

# AquilaMonitor

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

---

März 2019

**Inhalt:**

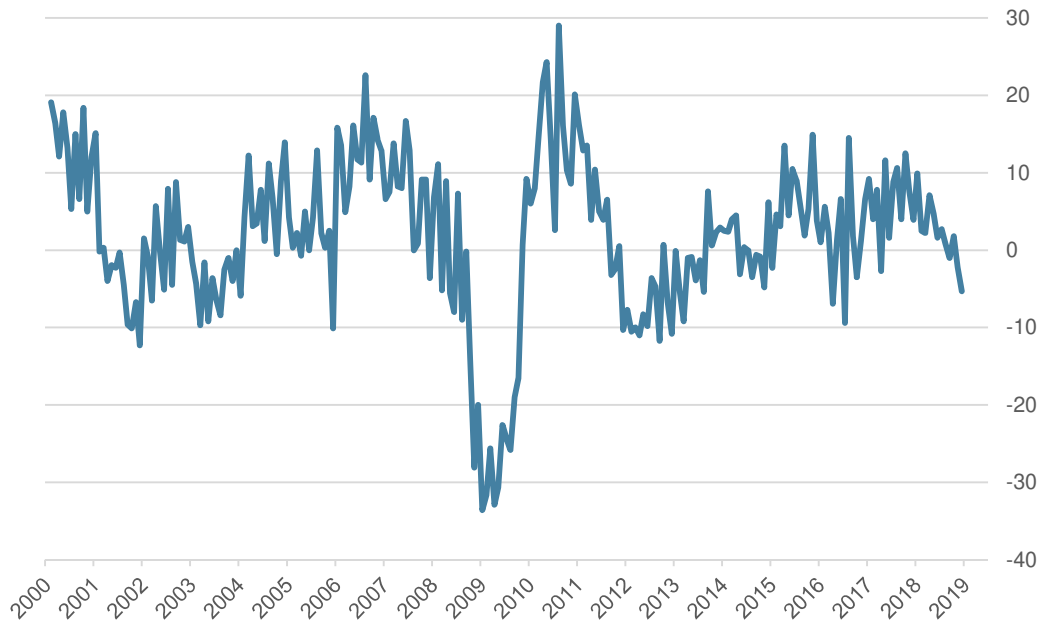
Executive Summary | Makroökonomische Beurteilung | Anlageklassen



# Executive Summary

- Die Weltwirtschaft verliert leicht an Schwung, wir erwarten für 2019 ein Wachstum von 3.1%.
  - Das Wachstum in den einzelnen Regionen erwarten wir wie folgt: USA: 2.2%, Euroland: 1.0-1.5%, China: 5.9%, Japan: 1.0%, Grossbritannien: 1.4%.
  - Teile des Eurolandes befinden sich derzeit bereits in der Rezession, unter anderem der verarbeitende Sektor in Italien.
  - Die FED hat die Märkte auf eine weniger restriktive Politik eingestimmt. Wir rechnen bis Ende 2019 mit maximal einer weiteren Zinserhöhung der FED.
  - Es ist fraglich, ob die EZB im Herbst 2019 den ersten Zinsschritt wagen wird.
- Die US-Renditen verharren um 2.65%, die US-Zinskurve ist weiterhin flach.
  - Die Kreditspreads von Unternehmensanleihen sind deutlich zurückgekommen.
  - 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.

