

Executive Summary

- › Wir beobachten weiterhin ein Goldlöckchen-Marktumfeld mit einer nur mässigen Verlangsamung des US-Wachstums, das durch schuldenfinanzierte Staatsausgaben, anhaltende Disinflation und einen robusten Konsumenten unterstützt wird.
- › Dem Bloomberg Financial Conditions Index zufolge sind die Finanzierungsbedingungen in den USA nun so locker wie seit zwei Jahren nicht mehr und unterstützen unseres Erachtens unseren qualitätsorientierten Anlageansatz.
- › Die Aktienrally könnte bis in das Frühjahr anhalten, sofern das Goldlöckchen-Umfeld die aktuelle Gewinnsaison und die Flut der derzeitigen kritischen Makrodaten übersteht.
- › Das soll nicht heissen, dass wir komplett Entwarnung geben können. Während die US-Zinskurve weiterhin auf eine erhöhte Wahrscheinlichkeit für eine beginnende Rezession im ersten Halbjahr 2024 hindeutet, lauern auch am Kreditmarkt Risiken. Ein geldpolitischer Fehler ist ebenfalls nicht auszuschliessen, wenn die US-Notenbank (Fed) zu lange mit den kürzlich angekündigten Zinsanpassungen wartet.
- › Insgesamt sind wir weiterhin in einem spätzyklischen Umfeld, in dem Marktschwankungen im Zuge wechselnder Erwartungen für einen positiven oder negativen Ausgang zu erwarten sind.
- › Erstmals seit zwei Jahren scheinen die Risiken für das Wachstum jedoch von den politischen Entscheidungsträgern besser beherrschbar zu sein, was uns zu einer leichten Übergewichtung von Risikoanlagen veranlasst.

Expansivere Haltung der Fed weckt Vertrauen am Markt

- Die Liquiditätsbedingungen erhielten im vierten Quartal 2023 einen positiven Impuls, der mit der vierteljährlichen Refinanzierungserklärung des US-Finanzministeriums Ende Oktober begann. Darauf folgte Mitte Dezember der weitgehend unerwartete Schwenk des Fed-Vorsitzenden Jerome Powell zu einer lockeren geldpolitischen Haltung. Viele meinten, die Fed sei mit dem Echo des Marktes unzufrieden und werde sich dagegenstellen (wie sie es in den vergangenen zwei Jahren mehrfach getan hat), doch Reden einzelner Mitglieder des Offenmarktausschusses (FOMC) im Januar bestätigten den Kurswechsel.
- Die jüngst veröffentlichten harten Daten (zuletzt der starke US-Arbeitsmarktbericht für Januar) und die massive Lockerung der Finanzierungsbedingungen haben die von uns wahrgenommene Wahrscheinlichkeit einer mittelfristigen Rezession auf ca. 40% gesenkt. Diese Zahl ist immer noch deutlich höher als in einem typischen Jahr, liegt aber unter der historischen Wahrscheinlichkeit von rund 80%, die sich auf frühere Straffungszyklen stützt.
- Im Rahmen der vierteljährlichen Refinanzierungserklärung für das erste Quartal 2024 verbesserte US-Finanzministerin Janet Yellen die bereits günstigen Liquiditätsbedingungen durch die Senkung des erwarteten Anleihenemissionsziels und die Beibehaltung eines kurzen Laufzeitenprofils.

- Während amerikanische «Big Tech»-Qualitätsaktien den Markt anführen – sie sind unseres Erachtens die Hauptnutznießer der sich verbessernden Liquiditätsbedingungen – stürzten chinesische Aktien im Januar auf ein Fünfjahrestief.
- Der Kurs der US-Regionalbank New York Community Bancorp (NYCB) fiel um rekordhohe 45%, als sie einen Verlust für das vierte Quartal und eine Dividendenkürzung meldete und erneut Bedenken hinsichtlich des Kreditmarktes für Gewerbeimmobilien (CRE) äusserte.

Marktentwicklungen

Welt

Weitere Unterstützung erhielt das Goldlöffchen-Marktumfeld durch die Veröffentlichung des US-Verbraucherpreisindex (PCE) für Dezember und Stimulus Signalen aus China als Reaktion auf den dortigen Aktienmarkteinbruch.

