

AquilaMonitor

**Unabhängig, diszipliniert, transparent.
Und eine Spur persönlicher.**

Dezember 2023

Inhalt:

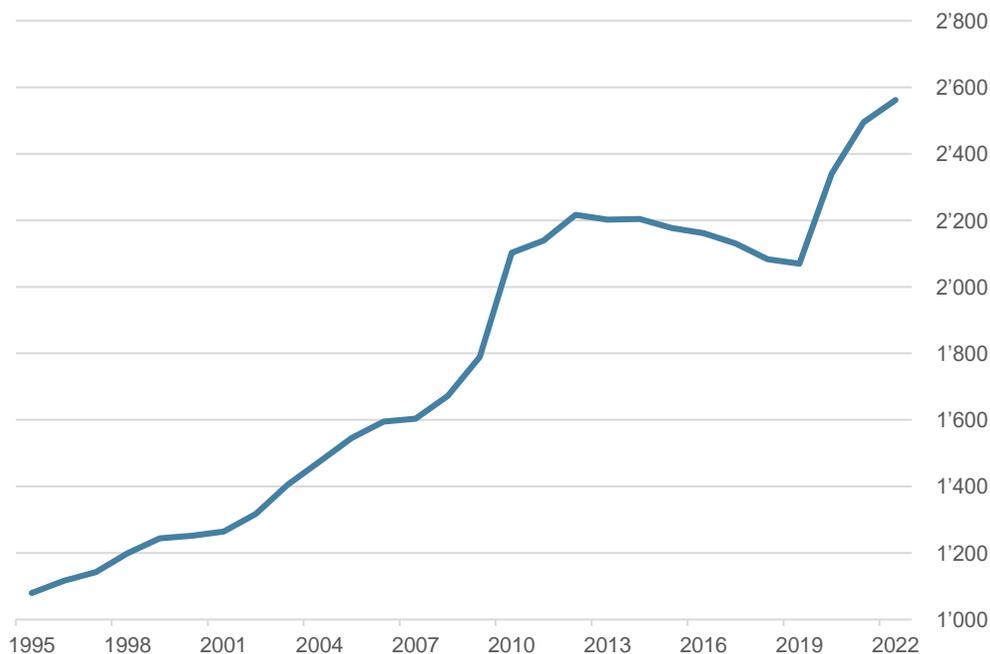
Executive Summary | Makroökonomische Beurteilung | Anlageklassen



Executive Summary

- Seit der Pandemie ist der Umgang mit öffentlichen Mittel ausser Kontrolle geraten – nicht nur in Deutschland. Der Entscheid des Verfassungsgerichtes bringt die Ausgabendisziplin wieder ins Spiel.
- Die Konjunktur scheint sich nun auch in den USA abzukühlen, wobei weiter eine «sanfte Landung» das Basisszenario bleibt. Die Fed hat auch die Mittel dies zu bewerkstelligen. Der Preisdruck schwächt sich ab und das Ende der Leitzinserhöhungen könnte erreicht sein. Zinssenkungen werden zeitnah erwartet, aber erst Mitte Jahr eintreten.
- Konsumorientierte Sektoren in den USA und Europa spüren die inflationsbedingte sinkende Kaufkraft. Die Rabattschlacht über das Thanksgiving-Wochenende könnte ein klares Bild weiter verschleiern.
- Die Renditen der Staatsanleihen der wichtigsten Regionen haben im November deutlich nach unten tendiert – Hoffnung auf Leitzinssenkungen machen sich breit.
- Entsprechend positiv reagierten die Aktienmärkte und haben im November ihre Rückschläge des Vormonats wieder aufgeholt. Die grossen amerikanischen Aktienmärkte notieren bereits wieder Nahe der Höchststände.
- Der US-Dollar leidet unter dem Zinsoptimismus und wertet spürbar ab.
- Gold macht die Verluste vom Monatsbeginn wieder wett und notiert wieder bei rund 2'000 USD pro Unze.