## Auftragseingänge italienische Industrie seit 2000



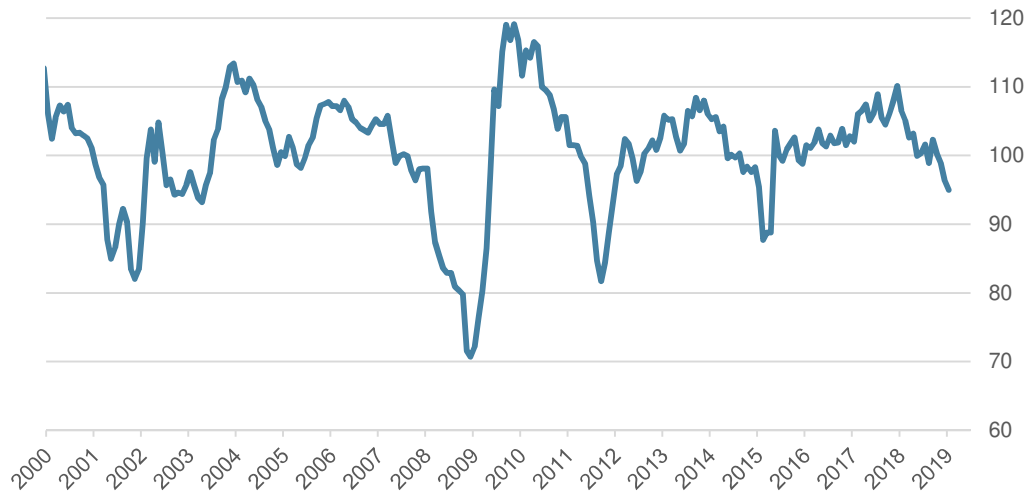
Quelle: Thomson Reuters, Datastream

## Schwachstellen der Weltwirtschaft: China und Italien

- Die chinesische Konjunktur ist systemrelevant für die Weltwirtschaft und die Finanzmärkte. Deshalb werden die Investoren alle paar Jahre von Ängsten erfasst, dass das chinesische Wachstum kollabieren, oder die chinesische Kreditblase platzen könnte.
- Gemäss jüngsten Daten hat sich die chinesische Regierung entschlossen, ihren Kampf gegen das unkontrollierte, exzessive Kreditwachstum im Schattenbankensektor vorerst auf Eis zu legen. Im Gegenteil, es gibt zaghafte Anzeichen, dass die Geldpolitik und die Kreditvergabepolitik wieder für die Wachstumspolitik eingesetzt werden. Dies geschieht vor dem Hintergrund der schwachen chinesischen Konjunkturindikatoren aber auch, um bei den Verhandlungen mit der Trump-Administration über Zölle und sonstige Handelsbeschränkungen keine zu schlechte Ausgangsposition zu haben.
- Die italienische Industrieproduktion liefert Anlass zur Sorge. Wie die Grafik links zeigt, hat sich der Auftragseingang stark verschlechtert. Gegenüber dem Vorjahr ging dieser um über 5% zurück.
- Die Wirtschaftsprognosen der italienischen Regierung sind zu optimistisch, die tatsächliche Defizitausweitung wird die prognostizierte deutlich übertreffen.

# Konjunktur

## Vorlaufindikator der KOF für die Schweiz



## Einkaufsmanagerindex für die Eurozone nähert sich kritischem Wert



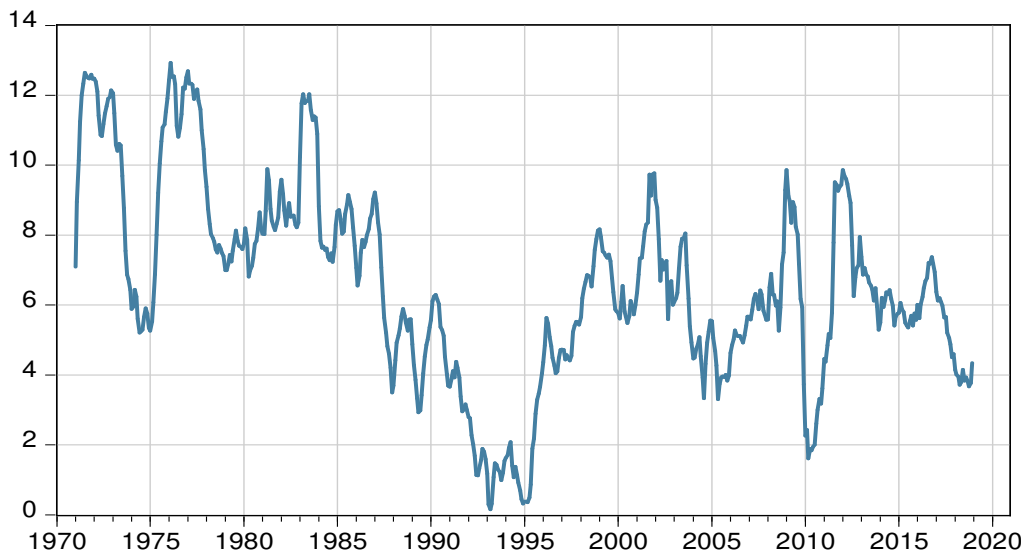
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

