

AquilaMonitor

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

Februar 2019

Inhalt:

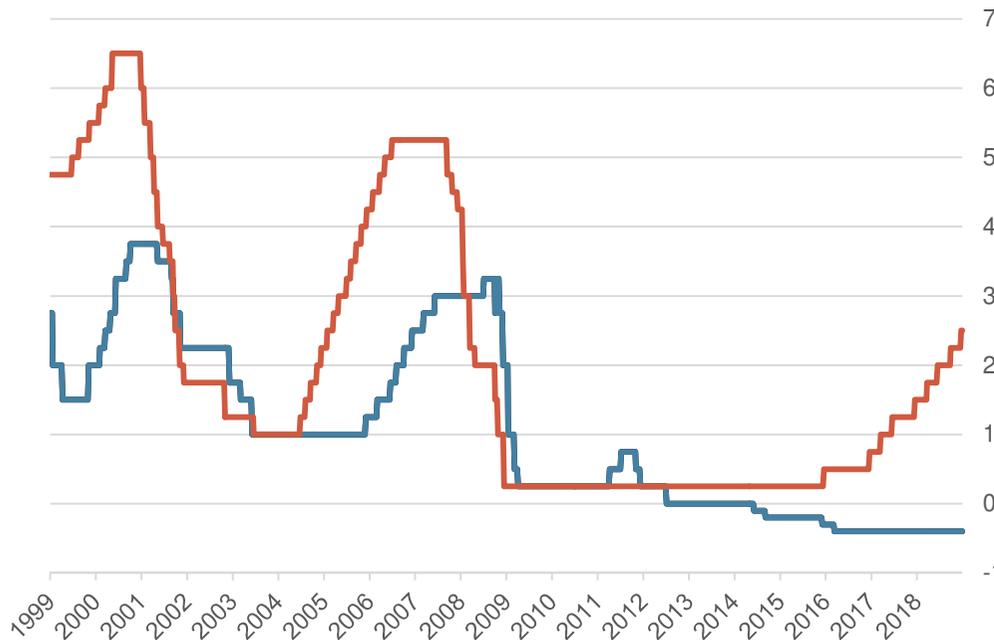
Executive Summary | Makroökonomische Beurteilung | Anlageklassen



Executive Summary

- Die Weltwirtschaft verliert an Schwung. Wir erwarten für 2019 ein Weltwirtschaftswachstum von 3.1%.
 - Das Wachstum in den einzelnen Regionen erwarten wir wie folgt: USA: 2.2%, Euroland: 1.7%, China: 6.0%, Japan: 1.0%, Grossbritannien: 1.4%.
 - Der «Government Shut-Down» in den USA wirkt kurzfristig belastend auf die Konjunktur. Berechnungen zufolge «kostet» jede weitere Woche ohne Lösung etwa 0.1% an BIP-Wachstum.
 - Wir rechnen bis Ende 2019 mit maximal zwei weiteren Zinserhöhungen der FED.
 - Es ist fraglich, ob die EZB im Herbst 2019 den ersten Zinsschritt wagen wird.
- Die US-Renditen verharren um 2.75%, die US-Zinskurve ist weiterhin flach.
 - Hochzinsanleihen hatten einen guten Start ins neue Jahr.
 - Für 2019 bevorzugen wir an den Aktienmärkten defensivere Investitionsstrategien.
 - Taktisch können sich Opportunitäten in stark überverkauften Situationen eröffnen.
 - Gold tendiert freundlich aufgrund revidierter Erwartungen, was Zinserhöhungen und den US-Dollar betrifft.

