

AquilaMonitor

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

Juli 2023

Inhalt:

Executive Summary | Makroökonomische Beurteilung | Anlageklassen

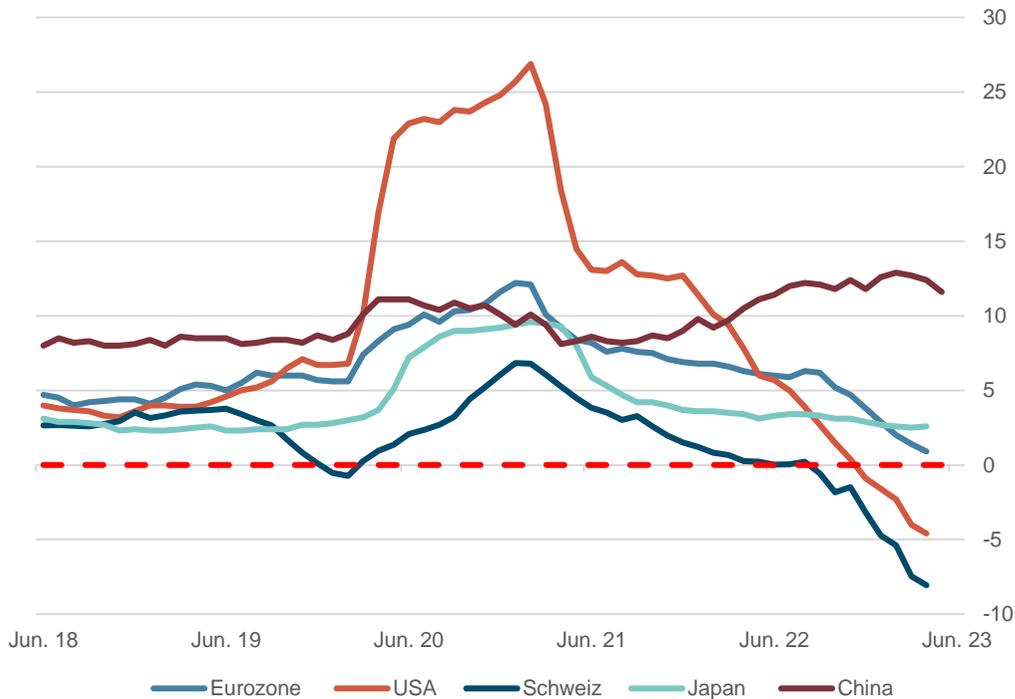


Executive Summary

- Die Notenbanken befinden sich weiterhin mehrheitlich im Zinserhöhungszyklus. Kurzfristige Unterbrüche oder leichte Lockerungen der Geldpolitik in einzelnen Fällen wurden zeitnah wieder rückgängig gemacht. Liquidität und Geldmengen werden offiziell reduziert. Kurzfristiges Gegensteuer durch die Notenbanken zur Bekämpfung von Krisenherden sollten nicht überbewertet werden.
- Die straffere Geldpolitik beginnt sich zunehmend auf den Konsumenten und die Konjunktur auszuwirken.
- Spürbar sinkende Teuerungsraten nehmen den Druck von den Währungshütern. Der Gipfel im Zinserhöhungszyklus dürfte in der zweiten Jahreshälfte erreicht werden.

- Die Renditen der wichtigsten Staatsanleihenmärkte scheinen in der Sommerruhe zu verharren. Die Volatilität ist deutlich zurückgekommen.
- Die Entwicklung an den Aktienmärkten erinnert zunehmend an die Technologieblase von 1999/2000.
- In den Währungen ist im Grossen und Ganzen eine Seitwärtsbewegung erkennbar. Die Nachfrage nach Franken hält an.
- Der Preisanstieg im Gold seit Jahresbeginn konsolidiert.

