

1. Überblick

Wenn man Ihnen Anfang Januar gesagt hätte, - dass drei der „Glorreichen Sieben“-Aktien (Magnificent 7) im ersten Quartal teilweise deutlich schlechter abschnitten als der breite Markt, - dass die Ausgabe von neuen Aktien auf den höchsten Stand seit Ende 2021 ansteigen würde, - dass die Kerninflation zwei Monate in Folge nach oben überrascht, - und dass sich im Gegenzug die Zahl der zu erwartenden FED-Zinssenkungen für das Jahr 2024 halbieren würde, hätten Sie dann vermutet, dass die US-Aktien nichts anderes tun würden, als zu steigen? Die Analyse von Goldman Sachs trifft das merkwürdige erste Quartal am ehesten. Auf der Aktienseite war der Start des Jahres durch eine Fortsetzung der Gewinnerbranchen des letzten Jahres gekennzeichnet. Momentum-Strategien lieferten den besten Wertzuwachs, gefolgt von den Gewinnern des letzten Jahres: die Qualitäts- und Wachstumssegmente. Informationstechnologie und Kommunikation liegen nach wie vor an der Spitze, die US-Börsen erzielten ähnliche Ergebnisse wie in Europa. Die US-Gewinne erholen sich nach der positiven Berichtssaison des vierten Quartals 2023 weiter. Die kurzfristigen Zinssätze blieben aufgrund der zuletzt „hawkishen“ Töne der FED hartnäckig auf ihrem erhöhten Niveau. Das schwierige geopolitische Umfeld blieb den Kapitalmärkten erhalten und dürfte sich so schnell auch nicht verändern. Damit war der Goldpreis gut unterstützt und überraschte mit einem deutlichen Plus. Seine gute Performance aus dem Jahr 2023 setzt sich somit fort. Sinkende Realzinsen, die geopolitische Unsicherheit und die Tatsache, dass viele Notenbanken ihre Reserven unabhängig von den USA allokalieren, waren die Gründe für den Anstieg.

Marktüberblick für das 1. Quartal 2024



Schon in den letzten Marktberichten wiesen wir darauf hin, dass frühestens Mitte des Jahres 2024 erste Zinssenkungen stattfinden würden. Die Erwartungen am Markt waren schon damals unserer Ansicht nach zu positiv. Die Unsicherheit über die Inflationsentwicklung in den USA wird den Startschuss für Zinssenkungen der US-Notenbank noch bis Juni, bzw. noch länger verzögern, während die Europäische Zentralbank die Zinsen schon früher senken könnte. In den ersten Monaten dieses Jahres überraschte die hartnäckige US-Kerninflation und schuf in Verbindung mit überraschend positiven Wirtschaftsdaten ein Umfeld, das die Erwartungen baldiger Zinssenkungen in Frage stellt. Wir gehen allerdings davon aus, dass die US-Inflation bis zur Sitzung im Juni sinken sollte. Eine erste vorsichtige Zinssenkung könnte dann erfolgen und zwei weitere Schritte im Juli und September wären möglich. Für die EZB könnte der Zeitpunkt einer Zinssenkung dagegen schon früher kommen, wenn sich der rückläufige Inflationstrend für Europa weiter bestätigt. Es gibt weiterhin viele Konflikte und Unsicherheiten auf geopolitischer Ebene. Diese sollten aus unserer Sicht aber zu keinen deutlicheren Korrekturen (> 10%) führen. Die US-Wirtschaft ist weiter sehr robust und unter diesen Umständen rücken die fundamentalen Daten in den Fokus. Auch wenn ein Festhalten am Qualitäts-/ Wachstumssegment sicherlich richtig war und ist, bereiten wir uns auch auf die Gelegenheit vor, zyklische Unternehmen mit in die Allokation aufzunehmen. Wir halten an unserem Basisszenario, eines hinter uns liegenden Höchststands der langfristigen Renditen gepaart mit einer „sanften Landung“ der US-Wirtschaft, fest. Vorerst bevorzugen wir für Neuanlagen US-Aktien, die ein höheres Ertragspotenzial aufweisen, was zum Teil auf die Effizienzsteigerungen rund um künstliche Intelligenz (KI) und die robuste US-Wirtschaft zurückzuführen ist. Wir sehen aber auch Chancen bei ausgewählten europäischen Aktien. Hier schauen wir besonders auf die Teilspektoren Chemie, Halbleiter, Maschinen und Ausrüstung sowie den Transportsektor.