Leitzinsen der FED (orange) und der EZB (blau), in %



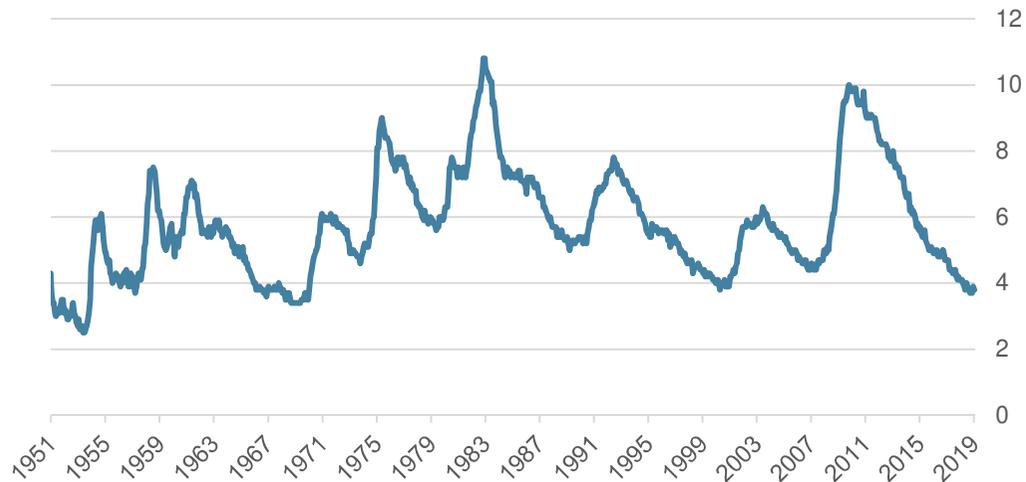
Quelle: Thomson Reuters, Datastream

Leere geld- und fiskalpolitische Munitionskammern

- Die Leitzinsen der EZB, der BOJ sind negativ oder praktisch null. Nur die FED hat ihre traditionelle geldpolitische Munitionskammer etwas aufmunitioniert. Die meisten Zentralbanken konnten in der Vergangenheit mit hohen Zinssenkungen gegen Rezessionsphasen und Finanzkrisen kämpfen. Derzeit steht dieses Instrument den meisten Zentralbanken leider nicht zur Verfügung (vgl. Zinssenkungszyklen 2007 und 2000). Die FED könnte derzeit die Zinsen um 2.5% senken. In der Vergangenheit bekämpfte die FED Rezessionen mit Zinssenkungen von rund 4-5.5%.
- Das US-Haushaltsdefizit liegt derzeit bei rund 3.9% des BIP (Bruttoinlandsprodukt), das ist der höchste Wert in Friedenszeiten während eines Wirtschaftsaufschwungs. 2019 dürfte das Defizit auf rund 4.7% des BIP ansteigen. Somit ist der fiskalpolitische Spielraum der für einen Kampf gegen die nächste Rezession oder Finanzkrise zur Verfügung steht sehr tief. Leider gilt diese Aussage für die meisten anderen Länder einschliesslich China.
- Da derzeit wenig wirtschaftspolitische Mittel gegen die nächste Rezession zur Verfügung stehen, könnte die nächste Rezession überdurchschnittlich heftig ausfallen. Deshalb gilt es besonderen Augenmerk auf die Vorlaufindikatoren zu legen. Es bleibt die Hoffnung, dass der bereits sehr lange Aufschwung noch lange anhält und eine weitere Aufmunitionierung der Geld- und Fiskalpolitik gelingen wird.

Konjunktur

US Arbeitslosenquote seit 1950, in %



Einkaufsmanagerindex für die gesamte Eurozone legt Rückwärtsgang ein



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Leicht abgekühltes globales Wachstum

- Wir erwarten für 2019 ein Weltwirtschaftswachstum von 3.1%.
- Auch die Konjunktur in den USA dürfte sich im neuen Jahr etwas abkühlen. Der US-chinesische Handelskrieg und der Government Shut-Down belasten. Wir rechnen mit einem Wachstum von rund 2.2%. Die etwas restriktivere Politik der FED zeigt ebenfalls erste leichte Bremswirkungen.

