

AquilaMonitor

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

März 2024

Inhalt:

Executive Summary | Makroökonomische Beurteilung | Anlageklassen



Executive Summary

- Die amerikanische Wirtschaft ist robust und die Arbeitsmarktdaten bleiben stark trotz zunehmender Entlassungen. Die übrigen Wirtschaftsräume schwächeln. Der Dienstleistungssektor ist weiterhin die Stütze.
- Tiefere Bewertungen von (US-) Gewerbeimmobilien bergen weiterhin Risiken für das globale Finanzsystem.
- Die Inflation sinkt zwar weiter, der Rückgang verliert aber an Dynamik.
- Die Zinssenkungsfantasie erfährt einen herben Rückschlag. In den USA werden mittlerweile nur noch drei Zinsschritte erwartet und der Zeitpunkt wird weiter nach hinten geschoben.
- Die SNB könnte bereits im März als erste Notenbank den Leitzins senken.
- Die Renditen der Staatsanleihen der wichtigsten Regionen sind wieder leicht angestiegen.
- Die wichtigsten Aktienmärkte tendieren weiterhin freundlich. In den Sektoren sind vor allem Pharma- und Technologiewerte gesucht.
- Der US-Dollar notiert etwas fester als zu Jahresbeginn und der Schweizer Franken kam nach den jüngsten Inflationszahlen unter Druck.
- Gold konsolidiert weiterhin in einer engen Bandbreite und kann sich über der wichtigen Marke von 2'000 USD halten.

Kursentwicklung ausgewählter Bankaktien, indexiert (12 Monate)



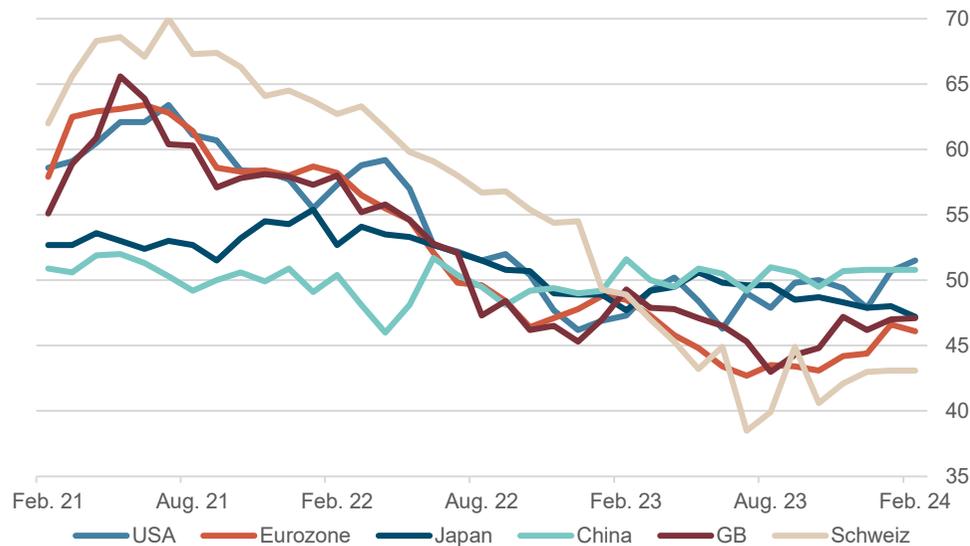
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Gewerbeimmobilien in der Krise