2. Unsere Einschätzungen im Überblick

WIRTSCHAFTSWACHSTUM:

Weltweit geriet das Wirtschaftswachstum in der zweiten Jahreshälfte 2023 ins Stocken. Schuld an der gedämpften Aktivität im verarbeitenden Gewerbe der USA ist unter anderem der Lagerabbau, nachdem die Lager 2022 übermäßig gefüllt worden waren. Auch eine Verschiebung der Konsumausgaben von Waren zu Dienstleistungen und das schwache Wachstum in China trugen dazu bei. In den USA ist die Aktivität im verarbeitenden Gewerbe laut ISM seit 15 Monaten unterhalb der Expansionsschwelle von 50. Eine Trendwende ist allerdings in Sicht. Per Ende März notierte der „ISM-Manufacturing“ Index mit 50,3 erstmals wieder oberhalb der wichtigen Marke von 50. Daher gehen wir davon aus, dass die Produktionsaktivität ihren Tiefpunkt hinter sich gelassen hat und dank 1. robusten globalen Wachstums, 2. bevorstehender geldpolitischer Lockerungen und 3. steigender Neuaufträge vor einer Erholung steht. Ein Wachstum von ca. 2,3% sollte in den USA sicherlich möglich sein, was höher als in Europa mit ca. 1,2% wäre. China tut sich immer noch „schwer“. Der Immobilienmarkt, der Konsument und die hohe Jugendarbeitslosigkeit bremsen weiter.

GELDPOLITIK:

In den USA hat sich der Rückgang der Inflation etwas verlangsamt. Dies ist vermutlich auf die verzögerten Auswirkungen des starken Lohnwachstums 2023 zurückzuführen, die in den kommenden Monaten aber nachlassen dürften. Dennoch haben FOMC-Mitglieder mehr Bedenken bezüglich des Risikos einer hartnäckigen Kerninflation geäußert als über ein schwaches Wachstum aufgrund übermäßig restriktiver Zinsen. Daher erwarten wir weiterhin, dass die FED ihre erste Leitzinssenkung frühestens im Sommer beschließen wird. Auch die EZB und die BoE werden voraussichtlich im Laufe des 2. Quartals die Zinsschrauben lockern.

AKTIEN:

Die sogenannten europäischen GRANOLAS – das sind die elf nach Marktkapitalisierung größten europäischen Unternehmen (neben Nestle, LVMH, L’Oreal, ASML und SAP, die 6 größten Pharmaunternehmen) mit hohen Margen und geringer Volatilität – trugen in den letzten 12 Monaten über 50% zur Performance des STOXX 600 bei. Das ist ähnlich den Magnificent 7. Seit 2021 boten die GRANOLAS eine bessere risikobereinigte Rendite, als die Magnificent 7. Sie werden derzeit mit einem KGV-Abschlag von 30% gehandelt. Die aktuellen Gewinnmeldungen unterstreichen die fundamentale Stärke der Magnificent 7. Der Gewinn pro Aktie dieser sieben Titel ist im Vergleich zum Vorjahr um 60% gestiegen. Die Konzentration auf nur wenige Aktien ist weiterhin hoch und die Korrelation der europäischen bzw. US - Aktien untereinander ist nun so niedrig wie seit 2006 nicht mehr. Erste positive Konjunktursignale deuten sich an und lassen Investments in Frühzyklischer langsam attraktiv erscheinen. Wir halten eine Kombination aus Value-Werten in Verbindung mit ausgewählten Titel der GRANOLAS & Magnificent 7 für erfolgsversprechend. Frühzyklische Titel stellen für die Zukunft eine sinnvolle Depotbeimischung dar.

ZINSEN:

Verfrühte Zinssenkungserwartungen für den März wurden durch robuste Wirtschaftsdaten und eine hartnäckige Kernrate in den Sommer verschoben und die Anzahl der erwarteten Zinssenkungen bis Jahresende hat sich halbiert. Datengetrieben tendieren die langfristigen Zinsen weiter seitwärts innerhalb der prognostizierten Handelsspanne. Weiter schwelende Probleme bei Gewerbeimmobilien mit negativen Folgen für den Bankensektor können jederzeit stärkere Zinssenkungsspekulationen neu entfachen.

WÄHRUNGEN:

Zinspolitik und Zinsdifferenzen zwischen den Währungsräumen bleiben ein wesentlicher Faktor für die Währungskursentwicklung, was am jüngsten Beispiel der Schweizerischen Nationalbank gut erkennbar ist. Sollte auch die EZB früher als die FED in den Zinssenkungszyklus einmünden, wird das dem US-Dollar Auftrieb verleihen. Der USD wird sich in den kommenden Monaten daher eher im unteren Bereich der Handelsspanne von 1,05 – 1,15 EUR/USD bewegen. Ein deutliches Unterschreiten der 1,05 Marke erwarten wir aktuell aber nicht.

