

AquilaMonitor

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

Mai 2024

Inhalt:

Executive Summary | Makroökonomische Beurteilung | Anlageklassen



Executive Summary

- In Japan steigt das Unbehagen über die teils selbstverschuldete Yen-Schwäche. Die Währung fällt auf ein 34-Jahres-Tief zum Dollar.
- In den USA zeigt das Wirtschaftswachstum erste Anzeichen einer Abkühlung, während der Arbeitsmarkt weiterhin angespannt bleibt. Der Preisdruck steigt hingegen beunruhigend an und lässt Erinnerungen an die 1970er-Jahre aufkommen.
- Der weitere Pfad der Notenbanken bleibt aufgrund der divergenten Daten unsicher. Die EZB könnte als nächstes Institut die Zinsen senken.
- Angesichts der bestehenden Herausforderungen in China darf mit weiteren Konjunkturpaketen gerechnet werden.
- Die Renditen der Staatsanleihen der wichtigsten Märkte sind aus der Seitwärtsbewegung des ersten Quartals nach oben ausgebrochen.
- Die Aktienmärkte der wichtigsten Regionen haben in den ersten Wochen des neuen Quartals einen Teil der Gewinne seit Jahresbeginn wieder abgegeben.
- Der US-Dollar notiert weiterhin gut unterstützt und der Schweizer Franken kam nach den jüngsten Inflationszahlen und der Zinssenkung der SNB unter Druck.
- Der Goldpreis hat mit über USD 2'400 pro Unze ein neues Allzeithoch erreicht und das beeindruckende Rally fortgesetzt.

JPY/USD



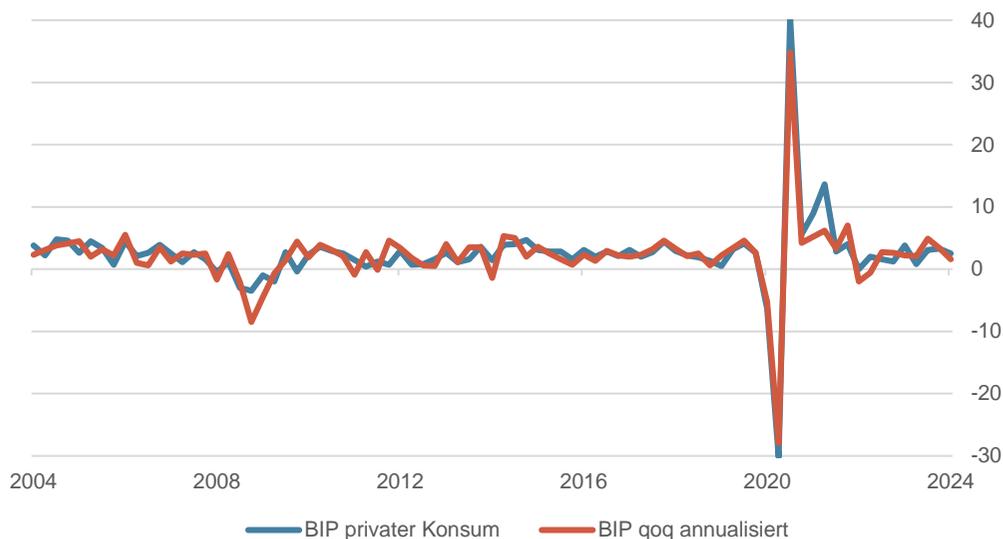
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Unerwünschte Yen-Schwäche

