

# Marktbericht zweites Quartal 2024

Geldpolitik am  
Wendepunkt

**Marktbericht zweites Quartal 2024**

Geldpolitik am Wendepunkt

**Wirtschaft**

- Die Aussichten haben sich etwas aufgehellt, insbesondere die USA fungieren als Stütze des globalen Wachstums.
- Die Inflationsraten nähern sich langsam den Zielwerten der Zentralbanken an.
- Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat die Zinswende bereits eingeläutet. Weitere Notenbanken dürften im Sommer folgen.

**Finanzmärkte**

- Aktien profitieren von einer positiven Dynamik, welche von besseren Konjunkturaussichten und soliden Unternehmensgewinnen gestützt wird, aber der Spielraum nach oben wird zunehmend geringer.
- Insbesondere Unternehmensanleihen im BBB- und BB-Segment erachten wir als teuer.
- Die Frankenschwäche dürfte in den kommenden Monaten anhalten.

**Risiken**

- Eine starke Abschwächung in China stellt nach wie vor ein bedeutendes Risiko für das Weltwirtschaftswachstum dar. Besonders exponiert sind Länder wie Australien, Südkorea und Chile, aber auch in Europa dürfte das Wachstum leiden.
- Die geopolitische Lage bleibt fragil. Weitere Angriffe auf Schiffe im Roten Meer könnten die Lieferketten längerfristig beeinträchtigen. Beides stellt ein Risiko für die Inflationsentwicklung dar.

**Weltwirtschaft: «America first»**

Die Wirtschaftsaussichten haben sich insgesamt aufgehellt. Starke regionale Unterschiede bleiben jedoch bestehen.

Schwach ist die wirtschaftliche Dynamik in Europa, Japan und China. **Deutschland**, der einstige Wachstumsmotor der Eurozone, kommt ebenfalls kaum vom Fleck. So wird dieses Jahr mit einer mageren Expansion der Wirtschaft von lediglich 0,1 Prozent gerechnet.

**Chinas** Immobilienkrise belastet weiterhin die Gesamtwirtschaft. Dennoch strebt die Regierung auch in diesem Jahr ein BIP-Wachstum von rund 5 Prozent an. Die jüngsten Frühindikatoren deuten zwar auf eine Stabilisierung der Konjunktur hin, aber um das ehrgeizige Wachstumsziel zu erreichen, sind weitere massive staatliche Massnahmen notwendig.

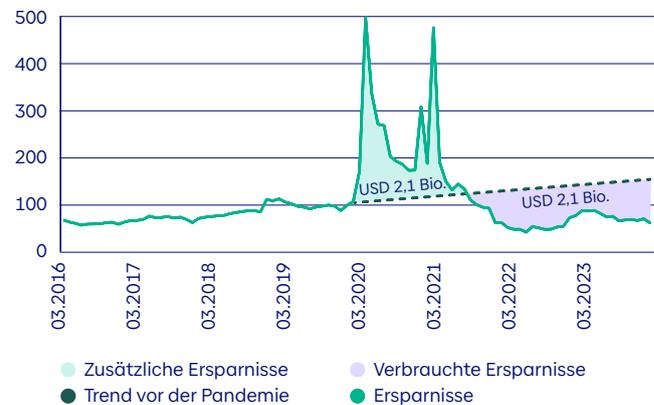
Dagegen zeigen sich die **USA** als treibende Kraft für das globale Wirtschaftswachstum. Die Prognosen für das diesjährige BIP-Wachstum wurden kontinuierlich nach oben revidiert. Aktuell rechnen Konjunkturoperaten mit einer Expansion von 2,2 Prozent. Dahinter steckt primär der bis anhin starke US-Konsument. Dessen Ausgaben machen rund zwei Drittel des US-Bruttoinlandprodukts aus.

Die Ersparnisse aus der Pandemie und der starke Arbeitsmarkt haben die Kaufkraft der privaten Haushalte gestützt. Die Arbeitslosenquote in den USA ist zwar jüngst leicht gestiegen, liegt aber immer noch auf einem historisch niedrigen Niveau. Bedeutender ist, dass die Ersparnisse aus der Pandemie im Aggregat inzwischen aufgebraucht sind (siehe Grafik). Jüngere und einkommensschwächere

Haushalte haben daher zunehmend Schwierigkeiten, ihre Kreditkartenabrechnungen und Autofinanzierungen zu begleichen. Der zu erwartende Zinsrückgang dürfte zumindest für eine gewisse Entlastung sorgen.