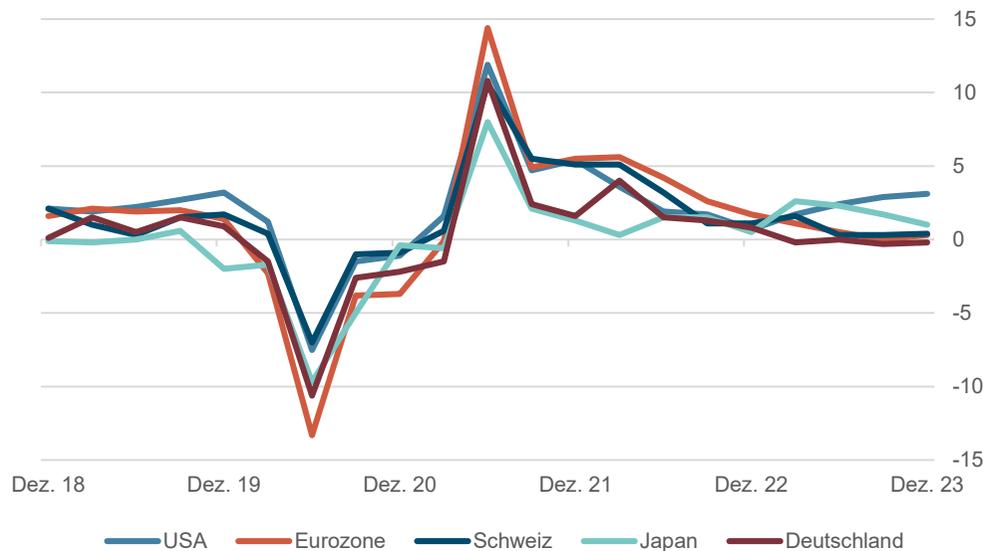
- Vor einem Jahr gerieten die amerikanischen Regionalbanken aufgrund der gestiegenen Zinsen in Schwierigkeiten und mussten durch eine Liquiditätsspritze der Fed und „Zwangsübernahmen“ kurzfristig aufgefangen werden. Die Probleme wurden aber nicht grundsätzlich behoben.
- Nun liess die New York Community Bancorp mit unerwarteten Verlusten auf Gewerbeimmobilien aufhören und hat die Branche erneut verunsichert. Aufgrund der für 2024 erwarteten Kreditfälligkeiten in diesem Bereich und sinkender Kreditvergabefähigkeiten der Banken sind weitere Ausfälle im Sektor zu befürchten.
- Die Schockwellen erreichten auch die japanische Aozora Bank, die aufgrund ihrer Beteiligungen in Gewerbeimmobilien in den USA Verluste zu verbuchen hatte. Auch die Deutsche Pfandbriefbank ist am US-Markt für Gewerbeimmobilien investiert und ist von den Herausforderungen betroffen.
- Die schwedische Immobiliengesellschaft SBB (Samhallsbyggnadsbolaget) hat ihre Verschuldung durch den Ausbau ihres Immobilienportfolios in der Tiefzinsphase massiv aufgebaut. Die gestiegenen Zinsen werden nun zur Belastung. Die Ratingagentur Fitch hat inzwischen die Kreditqualität des Unternehmens auf CCC+ heruntergestuft.
- Unübersehbar ist die Immobilienkrise in China und führte zum richterlichen Beschluss, den chinesischen Bauriesen Evergrande aufzulösen.
- Die Herausforderungen der verschiedenen Unternehmen haben das Potential, sich nachhaltig auf die gesamte Wirtschaft der jeweiligen Länder auszuweiten. Dies würde Interventionen von Notenbanken und Politik erfordern.

Konjunktur

Einkaufsmanagerindex verarbeitendes Gewerbe (3 Jahre)



Bruttoinlandprodukt Wachstum in % (5 Jahre)