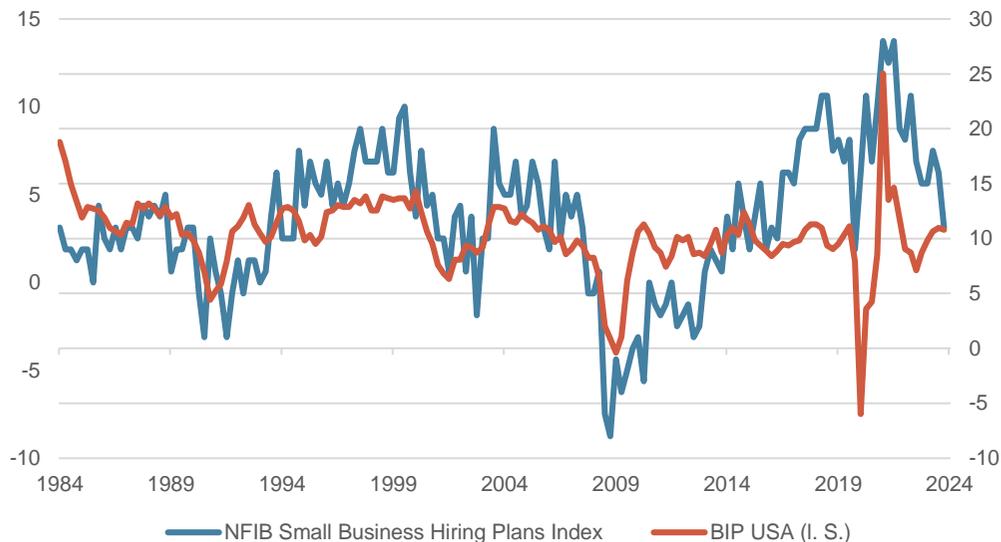
- Der japanische Yen erreicht gegenüber dem US-Dollar ein 34-Jahres-Tief.
- Während die exportorientierte Wirtschaft Japans und der Tourismus von der Abwertung des Yen profitieren, führt diese zu steigenden Preisen auf importierten Gütern und entsprechend tieferem Inlandverbrauch angesichts des Kaufkraftverlustes sowie zu höherer Inflation.
- Das Wiedererlangen eines inflationären Umfeldes ist nach drei durch Deflation geprägten Dekaden zwar zu begrüßen. Die Yen-Schwäche droht nun aber unerwünschten und schwer steuerbaren Preisdruck zu verursachen. Die Inflation stieg 2023 auf ein 42-Jahres-Hoch und konnte seither gebremst werden, liegt aber weiterhin über 2%.
- Die Währungsabwertung ist zumindest teilweise selbstverschuldet. Eine unverändert viel zu lockere Geldpolitik mit tiefen Zinsen und der Ausweitung der Notenbankbilanz tragen massgeblich zum Problem bei.
- Die hohe Zinsdifferenz zum US-Dollar erhöht den Druck auf den Yen und die schwindende Hoffnung auf baldige Zinssenkungen in den USA verschärfen das Problem zusätzlich.
- Der Dollar wertet aufgrund des positiven Carry aber auch gegenüber vielen anderen Währungen auf.
- Der südkoreanische Won befindet sich in einer vergleichbaren Situation wie der Yen. Die Finanzminister beider Länder sind aufgrund der Devisenentwicklung besorgt und haben sich im Dialog mit den USA auf eine «enge Begleitung» der Wechselkurse geeinigt. Die Wahrscheinlichkeit, Akzeptanz und Wirksamkeit koordinierter Devisenmarktinterventionen steigt dadurch, zeigt aber bloss aufgrund des Narrativs bisher keine Wirkung.

Konjunktur

USA Bruttoinlandprodukt und privater Konsum (20 Jahre)



USA BIP vs. Anstellungspläne KMU (40 Jahre)



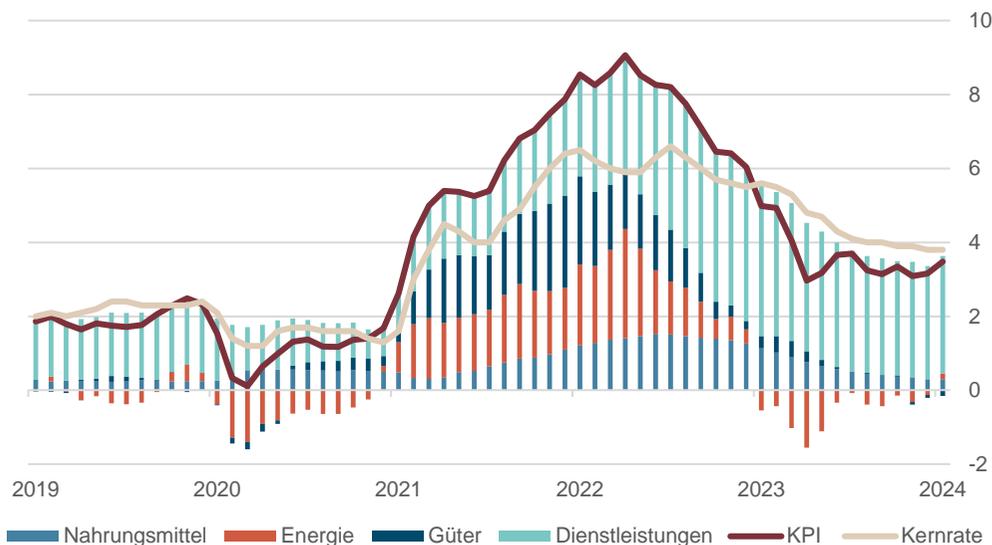
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Wachstum schwächt sich in den USA empfindlich ab