## Leicht abgekühltes globales Wachstum

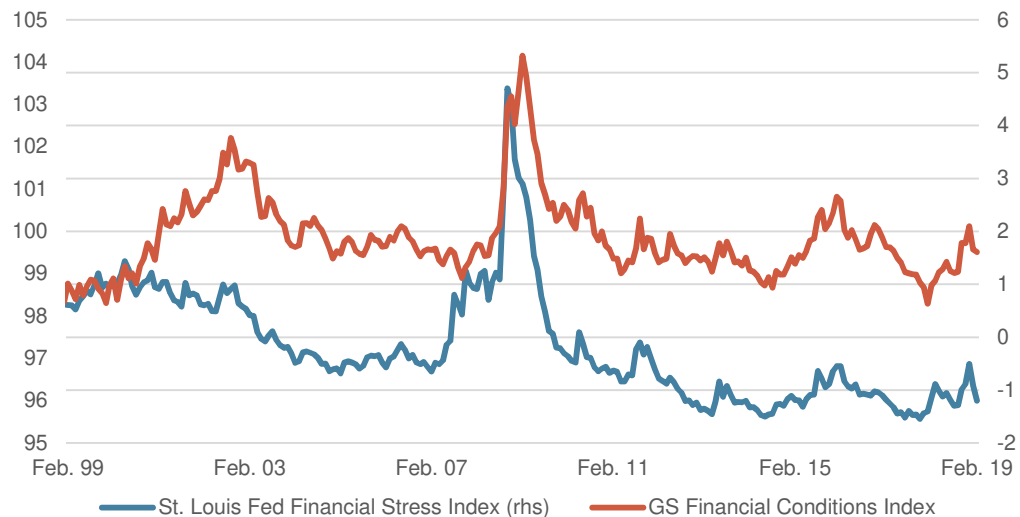
- Wir erwarten für 2019 ein Weltwirtschaftswachstum von 3.1%.
- Auch die Konjunktur in den USA dürfte sich im neuen Jahr merklich abkühlen, wir rechnen noch mit einem Wachstum von rund 2.2%. Der US-chinesische Handelskonflikt belastet. Der gegenwärtige Aufschwung wird bald als längster Aufschwung seit 1837 in die Geschichte eingehen.
- Der Präsidentenwahlkampf in den USA hat bereits begonnen. Trumps Kampf um die mexikanische Mauer hat zu einem 5 Wochen langen «Government Shutdown», dem längsten in der Geschichte, geführt. Die Wahlkampfrhetorik dürfte auch im Hinblick auf Zölle gegenüber «bösen Handelspartnern» und «die Sicherheit der USA gefährdenden Autoexporten» auf absehbare Zeit nicht nachlassen.
- Wir rechnen mit einer Wirtschaftsabschwächung in der Eurozone auf 1.0-1.5%. Teile des Eurolandes befinden sich bereits in der Rezession. Insbesondere die Konjunkturindikatoren aus Italien enttäuschten: die jüngsten Auftragseingänge brachen um 5.3% gegenüber dem Vorjahr ein.
- Die Konjunktur wird nicht nur durch die leicht verschlechterte makroökonomische Grosswetterlage beeinflusst. Zusätzlich und weiterhin belastend wirken die bekannten strukturellen Probleme: Brexit, die Gelbhemden, Italien, die Ukraine und die generelle Reformunwilligkeit grosser Teile des Eurolandes (einschliesslich Frankreichs).
- Die Schweiz kann sich der weltweiten Konjunkturverschlechterung nicht entziehen und ist durch die Probleme in Frankreich, Italien und Deutschland besonders betroffen.
- Die Wahrscheinlichkeit, dass ein neues Brexit-Referendum zustande kommt schätzen wir 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.
- Aufgrund der schlechten Konjunkturindikatoren und des belastenden Handelskrieges mit den USA legt China einstweilen eine Pause im Bereich der Finanzmarktreformen ein. Eine expansivere Fiskal- und Geldpolitik ist wahrscheinlich.