Geldmenge M2 Jahresveränderungsrate (5 Jahre)



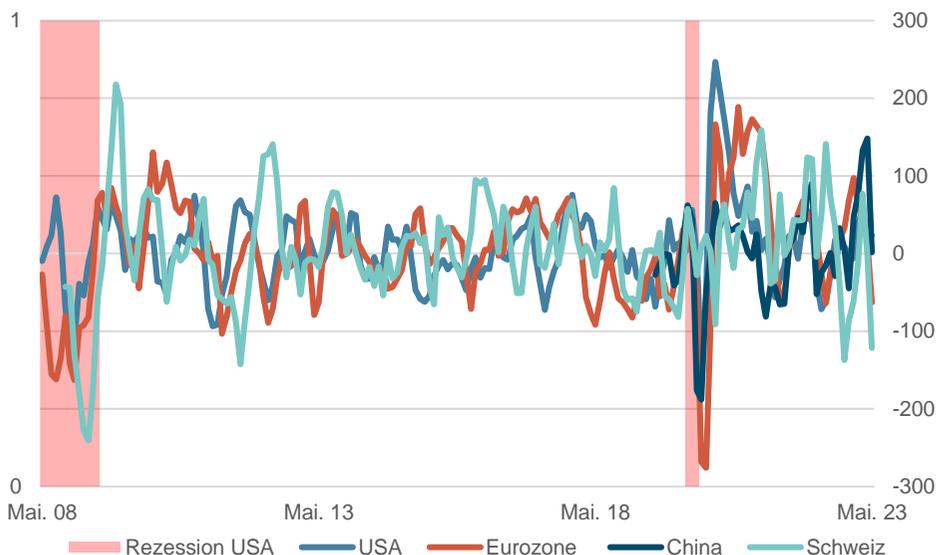
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Globale Liquidität und die (verdeckte) Geldmengenausweitung

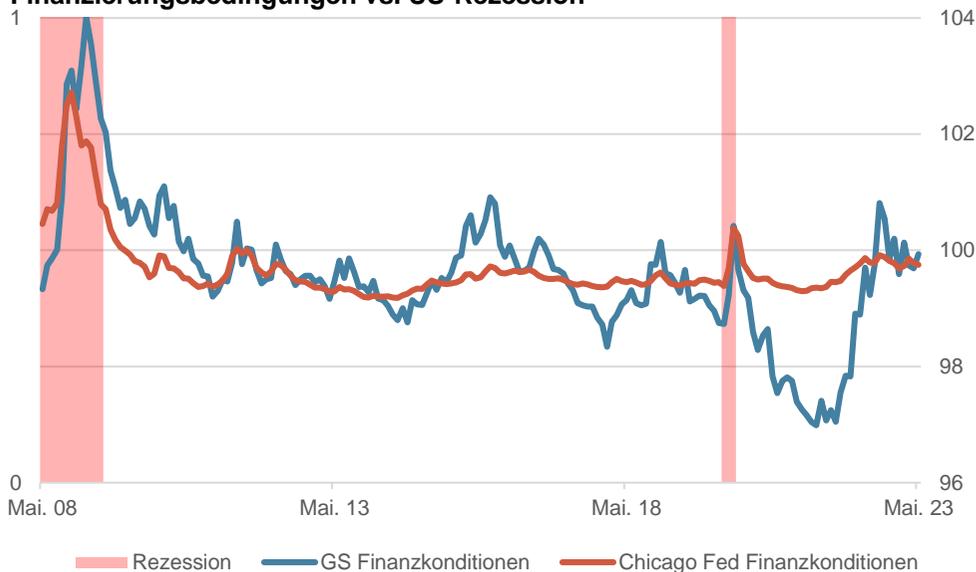
- Die Geldmenge M2 wird (entgegen der Geldmenge M3) von allen Notenbanken erhoben, entbehrt aber gegenüber M3 u.a. einiger Termineinlagen, kurzfristiger Repo-Geschäfte und institutioneller Geldmarkt-Fonds.
- Die Geldmenge ist aufgrund der Finanzkrise 2008 und der Covid-Pandemie massiv aufgebläht worden. Während die erste Geldmengenausweitung von den Banken zur Stützung ihrer Bilanzen gehortet wurde, kamen die Liquiditätsspritzen zur Bekämpfung der Pandemie in den Umlauf und haben die Inflation angefacht.
- Während in der EU die Geldmenge in den letzten Monaten weiter ausgeweitet wurde, fällt nun die Wiederanlage aus dem im März 2015 gestarteten Unterstützungspaket zur Bekämpfung der tiefen Inflation und zur Steigerung des Wirtschaftswachstums (Asset Purchase Program) ab nächsten Monat vollständig weg. Damit dürfte nun auch die Geldmenge hier sinken.
- Notenbanken sind bestrebt, Transparenz und Vertrauen zu schaffen sowie diese aufrecht zu erhalten, wie auch entsprechend die Geldmengenentwicklung möglichst akkurat wiederzugeben. Verdeckte Interventionen dürften also keine weit verbreitete Praxis darstellen.
- Allerdings sind die Auswirkungen auf die Geldmenge u.a. auch aufgrund des Aufstiegs von alternativen Finanzprodukten zunehmend komplex und unübersichtlich, was zu Spekulationen um verdeckte Geldmengenausweitung führt.
- Die Entwicklung der M2-Geldmenge widerspricht der Hypothese einer verdeckten Ausweitung der globalen Liquidität.
- Einige Länder, wie China und Japan, bauen die Liquidität aus bekannten Gründen weiter aus.