- Angesichts des US-Lohnwachstums von ca. 4% und einer PCE-Kerninflation von 2%, die mindestens bis zum Ende des ersten Quartals einen Anstieg des realen Pro-Kopf-Einkommens von etwa 2% ermöglichte, dürfte das reale Einkommenswachstum in den USA robust bleiben.
- Peking kündigte gezieltere Förderungsmassnahmen über eine günstige Zentralbankfinanzierung für bestimmte Wirtschaftssektoren an. Da die Wiederherstellung des Vertrauens unter den Anlegern ein wichtiges Ziel der Partei zu sein scheint, sollte gemäss 42 Macro zeitnah mit weiteren Stimulusmassnahmen gerechnet werden.

Die Gewinne im vierten Quartal 2023 waren bisher solide. Die Kurse einiger hochkarätiger Tech-Firmen gaben infolge der Veröffentlichung ihrer Ergebnisse nach, aber andere wie Meta und Amazon meldeten beeindruckende Ergebnisse.

Europa

Den Analysten von Goldman Sachs zufolge brächte ein Sieg von Donald Trump bei den US-Präsidentenwahlen nicht nur für die deutschen Aktienindizes, sondern auch für europäische zyklische Sektoren mit einer hohen Korrelation zum Welthandel (z. B. Industrie, Chemie, Automobil) erhebliche Gefahren mit sich. Grund hierfür ist ein höheres Risiko einer Erhöhung der Zölle auf europäische Waren und einer Senkung der US-Finanzhilfe für die Ukraine. Diesen Risiken am wenigsten ausgesetzt sind der Swiss Market Index und der britische FTSE 100. Defensive Sektoren wie das Gesundheitswesen und Basiskonsumgüter tendieren bei zunehmender politischer Unsicherheit ebenfalls zu einer Outperformance.

Schweiz

Das KOF Konjunkturbarometer kletterte im ersten Monat des Jahres auf 101,5 Punkte und liegt nun um 3,5 Punkte höher als im Dezember 2023. Es überstieg damit erstmals seit März 2023 seinen mittelfristigen Durchschnittswert. Damit verdichten sich die Anzeichen für eine baldige Erholung der Schweizer Wirtschaft.

Powell konzentriert sich auf das Wirtschaftswachstum und plant keine kurzfristigen Zinssenkungen

In der Marktübersicht vom Januar deuteten wir an, dass die Fed entgegen den Konsenserwartungen etwas länger an den hohen Zinssätzen festhalten könnte. Powells Äusserungen auf der Pressekonferenz im Januar schienen diesen Ausblick zu bestätigen, da er ausdrücklich erklärte, eine Zinssenkung im März sei nicht sein Basisszenario.

Trotz der zunächst negativen Marktreaktion deuten spätere Äusserungen von Powell auf eine allgemein marktfreundliche Wende in der Geldpolitik der Fed hin. Die Zentralbank scheint nicht mehr nur auf die Inflation bedacht zu sein. Sie ist nun bereit, bei einer Verschlechterung der Wachstumsdaten rasch zu handeln und damit den Märkten Rückhalt zu bieten.

Powell: *«Eine unerwartete Schwäche des Arbeitsmarktes würde gewiss für eine frühere Senkung sprechen. Bei einer unerwartet hartnäckigen oder hohen Inflation wäre eher ein späterer Schritt angesagt.»*

Die Fed sollte unseres Erachtens die Zinsen lieber früher als später senken, um nicht vom aktuell günstigen Goldlöckchen-Pfad abzukommen.

Die wichtigsten Erkenntnisse:

- Ausgehend von Powells Äusserungen dürfte die Wahrscheinlichkeit einer Zinssenkung im März unter 25% liegen. Daher ist wohl mit einer anhaltenden Stärke des US-Dollar zu rechnen.
- Optimistisch stimmt, dass die Fed die aktuellen Inflationsdaten als ausreichend für eine Zinssenkung ansieht und derzeit keine weitere Verbesserung für notwendig erachtet. Anders gesagt will die Fed erst noch mehr vom Gleichen sehen, bevor sie Massnahmen ergreift.
- Powell zufolge belebt sich die Wirtschaftstätigkeit geringfügig und könnte eine Beschleunigung des zyklischen Wachstums andeuten.
- Zudem liess er die Möglichkeit offen, die quantitative Straffung im März auslaufen zu lassen. Wir stimmen mit Steno Research darin überein, dass die Fed die quantitative Straffung wohl beendet, wenn die Reverse-Repo-Fazilität ausgeschöpft ist. Damit ist in der ersten Hälfte dieses Jahres zu rechnen. Das spricht für einen günstigen USD-Liquiditätsausblick.