Eurozone dürfte rund 1.7% wachsen

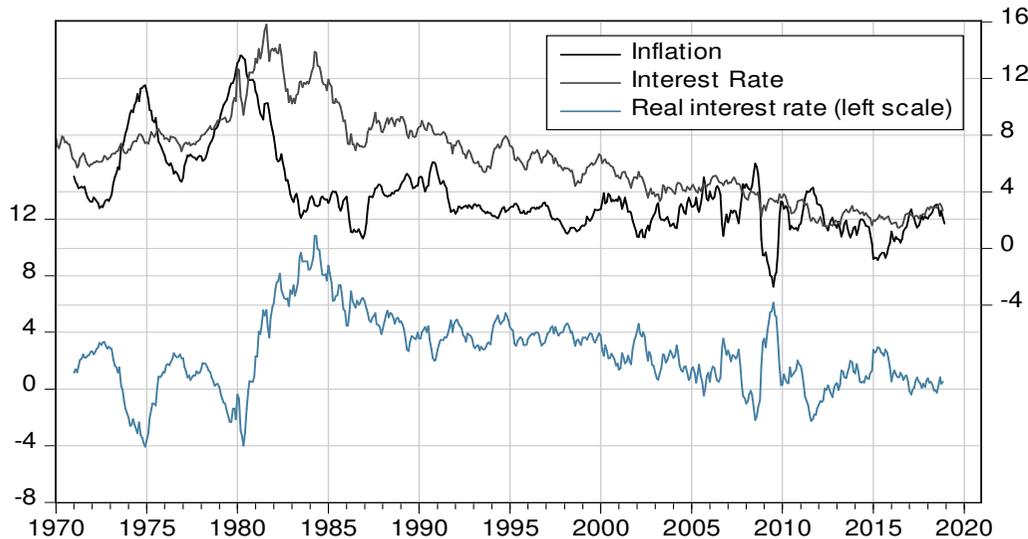
- Wir rechnen mit einer Wirtschaftsabschwächung in der Eurozone auf 1.7%.
- Die Konjunktur wird nicht nur durch die leicht verschlechterte makroökonomische Grosswetterlage beeinflusst. Zusätzlich und weiterhin belastend wirken die bekannten strukturellen Probleme: Brexit, Italien, die Ukraine und die generelle Reformunwilligkeit grosser Teile des Eurolandes (einschliesslich Frankreichs).
- Die Target 2 Salden gehen leider wieder auseinander: Es gibt somit Anzeichen einer Kapitalflucht aus Italien und Spanien nach «Kerneuropa». Dies ist auch mit dem Rückfall Italiens in ein leicht negatives Wachstum erklärbar.
- Der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe in Italien sank bereits von 49.2 auf besorgniserregende 48.6. Die Target 2 Salden gehen leider wieder auseinander: Es gibt somit Anzeichen einer Kapitalflucht aus Italien und Spanien nach «Kerneuropa».

Das Vereinigte Königreich dürfte rund 1.4% wachsen

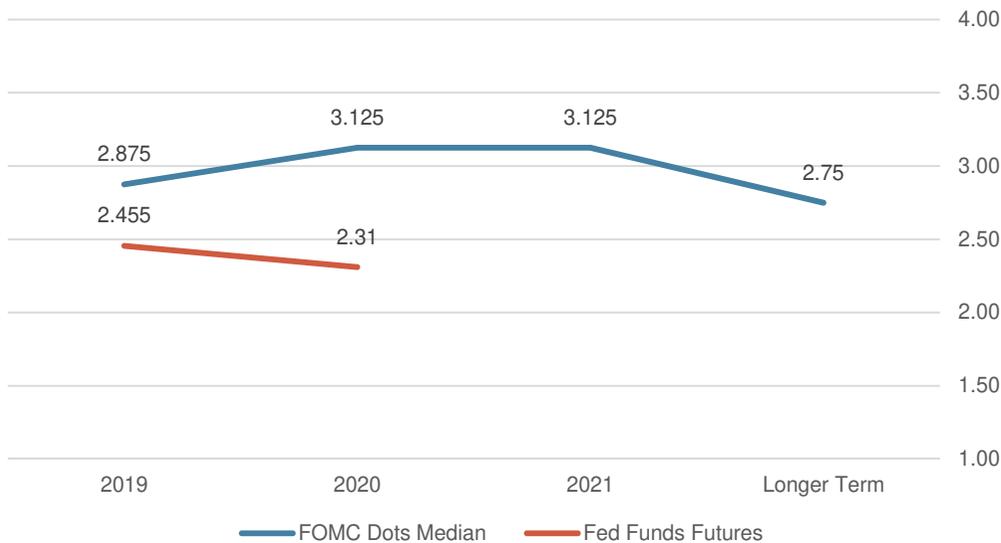
- Die Wahrscheinlichkeit, dass ein neues Referendum zustande kommt ist in den letzten Wochen stark gestiegen. Wir schätzen diese auf 40%.
- Die enormen Unsicherheiten bewirken, dass die Investitionen im Vereinigten Königreich zusammengestrichen werden. Die starke Unterbewertung des britischen Pfundes dürfte „Das Schlimmste verhindern“, da die preisliche Wettbewerbsfähigkeit hoch ist. Dies widerspiegelt sich auch darin, dass der Einkaufsmanagerindex von 51.1 auf 53.1 anstieg. Wir rechnen mit einem Realwachstum von rund 1.4%.
- Sollte wider Erwarten doch ein unkontrollierter Ausstieg aus dem Euroland erfolgen, wären die Folgen dramatisch. Gemäss einer Studie der Bank of England dürfte das Pfund bei einem «Hard Brexit» rund 25% an Wert verlieren.

