

Anlagebericht I.Q 2024

Dr. Giuseppe Benelli
Januar 2024

www.benelli-consulting.ch

Wirtschaft

- **Die Inflation sinkt, doch die Zinsen bleiben länger hoch.**
- **Das globale Schuldenniveau hält die Zinsen hoch.**
- **Wie können Regierungen das Schuldenproblem bewältigen?**
 - Austeritätspolitik
 - Wachstum
 - Inflation
- **Unterschiedliche wirtschaftliche Perspektiven in den USA und der EU**

Finanzmärkte

- **Hohe Zinssätze, schwaches Wirtschaftswachstum und geopolitische Risiken**
- **Langfristige Chancen bei Aktien**
- **USD-Anleihen attraktiver**
 - Nach wie vor Zurückhaltung bei Hochzinsanleihen
- **Alternative Anlagen: Risiko bei Immobilien**
 - Goldpreis in USD auf neuem Höchststand
 - Auch der Schweizer Immobilienmarkt entkommt nicht den höheren Zinsen.
- **Währungen**

Konkurrenzvergleich

- **Umfrage der Bank of America November 2023**
 - Die Fondsmanager werden optimistischer.

Die Zentralbanken kämpfen mit einer hartnäckigen Inflation und haben die Leitzinsen erhöht. Gleichzeitig ist die Wirtschaft in vielen Industrieländern ins Stottern geraten. Hohe Schulden und der Zinsschock sind eine gefährliche Kombination für das Wirtschaftswachstum.

Die Inflation sinkt, doch die Zinsen bleiben länger hoch.

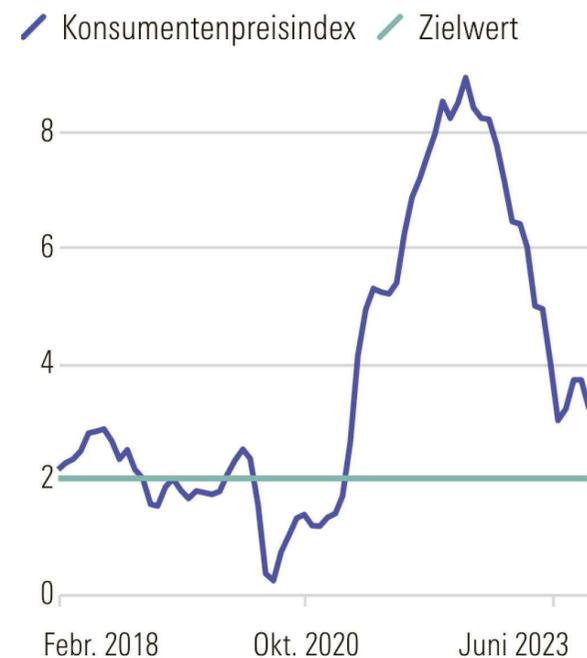
Verschiedene Zentralbanken haben in letzter Zeit eine Pause bei der Straffung der Geldpolitik eingelegt. Dazu gehören insbesondere die US-Fed, die Europäische Zentralbank (EZB), die Bank of England und nicht zuletzt die Schweizerische Nationalbank (SNB). Die Pause wird von vielen Anlegern als Entscheidung gedeutet, das Geld nicht weiter zu verteuern. Auf dem Finanzmarkt herrscht die Meinung vor, dass die Zeit der steigenden Leitzinsen endgültig vorbei ist.

Es wird bereits über eine baldige Zinssenkung spekuliert und die jüngsten Zinsentscheidungen der Fed und der EZB nähren solche Spekulationen. In den USA bleiben die Leitzinsen unverändert und für 2024 wurden kleinere Zinsschritte nach unten in Aussicht gestellt. Auch die EZB liess die Zinssätze unangetastet. Der Glaube an eine solche Trendwende stützt sich auf die jüngsten Inflationsdaten. Sowohl in den Vereinigten Staaten als auch in der Eurozone hat sich die Inflation seit ihren Höchstständen im letzten Jahr mehr als halbiert.

Die Inflation sinkt, doch die Zinsen bleiben länger hoch.

Die niedrigere Inflation lässt sich in erster Linie durch günstigere Kraftstoffpreise erklären. Ein Blick auf die Kerninflation, die die stark schwankenden Energie- und Nahrungsmittelpreise ausklammert, zeigt jedoch ein anderes Bild. Im Vergleich zum Vorjahresmonat lag sie im November immer noch bei vier Prozent. Die Notenbanken beteuern, dass auch weitere Zinserhöhungen denkbar sind und eine Zinspause noch keine Zinswende bedeutet. Nachdem die Währungshüter vor zwei Jahren die Inflationsgefahr massiv unterschätzt hatten, wollen sie diesen Fehler nicht wiederholen. Sie sind nicht überzeugt, dass das aktuelle Zinsniveau restriktiv genug ist, um die Inflation dauerhaft zu bekämpfen.

