

Anlagebericht II.Q 2024

Dr. Giuseppe Benelli
April 2024

www.benelli-consulting.ch

Wirtschaft

- **Hohe Zinsen und weniger Wachstum**
- **Zentralbanken dürfen Leitzinsen nicht zu schnell senken**
- **Staatsverschuldung hält langfristige Zinsen hoch**
- **Hohe Verschuldung und geringes Wachstum**
- **Die USA sind besser dran als Europa**

Finanzmärkte

- **Die Finanzmärkte haben die Federal Reserve erneut falsch eingeschätzt**
 - Zinserwartungen und die Wahlen in den USA
 - Aussichten für das laufende Jahr
- **Aktien: Ist der Börsenanstieg nachhaltig oder der Vorbote einer Korrektur?**
- **Anleihen: Anleiheinvestoren wetten auf eine baldige Zinssenkung. Eine erneute Enttäuschung?**
- **Alternative Anlagen**
 - Immobilienrisiko durch die Zinswende
 - Gold als Absicherung
 - Investitionen in Rohstoffe sind schwierig geworden
- **Währungen**

Konkurrenzvergleich

- **Umfrage der Bank of America, März 2024**
 - Die Fondsmanager sind weiterhin optimistisch.

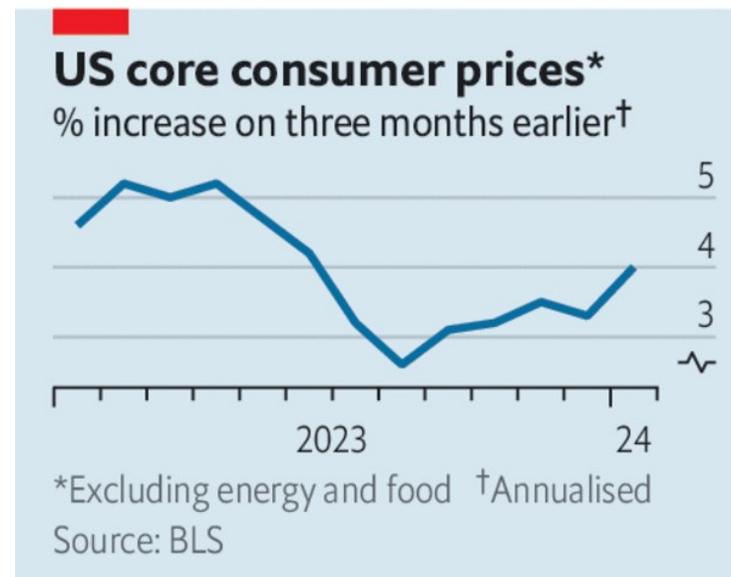
Hohe Zinsen und weniger Wachstum

Zu Beginn des Jahres spekulierten die Finanzmärkte darauf, dass ein Rückgang der Inflation und der Wirtschaftsleistung die Zentralbanken bald wieder zu Zinssenkungen veranlassen würde. Entgegen dieser Erwartung blieben die Zinsen hoch, während die Volkswirtschaften vieler Industrieländer weiterhin unter Druck standen. Dies deckt sich mit unserer damaligen Einschätzung, dass viele Marktteilnehmer zu Beginn des Jahres zu optimistisch waren.

Die US-Wirtschaft wuchs im Jahr 2023 um 2,5 % und übertraf damit die europäische Wirtschaft. Deutschland konnte eine Rezession knapp vermeiden, während Japan und das Vereinigte Königreich Ende 2023 in eine Rezession fielen. Im ersten Quartal des laufenden Jahres beließ die Federal Reserve ihren Leitzins in einer Spanne von 5,25 % bis 5,5 %. Die Einlagensätze der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bank of England blieben unverändert. Die Einlagensätze der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bank of England blieben unverändert. Entgegen allen Erwartungen änderte einzig die Schweizerische Nationalbank ihren Referenzzinssatz um 0,25 %.

