

AquilaMonitor

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

Juni 2019

Inhalt:

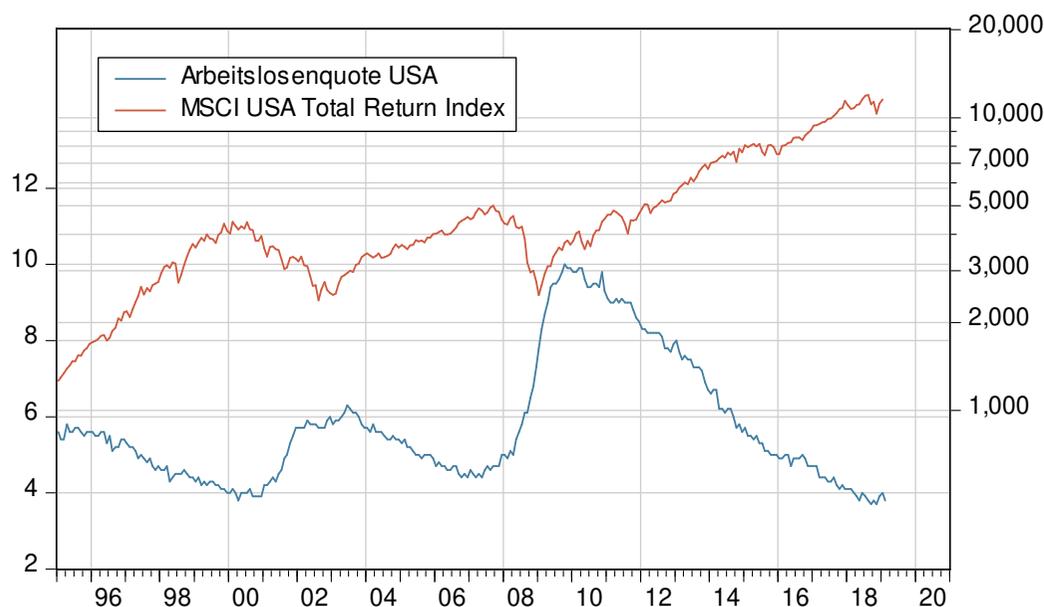
Executive Summary | Makroökonomische Beurteilung | Anlageklassen



Executive Summary

- Wir erwarten für 2019 ein Wachstum der Weltwirtschaft von 3.0%.
- In den Regionen erwarten wir das Wachstum wie folgt: USA: 2.2%, Euroland: 1.0%, Schweiz: 1.2%, China: 5.9%, Japan: 1.0%, Grossbritannien: 1.3%.
- Der chinesisch-amerikanische Handelskrieg hat sich weiter verschärft.
- Die Wahrscheinlichkeit eines harten Brexit hat wieder zugenommen.
- Eine weitere Zinserhöhung der FED dieses Jahr ist unwahrscheinlich geworden. Auch eine Zinserhöhung der europäischen und schweizerischen Zentralbank sehen wir erst 2020 als wahrscheinlich.
- Die kerneuropäischen Renditen sind wieder negativ, die US-Zinskurve bleibt flach.
- Die Kreditspreads signalisieren keine grosse Wachstumsabschwächung.
- Der USD wird weiterhin seitwärts tendieren.
- Gold tendiert wieder schwächer aufgrund sinkender Inflationserwartungen.

Arbeitslosenquote USA (linke Skala, linear) und MSCI USA Total Return Index (logarithmische, Skala) rechts seit 1995



Quelle: Thomson Reuters, Datastream

Gefahr von Kurseinbrüchen bei hoher Arbeitslosenquote gering

- Die Arbeitslosenquote und der MSCI USA Total Return Index entwickelten sich insbesondere seit 1995 gegenläufig (siehe Grafik links).
- Wäre man immer zum (lokalen) Tiefpunkt der Arbeitslosenquote aus Aktien ausgestiegen und wäre man zum Zeitpunkt (lokal) maximaler Arbeitslosigkeit eingestiegen, dann hätte man eine signifikante Outperformance erzielt.
- Wie kann man wissen, ob ein lokales Minimum oder Maximum der Arbeitslosenquote erreicht wurde? Im Regelfall weiss man dies erst einige Monate oder Quartale später.
- Wir haben untersucht, welche Outperformance man gegenüber dem MSCI USA Total Return Index erzielt hätte, wenn man in Aktien 20% übergewichtet (untergewichtet) gewesen wäre, falls die Arbeitslosenquote im letzten Monat gegenüber dem Vorjahreswert gesunken ist und im Durchschnitt 100% in Aktien investiert gewesen wäre.
- Man hätte eine arithmetische Outperformance seit 1971 pro Jahr von 56 Basispunkten bei einem Information Ratio von 18.4% erzielt. Die US-Arbeitslosenquote ist mit 3.6% so tief wie seit rund 50 Jahren nicht mehr.
- Es wird immer schwieriger, die Restarbeitslosigkeit auch noch abzubauen, da die produktiven Kandidaten vermutlich bereits alle «vermittelt» sind und die verbleibenden Problemkandidaten nur schwer an den Mann zu bringen sein dürften. Vermutlich herrscht in den USA Überbeschäftigung.