Total der Staatsschulden Deutschland in Mrd. EUR (Stand: 2022, seit 1995)



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Drohende Haushaltskrise in Deutschland

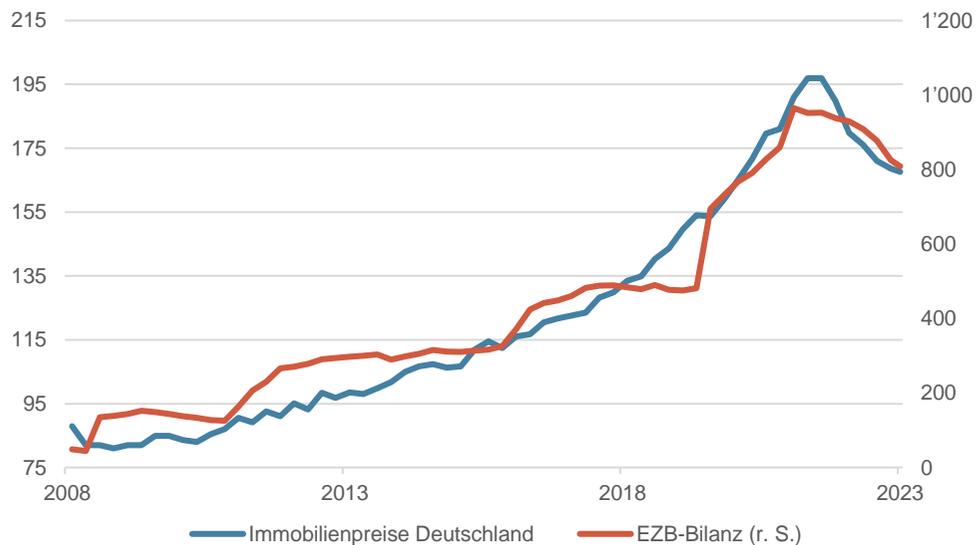
- Das Bundesverfassungsgericht in Deutschland hat entschieden, dass die Umnutzung eines nicht verwendeten Kredites zur Bekämpfung der Corona-Pandemie aus dem Budget 2021 für den Klimaschutz, verfassungswidrig ist. Die Regierung habe, durch die Umschichtung dieser Sondermittel, den ordentlichen Haushalt und die Auflagen zur Schuldenbremse umgangen. Die Fördermittel aus dem Klima-Sonderfonds wurden umgehend eingefroren. Nun fehlen der deutschen Bundesregierung 60 Milliarden Euro.
- Der Bundestag hat neben dem ordentlichen Haushalt 2024 nun auch einen Nachtragskredit zu verabschieden, was den gesamten Prozess verzögert. Die Schuldenbremse wird für 2023 ausgesetzt.
- Das Gerichtsurteil hat darüber hinaus destabilisierende Auswirkungen auf die deutsche Ampel-Regierung sowie auf die Europäische Union. Letzteres wird durch den Rechtsrutsch beim Wahlausgang in Holland noch akzentuiert. Auch in Deutschland könnte bei den Wahlen 2024, aufgrund der Unzufriedenheit mit der aktuellen Regierung, der rechte Flügel profitieren.
- Einige Wirtschaftsbereiche haben mit diesen Sondermitteln kalkuliert. Sollten diese ausbleiben - und danach sieht es aktuell aus - kann dies negative Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum nach sich ziehen, was sich nicht bloss auf Deutschland begrenzen wird.
- Die Verunsicherung zeigt sich auch in der Kursentwicklung der Einheitswährung. Der Euro hat auf das Urteil hin reagiert und wertete ab.

Konjunktur

USA: Arbeitslosigkeit invertiert vs. Russell 2500 (20 Jahre)



Immobilienpreise Deutschland vs. EZB-Bilanz in Mrd. EUR (15 Jahre)



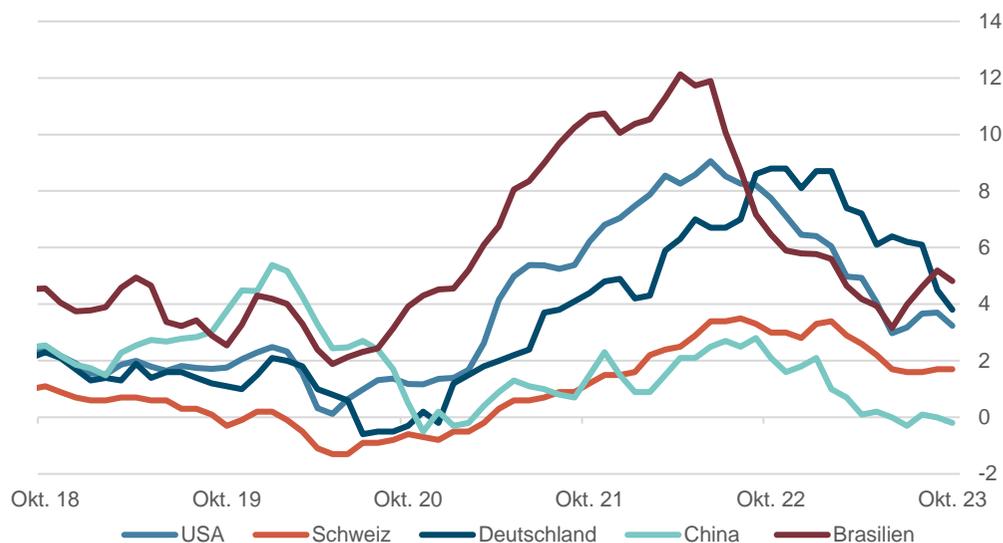
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