Zentralbanken dürfen Leitzinsen nicht zu schnell senken

Die Gefahr einer zweiten Inflationswelle ist nach wie vor vorhanden. Zum Jahreswechsel, nachdem die US-Notenbank glaubte, die Inflation fast unter Kontrolle zu haben, brachen die Anleiherenditen in Erwartung mehrerer Zinssenkungen ein. In den letzten drei Monaten sind die Preise weiter über das Ziel der Fed gestiegen. Die Kernverbraucherpreise (ohne Nahrungsmittel und Energie) haben mit einer Jahresrate von etwa 4 % stärker als erwartet angezogen, und auch die Inflationserwartungen der Verbraucher für das nächste Jahr haben sich erhöht. Die Inflation ist zwar deutlich niedriger als zu ihrem Höhepunkt, sie ist jedoch noch nicht besiegt. Infolgedessen liegen die Renditen von Staatsanleihen wieder auf dem Niveau von Ende 2023. Die Renditen langlaufender Anleihen sind sogar noch höher.



Zentralbanken dürfen Leitzinsen nicht zu schnell senken

In den USA ist der Preisanstieg in erster Linie auf Engpässe im Dienstleistungssektor zurückzuführen. Die Löhne steigen jährlich um mehr als 4,5 %. Das BIP wuchs in der zweiten Jahreshälfte 2023 annualisiert um 4,1 % und die Echtzeitindikatoren deuten darauf hin, dass die Expansion gesund bleibt. Die Wirtschaft ist so stark, dass einige Prognostiker einen neuerlichen Ausbruch der Inflation erwarten.

In anderen Ländern bietet sich ein unterschiedliches Bild. In Europa ist die Arbeitslosigkeit niedrig, doch das Wachstum ist weniger stark. Die Unternehmensumfragen in der Eurozone sind düster. Lediglich die Inflationsbefürchtungen werden durch den starken Rückgang der Erdgaspreise begrenzt. Die Inflation nähert sich daher langsam dem Ziel der EZB, was jedoch hauptsächlich auf die sinkenden Energiekosten zurückzuführen ist. Die Kerninflation liegt mit über 3 % immer noch auf einem hohen Niveau.

Die chinesische Wirtschaft befindet sich in einer Flaute und die Preise fallen. In Japan liegen die Zinssätze immer noch unter Null und der Inflationsdruck nimmt nur langsam zu.

Die Inflation in der Euro-Zone nähert sich dem EZB-Zielwert

Jährliche Teuerung in Prozent

- Inflationrate
- Kerninflation (ohne Energie, Lebensmittel, Alkohol, Tabak)
- Inflationsziel der EZB



Jahresteuern
gemessen am Konsumentenpreisindex (HICP).

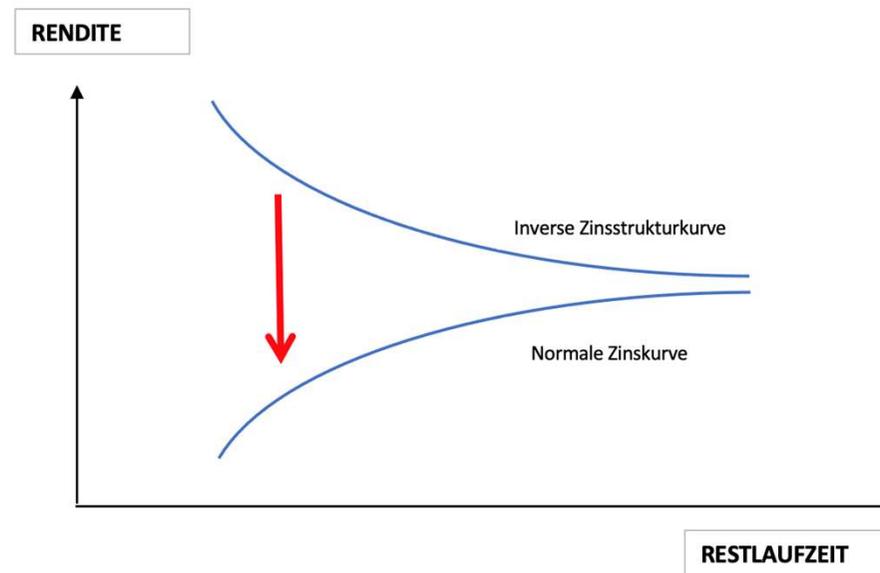
QUELLE: EUROSTAT

NZZ / ra.

Staatsverschuldung hält langfristige Zinsen hoch

Nur ein nachhaltiger Rückgang der Inflation wird es den Zentralbanken ermöglichen, die Leitzinsen zu senken. Die möglichen Auswirkungen auf die Finanzmärkte werden jedoch überschätzt.

