

AquilaMonitor

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

November 2023

Inhalt:

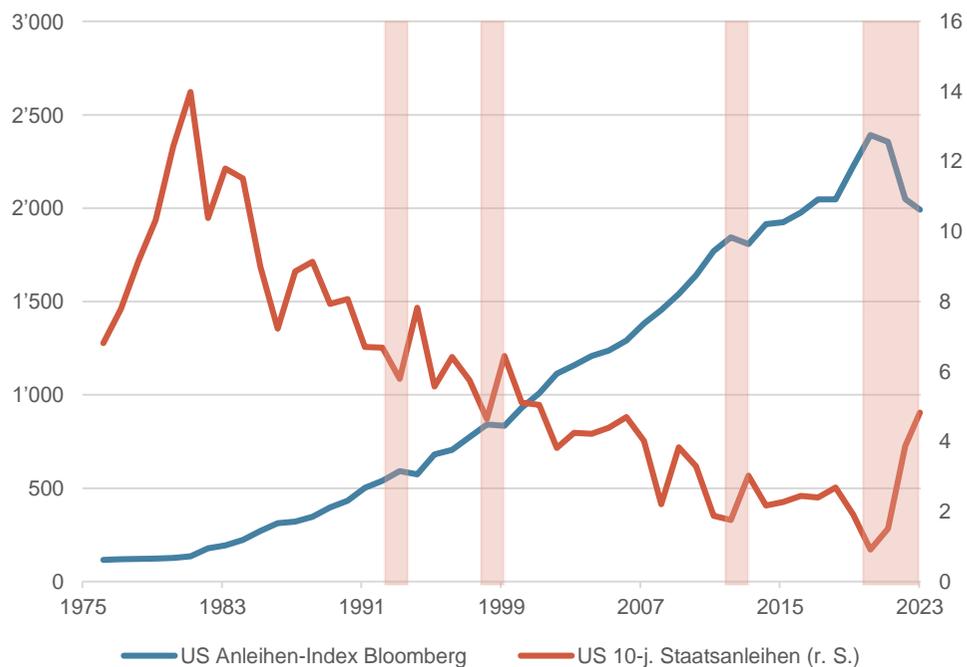
Executive Summary | Makroökonomische Beurteilung | Anlageklassen



Executive Summary

- Aufgrund des jüngsten, weltweiten Renditeanstiegs drohen Anlegern in amerikanischen und deutschen Staatsanleihen zum dritten Jahr in Folge Verluste.
- Die amerikanische Wirtschaft sticht im internationalen Vergleich weiterhin positiv hervor. Der Ausblick wird durch den eskalierenden Konflikt im Nahen Osten belastet und droht die Stimmung einzutrüben.
- Die Notenbanken dürften angesichts der geopolitischen Spannungen ihre Geldpolitik mit äusserstem Bedacht feinadjustieren. Weitere Zinserhöhungen sind kurzfristig kaum zu erwarten und die Bilanzsummen dürften wohl weniger stark reduziert werden als bisher.
- Die Renditen von 10-jährigen US-Staatsanleihen steigen weiter an, unterstützt durch das robuste Wachstum der US-Wirtschaft.
- Die Aktienmärkte kamen aufgrund der steigenden Renditen erneut unter Druck. Der schwelende Konflikt in Nahost verunsichert die Investoren zusätzlich.
- Der US-Dollar zeigt sich gehalten, der Schweizer Franken wird als „sicherer Hafen“ gesucht.
- Gold widersteht den ansteigenden Realzinsen und nimmt seine Funktion als „Krisenwährung“ war. Der Preis pro Fass Rohöl (WTI) steht bei rund 84 US-Dollar.

