

# AquilaMonitor

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

---

Januar 2024

**Inhalt:**

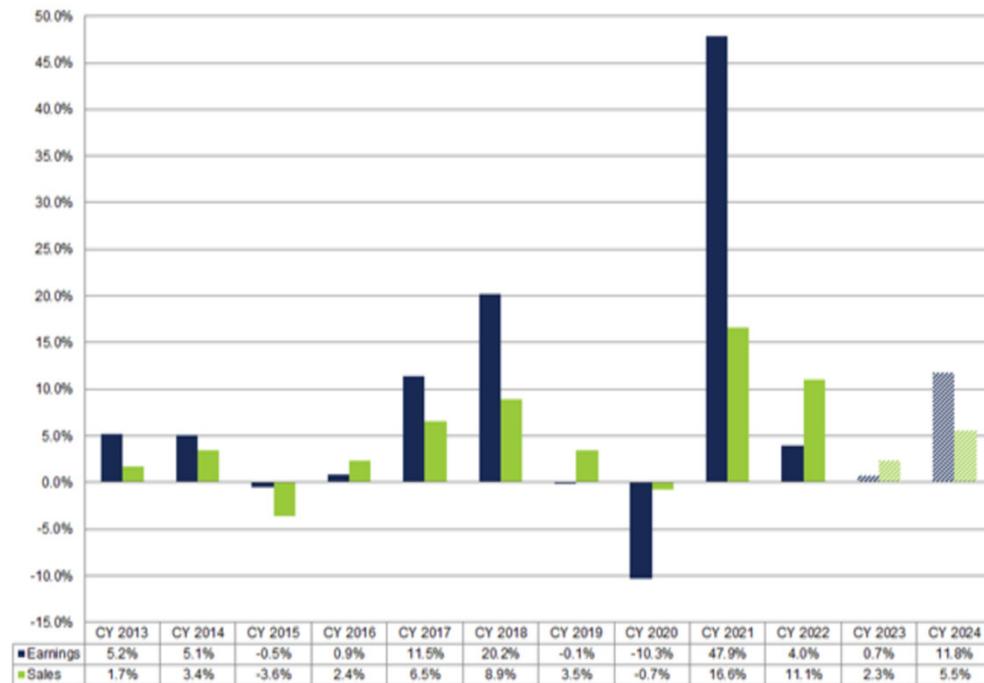
Executive Summary | Makroökonomische Beurteilung | Anlageklassen



# Executive Summary

- Das erfreuliche Wachstum der Weltwirtschaft im dritten Quartal – allen voran in den USA – wird im üblicherweise saisonal starken vierten Quartal einen herben Dämpfer erfahren. Die restriktive Geldpolitik wirkt hemmend.
- Der Ausblick für die zweite Jahreshälfte 2024 hellt sich auf und erfährt nicht zuletzt dank einer erwarteten, wieder lockereren Geldpolitik und «Präsidentschaftszyklus» positive Impulse.
- Einige Länder dürften bereits in eine Rezession abgerutscht sein. Diese ist in den meisten betroffenen Ländern aber mild.
- Die US-Notenbank Fed und die europäische Zentralbank (EZB) könnten den Reigen zu Zinssenkungen eröffnen und einen möglichen Abschwung auffangen.
- Die Renditen der Staatsanleihen der wichtigsten Regionen sind nach der Fed-Sitzung geradezu eingebrochen. Die Ankündigung von drei potentiellen Zinssenkungen hat viele überrascht.
- Die Aktienmärkte haben die Äusserungen von Fed-Präsident Powell und die fallenden Zinsen freundlich aufgenommen und das Rally fortgesetzt.
- Der US-Dollar wertet aufgrund der sich abzeichnenden Zinswende der Fed und des sinkenden Zinsvorteils ab.
- Gold konsolidiert nach dem Erreichen eines neuen Allzeithochs.

