

AquilaMonitor

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

Mai 2019

Inhalt:

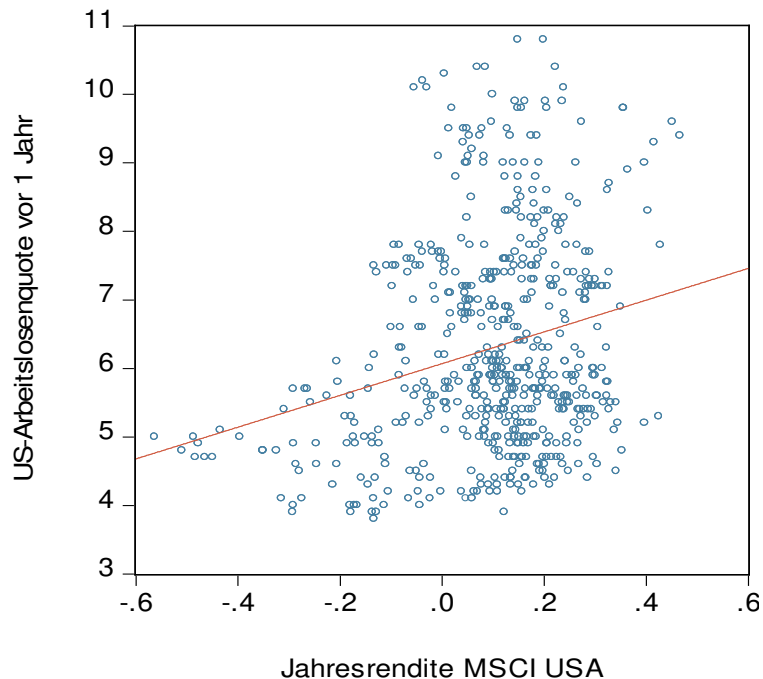
Executive Summary | Makroökonomische Beurteilung | Anlageklassen



Executive Summary

- Wir erwarten für 2019 ein Wachstum der Weltwirtschaft von 3.0%.
- Das Wachstum in den einzelnen Regionen erwarten wir wie folgt: USA: 2.2%, Euroland: 1.0%, Schweiz: 1.2%, China: 5.9%, Japan: 1.0%, Grossbritannien: 1.3%.
- Die Dienstleistungssektoren und die Bauwirtschaft wirken stabilisierend und können die Schwäche der verarbeitenden Sektoren ausgleichen.
- Wir halten es für möglich, dass die FED doch noch einmal in 2019 die Zinsen anheben wird.
- Die EZB und die SNB können ihre Leitzinsen frühestens im nächsten Jahr anheben.
- Sichere Währungen, allen voran der Schweizerfranken und der Yen, verloren an Terrain.
- Die Kombination von besseren Makrodaten sowie einer akkommodierenden Haltung der EZB wirken sich positiv aus.
- Der Konjunkturausblick tendiert zu einem weiteren Rückgang der Ausfallquoten und niedrigeren Kreditspreads.
- Ein weiterer Anstieg der Aktienmärkte bräuchte verbesserte Makrozahlen, mögliche Belebung des globalen Wachstums, entgegenkommende Zentralbanken sowie eine Abschwächung des US-Dollars.
- Gold leidet unter der tiefen Risikoaversion der Finanzmarktteilnehmer.