Konjunktur

Citigroup Economic Surprise Index vs. US-Rezession (15 Jahre)



Finanzierungsbedingungen vs. US-Rezession



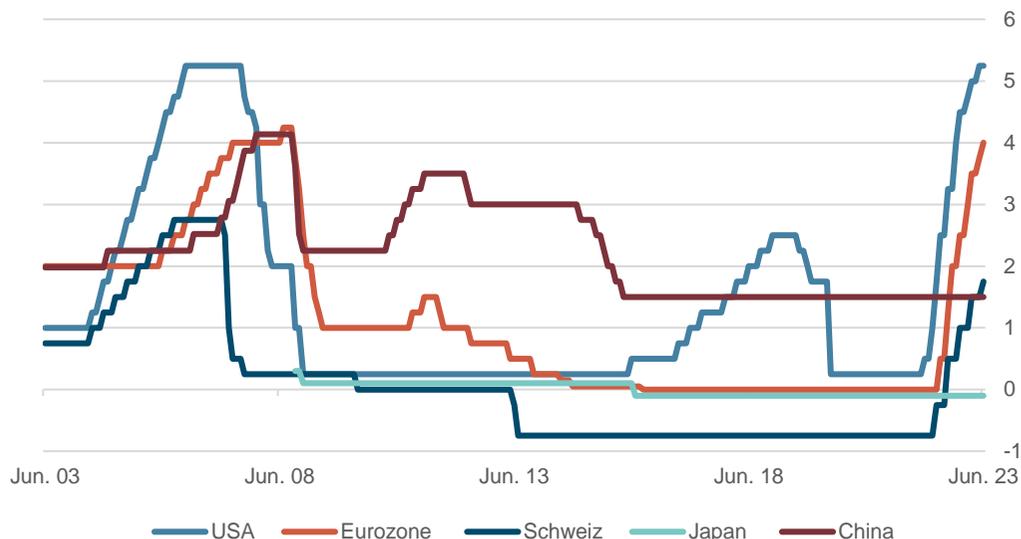
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Wirtschaftserholung oder Rezession