Nach kurzem Aufbäumen nimmt die Inflation in den USA wieder ab
Konsumentenpreise im Vorjahresvergleich, in %

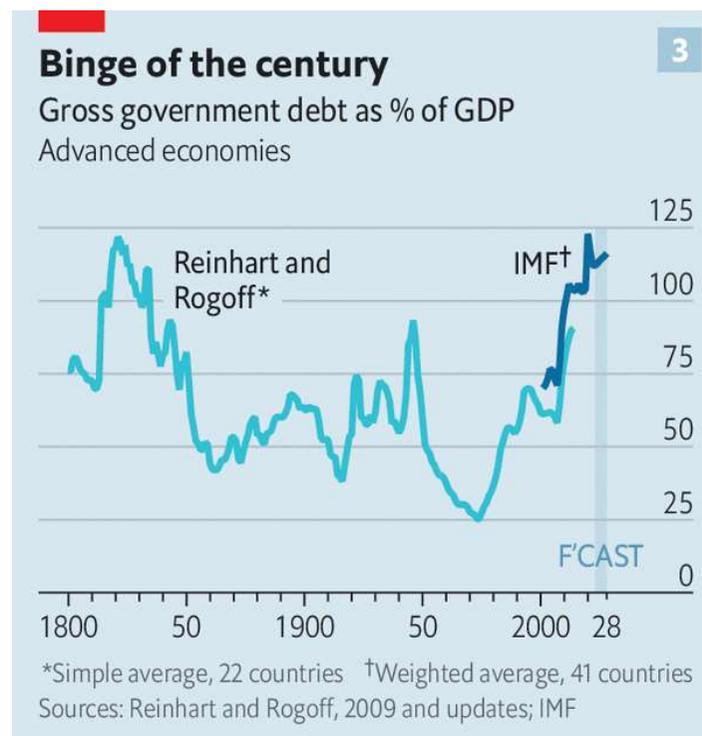


QUELLE: U. S. BUREAU OF LABOR STATISTICS

NZZ / tf.

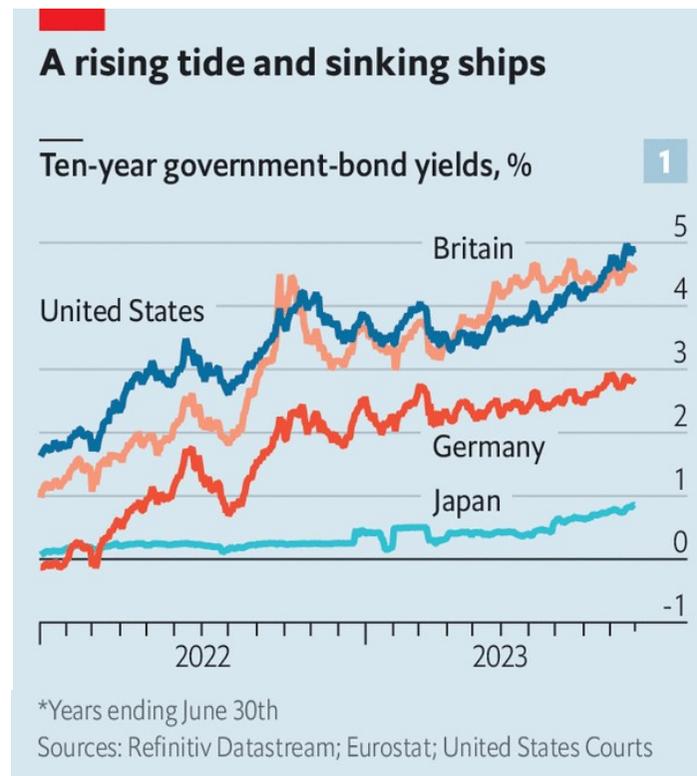
Das globale Schuldenniveau hält die Zinsen hoch.

Die Zeit der niedrigen Zinsen ist vorbei, doch an der Verschuldungsmentalität hat sich nichts geändert. Nach Angaben des Institute of International Finance erreichte die weltweite Verschuldung in der ersten Hälfte dieses Jahres einen Rekordstand von 307 Billionen US-Dollar.



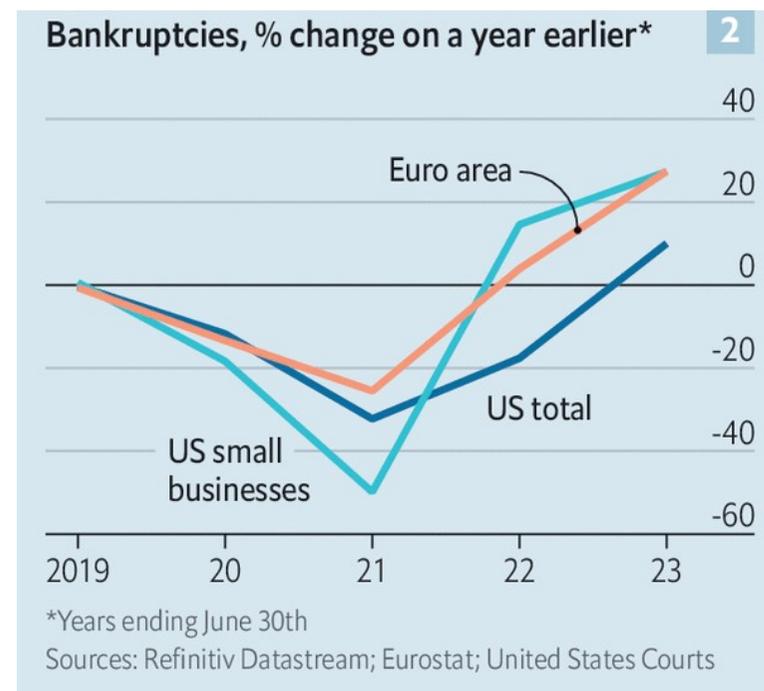
Das globale Schuldenniveau hält die Zinsen hoch.