USA zeigt erste Anzeichen einer Abkühlung – Europa erholt sich

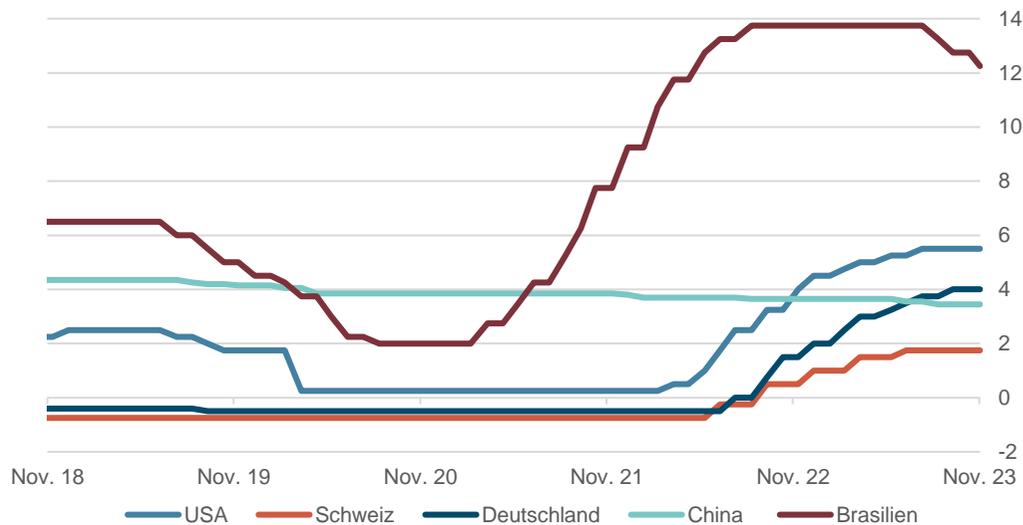
- Das BIP-Wachstum in den USA ist im dritten Quartal mit annualisiert 4.9% überraschend stark gewachsen. Für das Abschlussquartal liegt der Erwartungswert der Atlanta Fed bei rund 2%. Damit würde das vierte Quartal im historischen Vergleich unterdurchschnittlich ausfallen. Der Konsens für 2024 ist weiterhin eine «sanfte Landung», was auch vom Fed-Präsidenten Jerome Powell unverändert vertreten wird.
- Die US-Konjunktur zeigt aber erste Risse. So ist die Arbeitslosigkeit im Vergleich zu Anfang Jahr von 3.4% auf 3.9% gestiegen. Rund 45% der amerikanischen Arbeiter sind bei kleinen bis mittleren Unternehmen angestellt, die eine Flaute üblicherweise schneller spüren und Kosten einsparen müssen. So liegt der US-Aktienindex Russell 2500, welcher die Entwicklung von kleinkapitalisierten Unternehmen zusammenfasst, in diesem Jahr nur leicht im Plus.
- Schwächere Wirtschaftsdaten, wie beispielsweise auch schwächere Einkaufsmanagerindizes für den Dienstleistungsbereich, haben die Zinsen merklich unter Druck gebracht und die Finanzierungssituation entspannt.
- Die aufgrund der Inflation gesunkene Kaufkraft macht „Schnäppchen-Käufe“ interessant. In den USA hat die Rabattschlacht am Black Friday mit einem Zuwachs von 7.5% auf 9.8 Mrd. USD erneut zu Rekordumsätzen geführt. Und auch in China verzeichneten trotz, oder allenfalls gerade wegen der schwachen Wirtschaftslage, JD.com einen neuen Rekordumsatz am Singles Day.
- Die merklich höheren Zinsen haben auch Einfluss auf die Immobilienpreise. In Europa sinken diese seit rund anderthalb Jahren, was entsprechend weitere Kreise zieht als in den USA. In China handelt es sich um eine historische spekulative Immobilienblase. Die Erholung braucht Zeit und kann ohne Unterstützung seitens der chinesischen Regierung kaum gelöst werden.
- Für die Eurozone ist nach den rückläufigen Wachstumsprognosen eine Rezession zunehmend wahrscheinlich und in einigen Ländern möglicherweise bereits eingetreten.
- Für die USA erwarten wir im kommenden Jahr ein abnehmendes Wachstum und somit global ein herausforderndes Umfeld. Ob in den USA eine Rezession vermieden werden kann, muss sich aber zeigen.
- Geopolitische Unsicherheiten im Osten Europas, im Nahen Osten, in Afrika und im Fernen Osten trüben den Ausblick.
- Lieferketten sind erneut bedroht. Durch das logistische Nadelöhr bei Hormus droht ein Engpass bei Versorgung mit Erdöl und durch die Dürre in Zentralamerika muss die Transportkapazität durch den Panamakanal halbiert werden.