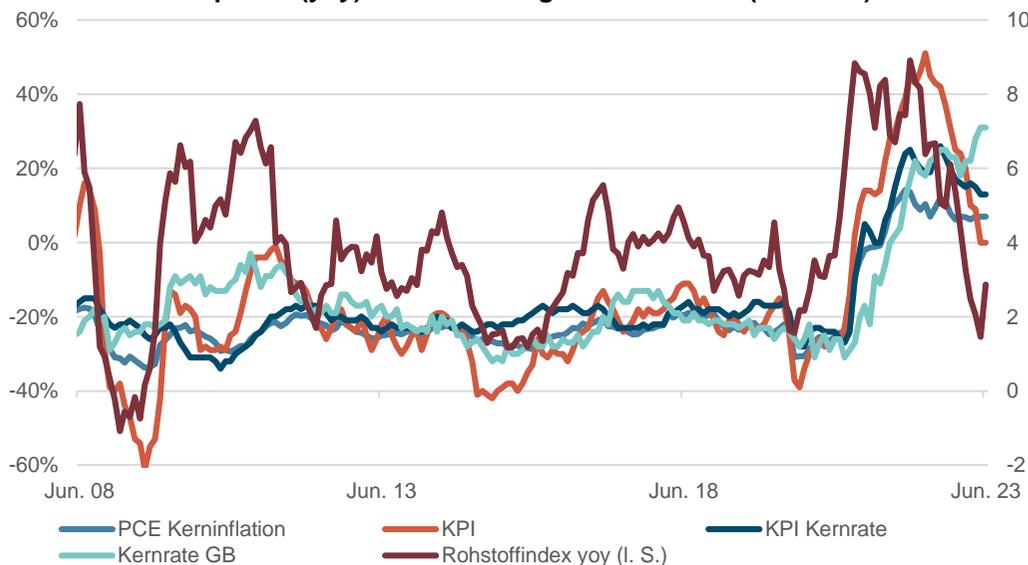
- Die Veröffentlichung von aussagekräftigen Wachstumsdaten zum Bruttoinlandprodukt werden ab Ende Juli erwartet. Für das zweite Quartal liegt der Erwartungswert in den USA annualisiert bei 1.9% (0.5% für das zweite Quartal). In der Eurozone liegen die Prognosen auf mehrere Quartale hinaus nur marginal über null. Aufgrund des Prognosefehlers kann sich die technische, leichte Rezession also durchaus festsetzen.
- Die Fed erkennt Anzeichen einer Wachstumsverlangsamung. Diese reicht aber noch nicht aus, die Inflation auf die Zielgrösse von 2% zu senken und die Basis für ein langfristiges, robustes Wirtschaftswachstum sicherzustellen.
- Die geplante Erhöhung der Kapitalerfordernisse für die US-Banken wurde vom Finanzausschuss des Repräsentantenhauses anlässlich der Befragung des Fed-Chair Powell scharf kritisiert, da diese die Finanzierungssituation für die Banken und die Kreditnehmer akzentuiert sowie das Konjunkturwachstum einschränkt.
- Der von der Citigroup erhobene Index zur konjunkturellen Entwicklung besagt, wie die tatsächliche wirtschaftliche Entwicklung von den Prognosen abweicht. Eine steigende Kurve sagt aus, dass sich die Situation verbessert und Werte im positiven Bereich besagen, dass die effektive Entwicklung besser als die Schätzungen war. Global wie auch für die meisten Länder fällt dieser Wert und befindet sich in der negativen Zone. Sollten diese Werte weiter sinken, würde auch dieser Indikator auf eine nahe, drohende Rezession hindeuten.
- Der Arbeitsmarkt auf beiden Seiten des Atlantiks bleibt unverändert angespannt. Qualifizierte Mitarbeiter sind nur schwer zu finden und entsprechend steigende Löhne stützen den Privatkonsum. Hingegen trübt sich das Verbrauchervertrauen (Uni Michigan) in den USA zunehmend ein. Eine Abkühlung wird auch durch die enttäuschenden Quartalszahlen von FedEx bekräftigt.
- In Europa befinden wir uns bereits in einer „milden“ technischen Rezession. Hier wird der Ausblick durch die negativen Konjunkturerwartungen belastet.
- Der frühere Wachstumsmotor China stottert trotz Öffnung nach den massiven Covid-Lockdowns unvermindert. Tiefe Inflation und Zinsen ermöglichen zwar eine lockere Geldpolitik mit weiteren akkommodierenden Massnahmen, deren Ausmass aber noch nicht ausreichen, die Bedenken der Konsumenten aus dem Weg zu räumen.
- Ein Teil dieser negativen Faktoren dürfte bereits eingepreist sein. Allerdings erwartet der Markt früher Zinssenkungen als dies die Exponenten der Notenbanken selber prognostizieren.