Gleichzeitig wurde die Fed-Sitzung in vielerlei Hinsicht von der US-Regionalbank New York Community Bancorp (NYCB) überschattet, die im vierten Quartal hohe Verluste meldete. Die Bank nahm erhebliche Nettoabschreibungen vor und erhöhte die Rückstellungen für drohende Verluste in ihrem Kreditbuch.

Als erste Reaktion, die an die Bankenkrise im letzten Jahr erinnert, verzeichnete der SPDR S&P Regional Banking ETF den steilsten Rückgang seit Mai 2023 und fiel an einem Tag um 5,6%.

- Unsere anfängliche Einschätzung, es handle sich hierbei hauptsächlich um ein bankenspezifisches Problem, deckt sich mit der Ansicht von Steno Research.
- Die Bilanz der NYCB stieg sprunghaft an, nachdem die Bank die Einlagen der Signature Bank übernommen hatte, die im März 2023 in Konkurs ging. Dadurch geriet die NYCB unter verschärfte aufsichtsrechtliche Kontrolle und erhöhte Kapitalanforderungen, was eine Anpassung des Abschlusses für das vierte Quartal erforderlich machte.

- Vieles davon scheint eine einmalige Korrektur aufgrund der höheren aufsichtsrechtlichen Anforderungen zu sein und nicht unbedingt ein Hinweis auf grössere Probleme im Kreditbuch (das sich hauptsächlich auf gewerbliche Immobilien konzentriert).

Allerdings gibt es auch eine systemische Komponente, denn der Vorfall deutet darauf hin, dass gewerbliche Immobilien weiterhin das Hauptproblem an den Kreditmärkten darstellen. Nach Angaben des National Bureau of Economic Research (NBER) übersteigen bei 14% aller gewerblichen Immobilienkredite und 44% der Bürogebäudekredite die Schulden den Immobilienwert.

Wir werden die Situation genau beobachten, um zu sehen, ob der Verlust der NYCB ein Einzelfall bleibt oder ob Regionalbanken mehr Sorgen bereiten. Die Steilheit der US-Zinskurve könnte ein guter Indikator sein. Im März 2023 reagierte die Kurve der US-Staatsanleihen (10-jährige minus 2-jährige Rendite) auf die Bankenkrise mit einer Steigerung um mehr als 80 Basispunkte.

Positionierung

Betrachtet man die allgemeinen Daten, so befinden wir uns in der Spätphase des Konjunkturzyklus. Es ist zu erwarten, dass die Fed dieses Jahr Lockerungsmassnahmen ergreift. Im historischen Vergleich entwickeln sich hochwertige Wachstumsaktien und Gold in einem solchen Umfeld besser. Das unterstützt wiederum unsere bevorzugte Anlagestrategie.

Das bereits weitgelaufene Marktsegment und die, wie uns die Vergangenheit lehrt, schwächere erste Hälfte eines Wahljahres in den USA machen in den kommenden Monaten eine Aktienkorrektur von 5% bis 10% wahrscheinlich. Im Gegensatz zu unserer früheren neutralen Haltung halten wir eine solche Korrektur nun für eine attraktive Kaufgelegenheit. Das ist darauf zurückzuführen, dass der «Fed-Put», d.h. die Möglichkeit marktstützender geldpolitischer Massnahmen, wieder besteht oder man zumindest damit rechnen kann.

- Wir sind nun stärker davon überzeugt, dass der Liquiditätszyklus mittel- und langfristig im Aufwind ist.
- In dem Masse, wie die Inflation weiter sinkt, ohne dass das Wachstum einbricht, steigt die Zinssenkungskapazität der Fed. Kühlt sich die Konjunktur stark ab, beispielsweise durch ein Kreditereignis (was das klassische Ende des Zyklus wäre), kann die Fed also gezielt handeln.
- Im Wesentlichen fällt dadurch der «left tail», also die sehr schlechten Ergebnisse in unserer Szenarioverteilung, allmählich weg. Unsere Befürchtung, die Fed könne angesichts einer Konjunkturabkühlung handlungsunfähig und handlungsunwillig sein, hauptsächlich infolge des Kampfes gegen die Inflation (ein nachgelaufener Indikator), hat sich deutlich verringert.

Das Hauptrisiko für diese Prognose wäre ein plötzliches erneutes Aufflammen der Inflation, das die Fed zwingt, die geldpolitische Straffung zu verlängern oder zu verschärfen. Die Ursache dafür könnte eine Angebotskrise aufgrund einer erheblichen geopolitischen Eskalation sein, zumal die Spannungen im Nahen Osten wohl nicht bald nachlassen, insbesondere im Zusammenhang mit dem internationalen Handel im Roten Meer. Es ist jedoch noch zu früh, um eine klare Aussage darüber zu treffen.