Die Zentralbanken werden wahrscheinlich später als allgemein angenommen mit einer Senkung der Leitzinsen reagieren. Allerdings können sie mit ihrer Geldpolitik nur die kurzfristigen Zinssätze beeinflussen, während die langfristigen Zinsen angesichts der allgemein erheblichen Verschuldung hoch bleiben werden. Wir erwarten daher nur eine Reduktion der Renditen bei kurzen Laufzeiten, was eigentlich nur zu einer Normalisierung der derzeit noch inversen Zinskurve in den wichtigsten Industrieländern führen wird.



Hohe Verschuldung und geringes Wachstum

Enorme Schulden, hohe Zinsen und geringes Wachstum sind eine gefährliche Kombination für die Wirtschaft. Bereits im Vorquartal hatten wir auf das zunehmende Schuldenproblem hingewiesen. Da die betreffenden Länder potenziellen Investoren attraktive Zinsen bieten müssen, um ihre Schulden weiterhin finanzieren zu können, ist die Zeit der niedrigen Zinsen vorbei.

Die Staatsverschuldung ist inzwischen so hoch geworden, dass sie die überschüssigen Ersparnisse der Welt aufgesaugt hat. An der Schuldenmentalität hat sich nicht geändert: Die Industrieländer geben mehr aus als sie einnehmen. Das wirft die Frage auf, wie die Länder in Zukunft mit dem wachsenden Schuldenproblem umgehen werden.

Die USA sind besser dran als Europa

Die Fiskalpolitik in den USA war extrem expansiv und daran wird sich auch nach den Wahlen nichts ändern. Allerdings sind die USA auch das einzige Land, das längerfristig auf Wachstum setzen könnte, um das Schuldenproblem zu lösen. Die flexible Wirtschaftsdynamik in Verbindung mit neuen Technologien könnte eine Produktivitätssteigerung auslösen und damit die Wachstumsraten ermöglichen, die notwendig wären, um die Zinslast zu tragen und die Schuldenquote zu senken.

Schwieriger ist die Situation in der Eurozone. In einigen wachstumsschwachen Mitgliedsstaaten ist die Verschuldung ausser Kontrolle geraten und der politische Druck gegen Umstrukturierungen und vor allem gegen höhere Zinsen ist sehr hoch. Die Inflation bleibt die einfachste Lösung, um das Schuldenproblem einzudämmen. Der EZB fehlen die richtigen Anreize, um die Inflation ernsthaft zu bekämpfen.

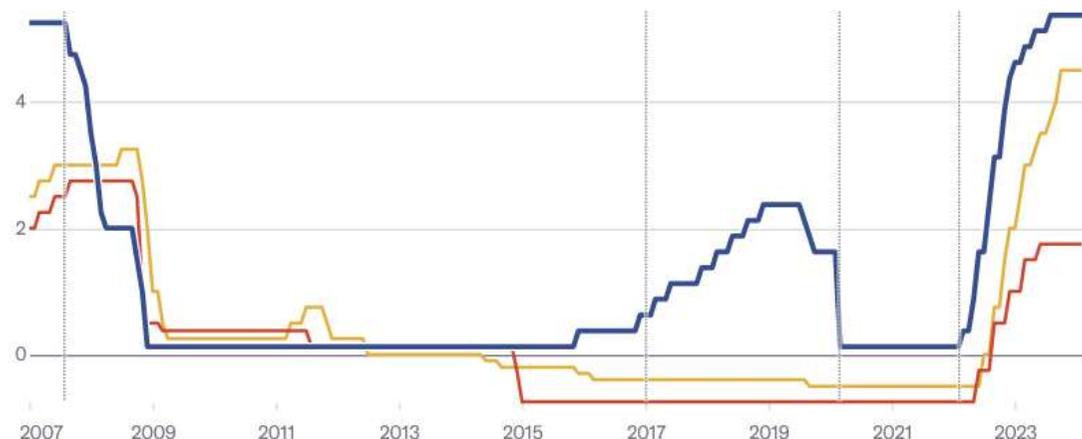
Die Finanzmärkte haben die Federal Reserve erneut falsch eingeschätzt

In den letzten Jahren haben Anleger immer wieder Zinssenkungen erwartet und sind damit falsch gelegen. Entweder unterschätzten sie die Bereitschaft der Fed, die Zinsen anzuheben, oder sie überschätzten, wie schnell sie mit den Zinssenkungen beginnen würde. Wie sich zeigt, ist es eher realistisch, dass die Zinssätze noch länger hoch bleiben werden.