Konjunktur

Vorlaufindikator der KOF für die Schweiz



Einkaufsmanagerindex für die Eurozone



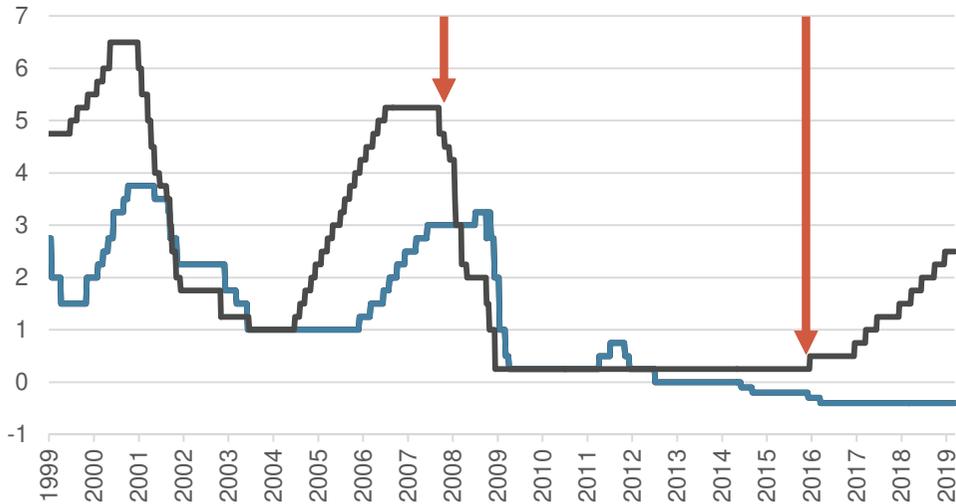
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Erste Anzeichen einer Wachstumsstabilisierung auf tieferem Niveau

- Wir erwarten für 2019 ein Weltwirtschaftswachstum von 3.0%.
- Die US-Wirtschaft wuchs im 1. Quartal um 3.2%. Wir rechnen für das Gesamtjahr 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 US-Arbeitsmarkt befindet sich weiterhin sehr guter Verfassung. Die offizielle Arbeitslosenquote befindet sich mit 3.6% (April) auf dem tiefsten Stand seit rund 50 Jahren.
- Der chinesisch-amerikanische Handelskonflikt hat sich weiter zugespitzt. Die USA erhöhten Zölle auf Importe aus China im Wert von 200 Milliarden US-Dollar von bisher 10% auf neu 25%. Der US-Handelsbeauftragte Lighthizer wurde damit beauftragt, Zölle in der Höhe von 25% auf weitere Waren im Wert von rund 330 Milliarden US-Dollar vorzubereiten. Der chinesische Telecomgigant Huawei darf in Zukunft praktisch keine Geschäfte mehr mit US-Firmen tätigen, da die Amerikaner (und die Australier) befürchten, dass die G5-Infrastruktur und die Software von Huawei chinesischer Spionage dienen könnten und im Falle eines «Cyberwarfare» sich als «Trojanisches Pferd» erweisen könnten. Wir halten eine zügige und befriedigende Lösung des chinesisch-amerikanischen Handelskonfliktes für unwahrscheinlich. Der Zeitpunkt für einen Handelskrieg ist aus US-Sicht sehr günstig, da die Wirtschaft boomt, während China das schwächste Wachstum seit Jahrzehnten verzeichnet. Mehr als 4% des Bruttoinlandproduktes Chinas dürften auf den Handel mit den USA zurückzuführen sein.
- Um keinen «Zweifrontenhandelskrieg» zu führen hat die US-Regierung am 18. Mai verkündet, für weitere 180 Tage auf Strafzölle gegenüber europäischen Autoimporten zu verzichten. Gleichzeitig wurden Zölle auf kanadische und mexikanische Importe abgebaut.
- Im Vereinigten Königreich zeichnet sich das Ende von Theresa May ab. Wir glauben nicht, dass es ihr gelingen wird, ein Austrittsabkommen durch das Parlament zu bringen. Wir halten einen harten Brexit zwar immer noch für unwahrscheinlich, die Risiken sind jedoch deutlich gestiegen. Die Finanzmärkte zeigen zunehmend Ängste vor einem zukünftigen Labour-Sieg unter dem weit links stehenden Parteivorsitzenden Jeremy Corbyn. Diese Ängste sind nicht unberechtigt und trugen zu einem markanten Verfall des britischen Pfundes bei.