Die Staatsverschuldung ist so hoch geworden, dass sie die überschüssigen Ersparnisse der Welt aufgesaugt hat. Einige Händler machen die Lawine von Obligationenemissionen seit der Pandemie und die Rückabwicklung der umfangreichen Anleihekäufe der Zentralbanken für die steigenden Bondrenditen verantwortlich. Angesichts der sich abschwächenden Konjunktur sollten die Zinsen nun nicht mehr steigen, aber auch nicht deutlich fallen.



Das globale Schuldenniveau hält die Zinsen hoch.

Als die Zinssätze noch niedrig waren, waren selbst hohe Schulden bezahlbar. Jetzt, wo die Zinssätze gestiegen sind, belasten die Zinsrechnungen die Haushalte. In Europa und den USA nehmen die Unternehmensinsolvenzen bereits zu. Selbst Unternehmen, die sich durch die Ausgabe langfristiger Anleihen niedrige Zinsen gesichert haben, werden auf längere Sicht mit höheren Finanzierungskosten konfrontiert sein. Die Immobilienpreise werden - zumindest inflationsbereinigt - fallen, da sie auf teurere Hypotheken reagieren. Und Banken, die langfristige Wertpapiere halten, die durch kurzfristige Kredite, auch von den Zentralbanken, gestützt wurden, werden Kapital aufnehmen oder fusionieren müssen, um die Llöcher in ihren Bilanzen zu stopfen, die durch die höheren Zinssätze entstanden sind.



Wie können Regierungen das Schuldenproblem bewältigen?

Wie werden die Regierungen mit dem wachsenden Schuldenproblem umgehen? Grosse Volkswirtschaften haben sich schon früher hoch verschuldet. Dabei haben sie im Grundsatz drei Strategien verfolgt: **Austerität, Wachstum oder Inflation.**

Austeritätspolitik: Sparen und Steuern erhöhen

Die Sparmethode bedeutet Haushaltsdisziplin und besteht darin, Primärüberschüsse (d. h. Überschüsse vor Schuldzinszahlungen) zu erzielen. Zu diesem Zweck wären neben den Einsparungen auch Steuererhöhungen möglich. Untersuchungen des IWF haben jedoch ergeben, dass in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften im Zeitraum von 1979 bis 2021 Haushaltskonsolidierungen weniger erfolgreich beim Schuldenabbau waren, wenn sie statt durch Ausgabenkürzungen durch Steuererhöhungen vorangetrieben wurden, die oft das Wirtschaftswachstum beeinträchtigen.

Wie können Regierungen das Schuldenproblem bewältigen?

Wirtschaftswachstum

In der Ära niedriger Zinssätze wurde oft darauf hingewiesen, dass die Schuldenquote eines Staates schrumpfen kann, wenn das BIP schneller wächst als die Zinssätze, selbst wenn neue Kredite aufgenommen werden, um die Zinsrechnung zu bezahlen. Unter Umständen kann der Staat sogar mehr Kredite aufnehmen, um zusätzliche Ausgaben zu finanzieren, während die Schuldenquote stabil bleibt.

Anhaltende Inflation

Inflation reduziert die Schulden, aber nur, wenn sie unerwartet kommt. Wenn Anleihegläubiger einen raschen Preisanstieg erwarten, werden sie höhere Renditen verlangen, was die Zinsrechnung des Staates in die Höhe treibt. Nach dem Zweiten Weltkrieg beispielsweise war die anhaltende Inflation nur deshalb hilfreich, weil die Politik die nominalen Anleiherenditen mittels der sogenannten finanziellen Repression niedrig hielt.

Unterschiedliche wirtschaftliche Perspektiven in den USA und der EU

Nach den Erwartungen des IWF wird die Wachstumsrate in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften in den nächsten Jahren trotz der jüngsten Zinserhöhungen im Durchschnitt 1,4 Prozentpunkte über dem Zinssatz liegen, den sie für ihre Schulden zahlen. Der Grund dafür ist, dass sich Regierungen ebenso wie Unternehmen durch die Emission langfristiger Schuldtitel bis zu einem gewissen Grad an die niedrigen Zinsen gebunden haben. Längerfristig wird die Schuldenquote jedoch noch weiter steigen, da viele Staatshaushalte weiterhin übermäßige Defizite aufweisen. Die Aussichten für die einzelnen Regionen sehen jedoch unterschiedlich aus.

USA

Die Finanzpolitik in den USA war extrem expansiv und hat so die Wirtschaft in Gang gehalten. Diese Effekte könnten jedoch im kommenden Jahr zu Ende gehen. Gleichzeitig hat die restriktivere Geldpolitik die Realzinsen sogar in den positiven Bereich steigen lassen und die Wirtschaft dürfte eine Zeit lang unter ihrem Potenzial wachsen. Dadurch würde die Inflation nachhaltig unter Druck gesetzt und erste Zinssenkungen wären ab dem zweiten Quartal des Jahres 2024 denkbar.

Längerfristig sind die USA auch das einzige Land, das auf Wachstum setzen könnte, um dem Schuldenproblem zu begegnen. Die flexible Wirtschaftsdynamik in Verbindung mit neuen Technologien könnte einen Produktivitätsanstieg auslösen und so die Wachstumsraten ermöglichen, die notwendig wären, um die Zinslast zu tragen und die Schuldenquote zu senken.