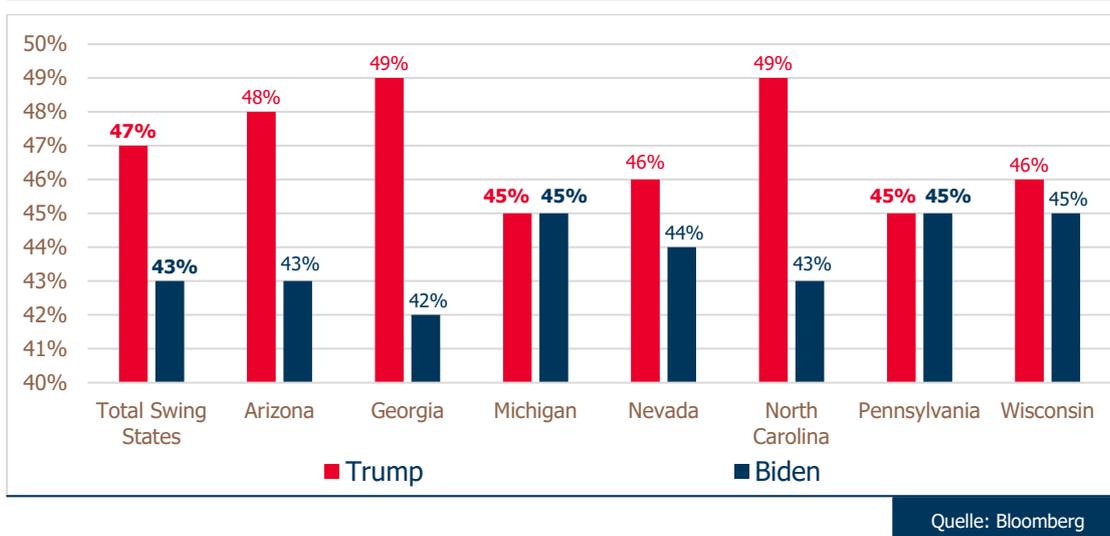
GOLD:

Mit weiter sinkenden Realzinsen dürfte GOLD Rückenwind verspüren. Abgesehen davon bleibt die geopolitische Lage schwierig und komplex. Länder, die ihre Währungsreserven unabhängig vom Zugriff der USA diversifizieren wollen, kaufen weiter Gold dazu. Damit dürfte Gold sowohl als Versicherung wie auch als Risikodiversifikationsfaktor im Fokus der Anleger und Notenbanken bleiben.

3. Der Bericht vom Markt – Globale Sicht

In den ersten Monaten des Jahres zeigten die globalen Finanzmärkte eine beeindruckende Dynamik. Unsere Einschätzung, dass die US-Wirtschaft im Jahr 2024 wachsen wird, wenn auch in einem langsameren Tempo als letztes Jahr, bestätigte sich. Wir rechnen weiter mit einer sanften Landung. Die globalen Aktivitätsdaten stecken aktuell in einer engen Spanne fest und sind weder auf einem expansiven noch auf einem rezessiven Niveau. So hat z.B. der globale PMI (Einkaufsmanagerindex) des verarbeitenden Gewerbes im aktuellen Zyklus die längste aufeinanderfolgende Serie mit Werten in einer Bandbreite von 48 – 50 gezeigt. Eine nachhaltigere Konjunkturerholung mit Indexständen über 50 könnte durch eine von KI in den USA verursachte höhere Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen, die von klassischen Branchen zur Effizienzsteigerungen benötigt werden, erfolgen. Auch stehen im Jahr 2024 die Chancen gut, dass die Zentralbanken die geldpolitische Gefahrenzone durch Zinssenkungen verlassen werden. Die Unsicherheit über den Inflationsverlauf in den USA wird aber Zinssenkungen der US-Notenbank wahrscheinlich bis mindestens Juni hinauszögern, während die Europäische Zentralbank (EZB) die Zinsen schon früher senken könnte.

In den ersten Monaten des Jahres 2024 überraschte die US-Inflation nach oben und sorgte in Verbindung mit robusten Wirtschaftsdaten für ein Umfeld, das die Erwartungen einer baldigen Zinssenkung durch die US-Notenbank FED in Frage stellt. Wir gehen davon aus, dass die US-Inflation bis zum Sommer so weit zurückgeht, dass eine erste Zinssenkung erfolgen könnte, gefolgt von zwei weiteren Senkungen im Laufe des Jahres. Einhergehend werden auch die Verkäufe von Staatsanleihen (Quantitative Tightening) reduziert, die aktuell monatlich USD 95 Mrd. betragen. In einem Umfeld rückläufiger Anleiherenditen haben Aktienkurse zusätzliches Potential nach oben. Entsprechend bleiben wir in den Portfolios investiert und blicken zuversichtlich auf das Börsenjahr 2024. Im Laufe des Jahres werden wir den Anteil von US-Aktien mit qualitativ hochwertigem Wachstum weiter ausbauen. Unsere klare regionale Präferenz für US-Aktien gegenüber europäischen Aktien wird durch die konstruktiveren Rahmenbedingungen in den USA gestützt. Der US-Aktienmarkt verzeichnete in den letzten Monaten auf breiter Front Verbesserungen, da das Wachstum der Unternehmensgewinne nun wieder im positiven Bereich liegt und sich die Risikobereitschaft aufgrund sinkender Inflation, dem hinter uns liegenden Zinshöhepunkt und nachlassender Rezessionsängste deutlich erholt hat. Die daraus resultierende Wiederaufnahme eines säkularen Bullenmarktes bei US-Aktien könnte den Beginn eines neuen Zyklus für US-Aktien sein. Hinzu kommt gegen Ende des Jahres die US-Wahl, die US-Titel im Gegensatz zu europäischen Pendanten weiter unterstützen könnte. Die letzten Umfragen zeigen, dass Präsident Joe Biden in fünf von sieben wichtigen Swing States hinter Donald Trump liegt. Allerdings hat sich der Vorsprung leicht verringert. Bidens Rede zur Lage der Nation, die die Demokraten vereinte und die Bedenken hinsichtlich Bidens Alter und Gesundheitszustand etwas in den Hintergrund schob, schien einer der Gründe dafür zu sein. Es bleibt spannend und die sieben Monate bis zur Wahl können noch einige Überraschungen bereithalten.