Jahresrenditen des MSCI USA Aktienindex und US Arbeitslosenquote



Quelle: Thomson Reuters, Datastream

Gefahr von Kurseinbrüchen bei hoher Arbeitslosenquote gering

- Grafik 1 zeigt auf der X-Achse die 12-Monatsrendite des MSCI-Index für die USA (log-Renditen) und auf der Y-Achse die Arbeitslosenquote vor 1 Jahr für Monatsdaten seit 1971.
- Die rote Linie zeigt eine Regressionsgerade an. Was fällt auf, ausser dass die Erklärungsgüte relativ schlecht ist?
 - Erstens: Es gibt einen schwachen Zusammenhang zwischen Arbeitslosenquoten und der Aktienrendite 1 Jahr später. Je höher vor 1 Jahr die Arbeitslosenquote war, desto höher waren im Durchschnitt die Renditen.
 - Zweitens: Bei sehr hohen Arbeitslosenquoten war das Risiko von grösseren Kurseinbrüchen tief. In der Grafik links oben finden sich keine Beobachtungen.
 - Drittens: Bei sehr tiefen Arbeitslosenquoten war das Risiko von Kurseinbrüchen hoch. Es gibt links unten in der Grafik einige Beobachtungen.
- Zusammenfassend lässt sich sagen, dass das Abwärtsrisiko bei sehr tiefen Arbeitslosenquoten höher und bei sehr hohen Arbeitslosenquoten tiefer ist. Ist die Arbeitslosenquote sehr tief, geht dies oftmals mit einem Ende eines wirtschaftlichen Booms einher. In Boom-Zeiten ist die Risikoaversion der Investoren eher tief, Aktien tendenziell teuer, die Baisse-Wahrscheinlichkeit hoch. In Krisenzeiten ist die Arbeitslosigkeit sehr hoch, viele Wirtschaftsakteure und Investoren sind verzweifelt, die Risikoaversion ist hoch und Aktien sind eher günstig bewertet. In solchen Zeiten können Aktien oftmals zu einem hohen Discount erworben werden, viele negative Nachrichten sind bereits eingepreist und das Baisse-Risiko ist dementsprechend tief.

Konjunktur

Vorlaufindikator der KOF für die Schweiz



Einkaufsmanagerindex für die Eurozone



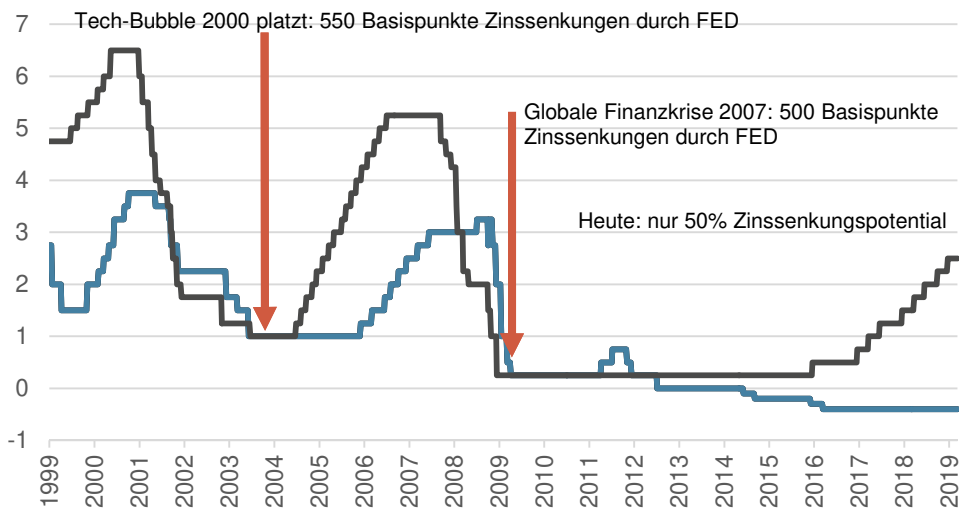
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Erste Anzeichen einer Wachstumsstabilisierung auf tiefem Niveau