Unterschiedliche wirtschaftliche Perspektiven in den USA und der EU

Europa

In der Eurozone ist die Situation wesentlich schwieriger. In einigen Euro-Ländern hat die Wirtschaft zu kämpfen, die Verschuldung mancher Mitgliedstaaten ist ausser Kontrolle geraten und der politische Druck gegen Umstrukturierungen und vor allem gegen höhere Zinsen ist sehr hoch. Gleichzeitig ist die Geldpolitik zur Inflationsbekämpfung weniger restriktiv als in den USA und die Realzinsen sind niedrig oder sogar negativ geblieben. Auch wenn die Wirtschaft leidet, spricht die immer noch hohe Inflation gegen Zinssenkungen durch die EZB.

Dies liegt auch daran, dass die Inflation die einfachste und wahrscheinlichste Option zur Eindämmung des Schuldenproblems bleibt. Finanzielle Repression und hohe Inflation, um die Realzinsen niedrig zu halten, würden weitreichende Veränderungen erfordern wie etwa die Aufgabe der Inflationsziele durch die Zentralbank.

Schweiz

Die Schweiz hat ihre Schuldenquote dank der Haushaltsdisziplin (alternative Austeritätspolitik) immer noch unter Kontrolle. Gleichzeitig befindet sich die Schweizerische Nationalbank in einer sehr komfortablen Lage, da die Inflation bereits deutlich zurückgegangen ist. Nach den ersten Zinssenkungen in den USA könnte die SNB allenfalls den Leitzins senken, um die Wirtschaft nicht unnötig zu belasten und den Schweizer Franken zu schwächen.

Hohe Zinssätze, schwaches Wirtschaftswachstum und geopolitische Risiken

Wir gehen davon aus, dass die Zinssätze noch eine Weile hoch bleiben werden. Allerdings hoffen die Anleger an den Finanzmärkten seit Monaten auf Zinssenkungen, die den Kursen von Aktien und bestehenden Anleihen helfen würden. Ernüchtert mussten die Anleger jedoch feststellen, dass auch in den USA zumindest kurzfristig keine Zinssenkungen auf der Agenda stehen. Die Finanzmärkte ignorieren zudem, dass das Umfeld neben den Inflationsgefahren auch erhebliche geopolitische Risiken birgt - etwa im Hinblick auf die anhaltend hohen Staatsausgaben, die Schuldenproblematik, die weltpolitische Blockbildung und die Kriege in der Ukraine und im Nahen Osten, die jederzeit neue Angebotsschocks auslösen können.

4) Zinserwartungen im Terminhandel

Grafik: themarket.ch – Quelle: Federal Reserve, CME FedWatch

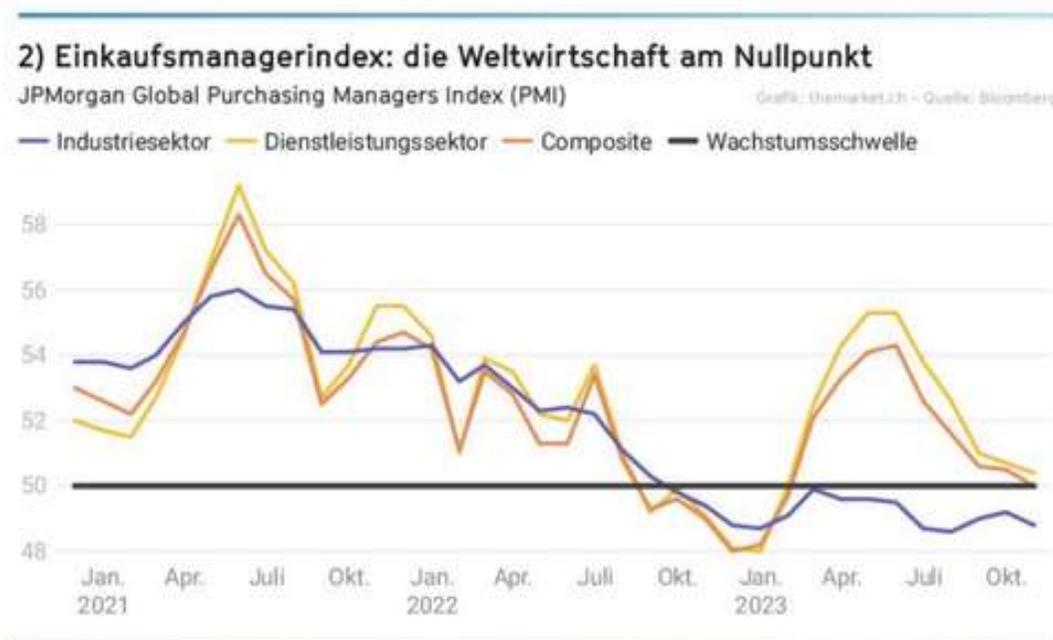


Hohe Zinssätze, schwaches Wirtschaftswachstum und geopolitische Risiken

Nach dem starken Anstieg der US-Zinsen sind erstklassige USD-Anleihen für langfristige Anleger wieder attraktiver geworden. Während die Fed in den USA nach einer Wachstumsverlangsamung möglicherweise im Laufe des Jahres 2024 mit der Senkung der Leitzinsen beginnt, ist es für eine Zinssenkung im EU-Raum noch zu früh. Finanzielle Repression, Inflation und Stagnation sind in Europa weiterhin zu erwarten. Wir glauben, dass die Aktienmärkte in den nächsten 3 - 6 Monaten zu kämpfen haben werden, da die Gewinnerwartungen der Unternehmen gesenkt werden und ihre Bilanzen durch den wirtschaftlichen Abschwung unter Druck geraten. Angesichts der geringeren Inflation und der Aussicht auf niedrigere Zinssätze Mitte 2024 könnten sich die Aktienmärkte jedoch erholen, bevor die Wachstumsverlangsamung vorbei ist. Die regionalen Unterschiede müssen weiterhin beachtet werden. Wie bereits erwähnt, werden finanzielle Repression, Inflation und Stagnation in Europa wahrscheinlich anhalten. Der US-Dollar wird sich zunächst erholen, zumindest solange die Federal Reserve ihre Straffungsmassnahmen zur Inflationsbekämpfung fortsetzt.