## Umsatz- und Gewinnentwicklung für den S&P 500 (2013 - 2023, 2024E)



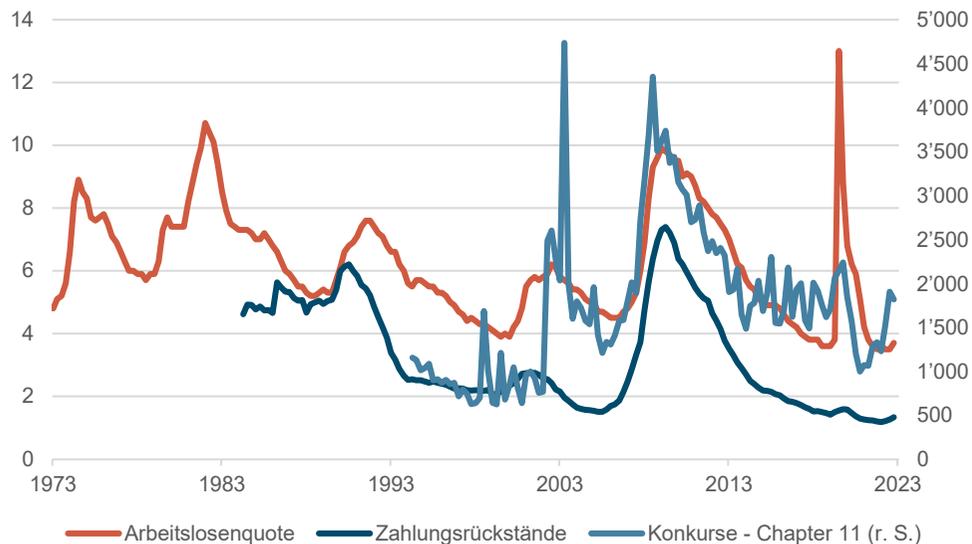
Quelle: Factset

## Ausblick 2024

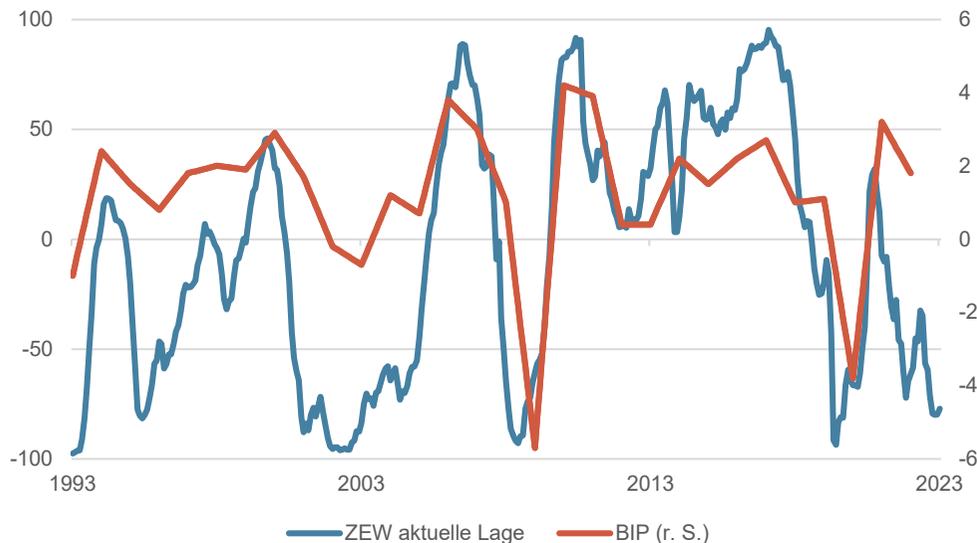
- Das Wirtschaftswachstum kühlt sich aktuell auch in den USA ab. Das BIP-Wachstum für das vierte Quartal liegt aktuell unter dem historischen Durchschnitt. Einige Länder, insbesondere in Europa, befinden sich wohl bereits in einer leichten Rezession. Die Wachstumsschwäche ist global spürbar.
- Das globale Wachstum für 2024 dürfte entsprechend enttäuschen. Wir rechnen mit einem Zuwachs von rund 2.7%, wobei die erste Jahreshälfte schwächer ausfallen dürfte und es in der Zweiten, gestützt durch die Lockerung der Geldpolitik der grossen Notenbanken, zu einer Wachstumsbeschleunigung kommen könnte.
- Die zu erwartenden Leitzinssenkungen werden die Kursentwicklung von Anleihen zumindest am kurzen Laufzeitenende stützen. Das lange Ende könnte bereits zu viel vorweg genommen haben und ist anfällig für wieder steigende Renditen.
- Von tieferen Zinsen werden auch die Aktienmärkte profitieren können. Zusätzlich fallen die Gewinnerwartungen für den S&P 500 vor allem für die Sektoren Pharma, Kommunikationsdienste und Technologie deutlich positiv aus und sprechen für eine kräftige Stütze des Aktienmarktes. Für den S&P 500 wird ein Gewinnwachstum von knapp 12% erwartet. Die Gewinnmarge dürfte sich 2024 leicht erholen.
- Das grösste Umsatz- und Gewinnwachstum sollte im vierten Quartal 2024 erwartet werden, unter anderem auch gestützt auf den «Präsidentschaftszyklus».