Geldpolitik

Leitzinsen diverser Zentralbanken (20 Jahre)



Konsumentenpreise (yoy) vs. Bloomberg Rohstoffindex (15 Jahre)



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Zinserhöhungszyklus nähert sich dem Ende – trotz Zweitrundeneffekten

- Die Notenbanken von Kanada und Australien haben nach einer längeren Pause überraschend ihre Leitzinsen weiter um 25 Basispunkte angehoben (4.75% resp. 4.10%). Die Bank of Japan (-0.1%) sowie die Fed (5.25%) haben die Zinsen unverändert belassen. Die EZB erhöht ihre drei Leitzinsen um je 0.25% (Hauptrefinanzierungs- (4.00%), Einlage- (3.50%) und Spitzenrefinanzierungs- (4.25%)).
- Der Fed-Chair Jerome Powell wiederholte vor dem Finanz-Ausschuss des Repräsentantenhauses gebetsmühlenartig die Notwendigkeit, die Zinsen zur Inflationsbekämpfung weiter erhöhen zu müssen, obwohl diese bereits deutlich sinkt.
- Insbesondere von der EZB war zu vernehmen, dass der Zinserhöhungszyklus noch nicht abgeschlossen und der Weg zur Preisstabilität lang sei. Von den Marktteilnehmern werden zwei weitere Zinsschritte um 25 Basispunkten erwartet. Die EZB dürfte darüber hinaus weiteren Handlungsbedarf haben.
- Auf der Basis der Fed Fund Futures wird im dritten Quartal eine weitere Zinserhöhung erwartet, was durch den starken Arbeitsmarkt und die unerwünscht hohe Inflation begründet wird. Eine mögliche erste Zinssenkung wurde im Nachgang zur letzten Sitzung des Offenmarktausschusses ins 2024 verschoben.
- Dank der zu Beginn des Jahres gefallen Rohstoffpreise sinkt der Inflationsdruck und entspannt die Situation für die Notenbanken. Allerdings steigen seit Ende Mai die wirtschaftszyklischen Rohstoffe (Energie und Industriemetalle) erneut deutlich an, was gegen eine bevorstehende Rezession spricht.
- Aufgrund dieser gestiegenen Rohstoffpreise drohen hingegen Zweitrundeneffekte auf die Inflation und anhaltend erhöhte Impulse (höhere Inflation für längere Zeit).
- Die chinesische Volksbank hat kürzlich die Kreditkosten bloss halbherzig gesenkt und hofft damit, die schleppende Post-Corona-Erholung anzukurbeln. Die Binnennachfrage bleibt schwach. Weitere Unterstützung seitens Notenbank und Regierung dürfte erforderlich sein. Die Wiederaufnahme des politischen Austausches auf der obersten politischen Führungsebene mit dem Westen soll den Aussenhandel beleben.
- Die SNB hat ihren Leitzins um 0.25%-Punkte auf 1.75% angehoben und wirkt damit der leicht über der Zielgrösse von 2% liegenden Inflation entgegen. Die Inflationsprognosen der SNB wurden für 2023 leicht reduziert, hingegen für 2024 aufgrund von drohenden Zweitrundeneffekten erhöht (für beide nun 2.2%, 2025 2.1%). Insbesondere höhere Strompreise und Mieten wurden für die anhaltend hohe Inflation in Feld geführt. Entspannung bringen sinkende Gas- und Rohölpreise. Weitere Zinserhöhungen können zur Erreichung der Preisstabilität nicht ausgeschlossen werden und Interventionen am Devisenmarkt könnten folgen.
- Die Notenbanken von Norwegen und Grossbritannien erhöhen die Leitzinsen ebenfalls – beide um 50 Basispunkte – mit den bekannten Begründungen auf 3.75% resp. 5.00%.

Anlageklassen – Anleihen / Aktien

10-jährige Staatsanleihen, Rendite in %, 5 Jahre



Anleihen: Sommerruhe?