Hohe Zinssätze, schwaches Wirtschaftswachstum und geopolitische Risiken

Es ist weiterhin äusserst wichtig, die Portfoliostruktur zu diversifizieren, um unnötige Risiken zu vermeiden. Der US-Aktienmarkt bleibt für langfristige Anleger interessant. Ansonsten sehen wir Aktienanlagen zurückhaltend, während Anleihen, insbesondere USD-Anleihen, attraktiv werden. Es ist sinnvoll, Liquidität im Portfolio durch Anleihen zu ersetzen. Nach dem allgemeinen Zinsanstieg würden Anleihen in einem ausgewogenen Portfolio wieder ihren Diversifizierungszweck erfüllen. Die von uns seit mehreren Jahren empfohlenen variabel verzinslichen Anleihen (Floating Rate Notes (FRN) und Insurance-Linked Securities (ILS)) bleiben vorerst eine gute Alternative zu traditionellen Anleihen.

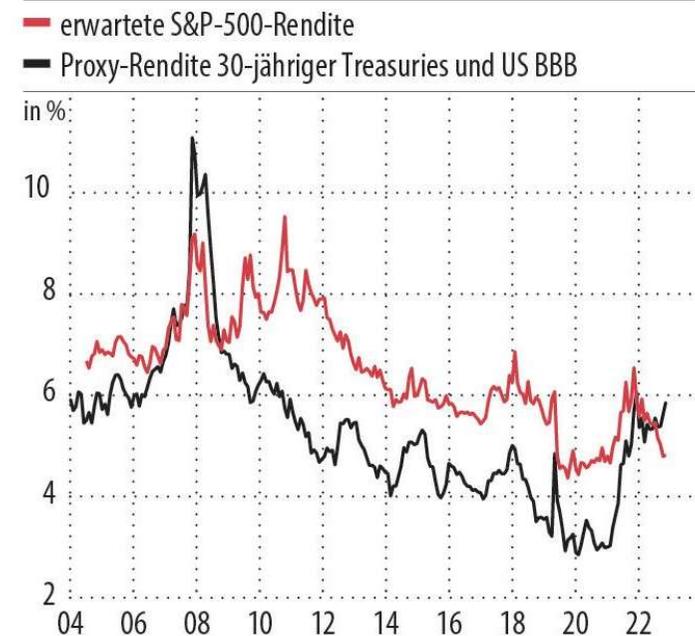


Langfristige Chancen bei Aktien

Die Wahrscheinlichkeit einer Wachstumsverlangsamung ist nun auch in den USA gewachsen. Da die Inflation gesunken ist, während die Zinssätze relativ hoch geblieben sind, sind auch die Realzinsen gestiegen. Infolgedessen sehen sich die Unternehmen mit höheren realen Refinanzierungskosten konfrontiert, was ihre effektive Ertragskraft einschränkt.

Sowohl bei Unternehmensanleihen als auch bei Aktien ist die Entschädigung für das Risiko von Verlusten extrem schlecht. Bei US-Aktien ist die Aktienrisikoprämie - ein Mass für die erwartete Überrendite beim Kauf risikoreicher Aktien anstelle von "sicheren" Staatsanleihen - auf den niedrigsten Stand seit Jahrzehnten gefallen. Dies bedeutet nicht notwendigerweise, dass Aktien langfristig nicht besser abschneiden werden als Anleihen. doch die Renditen, die die Analysten derzeit erwarten, werden das Risiko kaum aufwiegen. Es ist nach wie vor mit einer hohen Volatilität zu rechnen. Vor dem Hintergrund höherer Anleiherenditen sind die Bewertungen von Aktien generell weniger attraktiv. Einige Anleger werden wahrscheinlich von Aktien in Staatsanleihen umschichten.