Anfang 2024 kritisierten wir die Erwartungen von schnellen Zinssenkungen als unangemessen. Damals spekulierten die Finanzmärkte erneut auf einen weiteren Rückgang der US-Inflation (auf etwa 2 %), deutlich niedrigere US-Zinsen, eine "weiche" wirtschaftliche Landung (d. h. keine Rezession) und ein S&P-Gewinnwachstum von etwa 10 %. Dies war eine sehr zuversichtliche Prognose, die eigentlich nur enttäuscht werden konnte. Heute sind die Märkte etwas weniger optimistisch in Bezug auf Inflation und Zinssätze, aber immer noch positiv hinsichtlich einer weichen Landung und eines gesunden Gewinnwachstums.

Geldpolitische Leitzinsen der Vereinigten Staaten, des Euro-Raums und der Schweiz

— SNB — EZB — Fed



Die Finanzmärkte haben die Federal Reserve erneut falsch eingeschätzt

Zinserwartungen und die Wahlen in den USA

Die Annahme, dass die Zinssätze hoch bleiben werden, ist plausibel, vor allem vor dem aktuellen politischen Hintergrund. Im Wahljahr können sich die Zentralbanker keinen Fehler leisten. Die Gefahr, die Geldpolitik zu früh zu lockern und damit wie in den 1970er Jahren eine Rückkehr der Inflation zu provozieren, besteht durchaus. In einem Präsidentschaftswahlkampf mit Donald Trump könnte eine zu schnelle Zinssenkung sogar noch schwerwiegendere Folgen haben. Man könnte die Unabhängigkeit der Fed anzweifeln und ihr unterstellen, mit einer solchen Massnahme den Amtsinhaber Joe Biden zu unterstützen, was ihre Position deutlich schwächen würde.

Eine zweite Präsidentschaft von Donald Trump ist durchaus nicht unrealistisch. In diesem Fall würde er vermutlich defizitfinanzierte Steuersenkungen durchsetzen, die den Inflationsdruck weiter erhöhen. Konflikte mit der Fed wären vorprogrammiert. Noch ist ein solches Szenario lediglich Fiktion und sicherlich nicht das, was die Anleger erwarten.



Die Finanzmärkte haben die Federal Reserve erneut falsch eingeschätzt

Aussichten für das laufende Jahr

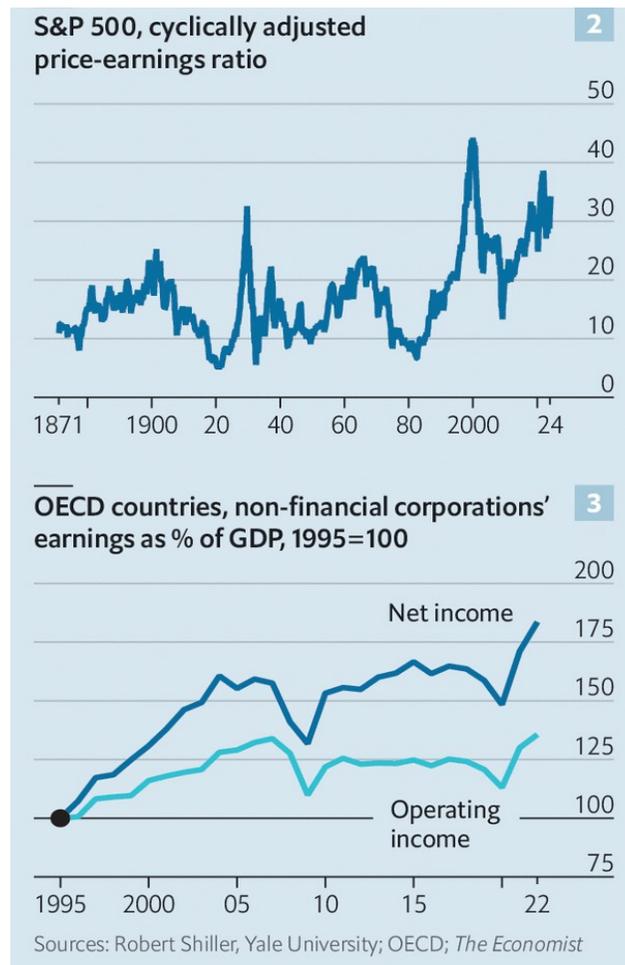
Wir sind der Ansicht, dass die Risiken für das Wirtschaftswachstum hoch bleiben und daher die Erwartung einer "weichen" Landung und eines starken Gewinnanstiegs im Jahr 2024 zu optimistisch ist. Ein langsames Wirtschaftswachstum mit etwas geringerer aber volatiler Inflation ist eher wahrscheinlich. Die erhebliche Straffung der Geldpolitik, wie sie seit Mitte 2022 stattgefunden hat, wirkt sich sowohl in den USA als auch in Europa noch immer auf die Wirtschaft aus. Während jedoch die europäischen Volkswirtschaften im vergangenen Jahr weitgehend stagnierten, blieb die US-amerikanische Wirtschaft widerstandsfähig und weist bislang kaum Anzeichen für eine Rezession auf.

