zu positionieren, um wahrscheinliche Anlagechancen zu nutzen, sobald sie auftreten. Mit Blick auf das Jahr 2024 sind wir jedoch der Meinung, dass viele der Schlüsselthemen, die die Märkte im Jahr 2023 angetrieben haben, weiterhin relevant sein werden.

Der anhaltende Russland-Ukraine-Konflikt und die fortgesetzten Spannungen im Nahen Osten werden wahrscheinlich zu einer beharrlichen Volatilität der Energiepreise führen. Auch die makroökonomischen Aussichten sind nach wie vor ungewiss, und die Geldpolitik der Zentralbanken wird die Aussichten für die Renten- und Aktienmärkte weiterhin stark beeinflussen, insbesondere zum Jahresende hin, wenn in den meisten grossen Volkswirtschaften die Devisen gilt: " Höher für eine längere Zeit ".

Diese Unsicherheiten und die daraus resultierende Volatilität der zugrunde liegenden Märkte begünstigen im Allgemeinen die Stärken eines systematischen Ansatzes, der schrittweise auf Veränderungen der Marktbedingungen reagiert und gleichzeitig das Risikoprofil des Portfolios dynamisch steuern kann.

Als systematische Anleger beobachten wir den Konzentrationsgrad der Märkte, in die wir investieren, sehr genau. Ein stärker diversifiziertes Universum bietet mehr unabhängige Handelsmöglichkeiten für das Portfolio, was im Allgemeinen zu höheren erwarteten Renditen führt. Eine Möglichkeit, dies zu veranschaulichen, besteht darin, die Anzahl der unabhängigen Faktoren zu betrachten, die in den Renditen einer Reihe von Märkten enthalten sind. Die nachstehende Grafik zeigt dies für die zehn liquidesten Rohstoffmärkte, zu denen die Energie-, Metall- und Agrarmärkte gehören. In Zeiten makroökonomischen Stresses, z. B. während des Ausbruchs der Covid-Epidemie oder der Invasion in der Ukraine, kann sich die Zahl der unabhängigen Faktoren verringern, da sie schwinden und sich die Märkte ähnlicher verhalten. Wir sind der Meinung, dass diese Anlageklasse bis 2024 ein viel breiteres Spektrum an Möglichkeiten bieten wird.

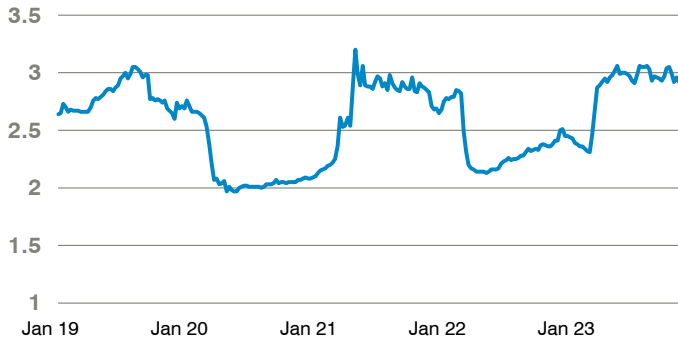


Dr Chris Longworth
Head of GAM Systematic



Guglielmo Mazzola
Head of Systematic
Investments Specialists

Anzahl der unabhängigen Faktoren, die die Renditen der zehn liquidesten Rohstoffmärkte bestimmen



Quelle: GAM Systematic. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für aktuelle oder zukünftige Trends.

Ein weiterer wichtiger Faktor bei den Aussichten für systematische Strategien sind die gestiegenen Finanzierungskosten. Das derzeitige Zinsumfeld stellt traditionelle Anlagen, die in der Regel sehr liquiditätsintensiv sind, vor Finanzierungsprobleme, was die Überschussrendite schmälert. Umgekehrt ist dies bei Strategien wie systematischen Makrostrategien, die hauptsächlich in Derivate investieren, häufig nicht der Fall. Hierfür werden in der Regel nur "Margins" gezahlt, während der Grossteil der Vermögenswerte im Portfolio in Barmitteln oder anderen liquiden Instrumenten gehalten wird, die von dem höheren risikofreien Zinssatz profitieren.