- Die amerikanische Wirtschaft verliert anhand der Einkaufsmanagerindizes weiter an Dynamik, was sich sowohl bei den Erzeugern wie auch im Dienstleistungssektor abzeichnet. Dies manifestiert sich darüber hinaus auch im BIP-Wachstum für das erste Quartal, das mit 1.6% deutlich tiefer als die Prognosen (2.5%) ausgefallen ist.
- Die Situation am US-Arbeitsmarkt bleibt auf Stufe Arbeitslosenquote mit 3.8% unverändert angespannt. Hingegen schwächen sich die Anstellungspläne der kleineren Unternehmen bereits seit längerem spürbar ab. Dies stützt das Szenario einer desinflationären sanften Landung, kann aber durchwegs in einer etwas heftigeren Abkühlung enden.
- Die Inflation stagniert in den USA seit Juni 2023 und erfährt infolge der erneut positiv beitragenden Energierohstoffe Auftrieb. Angesichts der geopolitischen Instabilität dürften die Notierungen insbesondere beim Erdöl hoch bleiben. Der starke Inflationstreiber sind aber die Dienstleistungspreise. Da dieser auf der Basis der Umfragewerte nun aber an Dynamik verliert, könnte der inflationäre Druck aus diesem Bereich sinken.
- Einer Umfrage von J.P. Morgan zufolge sinken die überschüssigen Ersparnisse und reichen teilweise nicht mehr aus, um den Lebensstandard aufrechtzuerhalten. Trotz guter Verfassung des Arbeitsmarktes führten die Gehaltserhöhungen nur in 12% der Fälle zu einem realen Anstieg.
- Erfreulicherweise sind auch aus Deutschland wieder positivere Nachrichten auszumachen, wenn man die jüngsten ifo-Daten berücksichtigt. Auch die Erholung im zusammengesetzten Einkaufsmanagerindex (PMI) der Währungsunion lenkt das Anlegerinteresse wieder vermehrt nach Europa.
- Hingegen wurden sowohl von SNB-Präsident Thomas Jordan als auch von Aussenminister Ignazio Cassis auf schwache aussenwirtschaftliche Impulse für die Schweizer Wirtschaft verwiesen. Dies wird durch Export- und Importzahlen für den Monat März belegt, welche deutlich um 1.7% resp. 2.3% geschrumpft sind.
- China überrascht mit einem besser als erwarteten Wirtschaftswachstum für das erste Quartal. Die monatlichen Konjunkturindikatoren hellen sich für die Industrie und den Dienstleistungssektor ebenfalls weiter auf. Das hohe Wachstum vor Jahresfrist dürfte in den kommenden Monaten die Jahreswachstumsraten aufgrund des Basiseffektes belasten und die Erholungstendenzen verschleiern. Der Aufschwung dürfte sich, durch weitere Stimuli unterstützt, fortsetzen.

Geldpolitik

USA Inflation Subindizes (5 Jahre)



USA Inflation 1967-1982 vs. 2015-heute



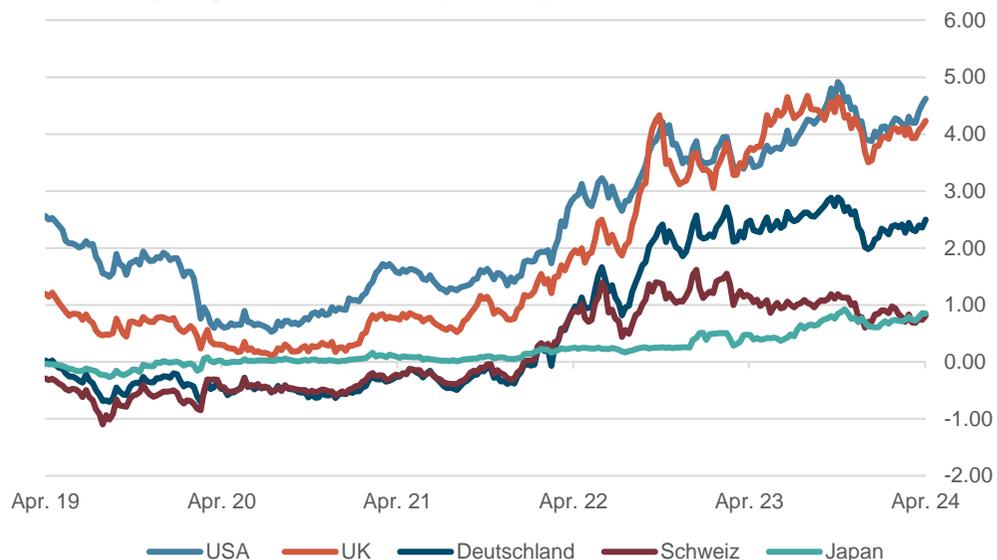
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Zinssenkung oder -erhöhung durch die Fed?