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

US-Wirtschaft und Dienstleistungssektor robust

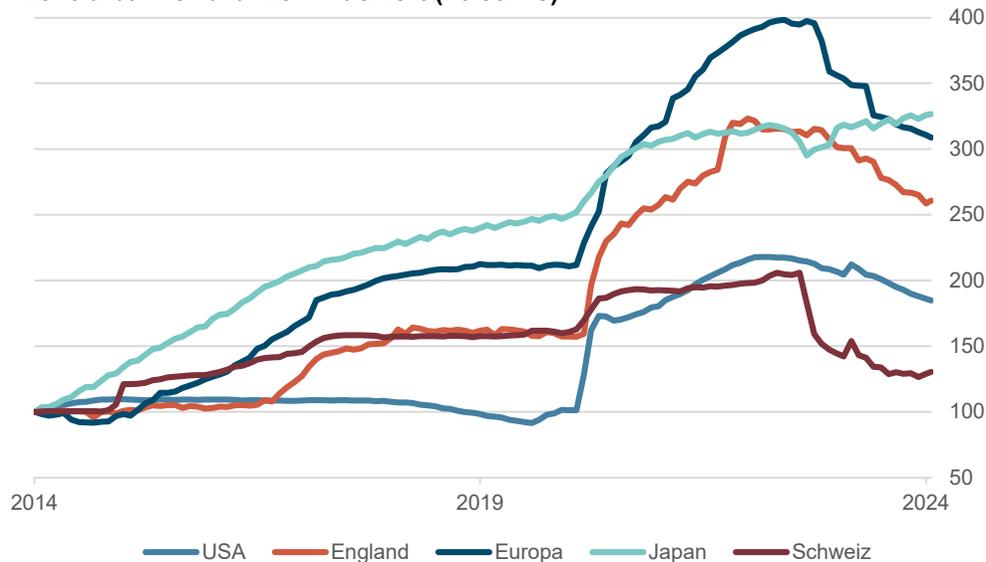
- Die amerikanische Wirtschaft bleibt auf Wachstumskurs. Die Einkaufsmanagerindizes zeigen sich weiter stark und der Arbeitsmarkt überraschend robust. Ein widersprüchliches Bild zu den offiziellen Arbeitsmarktzahlen bieten hingegen die beinahe täglich angekündigten Entlassungen aus ganz unterschiedlichen Sektoren.
- Enttäuscht haben die Einzelhandelsumsätze für den Januar, wobei die Inflation für den Monat trotz offenbar geringerer Nachfrage weniger stark gesunken ist als erwartet.
- Zahlreiche Indikatoren weisen seit geraumer Zeit auf eine Rezession hin, die sich aber bisher nicht abzeichnet. Die Rezessionswahrscheinlichkeit wird von den Anlegern zunehmend ausgepreist. Die Fondsmanager strotzen vor Zuversicht und weisen die höchste Aktienquote der letzten zwei Jahre aus.
- Anfang März droht ein neuerlicher Shutdown der US-Regierung. Die für wenige Wochen gesprochenen Finanzierungspakete laufen am 1. und 8. März aus. Das von den Republikanern dominierte Repräsentantenhaus blockiert aus wahltaktischen Gründen längerfristige Budgets und ausufernde Ausgaben der Demokraten. Das Budgetdefizit belief sich 2023 auf stattliche 6.5% und trägt über eine laxe Fiskalpolitik zum kräftigen Privatkonsum bei. Dies kann kaum nachhaltig aufrecht erhalten bleiben.
- Im Vergleich zu den USA schwächtelt die europäische Wirtschaft weiter, was sich auch in den Einkaufsmanagerindizes manifestiert. Hier stellt sich bestenfalls eine Stagnation im Dienstleistungssektor ein. Das verarbeitende Gewerbe schrumpft jedoch weiter. Insbesondere die grösste Wirtschaft im Euroraum – Deutschland – kommt weiter nicht vom Fleck. Die neusten Zahlen (PMI Industrie: 42.3 Punkte) weisen sogar auf eine kräftigere konjunkturelle Abkühlung hin als bisher erwartet.
- Die Umfrage der ZEW zeigen ein uneinheitliches Bild. Die aktuelle Lage fiel schwächer aus als erwartet (analog den neusten Einkaufsmanagerindizes), währenddessen sich die Aussichten spürbar aufhellten. Das BIP-Wachstum für das vierte Quartal wurde bei -0.3% bestätigt und damit auch die technische Rezession, in der sich Deutschland seit Mitte 2023 befindet.
- Für die Schweiz ist der Datenkranz uneinheitlich. Positiv hervorzuheben ist die stark gesunkene Inflation, die bei 1.2% notiert.
- Die geopolitischen Unruheherde bergen ein latentes Eskalationsrisiko, was kurzfristig die Versorgungslage und die Konjunktur beeinträchtigen kann.

Geldpolitik

Leitzins SNB vs. SARON 1M-3M-6M (2 Jahre)



Zentralbankenbilanzen indexiert (10 Jahre)