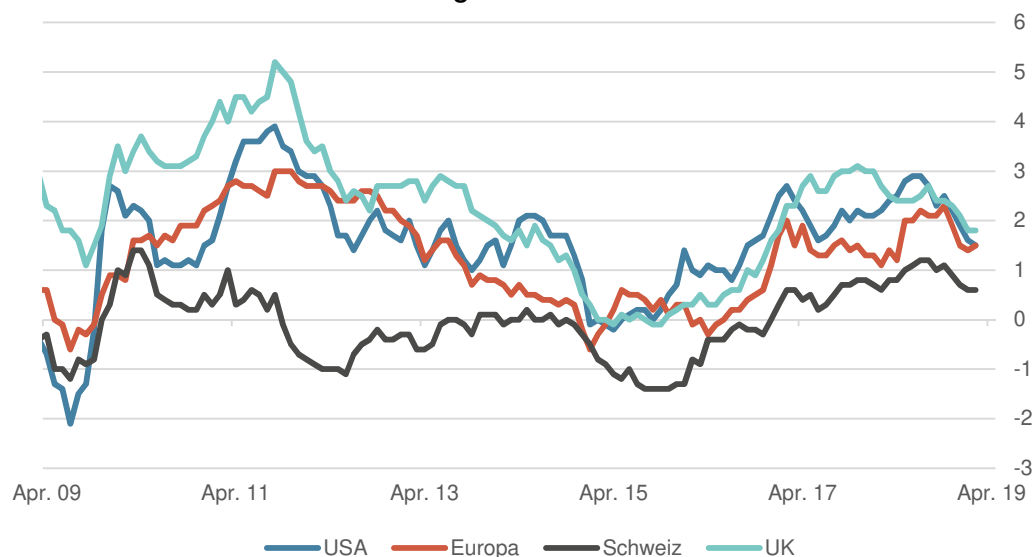
- Wir erwarten für 2019 ein Weltwirtschaftswachstum von 3.0%. Der IMF hat die globale Wachstumsprognose mit 3.3% auf den tiefsten Wert seit 2008 gesenkt.
- In den USA rechnen wir 2019 mit einem Wachstum von 2.2%. Die FED und die Administration Trump setzen alles daran, dass dem ungewöhnlich langen US-Wirtschaftsaufschwung noch nicht der Schnauf ausgeht. Der gegenwärtige Aufschwung wird als längster seit 1837 in die Wirtschaftsgeschichte eingehen.
- Aufgrund der lockeren Geldpolitik halten wir es für wahrscheinlich, dass das Wachstum im 2. Halbjahr leicht zulegen wird.
- Der US-Arbeitsmarkt befindet sich weiterhin in einer sehr guten Verfassung. Die Erstanträge fielen mit rund 196'000 erneut geringer als erwartet aus (210'000).
- Teile des Eurolandes, insbesondere industrielle Sektoren befinden sich noch in einer Minirezession, der IFO-Index für Deutschland fiel im April mit «nur» 99.2 enttäuschend aus. Auf der anderen Seite zeigen sich die Dienstleistungssektoren und die Bauwirtschaft weiterhin von der starken Seite. Die Bauwirtschaft in der EU konnte im Februar gegenüber dem Vorjahr um 5.2% zulegen. In Italien stabilisierten sich die Einzelhandelsumsätze. In Frankreich konnte mit einem Wachstum von 2.8% gegenüber dem Vorjahr eine markante Erholung der verarbeitenden Industrie erzielt werden. Zum ersten Mal seit rund 10 Jahren wird die Fiskalpolitik des Eurolandes leicht expansiv, getrieben durch die italienische Wirtschaftspolitik und das Einknicken Frankreichs als Reaktion auf die Proteste der Gelbhemden. Wir rechnen mit einem Wachstums des Eurolandes von 1.0%. Die Schweiz kann sich der weltweiten Abschwächung nicht entziehen. In der Schweiz herrschen wieder deflationäre Tendenzen.
- In China verbesserten sich die Handels- und Kreditdaten. Die lockerere Geld- und Kreditpolitik hat die Wirtschaft stabilisiert und zu einer markanten Aktienrally geführt. Langfristig sind die Stimuli bedenklich, da die Bruttoverschuldung aufgrund der Stimuli schneller als die Wirtschaftsleistung ansteigt.
- Im Vereinigten Königreich zeigt sich einmal mehr, dass das Pfund sehr günstig bewertet ist, und die preisliche Wettbewerbsfähigkeit hoch ist: die Produktion des verarbeitenden Gewerbes stieg gegenüber dem Vorjahr um immerhin 0.6%, statt wie erwartet um 0.6% zu sinken. Die Verhandlungen im britischen Parlament werden immer verwirrender. Durch die ständigen Verschiebungen findet eine Impfung der Finanzmärkte statt, die eine weitgehende Immunisierung im Falle eines harten Brexits bewirken dürfte. Durch die anhaltende Unsicherheit werden zunehmend Investitionen zusammen gestrichen. Wir halten einen harten Brexit für unwahrscheinlich.