Wir bevorzugen Unternehmen aus der US-Informationstechnologie aufgrund ihrer überlegenen Gewinndynamik und der Positionierung im Bereich KI. Ihre Produkte und Dienstleistungen versprechen deutliche Effizienzgewinne in anderen Branchen, wie dem Gesundheitswesen, der Automobilbranche, der Werbung und dem Bildungswesen.

Im von uns investierten Megatrend GESUNDHEIT, nehmen Medikamente zur Bekämpfung der Fettleibigkeit eine wichtige Stellung ein. Diese sogenannten „Abnehmspritzen“ gelangten in letzter Zeit in die Schlagzeilen, da die Nachfrage nach Mitteln zur Gewichtsreduktion das Angebot bei weitem übersteigt. Als langjähriges Investment glauben wir, dass dieser Trend ungebrochen anhalten wird. Neben dem Effekt der Gewichtsabnahme wird eine geringere Belastung des Gesundheitssystems erwartet, da viele Folgeerkrankungen ausbleiben.

Erste Datenpunkte signalisieren eine Konjunkturerholung. So konnte sich die Kreditvergabe bei der Nachfrage nach Wohnraum in der EU verbessern, Chemiebersteller in Europa und den USA sehen leichte Verbesserungen des Nachfrageprofils und ebenfalls eine Volumensbelebung. Auch die Luftfrachtmärkte zeigen positive Signale. Aus diesem Grund können wir uns in den nächsten Monaten erste Investments in Teilsektoren wie Halbleiter, Maschinen und Ausrüstung sowie Transport oder Chemie vorstellen.

Trotz dieser ersten Anzeichen einer Konjunkturaufhellung stellen wir uns täglich die Frage, welches Ereignis oder welcher globale „Unfall“ die Märkte in der nächsten Zeit so massiv erschüttern könnte, dass es hierdurch zu einer deutlichen Abwärtsbewegung kommen könnte? Besonders nach den guten Kursentwicklungen der Aktienmärkte in den letzten Monaten wird die Luft kurzfristig „gefühlter“ etwas dünner. Unter Abwägung aller uns bekannten Eventualitäten sehen wir derzeit jedoch kein kurzfristiges Bedrohungspotential. Dieses soll die aktuellen – weiter bedrohlich wirkenden – geopolitischen Unsicherheiten nicht herunterspielen, allerdings bedarf es aus unserer Sicht schon eines starken und unvorhersehbaren Ereignisses, dass die Märkte deutliche Abschlüge erleiden könnten. Hier wäre z.B. ein „Schwarzer Schwan“ wie der Einmarsch Chinas in Taiwan zu nennen, den wir in den nächsten 6 – 9 Monaten für wenig wahrscheinlich erachten. Auch ein möglicher Wahlsieg Trumps mit seiner protektionistischen Handels- und Steuerpolitik dürfte kein Ereignis darstellen, das die globalen Märkte stark belasten würde. US-Titel könnten vermutlich sogar in der Breite von Steuersenkungen profitieren.

4. Aktienmarkt

4.1 *Ein überraschend guter Start*

Nach dem fulminanten Endspurt der weltweiten Aktienindizes zum Ende 2023, setzten die Märkte diese Dynamik auch im ersten Quartal 2024 fort. Auch Europa hat diese Aufwärtsbewegung nicht verpasst, da der EuroStoxx 50 neun Wochen in Folge anstieg und damit den Nasdaq seit Jahresbeginn sogar übertreffen konnte. Globale Anleger griffen stark bei europäischen Aktien zu, besonders die hochgewichteten GRANOLAS – elf Unternehmen mit starkem Gewinnwachstum, relativ stabilen hohen Margen und geringer Volatilität – waren zu einem Großteil für den Kursanstieg verantwortlich. Besonderen Rückenwind erlebte Europa über die großen Megatrend-Aktien, wie z.B. die Aktien von Novo Nordisk, ASML, LVMH, Hermes und SAP. Angesichts der Tatsache, dass Europa keine zu hohe Bewertung (relativ zu den USA mit 30% Abschlag gehandelt) aufweist und die geringste Korrelation zwischen den Aktienrenditen in den letzten 18 Jahren bietet, ist es verständlich, warum sich globale Anleger auch wieder in Europa engagiert haben.