# Konjunktur

## USA: Konkurse, Arbeitslosenquote und Zahlungsrückstände (50 Jahre)



## Deutschland: ZEW vs. Veränderung Bruttoinlandprodukt (30 Jahre)



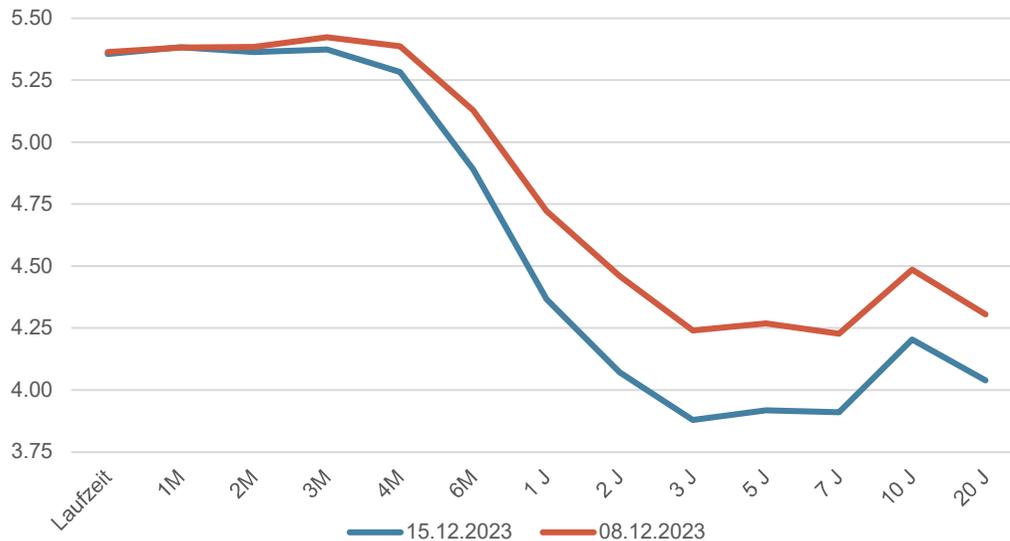
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