Über Dr. C. Longworth





MULTI ASSET

MULTI ASSET

**Julian Howard, Lead Investment Director,
Multi Asset Class Solutions (MACS),
London**

Multi-Asset - Eine Konzentration auf übergreifende Trends war wohl noch nie so notwendig wie heute

Da sich das Jahr 2023 dem Ende zuneigt, kann man davon ausgehen, dass es das zweite Jahr in Folge sein wird, in dem die künftige Entwicklung der Inflation und der Zinssätze die Investitionslandschaft dominierte. Das Jahr 2024 wird wohl kaum von der gleichen Aufmerksamkeit verschont bleiben. Ja, die Inflation in den USA geht zurück, aber nur relativ langsam, und die Kerninflation hält sich hartnäckig bei 4 %. Die US-Notenbank (Fed) wird daher in Alarmbereitschaft bleiben, da sie das Gefühl hat, dass ihre Aufgabe noch nicht ganz erledigt ist. Darüber hinaus könnte die offensichtliche Ohnmacht der Hauptwaffe der Fed, des Diskontsatzes, die US-Notenbank zu einer restriktiveren Haltung veranlassen, als die Anleger erwarten. Auch wenn die Zinssätze gestiegen sind (5,5 % zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Berichts), ist der US-Arbeitsmarkt nach wie vor angespannt, denn die Arbeitslosenquote liegt bei nur 3,7 % und die Nominallöhne wachsen immer noch um über 4 % pro Jahr. Eine Rezession ist unter diesen Bedingungen also alles andere als offensichtlich, auch wenn der Immobilienmarkt ins Stocken geraten ist und die Zahlungsausfälle bei Kreditkarten zunehmen.

Abgesehen von den USA weist die chinesische Wirtschaft etwas weniger enttäuschende Zahlen auf, die sich fortsetzen könnten, wenn den Währungsbehörden weiterhin der Spagat gelingt, den Immobilienmarkt abzukühlen, ohne die Gesamtwirtschaft zusammenbrechen zu lassen. So ermutigend dies auch sein mag, nichts davon ändert wirklich etwas am längerfristigen Kalkül für die Weltwirtschaft, nämlich der säkularen Stagnation. Wie der Internationale Währungsfonds (IWF) in seinem jüngsten Weltwirtschaftsausblick feststellte, lag das weltweite BIP-Wachstum in den fünf Jahren vor der Pandemie im Durchschnitt bei fast 4 %, doch in den nächsten fünf Jahren wird es voraussichtlich nur noch durchschnittlich 3 % betragen (siehe Grafik).

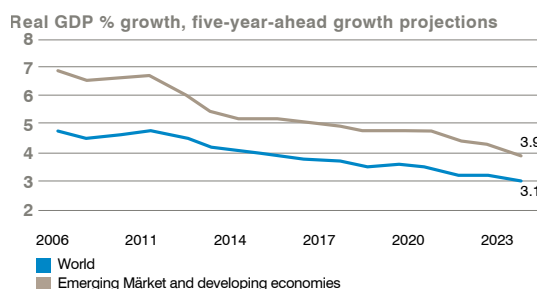
Anhaltende Ungleichheit, schrumpfende Erwerbstätigkeit, demografische Herausforderungen, Handelsprotektionismus und Klimawandel dürften das Wachstum stark belasten, selbst wenn die USA irgendwie der Rezession entgehen und China sich durchwursteln kann.



Julian Howard
Lead Investment Director

Die säkulare Stagnation bleibt das langfristige Wachstumsschicksal der Welt

Vom 31. Okt. 2008 bis 31. Okt. 2023



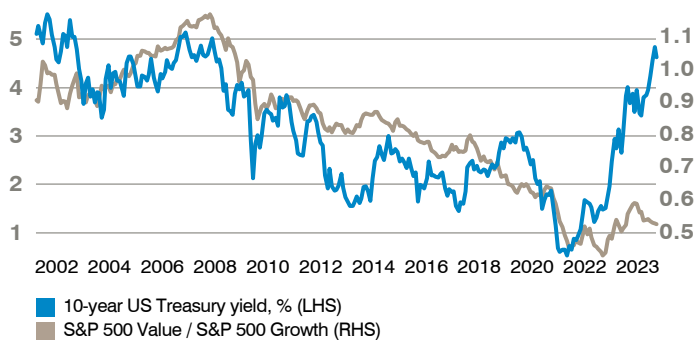
Quelle: IMF World Economic Outlook (WEO). Die horizontale Achse bezieht sich auf das Jahr, in dem die Projektion durchgeführt wird. 2008-2022 = April WEO, 2023 = Oktober WEO. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für aktuelle oder zukünftige Trends.