Wenn die Inflation weiter sinkt, könnten die Zentralbanken auf die wirtschaftliche Schwäche mit einer Lockerung der Geldpolitik reagieren. In diesem Szenario dürften sich Anleihen gut entwickeln und auch Aktien könnten sich erholen, solange das Wirtschaftswachstum nicht zu stark nachlässt und die Unternehmensgewinne stabil bleiben. Bleibt die Inflation jedoch hoch und schwächt sich das Wirtschaftswachstum nicht weiter ab, werden die Zentralbanken die Geldpolitik straff halten und Anleihen und Aktien werden sich schlechter entwickeln als Bargeld. In diesem Fall könnte sich in den USA ein anderes Bild ergeben als in Europa.

Aktien: Ist der Börsenanstieg nachhaltig oder der Vorbote einer Korrektur?

US-Aktien sind seit Ende Oktober um 21 % gestiegen und liegen etwa 5 % über ihrem schwindelerregenden Höchststand vom Januar 2022, angeführt von wachstumsstarken Technologiewerten. Seit 2010 hat der S&P 500-Index für US-amerikanische Aktien real um 11 % pro Jahr zugelegt - ein aussergewöhnlicher Lauf. Ende Februar erreichten auch europäische Aktien zum ersten Mal seit zwei Jahren wieder einen neuen Rekord. Indien erlebt seit einigen Jahren einen Boom, da der Optimismus hinsichtlich der wirtschaftlichen Perspektiven gross ist. Sogar japanische Aktien - ein Synonym für Stagnation - sind wieder auf dem Niveau von 1989, nachdem sie jahrzehntelang im Abwärtstrend waren.

Aufgrund dieser Entwicklungen sind die Aktienmärkte heute relativ teuer und sich des Risikos, dass die Geldpolitik in diesem Jahr straff bleiben könnte, kaum bewusst. Das zyklisch bereinigte Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) US-amerikanischer Aktien liegt derzeit bei 34,3 nach dem Rekordhoch von 1999 während der Dotcom-Blase. Der vorherige Höchststand lag bei 31,5 im Jahr 1929.



Aktien: Ist der Börsenanstieg nachhaltig oder der Vorbote einer Korrektur?

Unter realistischen Annahmen über die Entwicklung von Bewertungen, Zinssätzen und Steuern müssten US-Unternehmen, um in den nächsten zehn Jahren auch nur bescheidene reale Aktienrenditen von 4 % pro Jahr zu erzielen, ihre zugrunde liegenden Gewinne um etwa 6 % pro Jahr steigern, was in etwa der besten Nachkriegsleistung aller Zeiten entspräche. Dies wird schwierig sein und reduziert die Möglichkeit einer überdurchschnittlichen Rendite an den Märkten.

Für die weitere Entwicklung von Aktien ist daher entscheidend, ob die Inflation weiter zurückgehen und niedrig bleiben kann, ohne dass es zu einem Rückgang des Wirtschaftswachstums und der Unternehmensgewinne kommt. Der Kampf gegen die Inflation ist noch nicht gewonnen. Die Zinssätze werden möglicherweise nicht so weit oder so schnell sinken, wie die Anleger erwarten.