## Restriktive Geldpolitik senkt Wachstumsdynamik

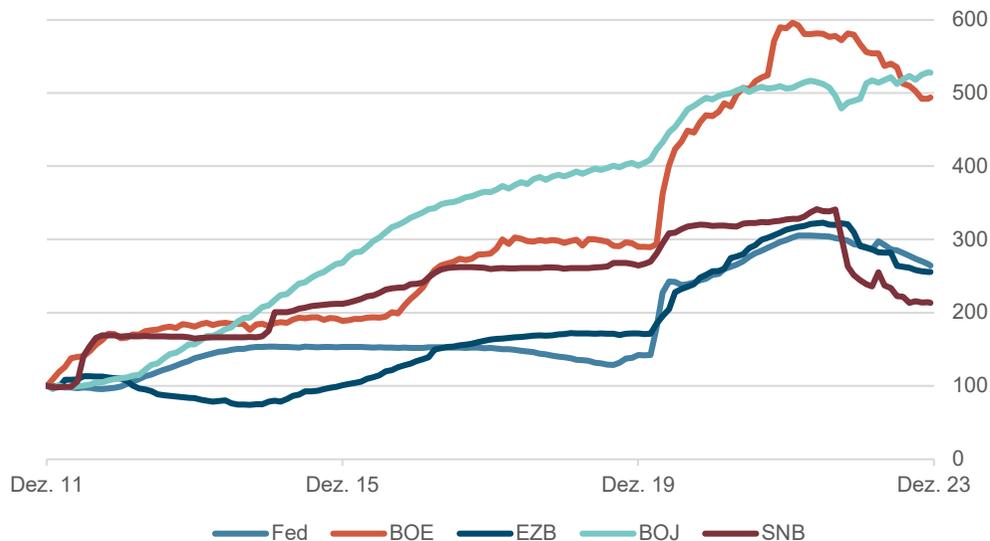
- Das BIP-Wachstum in den USA ist für das dritte Quartal annualisiert auf 5.2% hochrevidiert worden. Auch global ist ein über den Erwartungen liegendes Wachstum der Wirtschaft verzeichnet worden. Das Wachstum in der Schweiz war hingegen nur «moderat» (+0.3%) und in der Eurozone gar leicht rückläufig (-0.1%). Allgemein ist der Dienstleistungssektor expansiv und die Wirtschaftsleistung in der Industrie stagniert.
- Die Wachstumsaussichten für die Weltwirtschaft in den kommenden Quartalen bleiben verhalten. Die restriktive Geldpolitik der meisten Notenbanken wirken bremsend. Die Fed sieht den neutralen Zins bei 2.5%.
- Auf der Basis der jüngst publizierten vorläufigen Umfragewerte bei den Einkaufsmanagern wird diese konjunkturelle Verlangsamung bekräftigt und erfasst zunehmend auch den Dienstleistungsbereich.
- Das hochvolatile Prognose-Modell der Fed von Atlanta zur Schätzung des realen Bruttoinlandwachstums für das laufende Quartal ist wieder von 1.2% auf 2.6% angesprungen und widerspricht der Konsensschätzung der Ökonomen (bei rund 1%). Treiber dieses Anstiegs waren positive Daten aus den Bereichen Konsum, Steuern und Investitionen von Privaten und vom Staat.
- Dennoch zeigt die US-Konjunktur erste Risse. So ist die Arbeitslosigkeit im November gestiegen im Vergleich zu Anfang Jahr von 3.4% auf 3.7%. Die Arbeitslosenrate ist üblicherweise ein Indikator für die Trendumkehr bei Konkursen und Zahlungsrückständen bei Krediten.
- 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 aber erst bestätigt werden.
- Geopolitische Unsicherheiten im Osten Europas, im Nahen Osten, in Afrika und im Fernen Osten trüben den Ausblick.
- Zudem beeinträchtigt die Geopolitik auch die Lieferketten. Durch das logistische Nadelöhr bei Hormus droht ein Engpass bei Versorgung mit Erdöl. Auch die Angriffe der Huthi-Rebellen auf Handelsschiffe im Roten Meer belasten den Welthandel.