Geldpolitik

Inflation: USA, Deutschland, Schweiz, China und Brasilien (5 Jahre)



Leitzinsen: USA, Deutschland, Schweiz, China und Brasilien (5 Jahre)



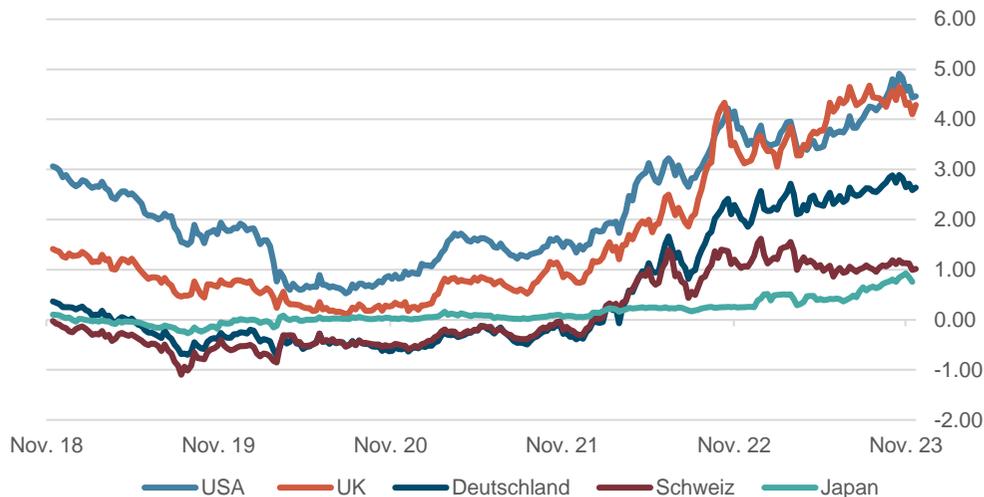
Quelle: Bloomberg Finance L.P., SNB

Zinssenkungen erst Mitte 2024

- Die Notenbanken entscheiden ab Mitte Dezember über die nächsten Massnahmen. Bis Ende Jahr wird von keiner der führenden Zentralbanken ein weiterer Zinsschritt erwartet. Hingegen sind für das kommende Jahr mehrere Zinssenkungen eingepreist. Diese dürften aber wohl nur mit der entsprechenden konjunkturellen Abkühlung tatsächlich eintreffen.
- Für die amerikanische Notenbank Fed liegen die Erwartungen aktuell bei vier Zinssenkungen im kommenden Jahr. Grund sind die rückläufigen Inflationsdaten. Die Massnahmen bleiben zwar «Daten abhängig» doch signalisiert die Fed, den Zinserhöhungszyklus abgeschlossen zu haben. Die Hoffnung auf Zinssenkungen könnte aber im eingepreisten Umfang enttäuscht werden.
- Die schwächeren Inflationszahlen in den USA im Oktober verursachten einen globalen Rückgang der Renditen von Staatsanleihen. Dabei haben die fallenden Energiepreise rund 0.5% zum Rückgang der Teuerung beigetragen. Dieser günstige Basiseffekt dürfte sich für die kommenden Monate allerdings umkehren und die Inflation wieder anziehen.
- Japan und China sind weiter Verkäufer amerikanischer Staatsanleihen, was den steigenden Staatsausgaben der US-Regierung entgegensteht und gegen sinkende Marktzinsen spricht. Wir erwarten, dass das lange Ende der Zinskurve (z.B. 10-jährigen Anleihen) tendenziell wieder steigen wird.
- Die stotternde japanische Wirtschaft ist eine Bestätigung für Japans Zentralbank an der ultralockeren Geldpolitik festzuhalten und auch über einen schwachen Yen die Wirtschaft zu stützen. Hingegen fordert die Inflation von rund 3% eine längst fällige Zinsanhebung.