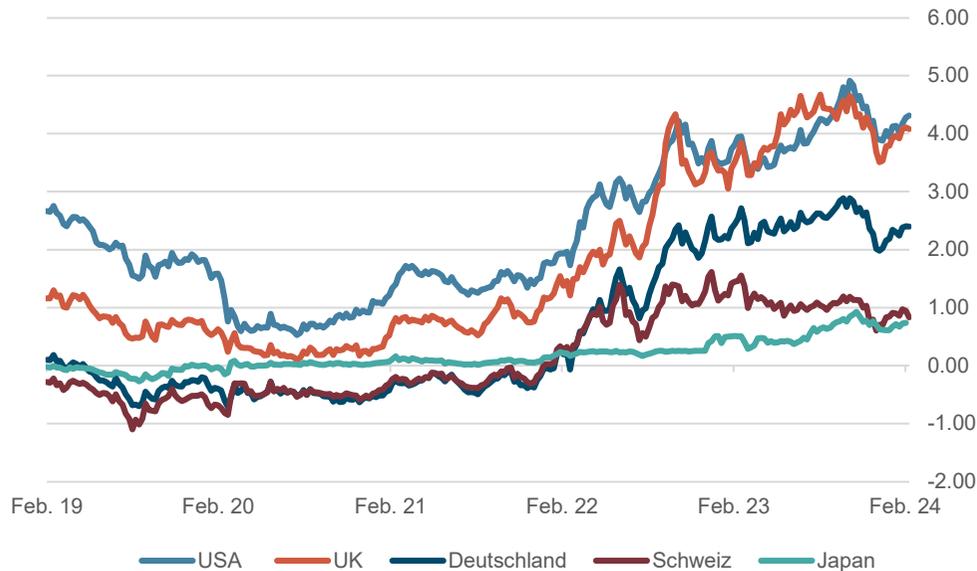
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

SNB als Vorreiter bei den Zinssenkungen?

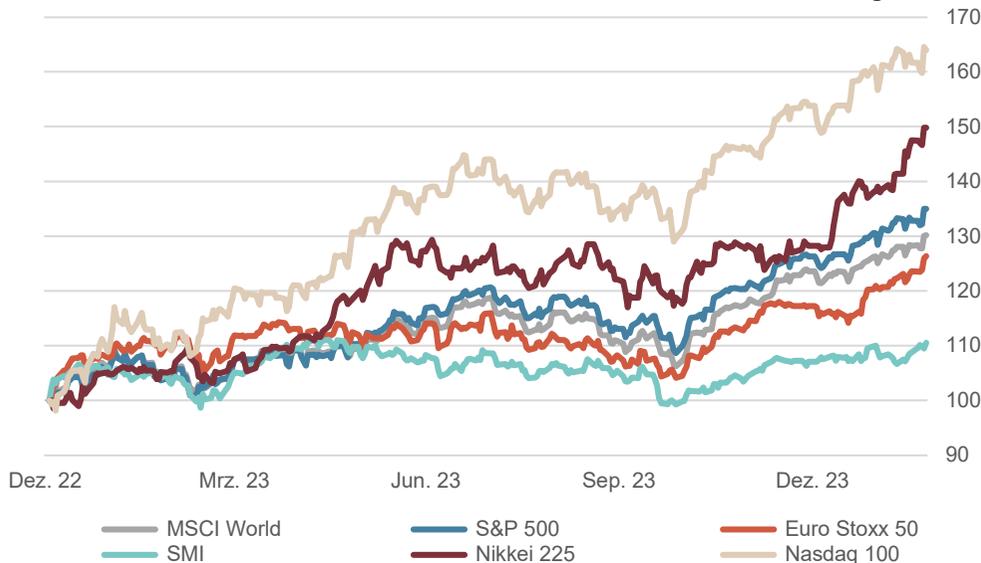
- Die guten Wirtschaftsdaten in den USA sowie die langsamer als erwartet sinkende Inflation haben die Hoffnung auf zeitnahe und kräftige Zinssenkungen deutlich zurückgebunden. Zahlreiche Fed-Mitglieder haben deutlich gemacht, dass die starke Wirtschaftslage keine baldigen Zinssenkungen zulässt und die Zinsentwicklung der 70er-Jahre die Zurückhaltung beeinflusst. Mittlerweile sind bereits vereinzelt Stimmen zu vernehmen, die sogar eine weitere Straffung der Geldpolitik durchaus für möglich halten. Auf der Basis der Fed Fund Futures sind nur noch drei Zinsschritte um je minus 25 Basispunkte eingepreist, was sich der Prognose der Fed-Mitglieder annähert.
- In der Schweiz liegt sowohl die Gesamt- als auch die Kerninflation seit über einem halben Jahr unter der Zielgrösse von 2%. Damit hat die SNB ausreichend Spielraum für Zinssenkungen. Der Referenzzinssatz SARON auf sechs Monate liegt bei rund 1.5%. Dieser war bisher ein guter Indikator für Zinssentscheide der SNB und impliziert eine Zinssenkung um 25 Basispunkte. Von den Marktteilnehmern werden bis Ende Jahr zwei Zinsschritte um je 25 Basispunkte (auf 1.25%) erwartet.
- Die EZB befindet sich im Dilemma zwischen nach wie vor zu hoher – obwohl sinkender – Inflation und einem schwachen, impulsbedürftigen Wirtschaftswachstum. Zinssenkungen wären aus konjunktureller Sicht dringend erforderlich, angesichts des Inflationsniveaus aber nicht umzusetzen, ohne der Glaubwürdigkeit zu schaden. Die Finanzierungsbedingungen werden mittlerweile als „straff“ eingestuft.
- Die SNB könnte also den Leitzins angesichts der tiefen Inflation bereits an der März-Sitzung senken. Im zweiten Quartal ist ein Nachziehen der EZB aufgrund der Wirtschaftsflaute denkbar. Ohne ausserordentliche Ereignisse rechnen wir von der Fed erst in der zweiten Jahreshälfte mit einem Zinsschritt.
- Die EZB führt ihre Bilanz kontinuierlich zurück. Das APP (asset purchase program) wird seit Mitte 2022 im Durchschnitt um rund 14 Mrd. Euro monatlich abgebaut und beläuft sich in der Summe noch immer auf rund 300 Mrd. Euro. Im Rahmen des Pandemie-Notfallpaketes PEPP werden Fälligkeiten weiterhin reinvestiert. Das Gesamtvolumen beträgt hier stattliche 1'666 Mrd. EUR.
- Auch die Fed und die BOE reduzieren ihre Bilanzsumme kontinuierlich. Die SNB hat Stand heute ihre Bilanzsumme bereits auf das Niveau von 2015 zurückgeführt und hält sie auf diesem Niveau.
- Die Bank of Japan erhöht ihre Bilanzsumme weiterhin und befeuert die Konjunktur und die Börse. Letztere hat nach über 33 Jahren ein neues Allzeithoch erreicht.