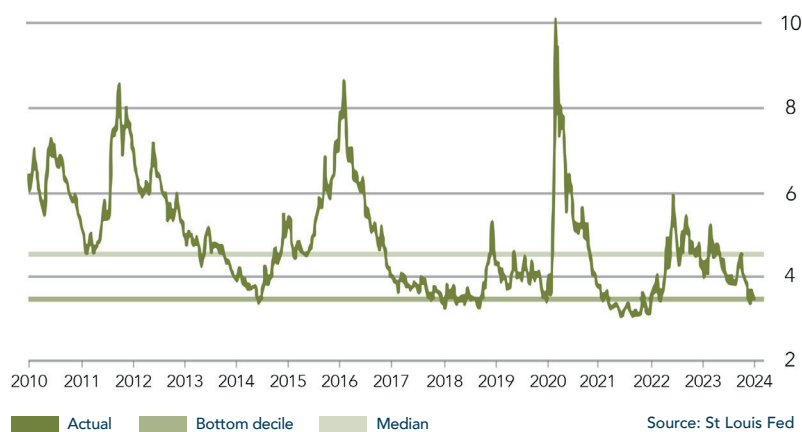
Zyklische Titel niedrigerer Qualität erzielten in den letzten beiden Monaten des Jahres 2023 eine bessere Performance. Wir führen dies sowohl auf Short-Deckungen (Deckungskäufe) als auch auf die Performancejagd zum Jahresende zurück und nicht auf eine nachhaltige Verschiebung der Führung infolge eines umfassenden Zyklus-Resets.

Aufgrund der Schwäche der europäischen Wirtschaft hat die Europäische Zentralbank unseres Erachtens Nachholbedarf mit Blick auf die geldpolitische Lockerung im Vergleich zur Fed. Derzeit begünstigt diese Lage den US-Dollar.

Liquide Kreditmärkte haben keine Angst

Die Verlustmeldung der NYCB kommt in einer Phase, in der sich die liquiden Kreditmärkte in absoluter Sicherheit wiegen. Der Spread zwischen Junk-Bonds und Staatsanleihen entspricht beinahe den historischen Tiefstständen. Die Märkte für Hochzinsanleihen gehen eindeutig von einer perfekten Landung der US-Wirtschaft und einem günstigen Kreditzyklus aus. Wir werden die Kredit-spreads in den kommenden Wochen genau beobachten.

Spreads von US-Hochzinsanleihen gegenüber Staatsanleihen seit der Finanzkrise, %



Quellen: Bloomberg, Morgan Stanley, Bank of America, Goldman Sachs, The Macro Compass, The Market Ear, Steno Research, 42 Macro, JPM, Hightower Naples, ZKB, Strategas, RBC Capital, FT, St. Louis Fed

Haftungsausschluss

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen eine Marketingmitteilung der FINAD (FINADAG, Zürich; FINAD GmbH, Wien oder FINAD GmbH, Zweigniederlassung Hamburg) dar. Diese Marketingmitteilung wurde nicht in Einklang mit den Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und unterliegt keinem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen. Dieses Dokument dient nur zu allgemeinen Informationszwecken und für die persönliche Verwendung durch den Empfänger dieses Dokuments (nachfolgend «Empfänger» genannt). Sie stellt weder ein verbindliches Angebot noch eine Aufforderung seitens oder im Auftrag der FINAD zum Erwerb, zur Zeichnung, zum Verkauf oder zur Rückgabe von Anlagen oder zur Investition in eine bestimmte Handelsstrategie oder zur Tätigung eines sonstigen Geschäfts in irgendeiner Rechtsordnung dar. Sie stellt keine Empfehlung der FINAD in rechtlicher, buchhalterischer oder steuerlicher Hinsicht oder eine Zusicherung bezüglich Eignung oder Angemessenheit einer bestimmten Anlagestrategie, Transaktion oder Investition für den einzelnen Empfänger dar. Ein Bezug auf die Performance der Vergangenheit ist nicht als Hinweis auf die Zukunft zu verstehen. Die in der vorliegenden Publikation enthaltenen Informationen und Analysen wurden aus Quellen zusammengetragen, die als zuverlässig und glaubwürdig gelten. Die FINAD gibt jedoch keine Gewähr hinsichtlich deren Zuverlässigkeit und Vollständigkeit und lehnt jede Haftung für Verluste ab, die sich aus der Verwendung dieser Informationen ergeben. Alle Meinungen und Ansichten stellen Einschätzungen dar, die zum Zeitpunkt der Drucklegung galten; Änderungen bleiben jederzeit vorbehalten, wobei keine Verpflichtung zur Aktualisierung und Mitteilung besteht. Bevor Empfänger eine Anlage-, Transaktions- oder sonstige finanzielle Entscheidung treffen, sollten sie die Eignung einer solchen Investition, Transaktion oder sonstigen Geschäfts für ihre speziellen Verhältnisse abklären und unabhängig (allenfalls mit ihren professionellen Beratern) die besonderen Risiken sowie die rechtlichen, regulatorischen, kreditmäßigen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen prüfen. Der jeweilige Empfänger ist dafür verantwortlich, zu überprüfen, ob er nach dem in seinem Wohnsitzstaat und/oder auf seine Nationalität anwendbaren Recht berechtigt ist, diese Publikation zum persönlichen Gebrauch anzufordern, zugestellt zu erhalten und zu benutzen. FINAD lehnt diesbezüglich jegliche Haftung ab. Eine Anlage in