Geldpolitik

Inflation, Nominal- und Realverzinsung 10-jähriger Staatsanleihen USA, in %



FOMC-Mitglieder, «Dots»



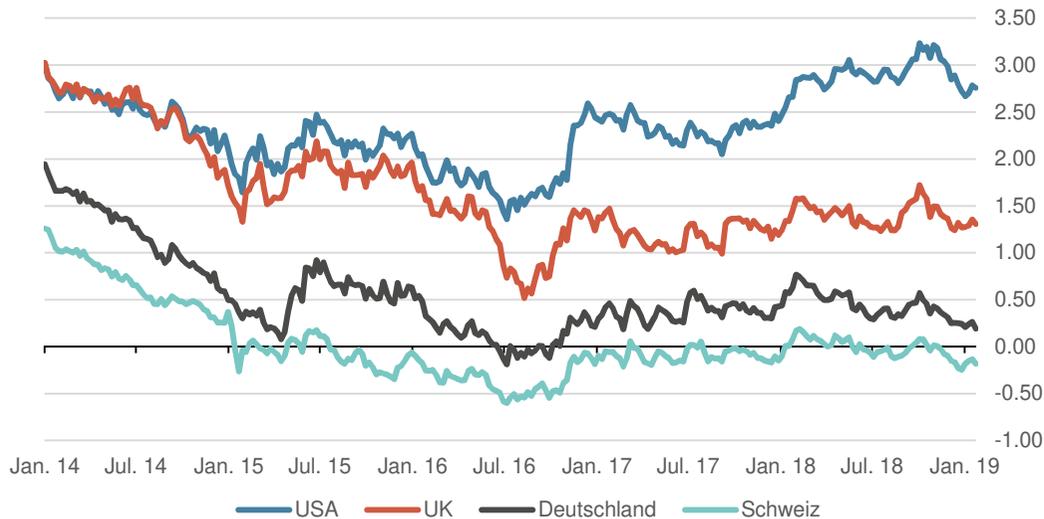
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Geldpolitische Normalisierungsversuche in 2019