US-Anleihen: Wertentwicklung und Renditen auf 10-jährigen Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

US-Anleihen droht der dritte Jahresverlust in Folge

- Nachdem der von Bloomberg erhobene Index für amerikanische Anleihen im Jahr 2021 rund 1.5% an Wert eingebüsst hat, resultierte 2022 ein Verlust von 13%. Im laufenden Jahr liegt der Index mit 3% im Minus und es droht ein dritter Jahresverlust in Folge.
- Historisch sticht dies als massiver Ausreisser hervor. Bisher waren Jahre mit negativer Performance eine grosse Ausnahme. Auch für die deutschen Rentenpapiere verhält es sich gleich wie in den USA. Eine grosse Ausnahme sind Schweizer Staatsanleihen, welche seit Anfang Jahr deutlich an Wert gewinnen konnten.
- Der wesentliche Unterschied in der diesjährigen Kursentwicklung zwischen den USA und Deutschland vis-à-vis jener in der Schweiz ist die deutlich abweichende Inflation resp. die Erwartung derer zukünftiger Entwicklung. Diese fällt mit 1.7% klar zugunsten der Schweiz aus, womit der Druck auf steigende Zinsen geringer ausfällt als in den beiden anderen Ländern.
- Überraschen darf die Serie von drei aufeinanderfolgenden Jahren mit negativer Wertentwicklung nicht. Das aus historischer Sicht unverändert tiefe Zinsniveau in den USA und Deutschland lieferte in den vergangenen 36 Monaten wenig „Puffer“, um eine negative Performance abzufedern.
- In den späten 1970er- und frühen 1980er-Jahren lag in den USA der Zins auf 10-jährige Staatsanleihen bei hohen 8% bis sogar 16%. Dieser Ertrag stand der Kursentwicklung durch steigende Zinsen gegenüber und konnte die Verluste aus der Marktbewegung grösstenteils auffangen. Dieser Effekt fiel die letzten Jahre mit Zinsen zwischen 0% und 4% deutlich geringer aus.

Konjunktur

USA: Auftragseingang Industrie ohne Transport (5 Jahre)



Eurozone ZEW Erwartungen (5 Jahre)



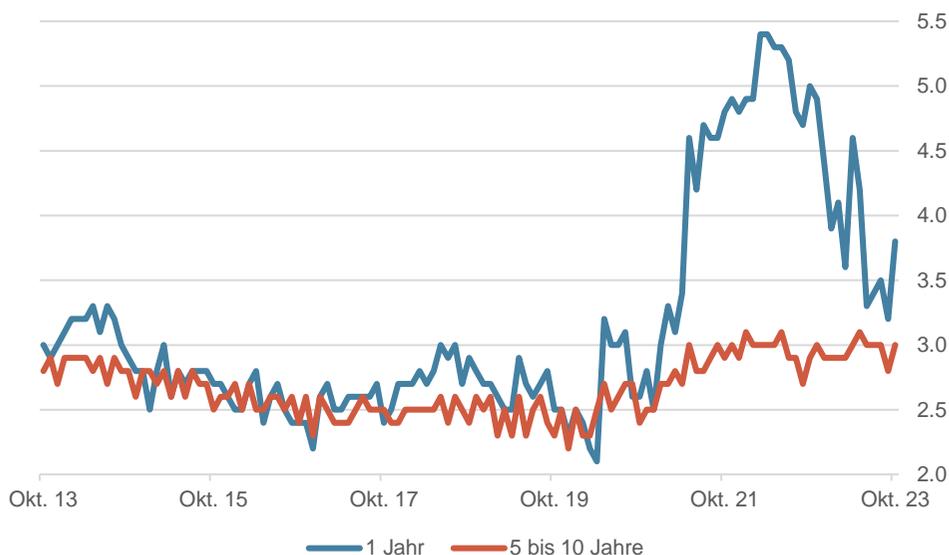
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