- China plant, den gebeutelten Immobiliensektor mit weiteren 137 Milliarden US-Dollar zu stützen. Renovierungen und erschwingliches Wohnen werden durch günstige Kredite gefördert. Dies ergänzt eine Liste weiterer Massnahmen und belegt den Willen der Regierung, die Wirtschaft zu stützen. Die Geldpolitik ist und bleibt konjunkturstützend.
- Notenbanken von Schwellenländern haben im aktuellen Zyklus sowohl bei der geldpolitischen Straffung wie auch deren Lockerungen einen zeitlichen Vorlauf. Beispielsweise hat Brasilien im September mit Leitzinssenkungen begonnen. Dies würde bedeuten, dass die für uns wesentlichen Zentralbanken ab Mitte 2024 ebenfalls ihre Geldpolitik lockern werden.

Anlageklassen – Anleihen / Aktien

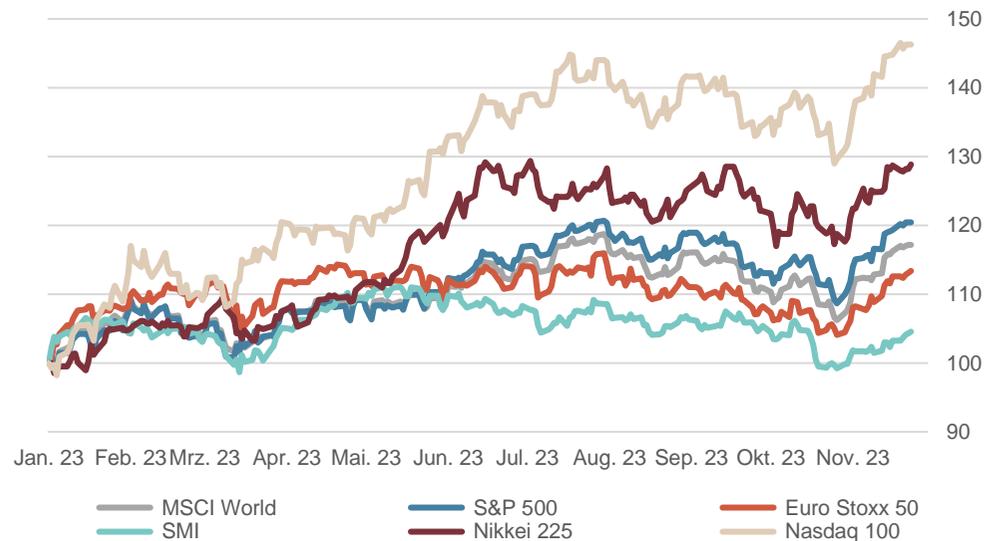
10-jährige Staatsanleihen (5 Jahre)



Anleihen: Optimismus macht sich breit

- Die Renditen der Staatsanleihen der wichtigsten Regionen haben im November deutlich nach unten tendiert. Aktuell liegt die Rendite von 10-jährigen Staatsanleihen in den USA bei 4.5%, in Deutschland bei 2.6% und in der Schweiz bei 1.0%.
- Sowohl Fed-Chef Powell als auch die EZB-Chefin Lagarde haben die Marktteilnehmer vor allzu viel Zinsoptimismus gewarnt, dennoch sind die Renditen gesunken, nachdem die letzten Inflationszahlen im Rahmen der gesenkten Erwartungen ausgefallen waren. Der Marktkonsens (befeuert von der Wall-Street) lautet jetzt: «wir sind bereits im Countdown für Leitzinssenkungen».
- Ob dies dann auch so kommen wird, ist ungewiss. Gewiss ist, dass die Inflation kürzlich auch wegen fallenden Energiepreisen gesunken ist. Gewiss ist auch, dass die Zentralbanker mit Sicherheit ihren Fehler von Anfang der 80er Jahre nicht wiederholen wollen und deshalb auf keinen Fall die Leitzinsen zu früh senken werden.
- Im Bereich der Unternehmensanleihen haben sich die Spreads spiegelbildlich wieder verringert. Wir erachten weiterhin den kurzen bis mittleren Laufzeitenbereich aufgrund der höheren Renditen als attraktiver für neue Engagements.