die in diesem Dokument erwähnten Fonds und sonstigen Finanzinstrumente sollten erst nach vorheriger sorgfältiger Lektüre und Prüfung des aktuellsten Verkaufsprospekts, des Fondsreglements sowie der darin enthaltenen rechtlichen Informationen und nach vorgängiger Konsultation Ihres Kundenberaters sowie – soweit erforderlich – Ihres eigenen Rechts- und/oder Steuerberaters erfolgen. Der jeweilige Empfänger ist dafür verantwortlich, zu überprüfen, ob er nach dem in seinem Wohnsitzstaat und/oder auf seine Nationalität anwendbaren Recht berechtigt ist, die entsprechenden Fondsdokumente anzufordern und zu erhalten. Weder das vorliegende Dokument noch Kopien davon dürfen in die Vereinigten Staaten versandt oder dahin mitgenommen oder in den Vereinigten Staaten verteilt oder US-Personen ausgehändigt werden.

Das vorliegende Dokument darf ohne die vorherige schriftliche Zustimmung der FINAD weder auszugsweise noch vollständig vervielfältigt werden.

Für die Schweiz: FINAD AG, Talstrasse 58, 8001 Zürich, Schweiz ist eine auf Finanzdienstleistungen und Vermögensverwaltung spezialisierte unabhängige Aktiengesellschaft, errichtet nach schweizerischem Recht. Die FINAD ist von der Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA) als Vermögensverwalter zugelassen und wird durch die Aufsichtsorganisation (AO) AOOS beaufsichtigt. Weiter ist die FINAD an die OFS Ombud Finanzen Schweiz (<http://www.ombudfinance.ch>) angeschlossen. Beschwerden über die FINAD können an die AO AOOS oder die OFS gerichtet werden.

Für Österreich: FINAD GmbH, Dorotheergasse 6-8/L021, 1010 Wien, Österreich ist eine Wertpapierfirma gemäß § 3 Wertpapieraufsichtsgesetz 2018 (WAG 2018) und als solche berechtigt, die Wertpapierdienstleistungen der Anlageberatung, der Portfolioverwaltung sowie der Annahme und Übermittlung von Aufträgen, jeweils hinsichtlich Finanzinstrumenten, zu erbringen. FINAD ist nicht berechtigt, Dienstleistungen zu erbringen, die das Halten von Geld, Wertpapieren oder sonstigen Instrumenten von Kunden umfassen. FINAD unterliegt der Aufsicht der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Wien (www.fma.gv.at). Beschwerden über die FINAD können an die FMA gerichtet werden.

Für Deutschland: FINAD GmbH Deutschland, Schauenburgerstraße 61, 20095 Hamburg, Deutschland ist die deutsche Zweigniederlassung der FINAD GmbH, Dorotheergasse 6-8/L/021, AT-1010 Wien, Österreich. FINAD ist ein auf Anlageberatung, Anlagevermittlung und Vermögensverwaltung (Finanzportfolioverwaltung) spezialisiertes unabhängiges Wertpapierdienstleistungsunternehmen. Die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen durch FINAD unterliegt der Aufsicht der Finanzmarktaufsicht (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Wien (www.fma.gv.at) sowie der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main (www.bafin.de). Beschwerden über die FINAD können an die FMA oder die BaFin gerichtet werden.

FINAD ist nicht zur Ausübung der Rechtsanwaltschaft, Steuerberatung oder Wirtschaftsprüfung berechtigt.

© Copyright FINAD – alle Rechte vorbehalten.