Geldpolitik

Leitzinsen der FED und der EZB seit 1999



Inflationsraten weltweit rückläufig



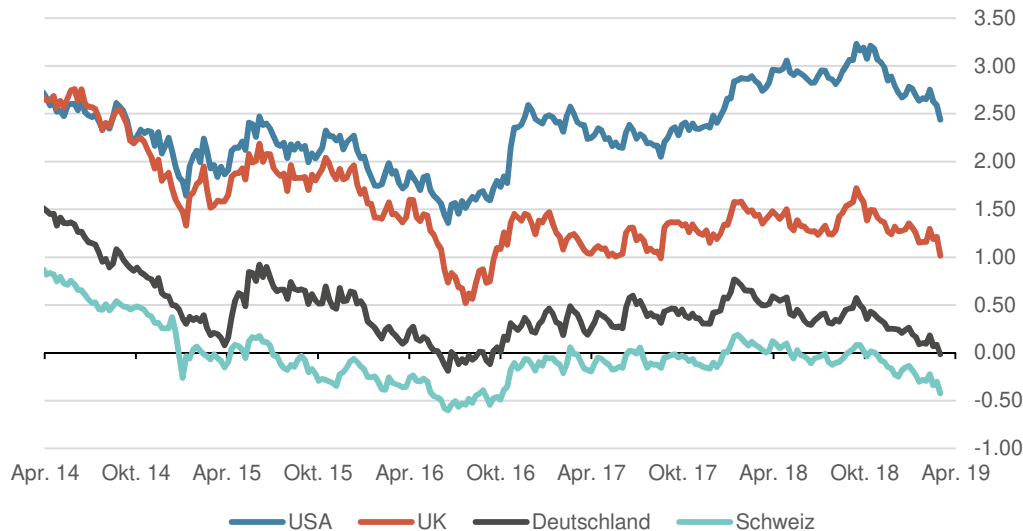
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Geldpolitische Normalisierungsversuche vorerst gestoppt