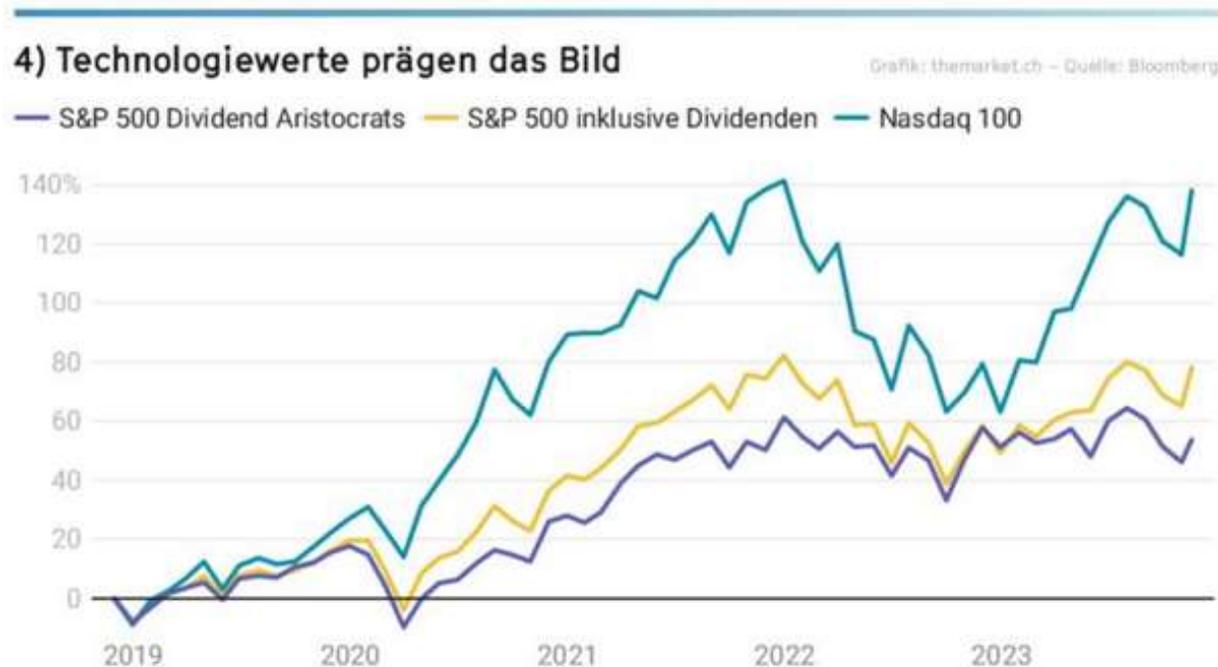
Obligationenrendite höher als bei Aktien



Quelle: BNP Paribas / Grafik: FuW, sm

Langfristige Chancen bei Aktien

Die Aktienmärkte eskomptieren nun sofortige Zinssenkungen seitens der Zentralbanken, so dass Enttäuschungen möglich sind. Zudem ist ein grosser Teil der Kursgewinne des vergangenen Jahres auf einige wenige starke Aktien zurückzuführen. In den USA beispielsweise ist der Bullenmarkt fast ausschliesslich den "glorreichen Sieben" geschuldet, d. h. den wachstumsstarken Tech-Werten wie Apple, Microsoft und Alphabet. Kleinere, oft zyklischere Unternehmen schneiden deutlich schlechter ab. Dieses Muster ist nicht nur in den USA, sondern auch in Europa erkennbar.



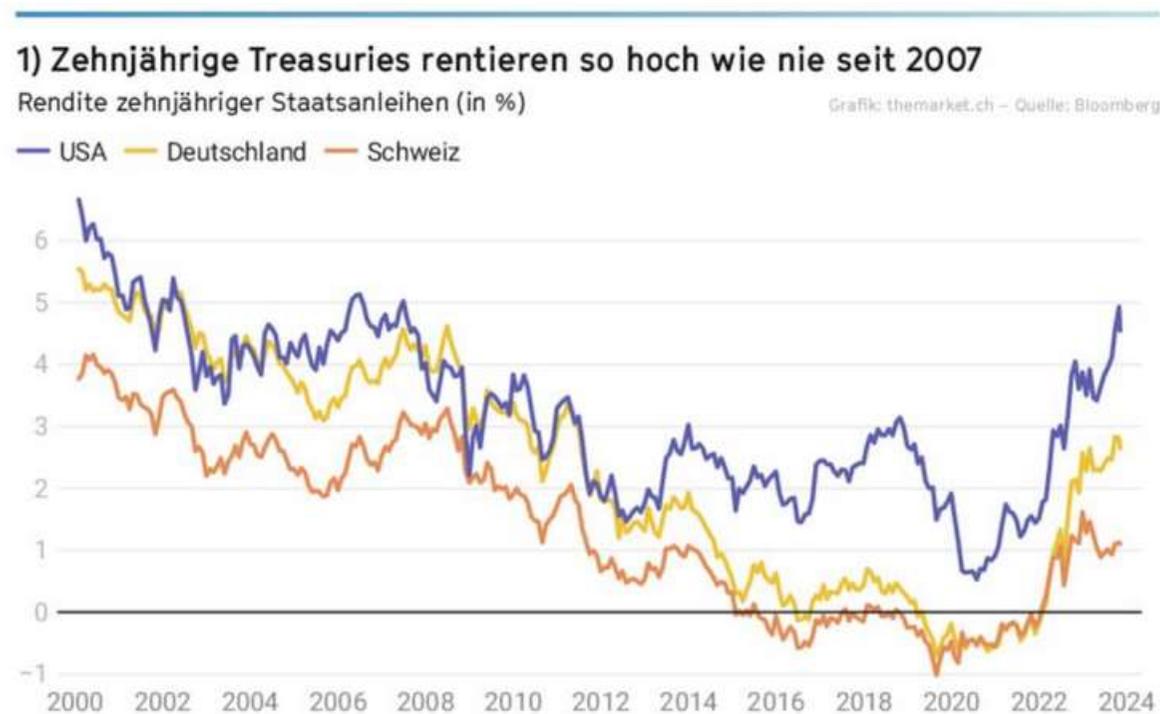
Langfristige Chancen bei Aktien

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

Das Umfeld für europäische Aktien sieht etwas anders aus. 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 geringem Wachstumspotenzial, hoher Verschuldung und ungelösten Strukturproblemen.