In diesem düsteren Wachstumskontext ist die gute Nachricht, dass sich die Inflation und damit auch die Zinssätze von den derzeitigen Niveaus aus allmählich beruhigen dürften. Womit wir bei den Märkten wären. In den USA - die die weltweiten Aktienindizes dominieren - werfen Aktien derzeit kaum mehr (Ertrags-)Rendite ab als Staatsanleihen. Damit sich dies ändert, muss es entweder zu einer Aktienkurskorrektur, einem Anstieg der Unternehmensgewinne oder einem deutlichen Rückgang der Anleiherenditen kommen.

Nichts davon ist an sich unmöglich, aber eine Marktkorrektur und/oder ein langsamer Rückgang der Anleiherenditen bei nachlassenden Inflations- und Wachstumsaussichten scheinen wahrscheinlicher als ein Anstieg der Unternehmensgewinne. Zu diesem Zeitpunkt dürften zumindest US-Aktien relativ attraktiver werden als Anleihen, und Aktien aus Schwellenländern würden auch von dem damit verbundenen schwächeren US-Dollar profitieren, da der Welthandel grösstenteils in Dollar abgerechnet wird. Diese Entwicklungen sind jedoch keineswegs sicher. Die Märkte könnten einfach weiter angespannt bleiben, da die Spekulationen über Künstliche Intelligenz (KI) Technologieaktien weiterhin stützen. Eines der auffälligsten Merkmale des Jahres 2023 war die anhaltend starke Performance des Sektors angesichts höherer Zinsen, die nach buchhalterischer Logik zu einem Ausverkauf bei Aktien mit hohem Ertragsstrom führen sollten (siehe Grafik).

US-Wachstumswerte (sprich: Technologie), die von der Künstlichen Intelligenz angetrieben werden, haben sich besser entwickelt, obwohl die Renditen gestiegen sind

Vom 29. Dez. 2000 bis 10. Nov. 2023



Quelle: Bloomberg. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für aktuelle oder zukünftige Trends.

Ebenso könnte es einige Zeit dauern, bis die Anleiherenditen sinken. Es ist wichtig zu beachten, dass der Renditeanstieg in der zweiten Jahreshälfte 2023 zu einem erheblichen Teil auf die sogenannte "Laufzeitprämie" zurückzuführen ist, die das Risiko misst, das Anleger in Staatsanleihen sehen. Angesichts zunehmender geopolitischer Spannungen, ausgedehnter Haushaltsdefizite und einer hoffnungslos zerstrittenen US-Politik könnte es etwas länger dauern, bis sich ein niedrigerer Inflations- und Wachstumspfad im Jahr 2024 auf den Anleihemärkten bemerkbar macht. Angesichts dieses unsicheren Bildes ist ein professionelles Anlagemanagement, das sich auf übergeordnete Trends konzentriert, wohl noch nie so notwendig wie heute. Bewährte Argumente wie die Fähigkeit von Aktien, Anleihen, Immobilien und Bargeld im Laufe der Zeit zu übertreffen, sowie die zusätzlichen Möglichkeiten, die sie bieten, um von den Gewinnen aus der technologischen Innovation in den USA und dem Aufstieg Chinas und der Schwellenländer zu profitieren, bleiben bei einem ausreichend langen Anlagehorizont ungetrübt. Die kurzfristige Volatilität in den kommenden Monaten könnte die Anleger jedoch verunsichern und zu unbeabsichtigten Fehlern verleiten, die sie vom optimalen Weg zu ihren finanziellen Zielen abbringen. Hier kommen sorgfältig strukturierte Aktienstrategien mit ergänzenden Kapitalerhaltungsanlagen, die Volatilitätsphasen ausgleichen können, ins Spiel. Durch einen glücklichen Zufall bietet einer der Hauptgegenwinde für Aktien in naher Zukunft - hohe risikofreie kurzfristige Renditen - auch hervorragende Risiko-Ertrags-Eigenschaften, die ideal geeignet sind, die Volatilität von Aktien auszugleichen. Ein solcher Pragmatismus sowie ein aktiver Fokus auf Transparenz und Einfachheit in den Portfolios werden in den kommenden Monaten von entscheidender Bedeutung sein, wenn sich die beschriebenen Herausforderungen stellen.