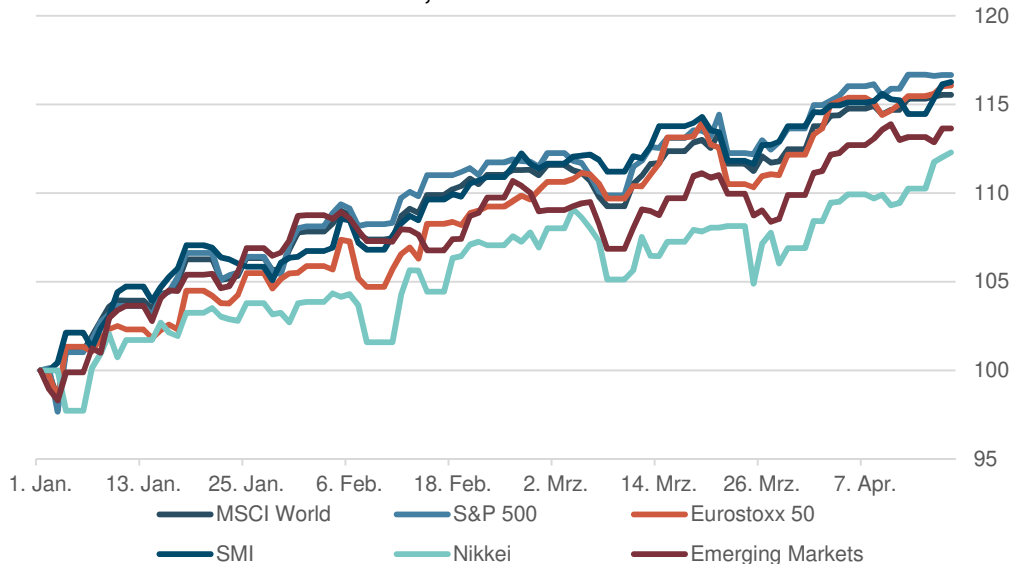
- Aufgrund des Tiefzinsumfeldes sind die traditionellen, geldpolitischen Mittel zur Bekämpfung einer nächsten Rezession beschränkt. Somit steigt die Wahrscheinlichkeit, dass bei der nächsten Wirtschaftskrise die Zentralbanken den Kauf von Aktien in Betracht ziehen werden. Nur die FED hat sich Zinssenkungspotential geschaffen. Im Vergleich zur Vergangenheit ist dieses jedoch nur halb so gross (siehe Grafik links).
- Wir schliessen eine erneute Kehrtwende der FED nicht aus und halten eine weitere Zinserhöhung in den USA für möglich, falls sich das Wachstum bald stabilisiert und ein für beide Seiten «gutes» Handelsabkommen zwischen den USA und China abgeschlossen werden sollte und die Finanzmärkte weiter «boomen».
- Die FED dürfte während des Präsidentenwahlkampfes weiter unter verbalem Druck des US-Präsidenten stehen. Die FED ist jedoch schon lange nicht mehr unabhängig. Die grösste Abhängigkeit dürfte jedoch nicht gegenüber der Exekutive, sondern gegenüber den Finanzmärkten bestehen.
- Die EZB muss weiterhin das kränkelnde europäische Bankensystem unterstützen. Wir halten frühestens im nächsten Jahr eine Zinserhöhung für möglich. Langfristig ist zu befürchten, dass die EZB ihre Bilanz nicht nur durch den Kauf von Anleihen, sondern auch durch den Kauf von Aktien ausweiten wird. Diese Massnahme wird bereits aktiv diskutiert und z.B. von der BOJ seit Jahren praktiziert.
- Die BOE kann eine Zinserhöhung erst ins Auge fassen, wenn die Brexit-Unsicherheiten beseitigt sind.
- Die chinesische Zentralbank wird weiterhin versuchen, in einer Art «Stop and Go Politik», die Balance zwischen angemessenem Wirtschaftswachstum und Kampf gegen Schuldenblasen zu finden. Um eine gute Ausgangsbasis gegenüber den USA in den Verhandlungen über ein Freihandelsabkommen zu haben, stand in der jüngsten Vergangenheit die Stimulierung der Wirtschaft im Vordergrund. Sollte ein Handelsabkommen zustande kommen, dürfte der Kampf gegen Schuldenblasen wieder an Bedeutung gewinnen.

Anlageklassen – Anleihen / Aktien

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



Aktienmärkte: Performance 2019, indexiert



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Schützt die FED die Märkte?

- Der Kurswechsel der FED kann als Schutzmechanismus der Märkte angesehen werden und ist ein Grund für die Performance im ersten Quartal 2019. Der Konjunkturausblick tendiert zu einem weiteren Rückgang der Ausfallquoten und niedrigeren Kreditspreads. Allerdings ist hier der weitere Aufwärtstrend begrenzt.
- Ebenfalls wurden die Zinserwartungen erheblich zurückgenommen, dies beflügelte unter anderem riskantere Anleihen im Q1 2019. Allerdings bleibt die Komponente möglicher Zinsanstiege ein Restrisiko. Die Sensitivität der Bondpreise zum Verhalten der Zinskurve ist angestiegen.
- In Europa hat sich die Lage etwas stabilisiert: Die Renditen des 10-jährigen Deutschen Bunds haben sich um die 0% eingependelt. Die Kombination von besseren Makrodaten sowie einer akkommodierenden Haltung der EZB wirken sich positiver aus als in der Vergangenheit. Dennoch werden in der Zukunft höhere Yields erwartet, da das Ende des EZB Bondkauf-Programmes bevorsteht. Auch werden langsam steigende Inflationserwartungen gepaart mit möglichen Zinserhöhungen in der näheren Zukunft zunehmend zum Gesprächsthema.