USD-Anleihen attraktiver

Viele Anleger wollen nicht wahrhaben, dass sich an den Kapitalmärkten etwas grundlegend geändert hat. Die Zeit der niedrigen Zinsen ist vorbei und angesichts der massiv gestiegenen Verschuldung dürften die Renditen für Anleihen mit längeren Laufzeiten trotz eines Rückgangs der Inflation nicht wesentlich sinken. Mit dem Rückgang der Inflation sind erste Zinssenkungen in den USA ab dem zweiten Quartal des Jahres 2024 denkbar, was zu einer Normalisierung der Zinskurve (d. h. einer steileren Zinskurve) führen wird.



USD-Anleihen attraktiver

Nach dem starken Zinsanstieg haben Anleihen, insbesondere USD-Anleihen, an Attraktivität gewonnen. Umschichtungen von kurzfristigen Anlagen und Cash-Positionen in Anleihen mit längeren Laufzeiten sind daher sinnvoll. Dennoch bleiben wir bei europäischen Anleihen vorerst vorsichtig, da deren Realverzinsung immer noch niedrig ist und auch weil die Auswirkungen der übermässigen Verschuldung und der prekären Refinanzierung verschiedener EU-Mitgliedstaaten von den Finanzmärkten noch unterschätzt werden.

Die variabel verzinslichen Anleihen (FRN und ILS), die wir seit einigen Jahren empfehlen, haben sich gut entwickelt und sind nach wie vor eine interessante Alternative zu herkömmlichen Anleihen.

USD-Anleihen attraktiver

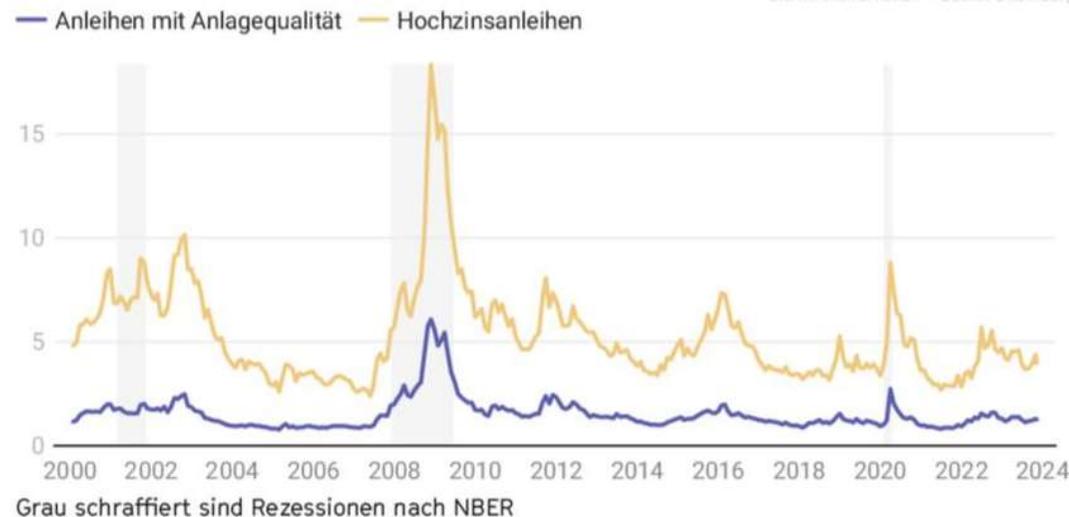
Nach wie vor Zurückhaltung bei Hochzinsanleihen

Die Situation auf dem Kreditmarkt ähnelt der auf den Aktienmärkten. Unternehmensanleihen bieten derzeit extrem geringe Renditen als Ausgleich für das Risiko eines Zahlungsausfalls. Sowohl im Investment-Grade- als auch im Junk-Rating-Markt liegen die Spreads - die zusätzliche Rendite, die Anleger über der von Staatsanleihen erhalten - unter dem Durchschnittsniveau der letzten zehn Jahre. Unternehmensanleihen und hochverzinslichen Anleihen sind aufgrund der Risiken einer Wachstumsabschwächung zu vermeiden.

3) Spreads ziehen in der Rezession deutlich an

Renditedifferenz zu zehnjährigen US-Treasuries (in Prozentpunkten)

Grafik: themarket.ch - Quelle: Bloomberg



Alternative Anlagen: Risiko bei Immobilien

Goldpreis in USD auf neuem Höchststand

Gold gilt als Absicherung sowohl gegen Inflations- als auch geopolitische Risiken, leidet jedoch, wenn die Realzinsen steigen. Im letzten Quartal übertraf das Edelmetall seinen Höchststand von 2020. Grund für den weiteren Preisanstieg in USD ist die Erwartung vieler Anleger, dass die US-Notenbank die Zinsen nicht mehr anheben und im kommenden Jahr sogar senken wird. Dennoch bleiben Anlagen in Edelmetalle und Rohstoffen aus Gründen der Diversifikation attraktiv. Demgegenüber haben die Risiken von Immobilienanlagen mit dem Zinsanstieg zugenommen.

Auch der Schweizer Immobilienmarkt entkommt nicht den höheren Zinsen.