**Corona-Ersparnisse aufgebraucht**

in USD Mrd.



Quellen: Baloise, Federal Reserve Bank of San Francisco, per 01.04.2024

**Inflation**

Die Inflationsraten haben sich den Zielwerten der Notenbanken langsam angenähert. Wir gehen davon aus, dass die Teuerung in den USA und im Euroraum im Jahresverlauf weiter in Richtung auf die 2-Prozent-Marke hin sinken wird.

Die jüngsten Daten zeigen jedoch, dass der Weg zurück holprig ist. Während die Entspannung bei den Lieferengpässen im letzten Jahr zu sinkenden Kosten führte, haben die Anschläge auf Schiffe im Roten Meer und der

niedrige Wasserstand im Panamakanal zu längeren Lieferzeiten und wieder steigenden Preisen geführt. Auch die Energiepreise bleiben der unsicheren geopolitischen Lage ausgesetzt.

Deutlich entspannter ist die Situation in der Schweiz. Hier liegt die Inflation seit geraumer Zeit wieder unter 2 Prozent. Der befürchtete Anstieg durch die Erhöhung der Mehrwertsteuer, der Mieten und der Strompreise ist nicht eingetreten.

**Zahlen im Überblick, in Prozent gegenüber Vorjahr**

		2023	2024
<b>Schweiz</b>	BIP-Wachstum	0,8%	1,2%
	Inflation*	1,6%	1,5%
<b>USA</b>	BIP-Wachstum	2,5%	2,2%
	Inflation**	2,9%	2,3%
<b>Eurozone</b>	BIP-Wachstum	0,5%	0,5%
	Inflation*	2,7%	2,3%
<b>China</b>	BIP-Wachstum	5,2%	4,6%
	Inflation*	-0,3%	1,4%

\*Jahresendwert \*\*Gemessen am Konsumdeflator

Quellen: Baloise, Bloomberg Finance L.P., per 01.04.2024

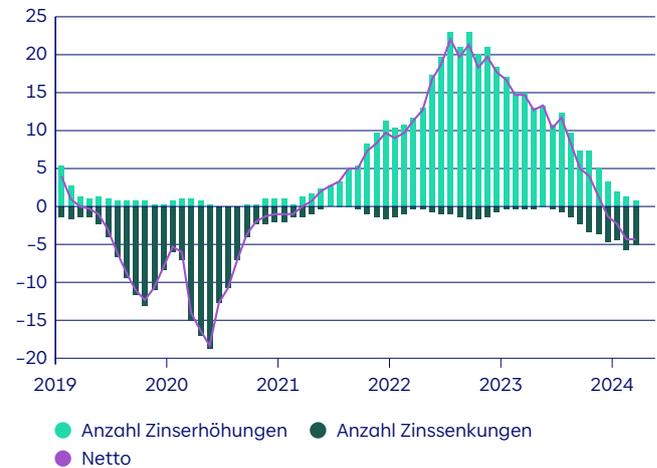
**Geldpolitik: Am Wendepunkt**

Der unerwartet starke Rückgang der Inflation in der Schweiz hat die **Schweizerische Nationalbank (SNB)** im März zu einer Zinssenkung veranlasst. Damit hat sie als erste Nationalbank der Industrieländer die Zinswende eingeleitet. Die Zentralbanken der USA und der Eurozone dürften im Sommer folgen. Allerdings sind die Inflationsraten dort noch deutlich höher als in der Schweiz, und die jeweiligen Währungshüter müssen erst das Risiko von Zweitrundeneffekten wie stark steigenden Löhnen ausschliessen können.

Damit folgen die Industrieländer den Zentralbanken der Schwellenländer, die bereits im vergangenen Jahr mit Zinssenkungen begonnen haben. Nach einem stark synchronisierten Zinserhöhungszyklus kommt es jetzt zunehmend zu einem synchronen Zinssenkungszyklus (siehe Grafik).

Im Gegensatz zu früheren Phasen, in denen die Zentralbanken ihre Politik gelockert haben, dürften die Zinssenkungen in den Industrieländern nur in kleinen Schritten erfolgen, da die Konjunktur überwiegend noch robust ist. Dies gilt insbesondere für die USA. Auch erwarten wir keine Rückkehr zu negativen Zinsen.

**Zinsscheide weltweit: Zinssenkungen überwiegen**  
 Rollierender Mittelwert über drei Monate



Quellen: Baloise, BIZ, per 01.04.2024

**Anleihen: Rückgang der Kreditaufschläge kaum nachhaltig**

**Rückblick:** Den zu Jahresbeginn stark ausgeprägten Zinssenkungsfantasien des Marktes erteilten die Währungshüter in den USA und im Euroraum eine klare Absage. Dies führte im ersten Quartal 2024 zu einer hohen Volatilität an der Zinsfront.