Anlageklassen – Anleihen / Aktien

10-jährige Staatsanleihen (5 Jahre)



Aktienmärkte: Performance seit 1.1.2023, indiziert, in Lokalwährung



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anleihen: wieder steigende Renditen

- Die Renditen der Staatsanleihen der wichtigsten Märkte haben im Februar wieder angezogen. Aktuell liegt die Rendite von 10-jährigen Staatsanleihen in den USA bei 4.3%, in Deutschland bei 2.4% und in der Schweiz bei 0.9%.
- Die reduzierten Erwartungen bezüglich Zinssenkungen für dieses Jahr machen sich auch in den Obligationenmärkten bemerkbar. Zudem wurden verschiedene Repräsentanten der Zentralbanken auch verbal aktiv, um ihre weniger optimistische Sicht bezüglich Zinssenkungen weiter auszuführen.
- Ausserdem lässt sich bei der Entwicklung der Inflationszahlen in allen Regionen eine Verlangsamung des Abwärtstrends feststellen. Auch dies entspricht nicht den optimistischen Szenarien, welche zu Beginn des Jahres herungereicht wurden.
- Im Bereich der Unternehmensanleihen verharren die Spreads weiter auf sehr engen Niveaus, ein Hinweis darauf, dass hier nicht mit einer Rezession gerechnet wird. Für Neuanlagen erachten wir weiterhin den kurzen bis mittleren Laufzeitenbereich aufgrund der höheren Renditen (invertierte Zinskurven) als attraktiver.