# Geldpolitik

## USA: Veränderung der Zinskurve im Nachgang zur Fed-Sitzung



## Zentralbankenbilanzen indexiert (12 Jahre)



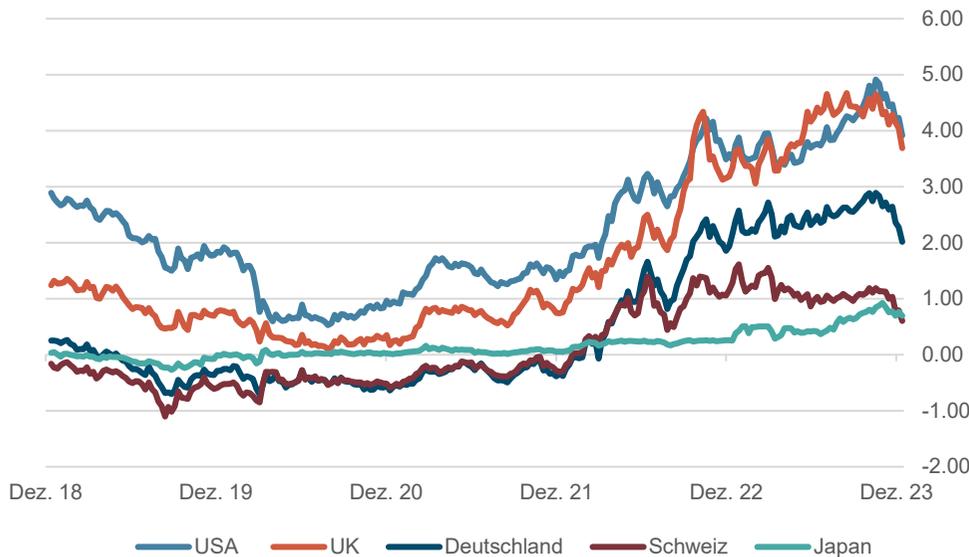
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

## Zinssenkungen erst Mitte 2024

- Die im Fokus stehenden Notenbanken haben an ihren Dezember-Sitzungen die Leitzinsen angesichts der rückläufigen Inflation und abkühlenden Wirtschaft unverändert belassen. Die Fed hat signalisiert die Leitzinsen 2024 um 75 Basispunkte zu senken, sollte sich die konjunkturelle Normalisierung fortsetzen. Basierend auf den Zins-Futures erwarten die Finanzmärkte sogar sechs Zinssenkungen. Dies birgt Enttäuschungspotential.
- Die Marktrenditen sind im Nachgang zum Nullentscheid und der Pressekonferenz der Fed ab einer Laufzeit von zwei Jahren um über 30 Basispunkte gefallen.
- Die Zentralbanken von Grossbritannien, der Eurozone und der Schweiz waren zum Ausblick auf Zinssenkungen deutlich zurückhaltender als die Fed. Überraschend war sicherlich die Ankündigung der EZB, die Reinvestitionen der im Rahmen des PEPP gekauften Anleihen ab Juli 2024 monatlich um 7.5 Mrd. EUR zu reduzieren und ab Anfang 2025 einzustellen. Gut möglich, dass die EZB aber im nächsten Jahr eine Zinssenkung aufgrund eines schwächelnden Deutschlands durchführt.
- Die SNB erwartet, dass die Inflation innerhalb des Bereichs der Preisstabilität verharret. Die SNB scheint einstweilen von Zinsschritten und Interventionen am Devisenmarkt Abstand zu nehmen.
- Hinsichtlich Inflation bleibt die Unsicherheit hoch. Hier spielt sicherlich die Erfahrungen aus den 1970er- und 80er-Jahren eine Rolle. Zwar ist die Inflation aufgrund von massiven Basiseffekten in den letzten Monaten deutlich gesunken. Dieser erfreuliche Trend dürfte in den kommenden Quartalen aber auslaufen. Zudem können Sondereffekte (wegfallende Zuschüsse, Mehrwertsteuererhöhung oder steigende Miet- und Nebenkosten) zu einem neuerlichen Schub beitragen. Global liefern strategische Faktoren wie die gestiegene Verschuldung, die Überalterung, die Energiewende, die De-Globalisierung und schliesslich die kriegerischen Konflikte die Basis für einen nicht zu vernachlässigenden Inflationsdruck.
- Die Spekulationen über eine Abkehr der japanischen Notenbank von ihrer Zinskurvenkontrolle werten den Yen kräftig auf. Dass es 2024 in Japan zu einer ersten Zinserhöhung kommen könnte, sprechen eine schwache Auktion von Staatsanleihen, Aussagen von hochrangigen Exponenten der Zentralbank sowie Gespräche zwischen Regierungschef Kishida und Notenbankchef Ueda. Ein unmittelbarer Zinsentscheid darf aber dennoch nicht erwartet werden.
- Die chinesische Zentralbank bedient den Markt mit einer rekordhohen mittelfristigen Kreditfazilität von 800 Mrd. Yuan zu unverändert tiefem Zins von 2.5%. Dies manifestiert die Bereitschaft, die Probleme (Wachstum, Immobiliensektor) mit umfassenderen Massnahmen anzugehen.