Wir gehen davon aus, dass die deutliche Straffung der Geldpolitik seit Mitte 2022 weiterhin Auswirkungen auf die Wirtschaft in den USA und in Europa haben wird. Eine damit verbundene Revision der Unternehmensgewinne könnte die Aktienmärkte belasten. Sollte die Inflation weiter sinken, würden die Zentralbanken auf die Konjunkturschwäche mit einer Lockerung der Geldpolitik reagieren und die Leitzinsen sogar senken. In diesem Szenario dürften sich dann auch Aktien wieder erholen.

Aktien: Ist der Börsenanstieg nachhaltig oder der Vorbote einer Korrektur?

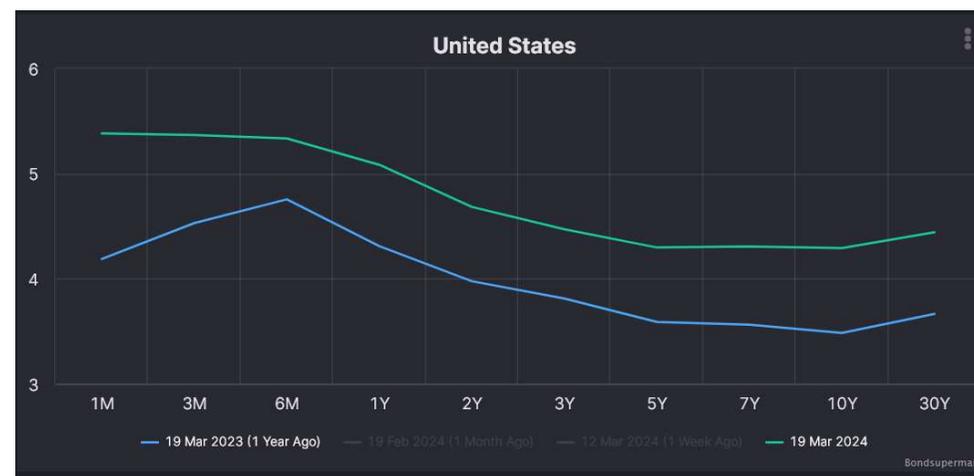
Langfristig orientierte Anleger können daher etwaige Korrekturen am US-amerikanischen und schweizerischen Aktienmarkt nutzen, um Positionen in qualitativ hochwertigen Aktien mit einer starken Marktposition, hohen Kapitalrenditen und soliden Bilanzen aufzubauen.

Das Umfeld für andere europäische Aktien stellt sich etwas anders dar. In der Eurozone profitieren die Unternehmen nach wie vor von niedrigen realen Refinanzierungskosten (die Realzinsen in Europa sind niedriger als in den USA), leiden aber unter einem geringen Wachstumspotenzial, einer hohen Verschuldung und ungelösten Strukturproblemen.

Anleihen: Anleiheinvestoren wetten auf eine baldige Zinssenkung. Eine erneute Enttäuschung?

Zum Jahreswechsel, als die Finanzmärkte die übermässigen Preissteigerungen in den USA für beendet hielten, brachen die Anleiherenditen in Erwartung mehrerer Zinssenkungen ein. Aus heutiger Sicht war diese Wette verfrüht.

Wie wir erwartet hatten, ist die Inflation niedriger als auf ihrem Höhepunkt, aber sie ist noch nicht besiegt. Infolgedessen sind die Renditen von Staatsanleihen in etwa wieder auf das frühere Niveau gestiegen.



Die Märkte gehen weiterhin davon aus, dass die US-Notenbank die Zinsen im Jahr 2024 senken wird, wenn auch weniger stark als noch Ende Dezember angenommen.

Anleihen: Anleiheinvestoren wetten auf eine baldige Zinssenkung. Eine erneute Enttäuschung?

Sollte die Inflation weiter sinken, könnten die Zentralbanken tatsächlich mit einer Lockerung der Geldpolitik auf die wirtschaftliche Schwäche reagieren. Allerdings könnte sich der Optimismus der Anleiheinvestoren einmal mehr als übertrieben erweisen. Mit einer Senkung der Leitzinsen wären die Zentralbanken in der Lage, die Renditen für kurzfristige Anleihen zu beeinflussen, doch die Renditen für die längeren Laufzeiten würden aufgrund der anstehenden Schuldenrefinanzierung relativ hoch bleiben. Wie bereits erläutert, würde dies zu einer Normalisierung der Renditekurve führen, die vor allem Anleihen mit kurzen und mittleren Laufzeiten begünstigen würde.