Über Julian Howard



MULTI ASSET

**Andrea Quapp, Lead Investment Director,
Multi Asset Class Solutions (MACS),
Kontinentaleuropa**

Multi Asset - Herausforderungen und Chancen

Wir haben im Jahr 2023 das Tal der Tränen durchschritten, in der Hoffnung, dass es zu einem Quellgrund der Freude werden kann. Das bedeutet nicht, dass das kommende Jahr in Bezug auf die Ereignisse weniger herausfordernd sein wird, aber wir sind optimistisch, dass wir alle Hindernisse überwinden können. Wir werden Ruhe bewahren und fortfahren.

Anleihen: Ausgewogene Duration

Die Anleihemärkte haben eine grössere Volatilität erlebt als die Aktienmärkte. Dies ist sicherlich auf die Neupositionierung und Verschiebung der Präferenzen der Anleger zurückzuführen, nachdem sie jahrzehntelang Aktien gegenüber Anleihen bevorzugt haben. Die Zentralbanken haben nur zögerlich auf die steigenden Inflationsraten reagiert, und sie werden bei der Gegenbewegung wahrscheinlich ähnlich handeln. Aus diesem Grund bevorzugen wir bei Anleihen eine Strategie einer ausgewogenen Duration mit einer Neigung zu Unternehmensanleihen.

Aktien: Auftrieb für die Gewinnaussichten

Wir glauben, dass der US-Dollar an Attraktivität verlieren wird, wenn sich der Zinsabstand zu den europäischen und schweizerischen Währungen verringert und die US-Staatsverschuldung in die Höhe schießt. Dies wird allen Volkswirtschaften zugute kommen, die von Energieimporten abhängig sind. Infolgedessen werden die Inflationsraten sinken und der Lohndruck nachlassen, was unserer Meinung nach die Gewinnaussichten der Unternehmen deutlich verbessern wird. Angesichts der starken Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen rechnen wir mit höheren Gewinnen.

Die traditionellen Anlageklassen Aktien und Anleihen haben nach einer langen Zeit der Underperformance wieder an Attraktivität gewonnen. Dies wird die Anleger unserer Meinung nach davon abhalten, sich nach anderen Anlageklassen umzusehen, sofern diese nicht ein vergleichbares Risiko-Rendite-Profil aufweisen. Eine Diversifizierung durch Streuung der Anlagen auf verschiedene Anlageklassen ist unserer Ansicht nach jedoch immer von Vorteil.

Unsere Modellindikatoren legen drei Hauptstrategien nahe:

- Verringerung des Engagements in Staatsanleihen
- Erhöhung des Engagements in Aktien
- Vermeidung von Immobilieninvestitionen aus einer globalen Perspektive.



Andrea Quapp
Lead Investment Director

Über Andrea Quapp



OUTLOOK 2024



Stephanie Maier
Chief Sustainability
Officer



Jian Shi Cortesi
Investment Director
Wachstumsaktien Asien/
China



Niall Gallagher
Investment Director
Europäische Aktien



Mark Hawtin
Investment Director
Disruptive
Wachstumsaktien



Flavio Cereda
Investment Manager
Luxusaktien



Tim Love
Investment Director
Schwellenländeraktien



Lukas Knüppel
Investment Director
Japanische Aktien



Daniel Häuselmann
Investment Director
Schweizer Aktien



Nelson Seo
Co-Founder and
Managing Director,
Fermat Capital
Cat Bonds und
versicherungsggebundene
Wertpapiere



Romain Migniac
Fund Manager and
Head of Research,
Atlanticomnium
Nachrangige Schuldtitel