Die Kreditrisikoprämien sind im ersten Quartal 2024 weiter gefallen, besonders bei Euro-Unternehmensanleihen. Dies gilt für Anleihen im Investment-Grade-Segment, vor allem aber für Hochzinsanleihen aus dem BB-Rating-Segment. Die Spread-Differenz zu Anleihen mit BBB-Rating befindet sich auf dem niedrigsten Stand seit fünf Jahren.

Gleichzeitig spüren die Unternehmen zunehmend das gestiegene Zinsniveau. So ist der durchschnittliche Coupon, den Investment-Grade-Unternehmen ihren Investoren für Euro-Anleihen bieten müssen, deutlich gestiegen. Dass sich dieser Trend mit hoher Wahrscheinlichkeit noch verstärken wird, zeigt der Vergleich mit der geringsten potenziellen Rendite (unter Berücksichtigung von Kündigungsoptionen; Yield-to-Worst) von Euro-Investment-Grade-Unternehmensanleihen (siehe Grafik).

**Unternehmen spüren zunehmend das höhere Zinsniveau**  
Euro-Unternehmensanleihen im Investment-Grade-Segment



Quellen: Baloise, Bloomberg Finance L.P., per 02.04.2024

**Ausblick:** Vor dem Hintergrund des eher verhaltenen Konjunkturausblicks für Europa, der hohen geopolitischen Unsicherheit und des Wahljahres in den USA halten wir den jüngsten Rückgang der Kreditaufschläge für wenig nachhaltig.

Unternehmensanleihen im unteren Investment-Grade-Bereich (BBB-Rating) sowie im BB-Bereich erachten wir als teuer. Obwohl der Gesamtmarkt in Bezug auf die Entwicklung der Kreditrisiken ein eher ruhiges Bild zeigt, häufen sich seit diesem Jahr idiosynkratische Kreditereignisse. So haben Unternehmen aus dem Hochzins-Segment zunehmend Schwierigkeiten, ihre Verbindlichkeiten zu bedienen (z.B. Atos, Atilce, Intrum) oder müssen bei der Refinanzierung deutlich höhere Zinsen zahlen (z.B. Eutelsat).

Der starke Anstieg der Refinanzierungskosten sowie die hohe Zinsvolatilität am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve stellen die Unternehmen vor grosse Herausforderungen. Unternehmen, die in den nächsten drei Jahren einen hohen Refinanzierungsbedarf haben, sind klar im Nachteil und werden Abstriche bei der Profitabilität hinnehmen müssen, sofern die steigenden Fremdkapitalkosten nicht durch andere Massnahmen kompensiert werden können.

**Aktien: Starke Dynamik**

**Rückblick:** Für Aktienanleger war es ein starkes erstes Quartal. Und das, obwohl die Anleger zunehmend mit länger hoch bleibenden Leitzinsen in den USA und Europa rechnen mussten. Robuste Wirtschaftsdaten, solide Unternehmensgewinne und der Optimismus rund um die künstliche Intelligenz (KI) konnten dies mehr als ausgleichen und gaben den Aktienmärkten weiteren Auftrieb.

Der S&P 500 Index erreichte ein neues Allzeithoch und verzeichnete seit Jahresbeginn einen Kursanstieg von über 10 Prozent. Der Euro Stoxx 50 war mit über 12 Prozent sogar noch etwas stärker. Der Swiss Performance Index konnte knapp 6 Prozent zulegen. Die Schwellenländeraktien, belastet durch die Unsicherheit um China und den stärkeren US-Dollar, hinken mit einer mageren Performance von 1,9 Prozent weiterhin hinterher.

**Investieren bei Allzeithoch?**

Rendite über 3 Monate, Daten für den S&P 500 ab 1970



Quellen: Baloise, Bloomberg Finance L.P., per 02.04.2024

**Ausblick:** Haben US-Aktien nach dem Allzeithoch des S&P 500 noch Luft nach oben?

Ja, wenn auch etwas weniger als sonst. Es überrascht nicht, dass das Kurssteigerungspotenzial geringer ist, wenn man auf den jüngsten Höchstständen einsteigt.