Aktienmärkte: Performance seit 1.1.2023, indiziert, in Lokalwährung



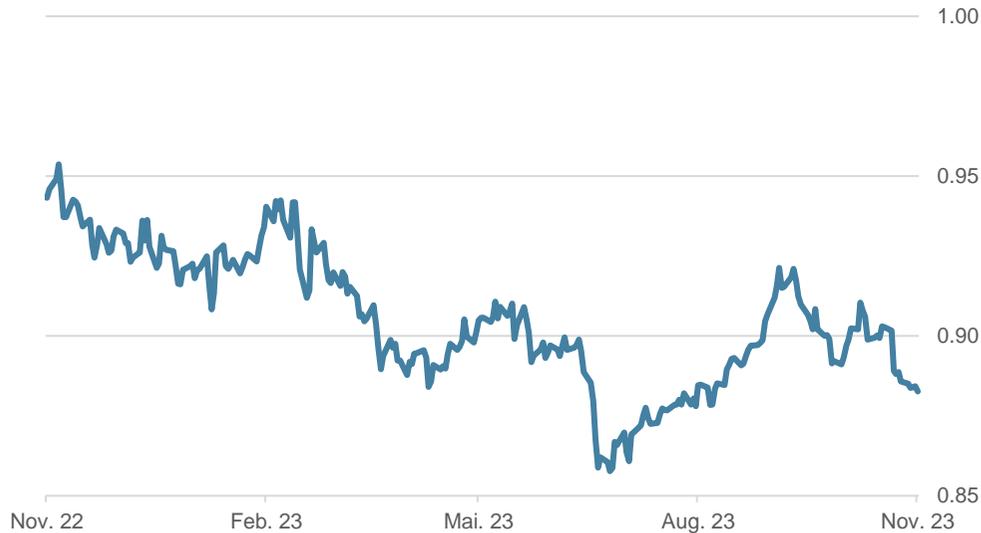
Aktien: Wer hat Angst vor was?

- Die Aktienmärkte haben im November ihre Rückschläge des Vormonats wieder wettgemacht. Der grassierende Zinsoptimismus hat in den USA die Märkte fast wieder auf die Jahreshöchststände geführt. Diese Entwicklung war auch so energisch, weil im Oktober sehr viele Investoren aufgrund der Nahostkrise Absicherungen vorgenommen hatten, und diese im Verlauf des Novembers wieder geschlossen wurden. Dies ist besonders gut bei den Positionierungen von Hedgefonds oder CTA-Funds (trendfolgende Strategien) zu erkennen, welche ihr Aktienexposure von «short» wieder auf «long» gedreht haben.
- Die Krise im mittleren Osten ist keineswegs beigelegt, nur scheint es im Moment die Märkte nicht mehr zu interessieren. Insofern ist es auch aufschlussreich zu sehen, dass die Volatilität der Aktienmärkte wieder deutlich gesunken ist. Es scheint fast, als ob niemand mehr sich für Absicherungen interessiert, denn die Kosten für Put-Optionen waren noch nie so tief wie aktuell.
- Wir bleiben in unserer Einschätzung weiterhin vorsichtig konstruktiv und gehen davon aus, dass sich die Aktienmärkte in der bereits seit einiger Zeit bestehenden Bandbreite halten werden.

Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anlageklassen - Währungen und andere Anlagen