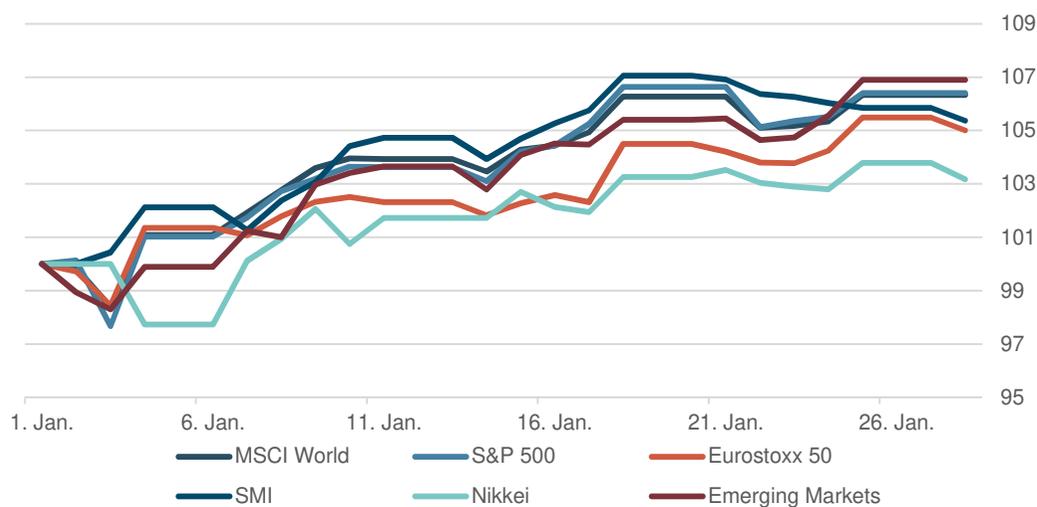
- Die Arbeitslosenquote in den USA verharrt bei 3.7%. Damit ist klar nicht nur eine Vollbeschäftigung sondern eine Überbeschäftigung erreicht. Die Lohnstückkosteninflation dürfte in den nächsten Quartalen ansteigen.
- Die letzten Bemerkungen des Fed-Präsidenten J. Powell deuteten dennoch tendenziell in Richtung einer etwas weniger stark restriktiven Geldpolitik. Powell hob erneut hervor, dass die zukünftige Geldpolitik sehr stark von den Wirtschaftsindikatoren abhängen wird. „Bedingungsloses Straffen der geldpolitischen Zügel ist out“. Wir rechnen nach dem Dezemberschritt noch mit höchstens 1-2 Zinserhöhungen.
- Die FED setzt den Abbau ihrer Bilanz unvermindert fort (USD 50 Mia. pro Monat) und begründet dies mit der sich weiterhin gut entwickelnden US-Wirtschaft, der Situation am US-Arbeitsmarkt sowie der allgemein etwas moderateren Preisentwicklung. Die zukünftige Geldpolitik wird aber weiter von der Entwicklung der Konjunktur abhängen.
- Die 1. Grafik oben zeigt, dass sich die Realverzinsung 10-jähriger US-Staatsanleihen sich nahe null befindet. Der Trend der Realverzinsung ist seit 1984 rückläufig. Es ist wahrscheinlich, dass die US-Wirtschaft derzeit nicht wesentlich höhere Realzinsen verkraften würde, ohne in eine Rezession zurück zu fallen. Anlass zur Sorge bereitet auch der Rückgang der Inflationsraten in den letzten Monaten. Ein Anstieg der Realzinsen ist nicht in Sicht.
- Die EZB hat Ende Jahr ihre Anleihen-Aufkaufprogramme beendet. Auslaufende Anleihen aus den Beständen der EZB werden jedoch weiterhin durch neue, vermutlich länger laufende Anleihen ersetzt.
- Die erste Zinserhöhung der EZB wird frühestens im Herbst 2019 erwartet. Aufgrund der spürbar schlechteren Konjunkturlage ist die Wahrscheinlichkeit, dass es tatsächlich zu einem ersten Zinsschritt kommen wird jedoch nicht besonders hoch.
- Die SNB wird die Leitzinsen erst erhöhen können, wenn die EZB bereits ihre Leitzinsen erhöht hat. Die BOE dürfte ihre Zinsen vermutlich erst im nächsten Jahr anheben, und auch nur dann, falls ein geordneter Brexit gelingen sollte.
- Generell werden geldpolitische Normalisierungsversuche 2019 leicht an Fahrt gewinnen, trotz der sich abzeichnenden Wirtschaftsabschwächung. Die Gefahr, dass die Zentralbanken mit nur spärlich aufgefüllten Munitionskammern gegen die nächste Rezession kämpfen müssen, ist hoch.

Anlageklassen – Anleihen / Aktien

10-jährige Staatsanleihen, wichtigste Regionen, 5 Jahre, Renditen in %



Aktienmärkte: Performance 2019, indiziert



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

US-Zinskurve als vorlaufender Indikator?