Eine Analyse der Performance von US-Aktien in den letzten 53 Jahren zeigt, dass Anleger, die bei einem Allzeithoch eingestiegen sind, über drei Monate eine Rendite von maximal 16 Prozent erzielten. Bei einem Kauf auf niedrigerem Niveau waren es dagegen rund 40 Prozent. Im Median unterscheiden sich die Renditen jedoch kaum. In beiden Fällen konnte über drei Monate eine Rendite von durchschnittlich 2,6 Prozent erzielt werden.

Natürlich gab es auch Phasen, in denen man Geld verloren hätte. Jemand, der auf dem Hoch Ende 2019 investierte, verlor über drei Monate rund 30 Prozent durch die Corona-Krise im März 2020. Aber in rund zwei Dritteln der Fälle konnte man in den drei Monaten nach dem Allzeithoch eine positive Rendite erzielen. Auf eine Sicht von zwölf Monaten war dies sogar noch häufiger der Fall.

**Währungen: Der Franken lässt nach**

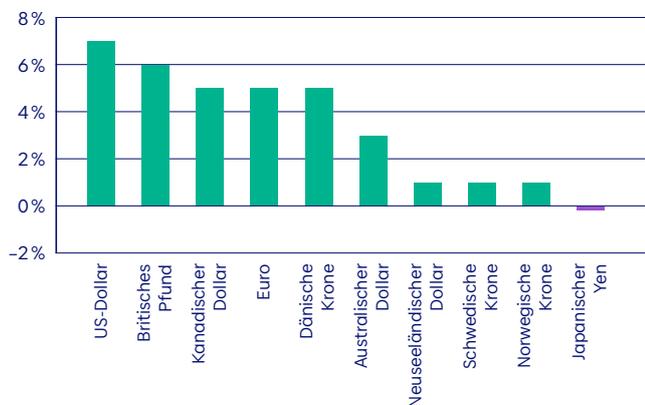
**Rückblick:** Nachdem das Jahr 2023 von einer starken Aufwertung des Schweizer Frankens geprägt war, drehte der Wind im ersten Quartal 2024.

Haupttreiber waren die Zinssenkungserwartungen. Ende 2023 rechneten die Investoren noch mit bis zu sieben Zinssenkungen im Jahr 2024. Angesichts der robusten Wirtschaftsdaten erwarten die Investoren nun nur noch halb so viele Zinssenkungen. Auch für die Eurozone wurden die Erwartungen nach unten korrigiert. Das höhere Zinsniveau stärkt den US-Dollar und den Euro. Dagegen verlor der Schweizer Franken angesichts der Lockerung durch die SNB gegenüber fast allen G10-Währungen an Wert (siehe Grafik). Eine Ausnahme bildete der Yen.

Zum Ende des ersten Quartals betrug die Aufwertung des US-Dollars gegenüber dem Schweizer Franken über 7 Prozent. Die Aufwertung des Euro betrug 4,7 Prozent.

**Schwächerer Schweizer Franken im ersten Quartal 2024**

Positive Zahl bedeutet eine Aufwertung der Währung gegenüber dem Schweizer Franken



Quellen: Baloise, Bloomberg Finance L.P., per 02.04.2024

**Ausblick:** Die geldpolitischen Tendenzen dürften auch in den kommenden Monaten für den Devisenmarkt ausschlaggebend sein. Für den Schweizer Franken bedeutet dies, dass weiteres Abwertungspotenzial besteht, solange der Zeitpunkt der Zinssenkungen anderer Zentralbanken unklar ist. Wir gehen aber nicht davon aus, dass die Paritätsmarke zum Euro kurzfristig wieder erreicht wird.

Die SNB hat im vergangenen Jahr stark am Devisenmarkt interveniert. Sie verkaufte Fremdwährungen im Umfang von 132,9 Milliarden Franken. Das ist sechsmal mehr als im Vorjahr. Die Verkäufe stärkten den Franken und dämpften

so den Inflationsdruck aus dem Ausland. Die SNB behält sich weiterhin vor, am Markt zu intervenieren, dürfte dies aber in den nächsten Monaten in deutlich geringerem Umfang tun.

**Immobilien Schweiz**

**Rückblick:** Die Zinssenkung der SNB wurde von den Immobilienanlegern begrüsst. In der Woche nach der geldpolitischen Lagebeurteilung der SNB vom 22. bis 28. März legte der SXI Real Estate Funds Broad Total Return Index um 1,6 Prozent zu und schloss die Woche bei 489,35 Punkten. Der Index schloss per 28.03.2024 mit einer Performance seit Jahresbeginn von 5,9 Prozent. Damit setzte sich der positive Trend des 4. Quartals 2023 fort.