Aktien: weiterhin freundlich

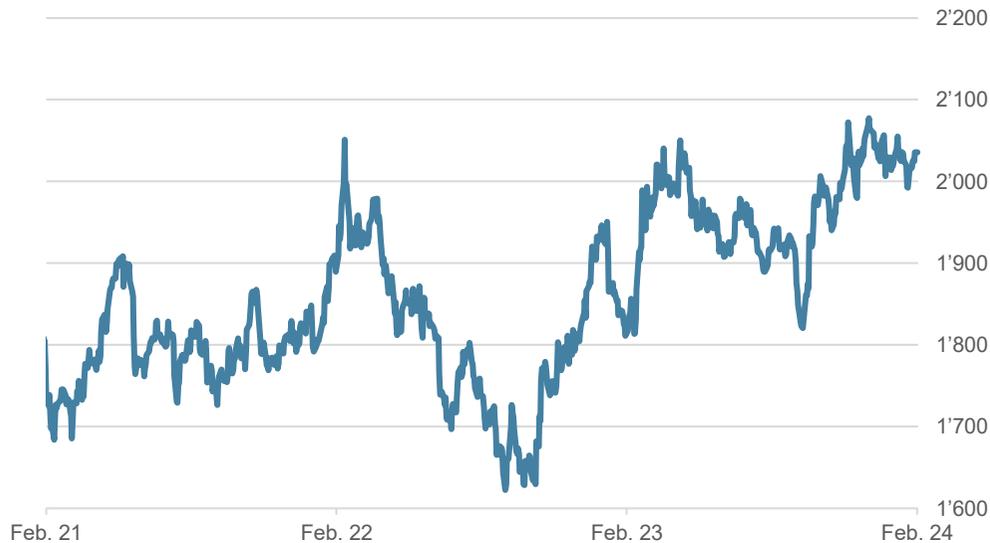
- Die Entwicklung der Aktienmärkte der wichtigsten Regionen seit Jahresbeginn darf als grösstenteils freundlich bezeichnet werden. Der US-Aktienmarkt steht weiterhin an der Spitze der Tabelle. Aber auch der Schweizer Markt befindet sich mittlerweile knapp „im grünen Bereich“. Innerhalb der Sektoren dominieren weiterhin Technologie (Fokus AI) und Gesundheit. Defensive Sektoren wie Versorger oder auch Grundstoffe können momentan weniger mithalten. Insgesamt ist aber die Entwicklung innerhalb der Sektoren sehr heterogen.
- Nachdem an den Aktienmärkten zu Jahresbeginn das Narrativ von rapiden Zinssenkungen dominierte, wird aktuell das Szenario „soft landing“ favorisiert. Geht es nach dieser Interpretation, so kann auf jeden Fall eine Rezession vermieden werden und die Qualität der Unternehmensgewinne bestätigt sich im Nachgang zur Publikation der Geschäftsberichte in den meisten Fällen.
- Die Krise im mittleren Osten ist keineswegs beigelegt, im Gegenteil. Es scheint aber momentan die Märkte nicht zu interessieren. Dies wird auch weiterhin dadurch belegt, dass die Volatilität an den Aktienmärkten weiter auf tiefen Niveaus verharrt. Wer sich versichern will, kann dies günstig implementieren.
- Übergeordnet bleiben wir in unserer Einschätzung weiterhin vorsichtig konstruktiv und gehen davon aus, dass sich die wichtigsten Aktienmärkte im Laufe des Jahres aufgrund der reichlich vorhandenen Liquidität im System positiv entwickeln werden.

Anlageklassen - Währungen und andere Anlagen

USD/CHF, 1 Jahr



Gold in \$ pro Unze, 3 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Währungen: der Schweizer Franken reagiert auf Inflationzahlen

- Von den zum Jahresende 2023 verzeichneten Tiefstkursen hat sich der US-Dollar zum Schweizer Franken lösen können und liegt aktuell rund 3% höher, dies im Einklang mit den leicht steigenden Renditen von US-Treasuries. Die angespannte Situation im Nahen Osten hilft dem US-Dollar und akzentuiert seine Funktion als „Safe Haven“ (sicherer Hafen).
- Auffallend ist die Erholung im US-Dollar gegenüber dem japanischen Yen. Dieser hat sich seit Jahresbeginn erneut um rund 5% abgewertet. Analysten machen die Yen-Schwäche für das erneute Erstarren des US-Dollar verantwortlich. Die BoJ wird, wenn überhaupt, nur ganz zaghaft von ihrer Tiefzinspolitik abweichen.
- Der Euro hat sich zum Franken weiter erholt und liegt bei rund 0.95. Insbesondere die doch tiefer als erwartet ausgefallenen Inflationzahlen der Eidgenossenschaft führten zur leichten Abschwächung des Schweizer Frankens. Wir gehen jedoch weiterhin davon aus, dass sich der Franken aufgrund seiner strukturellen Vorteile gegenüber dem Euro langfristig aufwerten wird. Jede Art politischer Krise in der EU dürfte den Euro unter Druck setzen.

Gold: konsolidiert in enger Bandbreite

- Nach dem kurzlebigen Rally auf neue Allzeithochs bei USD 2'135 pro Unze konsolidiert der Goldpreis in einer Bandbreite zwischen USD 1'990 und USD 2'060. Der Kursverlauf orientiert sich weiterhin deutlich an den Renditen der US-Staatsanleihen. Da diese jüngst wieder etwas angezogen haben, ist der Goldpreis leicht zurückgekommen.
- 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“ nach wie vor an 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.

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.