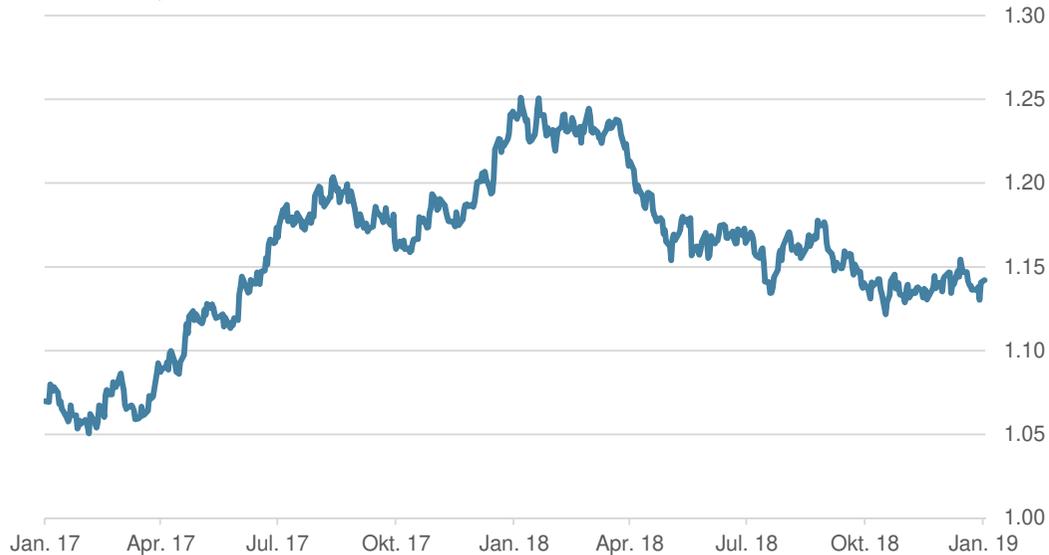
- Die US-Renditen verharren um 2.75%. Ein Grund ist wohl, dass die aktuelle Verunsicherung bezüglich des Wachstumspfad der US-Wirtschaft da und dort zu einem klassischen «risk-off» geführt hat, was den Treasuries weiterhin freundliche Kurse beschert. Der Rückgang der US-Inflationserwartungen hat zusätzliche Nachfrage nach Treasuries erzeugt.
- Die dadurch aktuell flache US-Zinskurve signalisiert möglicherweise das Folgende: Es erwartet uns kein Überschiessen der Inflation, die FED wird auf dem Zinserhöhungspfad behutsam weitergehen und dies wird zu einem «Soft Landing» der US-Wirtschaft führen. Aber der Markt gibt dadurch auch einem möglichen Szenario einer stärkeren Störung des Wachstums einen gewissen Ausdruck.
- Mittelfristig muss die Entwicklung der US-Zinskurve genau beobachtet werden. Nicht eine weitere Verflachung wäre das Problem, sondern eine steilere Kurve. Denn steigende Renditen am langen Ende würden möglicherweise das Unbehagen des Marktes mit der zunehmenden Verschuldung des US-Haushaltes zum Ausdruck bringen.

Eine Jahresperformance in 3 Wochen?

- An den globalen Aktienmärkten hat das Jahr 2018 zu grosser Ernüchterung geführt. Insbesondere die letzten 2 Wochen im Dezember hatten es in sich. In dieser Phase war teilweise Crash-artiges Verhalten der Märkte zu beobachten und kreditgehebelte Anleger wurden gezwungen, Positionen zu liquidieren. Dies kann allerdings nicht überraschen, sind doch die Volumina in dieser Zeit gering und der Markt ist noch fester in den Händen der «Algo-Trader» (systembasierte Handelsstrategien).
- Wer in dieser Phase nicht nervös wurde und seine Pferde im Zaum hielt, wurde im Januar reich belohnt. Die wichtigsten Märkte liegen seit Anfang Jahr zwischen 5% und 10% im Plus.
- Industrie- und Technologiewerte, die Prügelknaben im Dezember, führten die Rally an. Aber auch die anlaufende Berichterstattung der US-Unternehmen für das vergangene 4. Quartal wirkte sich bis dato mehrheitlich positiv aus: offensichtlich waren die Erwartungen im Vorfeld schon deutlich gestützt worden.
- Für das kommende Jahr bevorzugen wir aber insgesamt defensivere Strategien: Unser Fokus liegt auf dividendenstarken Unternehmen sowie auf einer defensiven Sektorallokation.