USA überrascht weiterhin positiv – die Geopolitik trübt den Ausblick

- Die Umfragewerte bei den Einkaufsmanagern in den USA erholen sich im verarbeitenden Gewerbe und weisen nur noch auf eine leicht schrumpfende Wirtschaft hin. Der Dienstleistungssektor zeigt sich weiter robust. Die Erhebungen zeigen eine weniger starke Abschwächung als bisher befürchtet. Augenfällig war der merklich abnehmende Preisdruck in der Industrie.
- Der Auftragseingang in der Industrie (ohne Transport) legt im August mit 1.4% kräftig zu und auch der Einzelhandel zeigt sich deutlich stabiler als von den Ökonomen erwartet. Einige Unternehmen verzeichnen aber rückläufige Auftragsbücher und senken ihren Ausblick – dies aber hauptsächlich in Europa.
- Der amerikanische Arbeitsmarkt ist weiterhin sehr robust. Die Umfragewerte zur Arbeitsmarktlage in den beiden Sektoren verarbeitendes Gewerbe und Dienstleistung liegen wieder über der Wachstumsschwelle und es werden deutlich mehr neue Stellen geschaffen als erwartet. Möglicherweise sind die Statistiken im Hinblick auf die bevorstehenden Wahlen politisch motiviert.
- Gegenläufig zu dieser positiven Entwicklung stehen Kosteneinsparungen von Unternehmen, die vereinzelt auch zu einem Stellenabbau geführt haben. Als Ursache werden die teils sinkenden Absatzzahlen und die schwindenden Margen aufgeführt. Die Kaufkraft resp. die Kauflust bröckelt unter dem inflationären Druck und den gestiegenen Preisen. Das umsatzstarke Erntedankfest-Wochenende dürfte richtungsweisend sein für den Trend im Weihnachtsgeschäft.
- Während in der Eurozone die Einzelhandelsumsätze für August noch deutlich rückläufig waren, erholen sich die eher finanzlastigen Erwartungswerte des ZEW im Oktober spürbar.
- Die Export-/Importzahlen ebenso wie die Industrieproduktion für Deutschland für den August sind schlechter ausgefallen und auch die Werte für den Vormonat wurden nach unten revidiert. Die Industrieproduktion bleibt schwach. Die Bautätigkeit in der Eurozone ist für den Monat September aufgrund der gestiegenen Zinsen weiter unter Druck und die Immobilienpreise sinken.
- In der Schweiz erholt sich der Einkaufsmanagerindex für die Industrie für den September von historisch sehr tiefen Niveaus und der Dienstleistungsindex festigt sich in der Wachstumszone. Die Verfügbarkeit von Arbeitskräften bleibt weiter stark eingeschränkt.
- Die angestiegenen geopolitischen Unsicherheiten durch die Spannungen im Nahen Osten belasten die Stimmung und erhöhen den inflationären Druck.

Geldpolitik

Inflationserwartungen Universität Michigan (10 Jahre)



Sichtguthaben der SNB in Mrd. Franken (5 Jahre)



Quelle: Bloomberg Finance L.P., SNB

Zuwarten bis zum neuen Jahr

- Die nächsten Notenbankensitzungen finden wie folgt statt: BOJ 31.10., Fed 1.11., BOE 2.11., EZB & SNB 14.12..
- In seiner letzten Rede vor dem anstehenden Notenbank-Entscheid der Fed hat Jerome Powell eine Zinserhöhung im laufenden Jahr als eher unwahrscheinlich eingestuft. Für 2024 kann aber eine weitere Straffung nicht ausgeschlossen werden.
- Zentralbanken werden ohne grössere Verwerfungen an den Märkten auf absehbare Zeit nicht von ihrer restriktiven Geldpolitik abweichen und ihre Zinsen länger auf diesen erhöhten Niveaus halten oder angesichts der unvermindert starken Wirtschaftsdaten - v.a. in den USA seitens Privatkonsum und Arbeitsmarkt sowie der Inflation - gar noch weiter erhöhen.
- Die von der Universität von Michigan erhobene Inflationserwartung für ein Jahr ist von 3.2% auf 3.8% gestiegen und auch auf Sicht von fünf bis zehn Jahre ist der Wert von 2.8% auf 3.0% angehoben worden.
- Kurzfristig normalisieren sich die Inflationsszahlen dank günstigem Basiseffekt weiter. Die jüngsten Spannungen im Nahen Osten führen zu steigenden Energie-/ Rohölpreisen und drohen die Inflation wieder anzuheizen.
- Italien spielt mit dem Vertrauen der Investoren, sollte Ministerpräsidentin Meloni den Schuldenabbau tatsächlich zugunsten einer höheren Verschuldung zur Wirtschaftsbelebung aufgeben. Der Populismus droht eine neuerliche Euro-Krise zu provozieren, was sich in der Wechselkursentwicklung zum Franken widerspiegelt.
- Der neuerliche Anstieg der Sichtguthaben bei der SNB seit Anfang September erinnert an die Phase der Probleme der US-Regionalbanken im März/April und darf als Indikator der Unsicherheit gesehen werden. Die Bilanzsummen der G4-Notenbanken werden weiter gesenkt, wobei aktuell vor allem die US-Notenbank zu dieser Entwicklung beiträgt.
- Dass Geld wieder etwas kostet, ist zu begrüßen. Das Zinsniveau hat aber mittlerweile wohl ein kritisches Niveau erreicht und entfaltet schrittweise die gewünschte Bremswirkung beim Wachstum. Die Zinssätze für 10-jährige Staatsanleihen in den USA, Grossbritannien, Deutschland und Japan befinden sich in der Nähe der Jahreshöchststände. Noch vor wenigen Monaten löste dies Probleme bei den britischen Pensionskassen und amerikanischen Regionalbanken aus.