- Die Renditen der wichtigsten Staatsanleihenmärkte verharren weiterhin in einer Seitwärtsbewegung. Die Einigung im Streit über die Schuldenobergrenze hat die Volatilität deutlich absinken lassen und es scheint fast so, als ob die Märkte sich in die Sommerruhe verabschiedet hätten. Aktuell liegen die 10-jährigen Staatsanleihen in den USA bei knapp 3.8%, in Deutschland bei rund 2.5% und in der Schweiz bei rund 1.0%.
- Weiterhin ist auf allen wichtigen Zinskurven eine Inversion erkennbar, allerdings hat diese in den europäischen Märkten leicht nachgelassen. Die US-Zinskurve ist weiterhin deutlich invers, 2-jährige Staatsanleihen rentieren rund 1% besser als 10-jährige.
- Im Bereich der Unternehmensanleihen hat die Entspannung zu wieder sinkenden Kreditaufschlägen geführt. Vereinzelt tauchen qualitativ gute Neuemissionen zu attraktiven Konditionen am Markt auf.
- Wir erachten weiterhin den kurzen bis mittleren Laufzeitenbereich aufgrund der höheren Renditen als attraktiv für neue Engagements.

Aktienmärkte: Performance seit 1.1.2023, indiziert



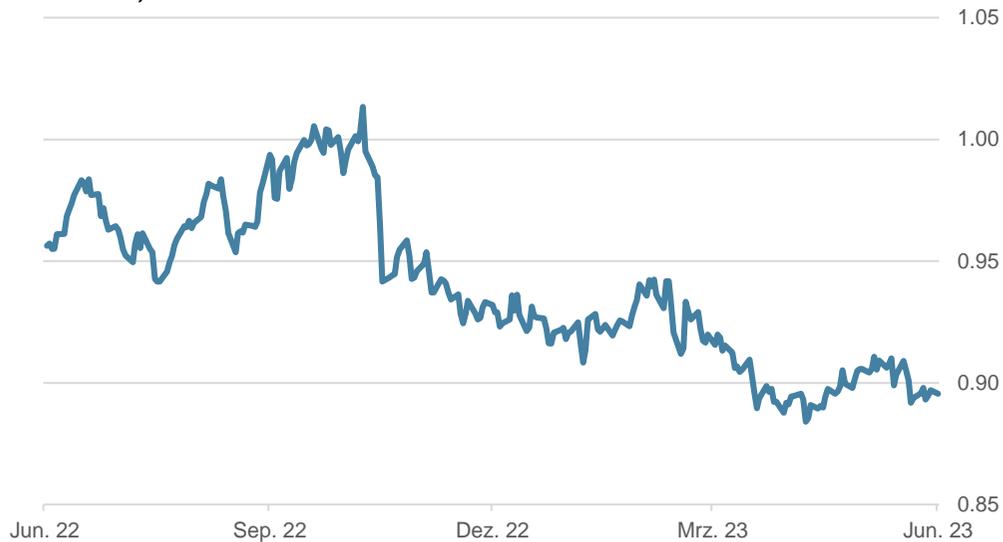
Aktien: «.com bubble 2.0»?

- Die Entwicklung an den Aktienmärkten erinnert mehr und mehr an die Technologieblase von 1999/2000 (.com bubble). Das KGV im Nasdaq 100 Index liegt wieder bei über 30x. Resultierend aus der Hausse sind in einigen zyklischen Indizes erneute Höchststände seit einem Jahr erreicht worden. Dies nachdem im Bereich der institutionellen Anleger sowohl Hedgefonds als auch trendfolgende Fonds aus ihren anfangs des Jahres bezogenen Short-Positionen herausgedrängt wurden und sich drehen mussten.
- Ein zusätzliches Element scheint die erneute massive Teilnahme von Retail-Investoren zu sein. Diese engagieren sich hauptsächlich in sogenannten «0-DTE Optionen», das heisst Calls auf Einzelaktien und Indizes mit maximal 1 Tag Laufzeit. Dies hat die ohnehin schon geringe Marktbreite weiter verengt. Über 80% der diesjährigen Performance des S&P 500 Index wird von den fünf grossen Tech-Titeln beigesteuert. Dies bedeutet in der Regel keinen soliden Aufschwung und führt in den Charts zu «Fahnenstangen». Das ganze wird unterlegt von immer «bullischeren» Empfehlungen der Analysten von der Wall Street.
- Alles in allem blenden die Aktienmärkte die zunehmend besorgniserregende Lage aus und überraschen weiter mit ihrer Nonchalance. Sowohl der wieder restriktivere Ausblick der FOMC-Mitglieder, das potentiell rückläufige Wachstum und auch die geopolitische Lage bergen Risiken. Die implizite Volatilität in den Aktienmärkten hat sich weiter reduziert und bringt die sehr positiven Einschätzungen deutlich zum Ausdruck.

Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anlageklassen – Währungen und andere Anlagen

USD/CHF, 1 Jahr



Währungen: Im grossen Ganzen seitwärts

- Der US-Dollar hat jüngst wieder etwas freundlicher tendiert, der Dollar-Index (DXY) legte rund 2% zu. Gewisse Analysten sehen darin eine Reaktion auf die wieder etwas höheren US-Renditen nach dem FOMC-meeting, welches doch mit seinen Aussagen zum weiteren (restriktiven) Zinspfad überraschte.
- Erstaunlicherweise sind auch die Diskussionen um die Berechtigung des USD als Leitwährung wieder verstummt. Und dies trotz einer massiven Ausweitung der Schuldenobergrenze.
- Der Schweizer Franken bleibt weiter nachgefragt, was sich gegenüber allen Währungen äussert. EUR/CHF steht bei rund 0.98. Übergeordnet gehen wir davon aus, dass sich der Franken aufgrund seiner strukturellen Vorteile gegenüber dem Euro stetig aufwerten wird und sichern deshalb EUR-Positionen weiterhin ab.

Gold in \$ pro Unze, 1 Jahr



Rohstoffe: seitwärts, USD 2'000 als Hürde für Gold

- Gold tendierte in den letzten Wochen seitwärts. Allerdings tut sich der Preis schwer, die psychologische Marke von USD 2'000 nachhaltig zu durchbrechen. Die US-Realzinsen bewegen sich spiegelbildlich ebenfalls seitwärts, und aus dem US-Dollar kommen zurzeit ebenfalls keine Impulse für den Goldpreis. Der Preisanstieg seit Jahresbeginn befindet sich somit in einer Konsolidierungsphase.
- Wir bleiben aber mittelfristig weiterhin freundlich für das Gold gestimmt und halten an unserer Positionierung fest. In einem Szenario von sinkenden Renditen an den Bondmärkten (Rezession?) und stabiler struktureller Inflation wird sich Gold gut behaupten. Zudem könnte eine (nicht erwartete) Eskalation auf der geopolitischen Ebene für zusätzlichen Bedarf nach Sicherheit sorgen.

Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Disclaimer

Impressum: Investment Center Aquila AG

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Ansichten beruhen auf Quellen, die wir als zuverlässig erachten. Dennoch können wir weder für die Zuverlässigkeit noch für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Quellen garantieren. Sämtliche Informationen werden ohne Mängelgewähr und ohne ausdrückliche oder stillschweigende Zusicherungen oder Gewährleistungen zur Verfügung gestellt. Diese Informationen und Ansichten dienen rein zu Informationszwecken und begründen weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zur Tätigkeit sonstiger Transaktionen. Interessierten Investoren empfehlen wir dringend, ihren persönlichen Anlageberater zu konsultieren, bevor sie auf der Basis dieses Dokumentes Entscheidungen fällen, damit persönliche Anlageziele, finanzielle Situation, individuelle Bedürfnisse und Risikoprofil sowie weitere Informationen im Rahmen einer umfassenden Beratung gebührend berücksichtigt werden können. Wir übernehmen keine Haftung für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der bereitgestellten Informationen und Ansichten. Soweit gesetzlich zulässig schliessen wir jede Haftung für direkte, indirekte oder Folgeschäden aus, einschliesslich entgangenen Gewinns, die aufgrund der publizierten Informationen entstehen.