Anlageklassen – Währungen und andere Anlagen

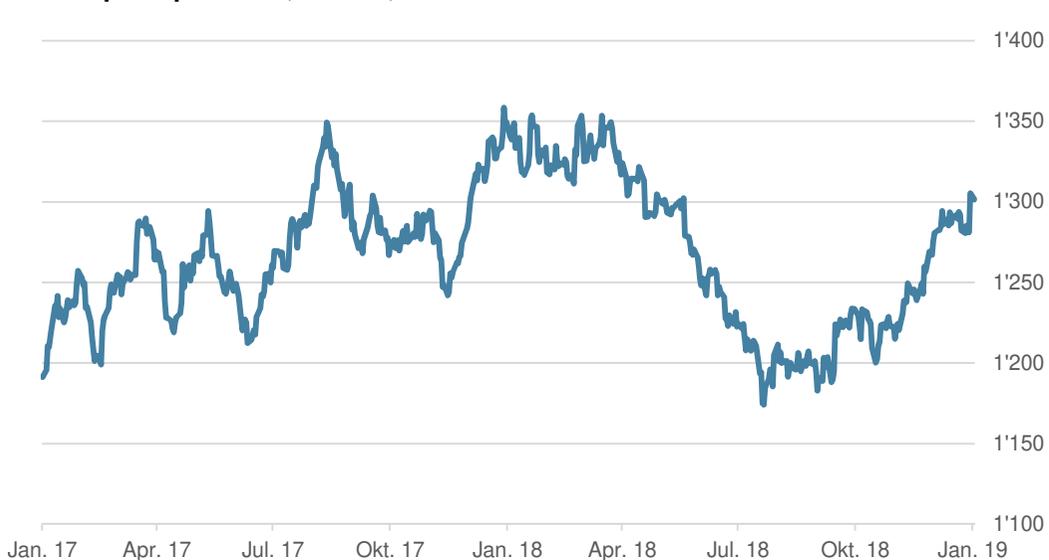
EUR/USD, 2 Jahre



Mehrheitlich ruhige Währungsmärkte

- Wir gehen davon aus, dass der USD weiterhin in relativ engen Bändern gegenüber den wichtigsten Währungen tendieren wird. Zwar ist die FED etwas weniger restriktiv auf ihrem Zinserhöhungspfad, aber andere Zentralbanken (EZB) geben sich ebenfalls «taubenhafter», was in der Summe zu wenig Veränderung im Währungsgefüge führt. Absicherungen der amerikanischen Währung machen aufgrund der grossen Kosten (Zinsdifferenz) und der geringen Volatilität in unseren Augen im Moment wenig Sinn.
- Grosse Volatilität ist dafür weiter im englischen Pfund zu beobachten. Dieses hat aufgrund der neuesten Entwicklungen zugelegt, denn ein «harter Brexit» scheint unwahrscheinlicher. Eine Verschiebung des Stichtages oder eine Entwicklung in Richtung eines zweiten Referendums könnten unseres Ermessens dem Pfund noch weiteren Auftrieb geben.
- EUR/CHF verbleibt um 1.13. Jedes Auftauchen von politischen Problemen in Europa führt tendenziell zu einem stärkeren CHF.

Goldpreis pro Unze, in USD, 2 Jahre



Gold wieder gesucht

- Nebst dem US-Dollar und den Realzinsen beeinflussen, wie auch in anderen Asset Klassen, psychologische Faktoren den Goldpreis. Im aktuell eher pessimistischen Umfeld ist die Nachfrage nach Gold deutlich gestiegen. Der «Angst»-Faktor ist ein wesentlicher Treiber des Goldpreises.
- Die jüngsten Aussagen der Fed, die Zinsen weniger oft als vorher erwartet zu erhöhen, gepaart mit dem Rückgang der Inflationserwartungen, wirkten unterstützend auf den Goldpreis. Sollte die Wirtschaft im nächsten Jahr weniger schnell wachsen und der US-Dollar schwächer werden, wäre dies ein ideales Umfeld für die «angstgetriebene» Nachfrage nach Gold.
- Die Entwicklung des Preises des Rohöls korrelierte im Dezember/Januar stark mit dem Geschehen an den Aktienmärkten. Auch hier waren Ende 2018 «Liquidationsverkäufe» zu beobachten. Nebst diesen technisch bedingten Kursbewegungen gilt es aber weiterhin, die geopolitische Lage zu beobachten. Im mittleren Osten könnte die Situation stets eskalieren und mit dem Ausbruch von starken Protesten in Venezuela ist Unruhe im Land mit den weltweit grössten Erdölreserven zu erwarten.

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. Diese Informationen und Ansichten begründen weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zur Tätigung 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.