Anlageklassen – Anleihen / Aktien

10-jährige Staatsanleihen (5 Jahre)



Anleihen: Renditen steigen weiter an

- Die Renditen der Staatsanleihen der wichtigsten Regionen tendieren weiter nach oben. Aktuell liegt die Rendite von 10-jährigen Staatsanleihen in den USA bei 4.9% und somit auf einem 15-Jahreshöchst. In Deutschland (2.8%) und in der Schweiz (1.1%) steigen die Renditen ebenfalls weiter. Die weiter schnell ansteigende Verschuldung in den USA führt zu Druck auf den Anleihenmarkt, der fortschreitende Abbau der Fed-Bilanz ebenfalls.
- Der Konflikt im Nahen Osten hat nur kurzzeitig zu einer Nachfrage nach Staatsanleihen geführt (safe haven). Wie es scheint, überwiegen momentan die für US-Staatsanleihen nachteiligen Kräfte. Das Mantra der US-Notenbank „higher for longer“ scheint sich in den Märkten niederzuschlagen.
- Im Bereich der Unternehmensanleihen haben die Spreads leicht angezogen. Wir erachten weiterhin den kurzen bis mittleren Laufzeitenbereich aufgrund der durch die inversen Zinskurven erzeugten höheren Renditen als attraktiver für neue Engagements. Allerdings gilt es zu erwähnen, dass eine Eskalation im mittleren Osten rezessive Tendenzen verstärken und somit ein weiteres Anziehen der Spreads bedeuten könnte.

Aktienmärkte: Performance seit 1.1.2023, indiziert, in Lokalwährung



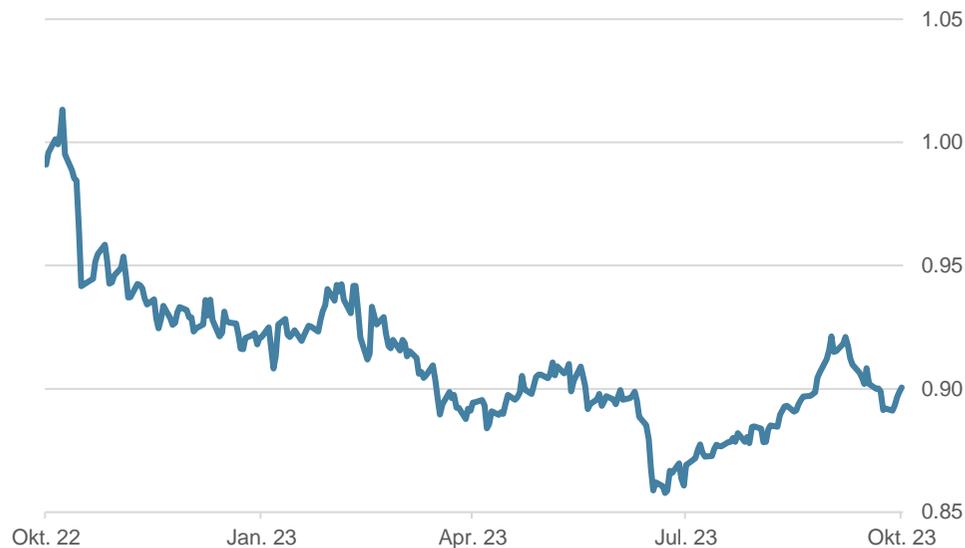
Aktien: Angst vor Krieg und Rezession?