# Geldpolitik

## Jahreswachstumsrate M2 USA: keine Beschleunigung in Sicht



## Financial Conditions: erneute Entspannung



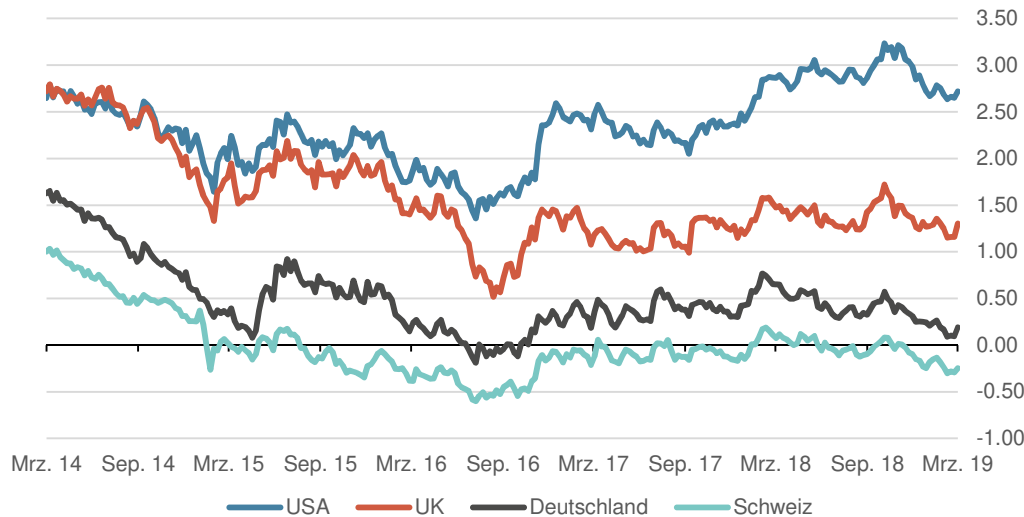
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