Geldpolitik

Leitzinsen der FED und der EZB seit 1999



Inflationsraten weltweit, 10 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Geldpolitische Normalisierungsversuche vorerst gestoppt

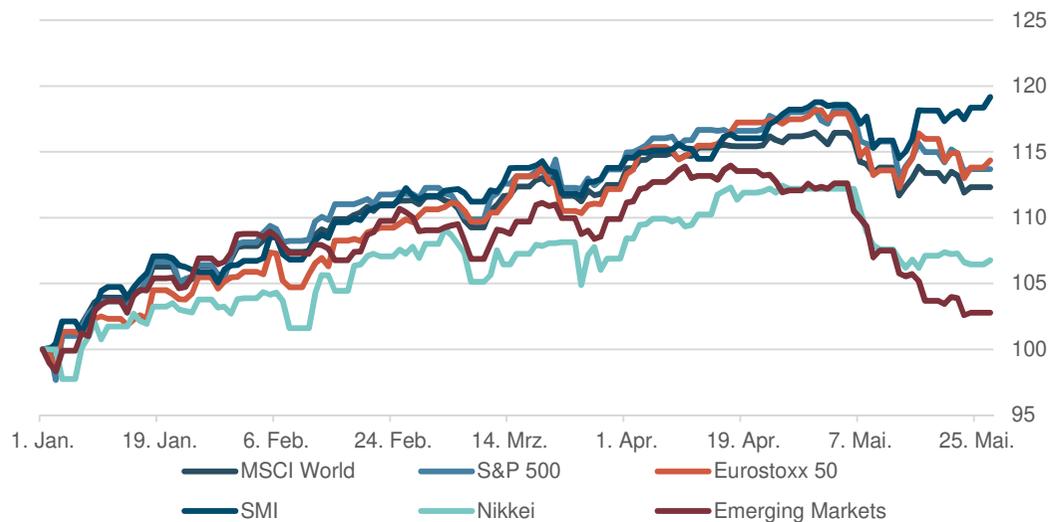
- Die Wirkungsverzögerung der Geldpolitik dürfte ein Grund für die Abschwächung des US-Wirtschaftswachstums trotz expansiver Fiskalpolitik sein. Ökonometrische Modelle haben Schwierigkeiten, den Einfluss der seit Dezember 2015 begonnenen Zinserhöhungen zu quantifizieren. Der Hauptgrund hierfür liegt darin, dass der Zinssenkungszyklus, der im September 2007 startete, der mit Abstand aggressivste und längste der US-Geschichte darstellt und eine ganze Generation von Unternehmern, Investoren und Finanzanalysten bis zum Dezember 2015 nur Zinssenkungen und aussergewöhnlich tiefe Zinsen kannten. Es ist wahrscheinlich, dass die volle Bremskraft der vergangenen Zinserhöhungen der FED die US-Wirtschaft noch nicht erreicht hat, weshalb eine nachhaltige Erholung der US-Vorlaufindikatoren frühestens im Spätsommer stattfinden dürfte.
- Mit der markanten Verschärfung des Handelskrieges sind weitere Zinserhöhungen der FED auf absehbare Zeit unwahrscheinlich geworden, selbst vor dem Hintergrund der rekordtiefen Arbeitslosenquote.
- Die FED dürfte während des Präsidentenwahlkampfes weiter unter verbalem Druck des US-Präsidenten stehen und ist schon lange nicht mehr unabhängig. Die grösste Abhängigkeit dürfte jedoch nicht gegenüber der Exekutive, sondern gegenüber den Finanzmärkten bestehen.
- Die Amtszeit von EZB-Chef Draghi endet im Oktober 2019. Die Wahl seines Nachfolgers wird unter anderem Abhängig vom Ausgang der Europaparlamentswahlen sein bzw. welches Land den Parlamentsvorsitzenden stellt. 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 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. Mit der Verschärfung des Handelskrieges tritt der Kampf gegen Schuldenblasen in den Hintergrund.