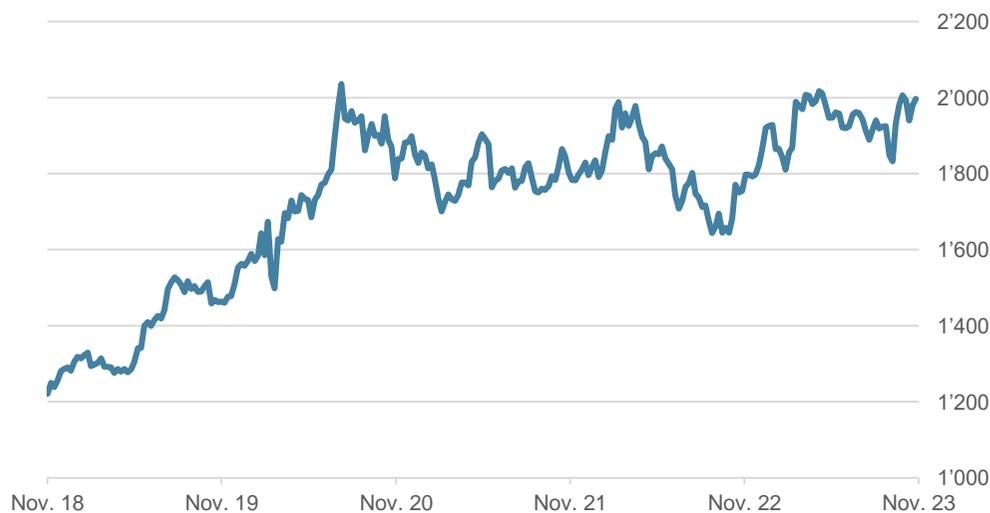
USD/CHF, 1 Jahr



Währungen: US-Dollar leidet unter Zinsoptimismus

- Im Einklang mit den sinkenden Renditen von US-Treasuries hat der US-Dollar-Index im November rund 4% verloren.
- Durch die vordergründige Beruhigung im Nahen Osten hat der US-Dollar seine Funktion als «Safe Haven» (sicherer Hafen) wieder etwas eingebüsst. Dieselben Effekte führen auch zu leicht gesenkter Nachfrage nach Schweizer Franken. Der Euro hat sich zum Franken im November nur noch leicht aufgewertet.
- Wir gehen aber weiterhin davon aus, dass sich der Franken aufgrund seiner strukturellen Vorteile gegenüber dem Euro langfristig aufwerten wird. Eine allfällige Regierungskrise in Deutschland dürfte den Euro unter Druck setzen.

Gold in \$ pro Unze, 5 Jahre



Gold: Insgesamt positive Entwicklung

- Der Goldpreis hat in letzter Zeit auf zwei Tendenzen reagiert: entweder stand die Entwicklung der Realzinsen im Vordergrund, oder dann war es die geopolitische Situation. So führt die nun aktuell etwas leicht entspannte Situation in Nahen Osten nicht zu sinkenden Preisen im Gold, denn gleichzeitig sind die Realzinsen deutlich unter Druck geraten.
- Wir bleiben mittelfristig freundlich für das Gold gestimmt und halten an unserer Positionierung fest. Neben den geopolitischen Tatsachen scheint übergeordnet das Thema «Vertrauen in die Fiat-Währungen» wieder vermehrt Beachtung zu finden. Würde dieses weiter erodieren, wäre mit verstärkter Nachfrage nach Gold zu rechnen.
- Der Ölpreis steht wieder bei rund 75 US-Dollar pro Fass und widerspiegelt die allgemeine Einschätzung der Lage im Nahen Osten. Ende November steht ein OPEC+ Treffen an und wir erwarten, dass dabei wieder das Thema von Förderensenkungen aufs Tapet kommt.

Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Disclaimer

Impressum: Investment Center Aquila AG

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Ansichten beruhen auf Quellen, die wir als zuverlässig erachten. Dennoch können wir weder für die Zuverlässigkeit noch für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Quellen garantieren. Sämtliche Informationen werden ohne Mängelgewähr und ohne ausdrückliche oder stillschweigende Zusicherungen oder Gewährleistungen zur Verfügung gestellt. Diese Informationen und Ansichten dienen rein zu Informationszwecken und begründen weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zur Tätigkeit sonstiger Transaktionen. Interessierten Investoren empfehlen wir dringend, ihren persönlichen Anlageberater zu konsultieren, bevor sie auf der Basis dieses Dokumentes Entscheidungen fällen, damit persönliche Anlageziele, finanzielle Situation, individuelle Bedürfnisse und Risikoprofil sowie weitere Informationen im Rahmen einer umfassenden Beratung gebührend berücksichtigt werden können. Wir übernehmen keine Haftung für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der bereitgestellten Informationen und Ansichten. Soweit gesetzlich zulässig schliessen wir jede Haftung für direkte, indirekte oder Folgeschäden aus, einschliesslich entgangenen Gewinns, die aufgrund der publizierten Informationen entstehen.