Hinzu kommt die anhaltende Dynamik im US-Technologiebereich, sowie die Gewissheit, den Zinshöhepunkt in den USA wie auch in Europa erreicht zu haben. Ordentliche Quartalsergebnisse, auch von Teilen der Magnificent 7 Unternehmen in den USA, waren zusätzliche Faktoren für die positive Entwicklung der Gesamtmärkte.

Die Verlierer fand man bei defensiven Value-Titel, speziell aus den Branchen VERSORGER, NAHRUNGSMITTEL, BASISKONSUM und GESUNDHEIT, hier besonders die Schweizer Pendants. Bei einigen Unternehmen gab es leichte Enttäuschungen der Quartalsergebnisse (z.B. Reckitt Benckiser und RWE) und die Branchenrotation hin zu wachstumsstärkeren Bereichen sorgte dafür, dass diese Werte im ersten Quartal eher ein Schattendasein an den Börsen führten. Wir betrachten die genannten Branchen aber weiterhin als eine gute Grundlage eines Portfolios. Die Bewertungen sind historisch niedrig und ihre Dividendenrenditen attraktiv. Hinzu kommt, dass defensive Titel besonders in volatileren Marktphasen das Portfolio gut stabilisieren.



4.2 Was ist in den nächsten Monaten noch möglich?

Die weitere Entwicklung der Zinsen wird einen prägenden Einfluss auf die Aktienmarktentwicklung in den kommenden Monaten haben. Sollte Gewissheit über die erste Zinssenkung bestehen, dürften auch die Anleiherenditen fallen und die Aktienmärkte positiv beeinflussen. Nach dem überdurchschnittlichen und saisonal unüblichen Indexanstieg der Börsen im Februar und März, bedarf es normalerweise einer ausgeprägteren Konsolidierung an den Märkten. In der Börsenhistorie zeigen saisonale Muster i.d.R. bis Ende Mai tendenziell Marktbelastungen. Fehlende kurzfristige Impulse von der Zinsseite im Hinblick auf den ins Stocken geratenen Rückgang der US-Inflation und die Markttechnik könnten das Börsenpotenzial kurzfristig etwas begrenzen. So sind die globalen Fondsmanager gemäß der „NAAIM“-Umfrage aktuell wieder voll im Markt investiert. Sie halten demnach keine Barbestände für mögliche Zukäufe. Viele weitere Stimmungs- und Positionierungskennzahlen haben sehr hohe Niveaus erreicht. So notiert z. B. der „Global Risk Demand Index“ von Morgan Stanley bei über 2, was in der Vergangenheit sehr häufig temporär rückläufige Kurse zu Folge hatte.

In den letzten sechs Monaten wurde die gesamte Rallye mehr durch die Bewertungsausweitung der im Index besonders hochgewichteten Werte als durch in der Breite ansteigende Gewinne angetrieben. Tatsächlich wurde die Konsensschätzung für die Gewinne des Jahres 2024 in diesem Zeitraum um 5% nach unten korrigiert. Mit einem aktuellen KGV von 13,5x liegen allerdings europäische Aktien derzeit in etwa auf ihrem langfristigen Durchschnitt seit 1990. Sie werden immer noch mit einem historischen Abschlag gegenüber der Bewertung von US-Aktien gehandelt, was einen gewissen Puffer darstellt und Kursverluste in Grenzen halten sollte. Beschleunigt sich das globale Wirtschaftswachstum tatsächlich, wie erste Vorlaufindikatoren andeuten, und leiten die Notenbanken ihren Zinssenkungszyklus ein, besteht weiteres Kurspotential bis zum Jahresende. Gleiches gilt für den S&P 500 Index, der seit Jahresbeginn um ca. 10% gestiegen ist. Auch hier spielten die einfacheren finanziellen Bedingungen und höhere Bewertungen eine stärkere Rolle. Die Aktienbewertungen stiegen also in Erwartung einer Verbesserung des Wachstums nach der Gewinnverlangsamung der meisten Unternehmen im vergangenen Jahr. Auch hier bezieht sich die Bewertungsausweitung auf eine sehr geringe Anzahl von Unternehmen des Index. Dies erklärt, warum die meisten Aktien auch aktuell noch unter ihren Höchstständen von 2021 notieren. Ein anhaltender Fokus auf Effizienzsteigerungen, die den konjunkturellen Gegenwind der letzten Jahre ausgleichen und die Margen verbessern könnten, wäre ein Katalysator, der die Gewinnsteigerungen auf Indexebene in der Breite verbessern würde. Wie wir schon weiter oben beschrieben haben, sehen wir in mehreren Sektoren – besonders frühzyklischen Branchen – leicht verbesserte Zahlen. Somit setzt unsere Anlagestrategie weiter auf eine Kombination aus defensiven (Value-) Titeln und Mega-Cap-Wachstumsaktien, also die „Barbell-Strategie“. Das damit verbundene Ziel besteht weiterhin ein Gleichgewicht zwischen Risiko und Ertrag zu finden, besonders nach der guten Entwicklung der letzten Monate. Dafür investieren wir in risiko- und volatilitätsärmere Branchen, denen wir in diesem Jahr weiter stabile Ausschüttungen und auch einiges an Nachholpotential zutrauen. Auf der anderen Seite setzen wir risiko- und wachstumsstärkere Werte in unser Anlagestrategie ein. Solche Titel finden sich besonders in der DIGITALISIERUNGS Branche. Ergänzt werden die beiden Säulen sukzessive und vorsichtig um frühzyklische Unternehmen, da immer mehr Indikatoren positive Signale für einen Konjunkturaufschwung senden. So werden die Subsegmente Chemie, Halbleiter, Maschinen & Ausrüstung sowie Transport wieder interessanter. Hier werden wir im Laufe des 2. Quartals erste Beimischungen vornehmen, um frühzeitig bei einem möglichen Konjunkturaufschwung profitieren zu können.