Anlageklassen – Anleihen / Aktien

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



Aktienmärkte: Performance 2019, indiziert



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Renditen nahe der Jahrestiefststände

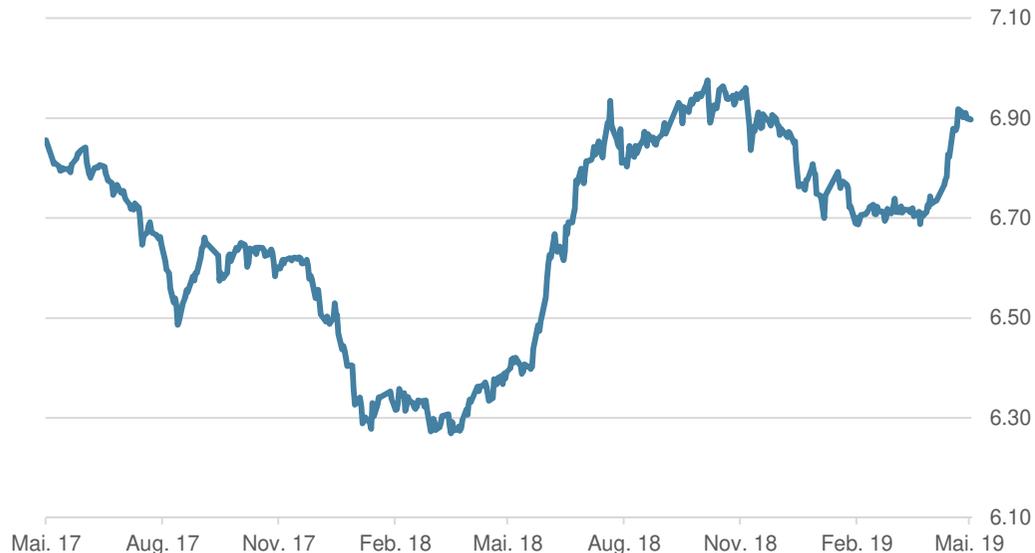
- Der Rückgang der Renditen seit Jahresbeginn hat sich fortgesetzt, wenn auch in etwas vermindertem Tempo. In den kerneuropäischen Märkten liegen die Renditen wieder deutlich im negativen Bereich, was den Anlagenotstand erneut verschärft hat.
- Die vielerorts nachlassenden Makrozahlen werden als Begründung herbeigezogen. In Europa rechnen gewisse Analysten bereits mit einer Wiederaufnahme von Kaufprogrammen seitens der EZB, was die Kurse der Anleihen zusätzlich beflügeln würde.
- In den USA rechnen wir aufgrund der zurückhaltenden Notenbank sowie ausbleibender Inflationssteigerung mit einer weiterhin flachen Zinskurve. Die Renditen für 10-jährige Treasuries tragen mit Niveaus um 2.4% dieser Realität bereits Rechnung.
- Bei den Kreditspreads befinden wir uns sowohl im High Yield wie auch Investment Grade Segment auf tiefen Niveaus. Beide Anlageklassen sind aufgrund dieser Konstellation nicht sonderlich attraktiv und anfällig falls die positive Anlegerstimmung kippen sollte.

Aktienmärkte (bis jetzt) nur leicht verunsichert

- Die wichtigsten Aktienmärkte befinden sich mit Performances um die 14% weiterhin deutlich im positiven Bereich. Allerdings gibt es zwei Ausnahmen: der japanische Aktienmarkt und die Schwellenländer haben seit der Eskalation im Handelskonflikt deutlich an Terrain verloren. Dabei sticht vor allem die Geschwindigkeit des Rückgangs ins Auge. Der DAX wiederum ist trotz seiner starken Exportorientierung bei den Spitzenreitern dabei.
- Für den Moment gehen wir davon aus, dass das Hickhack im Handelskonflikt die Märkte weiterhin belasten wird. Die hohe Aktivität von Präsident Trump auf Twitter trägt zu mehr Klarheit sicherlich auch nicht bei. Für einen erneuten Anstieg der Aktienmärkte bräuchte es wieder verbesserte Makrozahlen sowie eine Stabilisierung bei den Vorhersagen für die Gewinnerwartungen der Unternehmen. Dies ist beides bis dato noch nicht eingetroffen.
- Die Stimmungsindikatoren sind wieder auf neutrales Niveau zurückgegangen und implizieren somit kein überbordendes Absturzpotential. Ebenso fällt auf, dass sich die Volatilitäten in den wichtigsten Märkten (USA & Europa) zur Zeit trotz allem auf recht tiefem Niveau bewegen und weit von Krisenszenarien entfernt sind. Da aber die Märkte sehr stark von computergesteuerten Tradingprogrammen dominiert sind, ist nebst alledem auch auf die charttechnischen Marken in den Märkten zu achten