# Anlageklassen – Anleihen / Aktien

## 10-jährige Staatsanleihen (5 Jahre)



## Aktienmärkte: Performance seit 1.1.2023, indiziert, in Lokalwährung



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

## Anleihen: Spiegelbild der Zinssenkungserwartungen

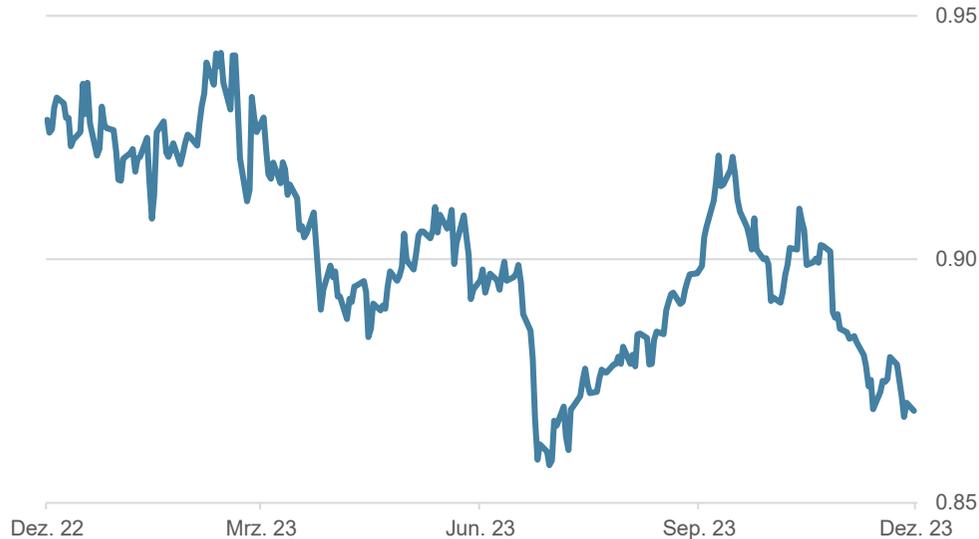
- Die Renditen der Staatsanleihen der wichtigsten Regionen haben ihren Rückgang nach der US-Notenbanksitzung fortgesetzt. Aktuell liegt die Rendite von 10-jährigen Staatsanleihen in den USA bei 3.9%, in Deutschland bei 2.0% und in der Schweiz bei 0.6%.
- Das «Stillhalten» der Fed und anderer Zentralbanken hat die Investoren insofern bestätigt, dass die Spitze des Zinszyklus wohl erreicht sei und im kommenden Jahr bereits mit Zinssenkungen zu rechnen ist. Dieser Optimismus hat sich auch am langen Ende der Zinskurven breit gemacht, zumal auch mit einem weiteren Rückgang der Inflation gerechnet wird.
- Ob dies dann auch so kommen wird, ist ungewiss. Gewiss ist, dass die Inflation kürzlich vor allem wegen fallender Energiepreise 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 möchten.
- Im Bereich der Unternehmensanleihen haben sich die Spreads nochmals verringert. Wir erachten weiterhin den kurzen bis mittleren Laufzeitenbereich aufgrund der höheren Renditen als attraktiver für neue Engagements.