5. Anleihenmarkt

5.1 Zinsen datengetrieben seitwärts – bleiben in der prognostizierten Handelsspanne

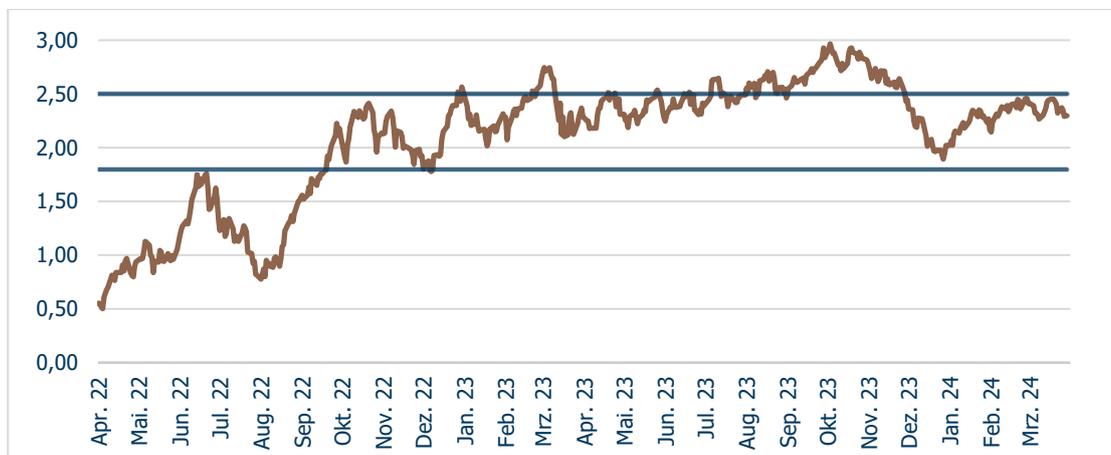
Nach den starken Zinsrückgängen in den Schlussmonaten 2023 mündete dieser Trend in eine Seitwärtsbewegung ein und die Zinsen zogen seit Jahresanfang wieder an. Der Anstieg bei langlaufenden Staatsanleihen (US-Treasuries und Bundesanleihen) betrug ca. 0,4%-Punkte in den ersten drei Monaten. Ein geringerer Inflationsrückgang als erwartet, gepaart mit einer robusteren US-Konjunktur, waren die Hauptursachen für den Anstieg. Dies führte auch zu einer Anpassung der Markterwartungen an die Zinspolitik der FED und der EZB, sowohl was den zeitlichen Startschuss der Zinssenkungen anbelangt als auch das Ausmaß der bis Jahresende zu erwartenden Zinssenkungen. Während man zu Jahresbeginn in den USA die erste Zinssenkung bereits für den März erwartete und insgesamt sieben Senkungen á 0,25% bis Jahresende annahm, ist es aktuell nicht einmal mehr sicher, ob die FED im Juni starten wird. Auch geht man mittlerweile nur noch von

drei Zinssenkungen in diesem Jahr aus, was sich mit den Aussagen der jüngsten FED-Sitzung am 20.03.2024 deckt. Auf der Sitzung des Offenmarktausschusses der US-Notenbank (FOMC) wurde der Zinssatz auf seinem Niveau von 5,25% bis 5,5% belassen. Die Zinsprognosen für 2024 als kurzfristiger Fahrplan für die von der Fed in Erwägung gezogenen künftigen Zinsschritte blieben laut Protokoll mit Senkungen um 75 Basispunkte (Bps) unverändert. Die Anzahl der erwarteten Zinssenkungen hat sich seit Jahresbeginn somit mehr als halbiert und die aktuellen Markterwartungen liegen nun wieder deckungsgleich mit den FED-Projektionen. Neben den FED-Signalen zur Notenbankpolitik bleibt die Robustheit der US-Konjunkturdaten die wichtigste Determinante für die Rentenmarktrendenz in den kommenden Monaten.