Die minimalen Diskontierungssätze für Mehrfamilienhäuser in der Schweiz sind gemäss Umfrage von Fahrländer Partner leicht auf 2,06 Prozent gesunken. Dies reflektiert die bereits seit dem 3. Quartal rückläufigen langfristigen Zinsen wie auch die oben erwähnte Reduktion der Leit-zinsen durch die SNB.

Der hypothekarische Referenzzinssatz des Bundesamtes für Wohnungswesen beträgt weiterhin 1,75 Prozent.

Positiv ist nach wie vor die Nachfrage nach Mietwohnungen, die sich weiter erhöht. Dies vor allem aufgrund der konstant hohen Zuwanderung. Im Jahr 2023 betrug der Wanderungssaldo gemäss Staatssekretariat für Migration rund 99'000 Personen (+21,5 Prozent gegenüber dem Vorjahr). Im Vergleich zum Vorjahr sind die Angebotsmieten im Februar 2024 um 5,4 Prozent gestiegen.

Das Angebot an Büroflächen hat zugenommen und betrug im 4. Quartal 2023 4,7 Prozent des Bestandes (+1,5 Prozent gegenüber dem 4. Quartal 2022). Die Zunahme, der sich auf dem Markt befindenden Flächen ist auf eine leicht rückläufige Nachfrage zurückzuführen, wobei periphere Lagen deutlich stärker betroffen sind.

Die Verkaufsflächen stehen weiterhin unter Druck. Während die Nachfrage in städtischen Gebieten stabil ist, geht sie in ländlichen Gebieten zurück.

Angebotsseitig sind die Investitionsvolumen für Neubaubewilligungen für Mietwohnungen und Büroflächen im Jahr 2023 zurückgegangen. Die Baupreise sind im gleichen Zeitraum um zusätzliche 1,6 Prozent gestiegen. Im 3-Jahresvergleich sind die Baupreise bis Oktober 2023 um 15 Prozent gestiegen. Seither ist eine leichte Entspannung zu beobachten.

**Schweizer Immobilienfonds**

SXI Real Estate Funds Total Return Index



Quellen: Baloise, Bloomberg Finance L.P., per 02.04.2024

Bei Büro- und Verkaufsflächen wird davon ausgegangen, dass Nachfrage und Angebot ausgeglichen sind, wobei es regionale Unterschiede sowie Unterschiede zwischen innerstädtischen und peripheren Lagen gibt.

Die Zinssenkung der SNB dürfte die relative Attraktivität von Immobilien und Immobilienprodukten wieder etwas erhöhen und sich damit tendenziell positiv auf die Marktwerte auswirken.

**Ausblick:** Auf der Ertragsseite der Liegenschaften ist weiterhin mit positiven Impulsen zu rechnen. So wirkt sich die Erhöhung des Referenzzinssatzes im Dezember 2023 ab April 2024 auf die Bestandsmieten aus. Aufgrund der Zinssenkung der SNB wie auch der reduzierten langfristigen Zinserwartungen der Marktteilnehmer ist davon auszugehen, dass der Referenzzinssatz vorerst stabil bleiben dürfte. Zudem wird das strukturelle Angebotsdefizit auf dem Mietwohnungsmarkt kurzfristig nicht behoben werden können, was zu weiter steigenden Angebotsmieten führen wird.

**Redaktion**

**Melanie Rama**  
Head of Economic Research  
melanie.rama@baloise.com

**Dominik Schmidlin**  
Head of Quantitative Portfolio Management  
dominik.schmidlin@baloise.com

**Dominik Sacherer**  
Portfoliomanager Fixed Income  
dominik.sacherer@baloise.com

**Baloise Asset Management AG**

Aeschengraben 21, 4002 Basel  
baloise.ch

**Erscheinung**

Viermal pro Jahr, Redaktionsschluss: 3. April 2024

**Disclaimer**

Die Baloise Asset Management AG übernimmt keine Gewähr für die verwendeten Kennzahlen und Performance-Angaben. Der Inhalt der Publikation beinhaltet Meinungen zur Marktentwicklung und dient ausschliesslich zu Informationszwecken und nicht zur Anlageberatung. Insbesondere stellen die Informationen in keiner Weise ein Kaufangebot, eine Anlageempfehlung oder eine Entscheidungshilfe in rechtlichen, steuerlichen, wirtschaftlichen oder anderen Belangen dar. Es wird keine Haftung für Verluste oder entgangene Gewinne übernommen, die aus einer Nutzung der Informationen entstehen könnten.

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