Nach dem starken Zinsanstieg haben Anleihen, insbesondere USD-Anleihen, an Attraktivität gewonnen. Bei allen Laufzeiten ist die US-Rendite ohnehin höher als die Inflation, d. h. der Anleger erhält eine positive Realrendite. Leider ist dies bei europäischen und schweizerischen Anleihen noch nicht der Fall, da die Renditen hier in der Regel die Inflation nicht ausgleichen. Der immer noch niedrige Realzins ist einmal mehr ein Zeichen für die finanzielle Repression in Europa. Wir müssen uns deswegen auch fragen, inwieweit die EZB tatsächlich an einer Inflationsbekämpfung interessiert ist, denn aufgrund des politischen Drucks ist die Monetarisierung der Schulden bei hoher Inflation und niedrigen Zinsen immer noch die einfachste Lösung, um das Schuldenproblem zu entschärfen.

Aufgrund der Risiken einer Wachstumsverlangsamung und einer entsprechenden Revision der Gewinnerwartungen bleiben wir bei Unternehmensanleihen vorsichtig. Variabel verzinsliche Anleihen wie Insurance-linked Securities (ILS), die wir seit mehreren Jahren empfehlen, haben sich gut entwickelt und bleiben eine interessante Alternative zu herkömmlichen Anleihen.

Alternative Anlagen

Immobilienrisiko durch die Zinswende

Sowohl die Fed als auch die EZB haben die Leitzinsen in der Vergangenheit stark angehoben. Der Zinsanstieg hat zu deutlich höheren Refinanzierungskosten für Immobiliendarlehen und sinkenden Gebäudewerten geführt. Die Boomphase auf dem US- und teilweise auch auf dem EU-Immobilienmarkt ist zu Ende gegangen. In der Schweiz dagegen bleibt das Risiko einer Immobilienkrise trotz möglicher Abwertungen jedoch gering, zumal die hohe Zuwanderung für eine starke Nachfrage sorgt.

Gold als Absicherung

Nach einem starken Anstieg im März ist der Goldpreis auf ein Rekordniveau von 2'149 US-Dollar gestiegen. Dies ist unter anderem auf die angespannte geopolitische Lage und die hohe Verschuldung vieler Länder zurückzuführen. Das Edelmetall hat eine lange Tradition als Krisenwährung.

Trotz der jüngsten Hausse ist bei übermässigen Investitionen in Gold und andere Edelmetalle Vorsicht geboten. Als Schutz vor Krisen und Inflation und zur Absicherung des Portfolios bei starken Korrekturen am Aktienmarkt hat Gold durchaus seinen Platz in Anlageportfolios, für den Vermögensaufbau ist Gold jedoch weniger geeignet. Die Rendite- und Risikomerkmale von Gold sind langfristig nicht sehr attraktiv, da Gold wie andere Edelmetalle weder Zinsen noch Dividenden abwirft.

Alternative Anlagen

Investitionen in Rohstoffe sind schwierig geworden

Noch vor wenigen Jahren wurde von einem neuen "Superzyklus" bei den Rohstoffen gesprochen, doch heute scheint diese These weit weniger sicher. Die Prognosen für die Ölnachfrage schwanken inzwischen stark, abhängig von den Plänen der einzelnen Regierungen, die Verbraucher vom Öl zu entwöhnen. Auch politische Überlegungen sind immer schwieriger zu verfolgen, da man in der gesamten reichen Welt begonnen hat, die Kosten einer möglichen Energiewende zu überdenken.

Währungen

Kurzfristig kann es zu Gegenbewegungen beim Euro und Dollar kommen. Für den Schweizer Franken sprechen allerdings weiterhin die niedrige Schuldenquote, die geringe Inflation und die geopolitischen Risiken. Sollte sich die geopolitische Lage entspannen, könnte der Franken etwas an Attraktivität verlieren.

Die Erwartung möglicher Zinssenkungen belasten den US-Dollar und den Euro längerfristig. Kurzfristig könnte sich der US-Dollar jedoch erholen, zumindest solange die US-Notenbank ihre Straffungsmassnahmen zur Inflationsbekämpfung fortsetzt. Das bedeutet, dass die Geldpolitik vorübergehend divergieren wird, da die Fed die Zinsen hoch hält, während die EZB sie zur Ankurbelung des Wachstums senkt.