Die EZB wird vermutlich ebenfalls im Sommer den Senkungszyklus einleiten und der Markt erwartet, dass der Zinssatz der Einlagefazilität von aktuell 4% auf 3% bis Jahresende gesenkt werden wird. Die im Vergleich schwächere konjunkturelle Entwicklung in der Eurozone vs. USA und die jüngsten Inflationsdaten könnten auch dazu führen, dass die EZB früher als die FED beginnen wird, den Leitzins zu senken. So ist die von Eurostat veröffentlichte Vorabschätzung des harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) sowohl im Februar als auch im März weiter gesunken. Nach 2,8% im Januar 2024 lag sie im Februar 2024 bei 2,6% und im März bei 2,4% und somit sogar etwas unterhalb der Markterwartungen. Der Rückgang der Energiepreise um 2,9% YoY hat erneut entlastet, ebenso der Rückgang des Anstiegs der Preise für Nahrungs- und Genussmittel von 5,6% auf 4,0% im Jahresvergleich.

Weiter schwelende Probleme bei Gewerbeimmobilien mit negativen Folgen für den Bankensektor, wie z.B. bei der Pfandbriefbank und Aareal Bank zeigen die Auswirkungen des gestiegenen Zinses auf diese Teilbereiche der Gesamtwirtschaft. Nachrangpapiere dieser beiden Banken verloren teilweise über 50% des Nennwertes. Dies verdeutlicht nicht nur die Besorgnis der Marktteilnehmer über die Stabilität des Finanzsektors, sondern könnte auch auf ein notwendiges Eingreifen der Zentralbanken hindeuten. Dadurch finden Zinssenkungsspekulationen neuen Boden.

Die Rendite für zehnjährige Bundesanleihen testete im Februar und März gleich zwei Mal die 2,5%-Marke und beendete das Quartal bei 2,3%. Die von uns zu Jahresbeginn ausgerufene Handelsspanne (siehe Grafik) hat weiterhin ihre Gültigkeit und spielt in der Steuerung der Portfolioduration eine wichtige Rolle.



Quelle: Bloomberg

Dass der Zinssenkungszyklus der globalen Notenbanken nur eine Frage der Zeit sein sollte, unterstreicht die unerwartete Zinssenkung der Schweizerischen Notenbank (SNB). Sie senkte als erste der G-10 Notenbanken für viele Marktteilnehmer etwas überraschend am 21.03.2024 den Leitzins von 1,75% auf 1,50%. Auch verhartt vielerorts der Leitzins auf einem restriktiven Niveau und bremst die Wirtschaft deutlich. Eine Rückkehr zu einem neutralen, also weder restriktiven noch wirtschaftsstimulierenden Zinsniveau, lässt einen gewissen Spielraum zu. Auch wenn der neutrale Zins nicht punktgenau zu ermitteln ist, könnte man ihn am Beispiel der USA als Spanne um die von den FED-Mitgliedern in ihren FOMC-Leitzinsprojektionen formulierten langfristigen Leitzins von 2,6% ansiedeln. Daraus ergäbe sich perspektivisch ein Senkungspotential von mindestens 200 Basispunkten.



5.2 Unternehmensanleihen: Rekordangebot trifft auf starke Nachfrage

Nachdem sich die Risikoaufschläge (Creditspreads) der EUR-Unternehmensanleihen im Investmentgrade-Bereich gegenüber Bundesanleihen 2023 in einer überschaubaren Bandbreite bewegt hatten, sind sie seit Jahresanfang 2024 deutlich gesunken. Ursächlich dafür war vor allem der Anstieg der Bund-Renditen im Februar, während die Corporates-Renditen aufgrund der hohen Nachfrage nach Unternehmensanleihen weniger stark anstiegen und sich somit die Renditeaufschläge verringerten. In absoluten Zahlen legten in der Breite die Unternehmensanleihen guter Bonitäten in den vergangenen drei Monaten mit einem Plus von 0,37% aber nur leicht zu, konnten aber den Zinsanstieg besser abfedern als vergleichsweise Staatsanleihen.