Paul McNamara
Investment Director
Schwellenländeranleihen



Tom Mansley
Investment Director
Mortgage-Backed
Securities



Dr Chris Longworth
Head of GAM Systematic
Systematic Core Macro



Guglielmo Mazzola
Head of Systematic
Investments Specialists
Systematic Core Macro



Christian Munafo
Chief Investment Officer
Liberty Street Advisors
Private Shares



Julian Howard
Lead Investment Director
Multi Asset
Solutions (MACS) -
London



Andrea Quapp
Lead Investment Director
Multi Asset
Solutions (MACS) -
Kontinentaleuropa

Abonnieren Sie den
Newsletter von
GAM Investments



GAM.com



Online Edition



Weitere Informationen finden Sie auf [GAM.com](https://www.gam.com)

Wichtige Hinweise und Informationen

Die hierin enthaltenen Informationen dienen nur zu Informationszwecken und sind nicht als Anlageberatung zu verstehen. Die hierin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen können sich ändern und spiegeln die Sichtweise von GAM im aktuellen wirtschaftlichen Umfeld wider. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit der hierin enthaltenen Informationen wird keine Haftung übernommen. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für aktuelle oder zukünftige Trends. Die erwähnten Finanzinstrumente dienen lediglich der Veranschaulichung und sind nicht als direktes Angebot, Anlageempfehlung oder Anlageberatung oder als Aufforderung zur Investition in ein Produkt oder eine Strategie von GAM zu verstehen. Die Erwähnung eines Wertpapiers stellt keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf dieses Wertpapiers dar. Die aufgeführten Wertpapiere wurden aus dem von den Portfoliomanagern abgedeckten Wertpapieruniversum ausgewählt, um dem Leser ein besseres Verständnis der dargestellten Themen zu ermöglichen. Die aufgeführten Wertpapiere werden nicht notwendigerweise von jedem Portfolio gehalten und stellen weder Empfehlungen der Portfoliomanager noch eine Garantie für die Verwirklichung der Ziele dar.

Dieses Material enthält zukunftsgerichtete Aussagen in Bezug auf die Ziele, Möglichkeiten und die zukünftige Performance des US-Marktes im Allgemeinen. Zukunftsgerichtete Aussagen können durch die Verwendung von Worten wie "glauben", "erwarten", "antizipieren", "sollten", "geplant", "geschätzt", "potenziell" und anderen ähnlichen Begriffen gekennzeichnet sein. Beispiele für zukunftsgerichtete Aussagen sind u.a. Schätzungen in Bezug auf die Finanzlage, die Betriebsergebnisse und den Erfolg oder Nichterfolg einer bestimmten Anlagestrategie. Sie unterliegen verschiedenen Faktoren, einschließlich, aber nicht beschränkt auf allgemeine und lokale wirtschaftliche Bedingungen, Veränderungen des Wettbewerbs innerhalb bestimmter Branchen und Märkte, Änderungen der Zinssätze, Änderungen in der Gesetzgebung oder Regulierung sowie andere wirtschaftliche, wettbewerbsbezogene, staatliche, regulatorische und technologische Faktoren, die sich auf die Geschäftstätigkeit eines Portfolios auswirken und dazu führen können, dass die tatsächlichen Ergebnisse erheblich von den prognostizierten Ergebnissen abweichen. Solche Aussagen sind zukunftsorientiert und beinhalten eine Reihe von bekannten und unbekanntem Risiken, Ungewissheiten und anderen Faktoren, und dementsprechend können die tatsächlichen Ergebnisse erheblich von denen abweichen, die in solchen zukunftsorientierten Aussagen widerspiegelt oder in Erwägung gezogen werden. Potenzielle Anleger werden darauf hingewiesen, dass sie sich nicht auf zukunftsgerichtete Aussagen oder Beispiele verlassen sollten. Weder GAM noch eine seiner Tochtergesellschaften oder Direktoren noch eine andere natürliche oder juristische Person übernimmt eine Verpflichtung, zukunftsgerichtete Aussagen aufgrund neuer Informationen, späterer Ereignisse oder anderer Umstände zu aktualisieren. Alle hierin gemachten Aussagen beziehen sich nur auf das Datum, an dem sie gemacht wurden.

GAM
Investments