## Geldpolitische Normalisierungsversuche in 2019 verlieren an Schwung

- Wir glauben, dass in den USA noch eine Zinserhöhung stattfinden könnte. Die FED befindet sich zwar in der Hand der Finanzmärkte und auch die US-Konjunktur schwächt sich langsam ab. Der hervorragende Arbeitsmarkt in den USA dürfte dennoch genug Rechtfertigung für einen weiteren Zinsschritt liefern.
- Die Finanzmärkte sollten aber eine erneute «Kehrtwende der FED» nicht ausschliessen. Die starke Aktienmarkt rally von den Dezembertiefstständen in den USA macht den Weg frei für eine leicht restriktivere Geldpolitik. Die «Kapitulation von Jerome Powell» ist somit keine endgültige.
- 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 Grafik links oben zeigt, dass die Wachstumsrate des Geldmengenaggregates M2 in den USA bei rund 4% verharrt. Eine Beschleunigung und ein Inflationsproblem ist von dieser Seite her nicht in Sicht. Die Bilanzverkürzung der FED dürfte gegen Ende dieses Jahres beendet werden.
- Die EZB wird nicht in der Lage sein, im Verlaufe des Jahres die Zinsen zu erhöhen. Für diesen Schritt ist die Konjunktur im Euroland zu schwach, insbesondere in Italien. Ganz im Gegenteil, es wird bereits intensiv diskutiert, ob die EZB wieder langfristige Notkredite (TLTRO) an das europäische Bankensystem vergeben soll. Die EZB hat bereits bestätigt, dass der gegenwärtige Wirtschaftsabschwung stärker und breiter ist als ursprünglich erwartet.
- Die SNB wird die Leitzinsen erst erhöhen können, wenn die EZB bereits ihre Leitzinsen erhöht hat. Damit ist in diesem Jahr nicht mehr zu rechnen.
- Die BOE dürfte ihre Zinsen vermutlich erst im nächsten Jahr anheben, und auch nur dann, falls ein geordneter Brexit gelingen sollte.
- Die Gefahr ist hoch, dass die Zentralbanken mit nur spärlich aufgefüllten Munitionskammern gegen die nächste Rezession kämpfen müssen.
- In China halten wir eine expansivere Geldpolitik für wahrscheinlich. Auch im Euroland schliessen wir diese nicht mehr aus, falls sich der Abschwung in Italien beschleunigen sollte, oder die USA ihren Handelskrieg mit der Europäischen Union verschärfen würden.

# Anlageklassen – Anleihen / Aktien

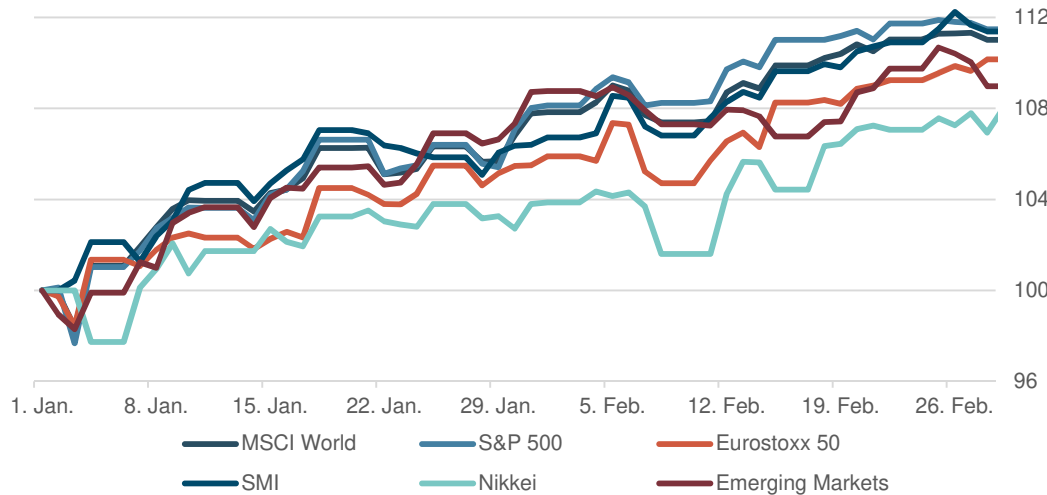
10-jährige Staatsanleihen, wichtigste Märkte, 5 Jahre, Renditen in %



## Ausgezeichnete Performance in Bondmärkten

- Die flache US-Zinskurve signalisiert das Folgende: Es erwartet uns kein Überschreiten der Inflation, die FED wird auf dem Zinserhöhungspfad behutsam weitergehen und es wird zu einem «Soft Landing» der US-Wirtschaft kommen. Diese Entwicklung hat zu tieferen Renditen bei allen 10jährigen Staatsanleihen geführt und hat somit überraschend positive Total Returns in der Anlageklasse Obligationen bewirkt.
- Bei den Unternehmensanleihen, insbesondere im Investment Grade Bereich, sind neben dem Renditerückgang zusätzlich auch die Kreditspreads seit Anfang des Jahres deutlich zurückgekommen. Auch hier kommt das Szenario «Vermeidung einer Rezession» deutlich zum Ausdruck und die Total Returns sind beachtlich.
- 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 könnten möglicherweise das Unbehagen des Marktes mit der zunehmenden Verschuldung des US-Haushaltes zum Ausdruck bringen.