Das Quartal stand ganz im Zeichen hoher Neuemissionen. Auf einen starken Januar folgte ein noch besserer Februar. Das platzierte Volumen von 42,3 Mrd. Euro lag nicht nur deutlich über dem des Vorjahresmonats (+52 %), sondern stellte sogar den historisch zweitbesten Februar nach dem 2015er Pendant dar. Aufgrund der Quartalsberichtssaison und der damit verbundenen „Blackout-Periods“ sind im Monat Februar üblicherweise weniger Neuemissionen zu beobachten. Der März blieb mit 41 Mrd. EUR ebenfalls stark. In Summe kam das Neuemissionsvolumen im ersten Quartal auf knapp 120 Mrd. Euro., was den historisch nach 2009 ebenfalls zweithöchsten Wert bedeutete. Das hohe Volumen traf trotz nur geringer Aktivitäten seitens der EZB auf eine sehr hohe Nachfrage der Investoren. Die durchschnittlichen Zeichnungsquoten erreichten im Schnitt fast das Vierfache des platzierten Volumens.

Der durchschnittliche Renditeaufschlag einer 5Y BBB-Unternehmensanleihe („Markit iTraxx 5Y Main“) ermäßigte sich im Verlauf des 1. Quartals weiter leicht auf 0,55%. Er bietet unter Rendite-/Risiko Aspekten weiter ein ungünstiges Verhältnis. Ein aktives „Bondpicking“ ist weiter angesagt. Nachranganleihen guter Emittenten mit kürzeren Kündigungsterminen priorisieren wir weiterhin gegenüber klassischen Hochzinsanleihen („Non-Investmentgrade“).

6. Währungen

An den Devisenmärkten wertete die europäische Gemeinschaftswährung im abgelaufenen Quartal lediglich gegenüber dem USD (+2,3%) sowie dem Britischen Pfund (+1,4%) leicht ab. Als sehr überraschend war eine weitere Aufwertung vs. Japanischer Yen (-4,7%) zu beobachten. Die Bank of Japan hob erstmals nach 17 Jahren den Leitzins an und beendete als letzte Notenbank die Negativzinspolitik. Im Gegenzug senkte die Schweizerische Nationalbank (SNB) im März überraschend ihren Leitzins, was zu einer Abwertung gegenüber dem Euro um 4,5% führte. Gegenüber den anderen Währungspaaren der G10 Länder wertete der Euro weiter leicht auf, so dass Investments in diesen Währungen in Euro betrachtet zu leichten Verlusten führten.

Gingen wir noch zu Jahresbeginn davon aus, dass die FED vermutlich etwas früher als die Europäische Notenbank den Zinssenkungszyklus beginnen wird, könnte aufgrund der weiter divergierenden wirtschaftlichen Entwicklung in diesen Währungsräumen die EZB dieses Mal schneller agieren. Die sich ausweitende Zinsdifferenz sollte die Nachfrage nach USD-Anlagen verstärken, so dass sich für die kommenden Monate das Währungspaar EUR/USD eher im unteren Bereich der Handelsspanne von 1,05 – 1,15 EUR/USD bewegen sollte. Ein deutliches Unterschreiten der 1,05 Marke erwarten wir aktuell aber nicht.

7. Gold

Die positive Entwicklung von GOLD setzte sich auch im ersten Quartal fort, so dass Preise von über 2.200 USD pro Feinunze erreicht wurden. Allgemein wirken neben den weiter anhaltenden geostrategischen Spannungen besonders die niedrigeren Realzinsen als dominierende Treiber des Goldpreises. Der Rückenwind dürfte entsprechend von dieser Seite die nächsten Quartale weiter erhalten bleiben. Immer stärker wirkt sich indes auch die Neuallokation vieler Notenbanken aus, die ihre Reserven unabhängiger anlegen möchten. Spätestens seit den US-Sanktionen gegen Russland im Jahr 2022, wo Zentralbankguthaben durch die USA und die EU eingefroren wurden, ist vielen regionalen Zentralbanken bewusst, dass sie ihre Reserven weiter gestreut anlegen sollten. Eine sich verstärkende bipolare Welt zeigt einen Trend, sich mehr von der US-Abhängigkeit zu lösen und Reserven breiter zu allokalieren. Diese Tendenz lässt Gold als sicheres Aufbewahrungsmittel attraktiver werden. Für uns bleibt Gold ein Basisbestandteil eines diversifizierten Depots. Es sollte entsprechend weiter gut unterstützt sein. Ziele von über 2.300 USD pro Feinunze zur Jahresmitte können wir uns vorstellen.

Wichtige Hinweise

Marktberichte dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Vermögensgegenständen dar. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung. Im Marktkommentar zum Ausdruck gebrachte Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu historischen Wertentwicklungen erlauben keine Rückschlüsse auf Wertentwicklungen in der Zukunft. Der Verfasser oder dessen Gesellschaft übernimmt keinerlei Haftung für die Verwendung dieses Marktkommentars oder deren Inhalt. Änderungen des Marktkommentars oder dessen Inhalt bedürfen der ausdrücklichen Erlaubnis des Verfassers oder der Gesellschaft.