- Noch Anfang Jahr wurden sieben Zinssenkungsschritte um je 25 Basispunkte von der Fed für das laufende Jahr erwartet. In den vergangenen Wochen haben die Fed-Gouverneure die Hoffnung der Marktteilnehmer aber weiter gestützt. Aktuell wird eine erste Zinssenkung frühestens nach den Präsidentschaftswahlen vom 5. November 2024 eingepreist. Allerdings besteht bereits eine geringe Wahrscheinlichkeit, dass angesichts der bisher starken Wirtschaftsdaten und widerspenstigen Inflation der Leitzins gar angehoben werden könnte. Die strafferen Finanzierungsbedingungen haben nur begrenzt die erhoffte Abkühlung in der amerikanischen Volkswirtschaft gebracht.
- Die Preiskomponente (auf annualisierten Quartalszahlen) auf dem US-BIP fiel mit 3.1% leicht und die Kernrate mit 3.7% deutlich über den Erwartungen aus. Die Zinsen reagierten mit Aufschlägen und die Erwartungen auf Zinssenkungen der Fed wurden dementsprechend weiter nach hinten geschoben.
- Nach einer ersten Zinssenkung durch die SNB werden bis Ende Jahr höchstens zwei weitere Schritte um je 25 Basispunkte erwartet. Die tiefe Inflation und die schwache Auslandaktivität haben hierzu beigetragen.
- Als nächste Zentralbank dürfte die EZB an der Sitzung vom 6. Juni mit einer Zinssenkung aufwarten, obwohl die Inflationsziele noch nicht erreicht sind. Die in einigen Ländern der Eurozone schwache Wirtschaft bedarf eines Impulses, die einen weiteren Aufschub der geldpolitischen Lockerung kaum zulässt.
- Die zaghafte Zinsanhebung vom 19. März um 0.1% durch die BOJ hat eine weitere Abwertung des Yens auf ein 34-Jahres-Tief zum Dollar nicht verhindern können. Sollte sich die Abwertung fortsetzen, dürften Interventionen nicht ausbleiben. Seitens der USA und Südkoreas wurden mögliche Schritte bereits «abgesegnet». Der fehlende Mut zu einer weiteren Zinserhöhung am 26. April schickt den Yen auf ein neuerliches 34-Jahres-Tief bei 160 zum US-Dollar. Die Zinsen auf 10-jährigen Staatsanleihen nähern sich weiter der 1%-Marke.
- Von der chinesischen Notenbank werden zur Konjunkturanhebung weitere Anreize erwartet. Das bisher zaghafte Vorgehen der PBOC hat die Erwartungshaltung deutlich gedrosselt und die Analysten dürften von positiven Impulsen überrascht werden.