## Aktien: Fortsetzung der Jahresendrally

- Der an den Aktienmärkten dominierende Zinsoptimismus hat durch die Aussagen von Fed-Chef Powell nach der FOMC-Sitzung weiteren Aufschwung erhalten.
- Die Aktienmärkte der wichtigsten Regionen haben ihre freundliche Tendenz weiter fortgesetzt, da und dort konnten sogar neue Allzeithochs erreicht werden (Dow Jones, Dax, EuroStoxx 50). Gewisse Märkte konnten an Breite gewinnen. Insbesondere zyklische Werte und kleinkapitalisierte Unternehmen legten jüngst kräftig zu. In den USA war die Rotation deutlich bemerkbar, der gleichgewichtete S&P 500 Index konnte den marktgewichteten Index in den letzten Tagen outperformen.
- 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 weiter gesunken ist. Es scheint fast, als ob sich niemand mehr für Absicherungen interessiert, denn die Kosten für Put-Optionen waren selten so tief wie aktuell.
- Wir bleiben in unserer Einschätzung weiterhin vorsichtig konstruktiv und gehen davon aus, dass sich die wichtigsten Aktienmärkte in der bereits seit einiger Zeit bestehenden Bandbreite halten werden. Wir sehen momentan davon ab, diesem Rally noch hinterher zu rennen.

# Anlageklassen - Währungen und andere Anlagen

USD/CHF, 1 Jahr



## Währungen: US-Dollar weiter unter Druck

- Im Einklang mit den sinkenden Renditen von US-Treasuries hat der US-Dollar-Index seit Ende Oktober rund 5% verloren. Nach dem FOMC-Treffen hat die Bewegung nochmals an Dynamik gewonnen.
- Durch die vordergründige Beruhigung im Nahen Osten hat der US-Dollar seine Funktion als «Safe Haven» (sicherer Hafen) wieder etwas eingebüsst, was ebenfalls Druck auf den Greenback ausübt. Auffallend ist die Erholung im Yen. Dieser hat sich innert weniger Woche um fast 10% aufgewertet. Sollte die japanische Zentralbank wirklich von ihrer aktuellen Zinspolitik abkommen, ist mit weiteren Aufwertungsgewinnen zu rechnen.
- Der Euro hat sich zum Franken erneut abgewertet und liegt wieder unter 0.95. Wir gehen 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: freundliche Tendenz

- Nach dem kurzlebigen Rally auf neue Allzeithochs bei USD 2'135 pro Unze ist im Gold eine Konsolidierung eingetreten. Vermutlich war der schnelle Intraday-Anstieg auch zu guten Teilen auf Short-Eindeckungen zurückzuführen.
- Trotz alledem bleiben wir mittelfristig freundlich für das Gold gestimmt und halten an unserer Positionierung fest. Neben den geopolitischen Unsicherheiten scheint übergeordnet das Thema «Vertrauen in die Fiat-Währungen» wieder vermehrt Beachtung zu finden. Sollte dieses weiter erodieren, wäre mit einer verstärkten Nachfrage nach Gold zu rechnen.
- Auffallend ist auch der stete Ausbau der Goldreserven der Zentralbanken von Schwellenländern und manifestiert den Wunsch nach Diversifikation ihrer Dollar-Bestände. Die Goldbestände der BRIC+-Länder könnte bereits die Goldreserven der USA überschritten haben.

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.