- Die Aktienmärkte haben seit Anfang Jahr grosso modo eine freundliche Tendenz gezeigt, jetzt aber beginnt es hier und dort „zu bröckeln“. Die Divergenzen zwischen Substanz- und Wachstumswerten sind weiterhin deutlich erkennbar, allerdings hat z.B. der Schweizer Aktienindex SMI seine Jahresperformance komplett aufgebraucht und liegt jetzt leicht im Minus.
- Die potentielle Eskalation im mittleren Osten belastet den Wachstumsausblick und somit auch die Aktienmärkte. Ein deutliches Anziehen der Ölpreise könnte stark negative Folgen für die Weltwirtschaft haben.
- Die anziehenden Renditen belasten ebenfalls: die sportlichen Bewertungen der Wachstumsaktien mit langer Duration kommen dadurch unter Druck. Mit Spannung wird die Berichtssaison der Unternehmen für das 3. Quartal erwartet. Nachdem – insbesondere im Tech-Sektor – das Vorquartal bezüglich der Qualität der Gewinne unterschätzt worden war, zeichnen sich nun eher erhöhte Erwartungen an die Gewinne ab. Ebenfalls zur Unsicherheit trägt die Pendenz des US-Budgets bei, welche bis Ende November erledigt sein muss, sonst droht ein "government shutdown".
- Wir bleiben in unserer Einschätzung weiterhin vorsichtig konstruktiv und gehen davon aus, dass sich die Aktienmärkte in der bereits seit einiger Zeit bestehenden Bandbreite halten werden.

Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anlageklassen - Währungen und andere Anlagen

USD/CHF, 1 Jahr



Währungen: USD gehalten, CHF freundlich

- Der US-Dollar-Index hat seit Mitte des Jahres etwa 6% zugelegt. Insbesondere gegenüber dem chinesischen Yuan wertete sich der US-Dollar deutlich auf. Dies als Folge der sich akzentuierenden Wachstumsschwäche in China und der mehrfachen Zinssenkungen. Im Gegensatz dazu zeigt sich die US-Konjunktur weiterhin sehr robust, was die Kapitalflüsse Richtung USA lenkt und so die Währung stützt.
- „Safe Haven Effekte“ (sichere Häfen) aufgrund des Konfliktes in Nahost stützen zusätzlich den US-Dollar. Dieselben Effekte führen auch zu erhöhter Nachfrage nach Schweizer Franken. Die Stärke des US-Dollar ist somit gegenüber dem Schweizer Franken nicht so akzentuiert.
- Der Schweizer Franken bleibt auch gegenüber dem Euro weiter nachgefragt, EUR/CHF handelt aktuell bei 0.95 und hat somit seit Beginn des Jahres rund 4% verloren. Die politischen Entwicklungen in der Eurozone (Budget Italien, Wahlen Deutschland) lassen weiteren Druck auf die Gemeinschaftswährung erwarten.
- Wir gehen deshalb weiterhin davon aus, dass sich der Franken aufgrund seiner strukturellen Vorteile gegenüber dem Euro langfristig aufwerten wird.

Gold in \$ pro Unze, 3 Jahre



Gold: Funktion als Krisenbarometer erkennbar

- Trotz wieder merklich angestiegenen USD-Realzinsen (10 Jahre Realzins 2.5%) hat der Goldpreis jüngst deutlich zugelegt. Mit 1'990 US-Dollar pro Unze handelt der Goldpreis wieder über dem 200-Tage-Durchschnitt. Der Ausbruch der Feindseligkeiten im Nahen Osten hinterlässt klare Spuren, die Funktion als „Krisenwährung“ ist jetzt deutlich erkennbar.
- Wir bleiben mittelfristig freundlich für das Gold gestimmt und halten an unserer Positionierung fest. Neben den geopolitischen Tatsachen scheint übergeordnet das Thema «Vertrauen in die Fiat-Währungen» wieder vermehrt Beachtung zu finden. Würde dieses weiter erodieren, wäre mit verstärkter Nachfrage nach Gold zu rechnen.
- Der Ölpreis steht bei rund 84 US-Dollar pro Fass und zeigt eine gewisse „Besonnenheit“ im Hinblick auf den Kriegsausbruch. Sollte allerdings der Iran in die Feindseligkeiten hineingezogen werden, rechnen wir mit deutlich höheren Preisen. Rund ein Viertel des weltweit konsumierten Öls werden über die Strasse von Hormuz ausgeführt, eine Einschränkung dieser Kapazität bliebe nicht folgenlos für den Preis.

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.