Seit Anfang 2022 sind die für den Immobilienmarkt entscheidenden Kapitalmarktzinsen und Leitzinsen auch in der Schweiz deutlich gestiegen. Festverzinsliche Anlagen wie Obligationen sind wieder eine valable Alternative zu Immobilienanlagen. Der Superzyklus, die scheinbar endlose Boomphase auf dem Immobilienmarkt, ist zu Ende gegangen. Das Risiko einer Immobilienkrise oder einer Korrektur im zweistelligen Prozentbereich, wie sie zum Beispiel auf dem schwedischen Eigenheimmarkt zu beobachten ist, bleibt in der Schweiz jedoch gering, zumal die hohe Zuwanderung für eine starke Nachfrage sorgt.

Währungen

Eine niedrige Schuldenquote, geringe Inflation und geopolitische Risiken sprechen weiterhin für den Schweizer Franken. Sollte sich die geopolitische Lage entspannen, könnte der Franken daher schwächer werden.

Die Erwartung möglicher Zinssenkungen und die steigende Staatsverschuldung belasten den US-Dollar und den Euro. Kurzfristig könnte sich der US-Dollar jedoch erholen, zumindest solange die US-Notenbank ihre Straffungsmassnahmen zur Inflationsbekämpfung fortsetzt .

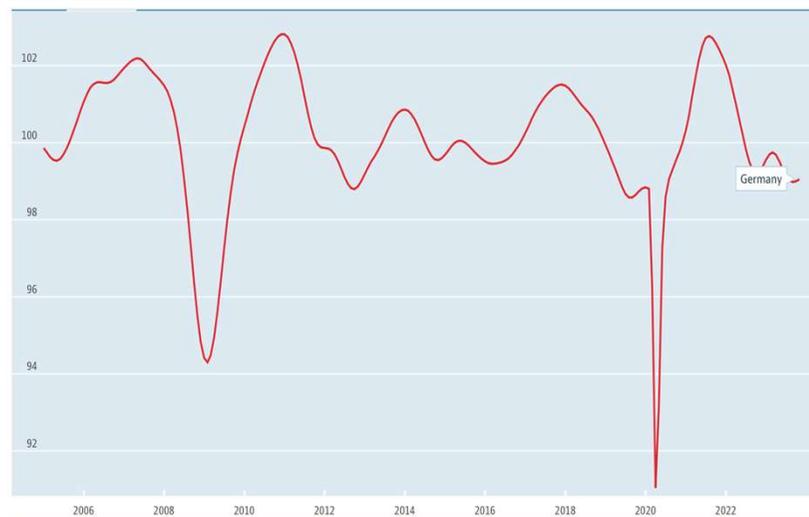
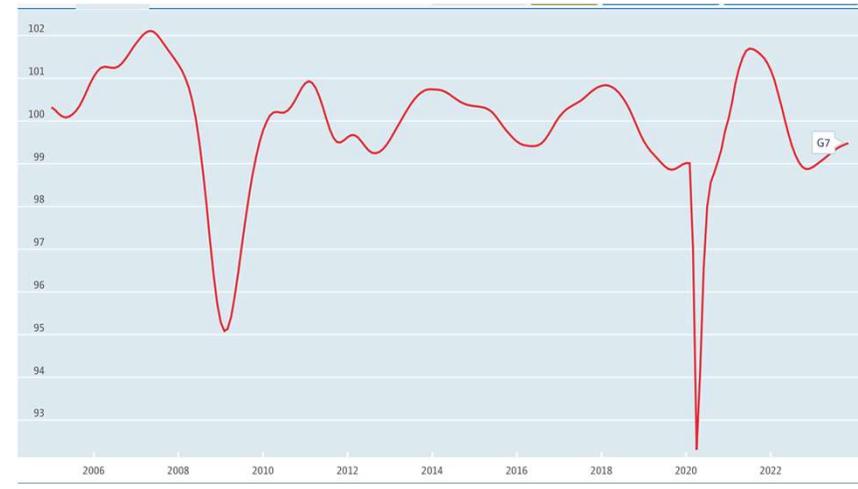
Umfrage der Bank of America November 2023

Die Fondsmanager werden optimistischer.

Der globale Fund Manager Survey (FMS) zeigt, dass die Anleger zwar in Bezug auf die makroökonomischen Faktoren vorsichtig blieben, bei den Zinssätzen jedoch zuversichtlicher wurden. Viele erwarten für 2024 eine sanfte Landung, niedrigere Zinsen, einen schwächeren US-Dollar und sind optimistisch für grosse Technologiewerte. Einige Manager würden zum ersten Mal China berücksichtigen. Japan und Indien sind die beliebtesten Märkte im asiatisch-pazifischen Raum. Laut der Umfrage haben die Anleger ihre Barmittel von 5,3% auf 4,7% reduziert, den niedrigsten Stand seit zwei Jahren. Aus dem FMS geht auch hervor, dass die Fondsmanager die grösste Übergewichtung von Anleihen seit März 2009 vorgenommen haben.

Viele Befragte meinen, dass die Zentralbanken weltweit den Höhepunkt ihrer geldpolitischen Zurückhaltung zwar überschritten haben, das Risiko weiterer geldpolitischer Straffungen jedoch immer noch vorhanden ist.

OECD Composite Leading Indicators November 2023



Anhang 1

	Interest rates, %	
	3-month latest	10-years gov't bonds, latest
United States	5.363 (5.456)	3.931 (4.679)
Japan	-0.185 (-0.308)	0.632 (0.777)
Euro area	3.648 (3.820)	2.016 (2.922)
Switzerland	1.650 (1.704)	0.612 (1.10)

() 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