Anlageklassen – Anleihen / Aktien

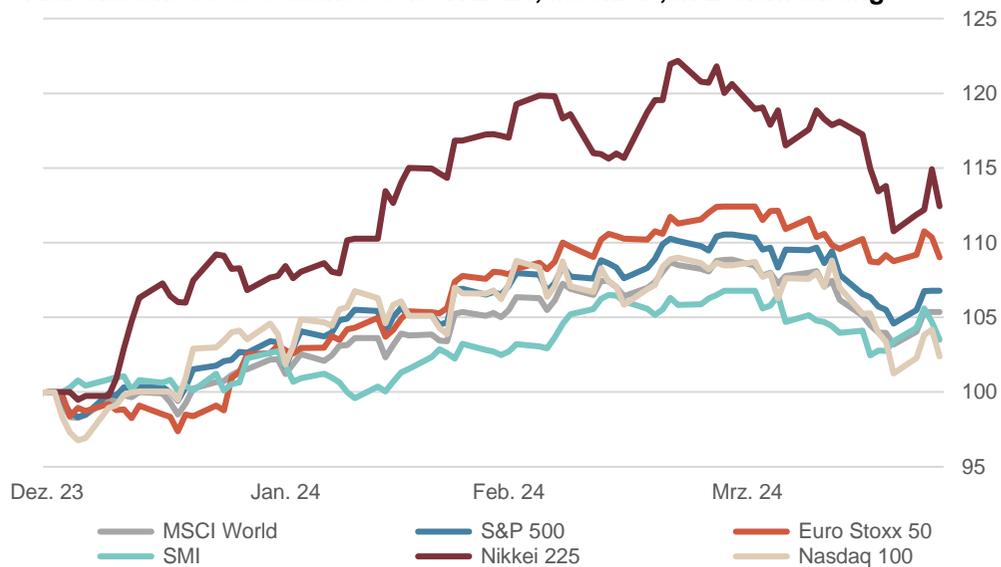
Zinsen 10-jährige Staatsanleihen (5 Jahre)



Anleihen: Renditen steigen weiter an

- Die Renditen der Staatsanleihen der wichtigsten Märkte sind aus der Seitwärtsbewegung des ersten Quartals nach oben ausgebrochen. Aktuell liegt die Rendite von 10-jährigen Staatsanleihen in den USA bei 4.7%, in Deutschland bei 2.6% und in der Schweiz bei 0.8%.
- Begründet wird diese Bewegung mit den hartnäckigen Inflationszahlen, was vor allem in den USA erkennbar ist. Einzig in der Schweiz trifft dies bisher nicht zu.
- Deshalb haben sich die zu Beginn des Jahres herungereichten Szenarien für deutliche Leitzinssenkungen verflüchtigt. Gewisse Analysten rechnen in den USA jetzt sogar mit weiteren Erhöhungen der Leitzinsen. Dies hinterlässt auch in den Obligationenmärkten Spuren und hat zu höheren Renditen und einer Verflachung der immer noch inversen Zinskurven geführt.
- Im Bereich der Unternehmensanleihen haben die Spreads etwas angezogen, befinden sich aber weiterhin auf sehr moderaten Niveaus und indizieren eine tiefe Rezessionserwartung. Für Neuanlagen erachten wir weiterhin den kurzen bis mittleren Laufzeitenbereich als attraktiv.

Aktienmärkte: Performance seit 1.1.2024, indiziert, in Lokalwährung



Aktien: Investoren erwarten mit Spannung die Quartalsberichte

- Die Aktienmärkte der wichtigsten Regionen haben in den ersten Wochen des neuen Quartals einiges der Gewinne seit Jahresbeginn wieder abgegeben. Hier kommt die gestiegene Unsicherheit bezüglich der Zinsentwicklung, der Qualität der Unternehmensgewinne und auch der geopolitischen Lage zum Ausdruck. Auffällig innerhalb der Sektoren ist die starke Rotation weg von den bisherigen Gewinnern (AI, Halbleiter) zu defensiveren Sektoren (Konsum, Versorger).
- Nachdem an den US-Aktienmärkten zu Jahresbeginn das Narrativ von rapiden Zinssenkungen dominierte, ist dieses nun durch mehrfache verbale Intervention von FOMC-Mitgliedern „neutralisiert“ worden. Dabei wird auf die Inflationsentwicklung sowie auf die weiterhin starke Wirtschaft in den USA verwiesen.
- Die geopolitischen Krisenherde haben sich nur vordergründig beruhigt. Mittlerweile hat sich nun aber in den Marktvolatilitäten so etwas wie eine Risikoprämie eingepreist. Es scheint, dass man sich auf eine anhaltende Unsicherheit einzustellen beginnt.
- 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.