Aktienmärkte: Performance 2019, indiziert



## Zuviel des Guten?

- Die ersten zwei Monate des Jahres 2019 liessen schnell die Schmerzen des vergangenen 4. Quartals vergessen. Die wichtigsten Märkte liegen seit Anfang Jahr zwischen 8% und 12% im Plus, und haben somit einen Grossteil der Verluste von 2018 wettgemacht.
- Rohstoff-, Industrie- und Technologiewerte, die Prügelknaben im Dezember, führten die Rally an, welche ausgelöst wurde von der kommunizierten Kehrtwende der FED bezüglich Geldpolitik und Abbau der FED-Bilanz. Auch die «Fortschritte» im Handelskonflikt scheinen das ihre dazu beigetragen zu haben.
- Die Berichterstattung der Unternehmen für das vergangene 4. Quartal wirkte sich ebenfalls mehrheitlich positiv aus, offensichtlich waren die Erwartungen im Vorfeld schon deutlich gestützt worden.
- Die Makrodaten und auch die Entwicklung des Gewinnwachstums bei den Unternehmen zeigen nach unten und deshalb scheint uns, dass die Börse kurzfristig etwas «die Orientierung verloren» haben könnte.

Quelle: Bloomberg Finance L.P.

# Anlageklassen – Währungen und andere Anlagen

EUR/USD, 2 Jahre



EUR/USD ohne grosse Schwankungen

- Es scheint, dass die Märkte für den Rest des Jahres alle Zinserhöhungen ausgepreist haben. Die Wahrscheinlichkeit für eine erneute Zinserhöhung ist eher gering. Die US-Renditekurve bleibt weiter flach. Deshalb verhält sich EUR/USD ruhig.
- Wir gehen davon aus, dass der USD generell weiterhin in relativ engen Bändern gegenüber den wichtigsten Währungen tendieren wird. Absicherungen der amerikanischen Währung machen deshalb aufgrund der grossen Kosten (Zinsdifferenz) und der geringen Volatilität in unseren Augen im Moment wenig Sinn.
- Volatilität ist weiter im Pfund zu beobachten. Dieses bewegt sich im Tandem mit der Wahrscheinlichkeit eines «harten Brexit». Eine Verschiebung des Stichtages oder eine Entwicklung in Richtung eines zweiten Referendums könnten unseres Ermessens dem Pfund weiteren Auftrieb geben.
- EUR/CHF verbleibt um 1.1350. Jedes Auftauchen von politischen Problemen in Europa führt tendenziell zu einem stärkeren CHF.

Goldpreis pro Unze, in USD, 2 Jahre



Gold vor dem Ausbruch?

- 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. Der daraus resultierende Rückgang der Realzinsen sowie die Abschwächung des USD halfen dem Goldpreis. Ein Überschreiten der Marke von USD 1350 könnte charttechnisch als Ausbruch nach oben aus einem Trendkanal interpretiert werden.
- Sollte die Weltwirtschaft im nächsten Jahr weniger schnell wachsen und der US-Dollar noch schwächer werden, wäre dies ein ideales Umfeld für die «angstgetriebene» Nachfrage nach Gold.
- Die Entwicklung des Rohölpreises korrelierte im Dezember/Januar stark mit dem Geschehen an den Aktienmärkten. Auch hier waren Ende 2018 «Liquidationsverkäufe» zu beobachten. Und ebenso wie bei den Aktien hat auch hier der Preis in 2019 deutlich angezogen.
- 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 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.