Anlageklassen – Währungen und andere Anlagen

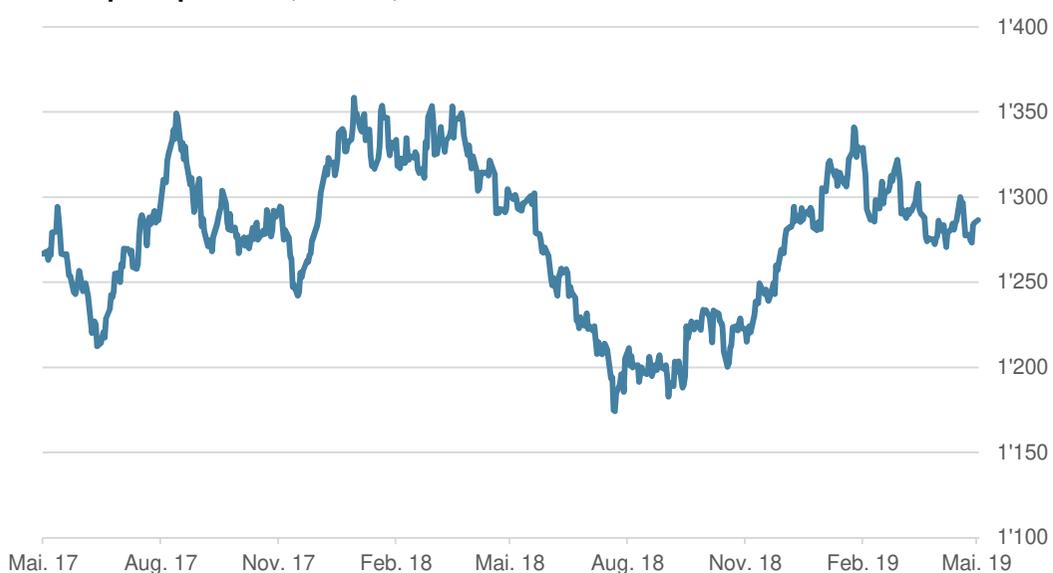
USD/CNY, 2 Jahre



Der chinesische Yuan als Waffe im Handelskrieg?

- Seit der Eskalation im Handelskonflikt mit der Androhung von neuen Zöllen durch die USA hat sich der Kurs des chinesischen Yuan um etwa 3.5% gegenüber dem USD abgewertet. Da die Kursbildung nicht im Devisenmarkt erfolgt, sondern von der Zentralbank in einem täglichen Fixing festgelegt wird, liegt die Vermutung nahe, dass auf diesem Weg «Vergeltung» geübt wird.
- Diese Stärke des USD macht sich teilweise auch gegenüber den anderen Währungen bemerkbar, aber mit Ausnahme des Yen, welcher als Safe-Haven Währung gilt und in der jetzigen Phase zunehmender Nervosität gesucht wird. Wir gehen aber im Grossen und Ganzen weiterhin von einem seitwärts tendierenden USD aus.
- EUR/CHF ist in dieser Konstellation ebenfalls leicht unter Druck geraten, dazu kommt noch die erneute Verschärfung im Thema «Brexit», wo die Wahrscheinlichkeit eines harten Brexit wieder angestiegen ist. Wir empfehlen den Euro-Anteil im Portfolio im Auge zu behalten, da jedes Auftauchen von politischen Problemen in Europa zu einem tendenziell stärkeren CHF führt.

Goldpreis pro Unze, in USD, 2 Jahre



Gold etwas schwächer

- Der Preis für die Unze Gold ist wieder etwas unter Druck geraten. Der etwas festere USD sowie jüngst wieder deutlich rückläufige Inflationserwartungen belasten den Goldpreis.
- 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.
- Falls sich die Fachkreise diskutierte «Modern Monetary Theory», gemäss welcher Zentralbanken unlimitiert Geld drucken sollten, in der Realität etablieren könnte, wäre wohl mit einem riesigen Inflationsschub zu rechnen.
- Die Preise der meisten Rohstoffe sind in den letzten Wochen im Einklang mit den Schwellenländer Aktien zurückgekommen. Eine Ausnahme bildet der Ölpreis, die zunehmenden Spannungen im mittleren Osten bilden hier eine Unterstützung 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. 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.