Umfrage der Bank of America März 2024 (FMS)

Die Fondsmanager sind weiterhin optimistisch.

Die globalen Fondsmanager sind optimistisch, was das globale Wachstum angeht, und erwarten keine Rezession. Die verbesserten makroökonomischen Aussichten und die geringere Risikowahrnehmung haben die Anleger veranlasst, ihre Bargeldbestände zu reduzieren. 21 % der befragten Anleger sind in Aktien übergewichtet, wobei die aktuelle Allokation nahe ihrem langfristigen Durchschnitt liegt.

Asiatische Märkte

Unter den asiatischen Märkten bevorzugen die Anleger Japan, Indien und Taiwan. Singapur, China und Thailand sind untergewichtet. Zwei Drittel der Teilnehmer glauben, dass ein struktureller Abwertungsprozess des chinesischen Aktienmarktes im Gange ist

Konkurrenzvergleich

Umfrage der Bank of America März 2024 (FMS)

Asiatische Märkte

Die Erwartung einer starken makroökonomischen Entwicklung und des Ausbleibens einer Rezession hält die Anleger im Lager der "weichen Landung" bei 65 %, während die Wahrscheinlichkeit einer "harten Landung" auf nur 11 % fällt. 99% der Fondsmanager erwarten niedrigere kurzfristige Zinssätze und 77 % eine geringere Inflation.

Die Allokation in US-Aktien war die höchste seit November 2021, wobei den Technologiewerten, die weiterhin am stärksten gefragt sind, die grösste Bedeutung zukam. 13 % der FMS-Anleger gehen davon aus, dass sich «Wachstumswerte» in den nächsten zwölf Monaten besser entwickeln werden als «Value-Aktien».

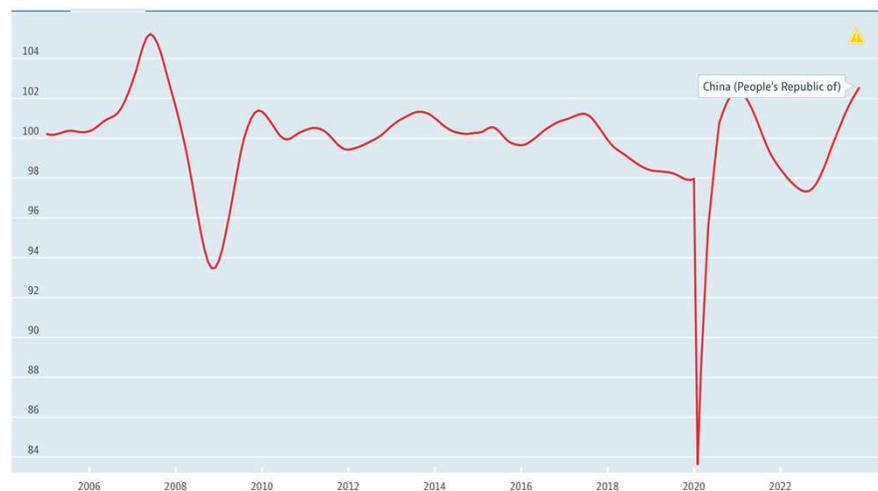
Net FMS investors

% overweight or underweight



Source: BofA Asia Fund Manager Survey

OECD Composite Leading Indicators November 2023



Anhang 1

	Interest rates, %	
	3-month latest	10-years gov't bonds, latest
United States	5.591 (5.363)	4.200 (3.931)
Japan	-0.009 (-0.185)	0.800 (0.632)
Euro area	3.909 (3.648)	2.400 (2.016)
Switzerland	1.696 (1.650)	0.700 (0.612)

() previous quarter

Der Inhalt dieser Ausarbeitung ist vertraulich und nur zur Nutzung durch den Adressaten bestimmt. Die Informationen beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Gewähr für die Richtigkeit des Inhaltes und vollständige Darstellung aller wesentlichen Gesichtspunkte kann jedoch nicht übernommen werden. Bei Nachdruck – auch auszugsweise – bitten wir um Quellenangaben.

Einige Beiträge zu aktuellen Themen aus den verschiedenen Anlageberichten sind auf unserer Website unter der Rubrik "Current Topics" zu finden:

www.benelli-consulting.ch