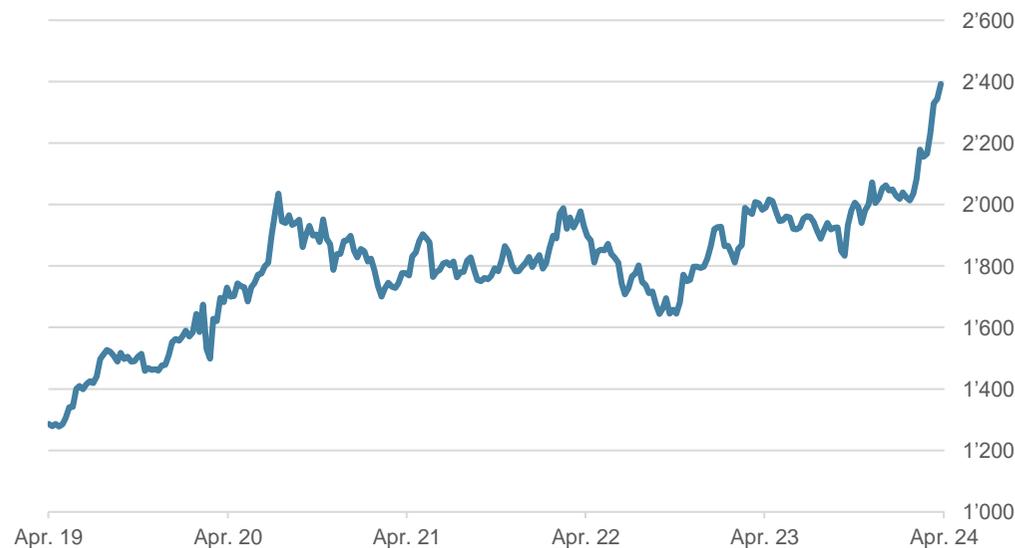
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anlageklassen - Währungen und andere Anlagen

Euro und Dollar gegen Franken, 1 Jahr



Gold in \$ pro Unze, 5 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Währungen: US-Dollar weiterhin freundlich

- Von den zum Jahresende 2023 verzeichneten Tiefstkursen hat sich der US-Dollar gegenüber allen wichtigen Währungen lösen können. Der DXY-Index liegt aktuell rund 5% höher als zu Jahresbeginn. Generell lässt sich dies als Spiegelbild der veränderten Zinserwartungen in den USA interpretieren.
- Noch ausgeprägter ist die Erholung im US-Dollar gegenüber dem japanischen Yen (+11%) und dem Schweizer Franken (+9%). In beiden Währungen wird aufgrund der tieferen Zinsen eine erhöhte Aktivität im sogenannten «Carry-Trade» gemessen, wobei sich Akteure in einer Niedrigzinswährung verschulden und die erhaltenen Mittel in einer Hochzinswährung anlegen. Dies verstärkt in der Regel den Druck auf die Währungen mit dem tieferen Zinssatz.
- Der Euro hat sich zum Franken weiter erholt und liegt aktuell bei rund 0.98. Insbesondere die doch tiefer als erwartet ausgefallenen Inflationszahlen der Eidgenossenschaft führten zur Abschwächung des Schweizer Francs. Wir gehen übergeordnet weiterhin davon aus, dass sich der Franken aufgrund seiner strukturellen Vorteile gegenüber dem Euro langfristig aufwerten wird. Jede Art politischer Krisen in der EU dürfte den Euro unter Druck setzen.

Gold: massives Rally

- Der Goldpreis hat mit über USD 2400 pro Unze ein neues Allzeithoch erreicht und die beeindruckende Rally fortgesetzt. Aber auch gemessen in vielen anderen Währungen waren neue Höchststände zu verzeichnen. So liegt beispielsweise der Kilopreis fast bei CHF 70'000.
- Die Art und Weise sowie die Breite der Bewegung deuten darauf hin, dass es sich um eine reale Stärke des Goldpreises handelt und nicht um eine relative Reaktion, z.B. auf einen schwächeren US-Dollar. Dies wird auch durch die Immunität des Preisanstiegs im Vergleich zu den angestiegenen erwarteten Realzinsen erkennbar.
- Vielmehr dürfte die Erwartung eine Rolle spielen, dass die FED – und daraufhin auch andere Zentralbanken – bereit sein wird, ihr Inflationsziel nach oben zu schrauben und so tiefere Realzinsen zuzulassen.
- Auffallend ist auch der stete Ausbau der Goldbestände der globalen Zentralbanken, welcher den Wunsch nach Diversifikation bestehender Dollarreserven zum Ausdruck bringen könnte. Die Goldreserven der BRIC+-Länder könnten bereits die Bestände der USA überschritten haben.
- Wir bleiben deshalb weiterhin freundlich für das Gold gestimmt und halten an unserer Positionierung fest.

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.