Bleibt das Momentum bestehen?

- Nach einem Anstieg von mehr als 15% im laufenden Jahr notieren globale Aktien auf den Höchstständen vom Vorjahr.
- Allerdings ist die enorme Kurskorrektur der ersten Monate etwas verblasst. Ein weiterer Anstieg der Aktienmärkte bräuhete verbesserte Makrozahlen, welche die Gewinnerwartungen der Unternehmen erhöhen würde. Dies ist bis dato noch nicht eingetroffen.
- Weitere positive Einflüsse stellen sich mit einer möglichen Belebung des globalen Wachstums, den entgegenkommenden Zentralbanken sowie der für das zweite Halbjahr erwarteten Abschwächung des US-Dollars dar.
- Bei den Schwellenländern hat man gesehen, dass die Lockerungszyklen in China für einen enormen Rebound verantwortlich waren. China hat dadurch auch deutlich besser abgeschnitten als die Aktien anderer Schwellenländer. Ergänzend kam hinzu, dass sich die Handelsgespräche mit den USA deutlich verbessert haben.
- Überraschend enttäuschen die Kurse japanischer Aktien im globalen Vergleich. Japan ist, wie Europa, stark vom globalen Zyklus abhängig. Obwohl sich dieser etwas verbessert hat und Europa dies schon widerspiegelt, hinkt Japan deutlich zurück. Hier entsteht somit eine Möglichkeit, da sich die Aktienmärkte in Europa und Amerika im Vergleich zu Japan als teuer darstellen.

Anlageklassen – Währungen und andere Anlagen

EUR/USD, 2 Jahre



Goldpreis pro Unze, in USD, 2 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

EUR/CHF auf Jahreshoch

- Safe-Haven Währungen, allen voran der CHF und der JPY, verloren deutlich an Terrain. Markant schwach zeigte sich der Franken auch gegenüber dem Euro, wo erstmals seit Herbst 2018 Kurse von über 1.15 erreicht wurden. Der CHF verlor mit 2.5% Kursrückgang gegenüber dem Euro so schnell an Wert, wie zuletzt Mitte 2017. Dies entlastet die SNB für den Moment.
- Der EUR wird momentan nebst der Risikofreude der Anleger auch von den positiven Signalen der Handelsgespräche zwischen China und USA gestützt. Die Währung hat sich jedoch in den letzten Tagen wieder abgeschwächt. Grund dafür könnte der Regierungstreit in Italien bzw. die Unsicherheiten bezüglich anstehenden Europawahlen sein.
- Den USD sehen wir gegenüber den Hauptwährungen weiterhin seitwärts tendierend. Diesen abzusichern ist aufgrund der Zinsdifferenz nach wie vor kostspielig.

Gold unter Druck

- Aufgrund der «boomenden» Stimmung an den Finanzmärkten hat das Gold sein Jahrestiefst erreicht. Die momentan sehr tiefe Risikoaversion der Anleger und ein weiterhin starker USD drücken den Goldpreis nach unten. Zudem verzeichneten die Renditen von Anleihen jüngst wieder einen leichten Anstieg was sich ebenfalls negativ auswirkte.
- Wir bleiben weiterhin als Absicherung gegen mögliche politische Eskalationen sowie steigende Volatilität an den Finanzmärkten in Gold engagiert. Sollte sich der USD abschwächen und die Realzinsen sinken, wäre dies das ideale Umfeld für Gold.
- Die anhaltenden Produktionskürzungen der OPEC und OPEC+ Staaten führten zu einer Verringerung des Ölangebotes und liessen die Preise weiter steigen. Auch die Ankündigung der USA, ihre Sanktionen gegen die iranischen Ölexporte nun auf alle Länder auszuweiten (per 2.Mai 2019), befeuerten die Preise des schwarzen Goldes.
- Nebst diesen 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.

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.