

AquilaMonitor

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

März 2020

Inhalt:

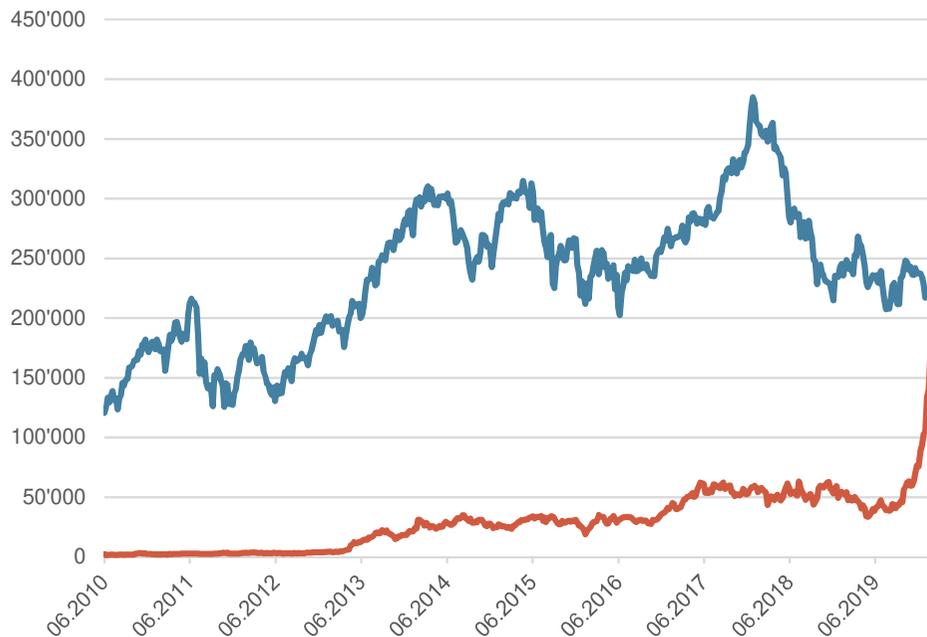
Executive Summary | Makroökonomische Beurteilung | Anlageklassen



Executive Summary

- Wir erwarten für 2020 ein Wachstum der Weltwirtschaft von 2.7%.
- In den Regionen erwarten wir das Wachstum wie folgt: USA: 1.9%, Euroland: 1.1%, Schweiz: 1.6%, China: 5.5%, Japan: 0.8%, Grossbritannien: 0.9%. Aufgrund des Ausbruchs des Coronavirus COVID 19 haben wir die Wachstumsprognosen angepasst.
- Der Ausbruch des Virus und die dadurch ausgelösten Produktionsunterbrechungen in China werden das Wachstum kurzfristig negativ beeinflussen.
- Die FED dürfte in den kommenden Monaten die Zinsen weiter senken. Die PBOC versucht die chinesische Wirtschaft zu stabilisieren und zusammen mit den Provinzregierungen die Kreditrisiken im Zaum zu halten.
- Sichere Häfen werden von den Anlegern wieder gesucht. Die Rendite der 10jährigen US-Staatsanleihen fiel zum ersten Mal unter 1.2%.
- Der US-Dollar tendiert gegenüber den wichtigsten Währungen weiter seitwärts.
- Gold korreliert positiv mit geopolitischen Risiken und sinkenden Realzinsen.

Marktkapitalisierung von Tesla und STOXX 600 Auto (in Millionen US-Dollar)



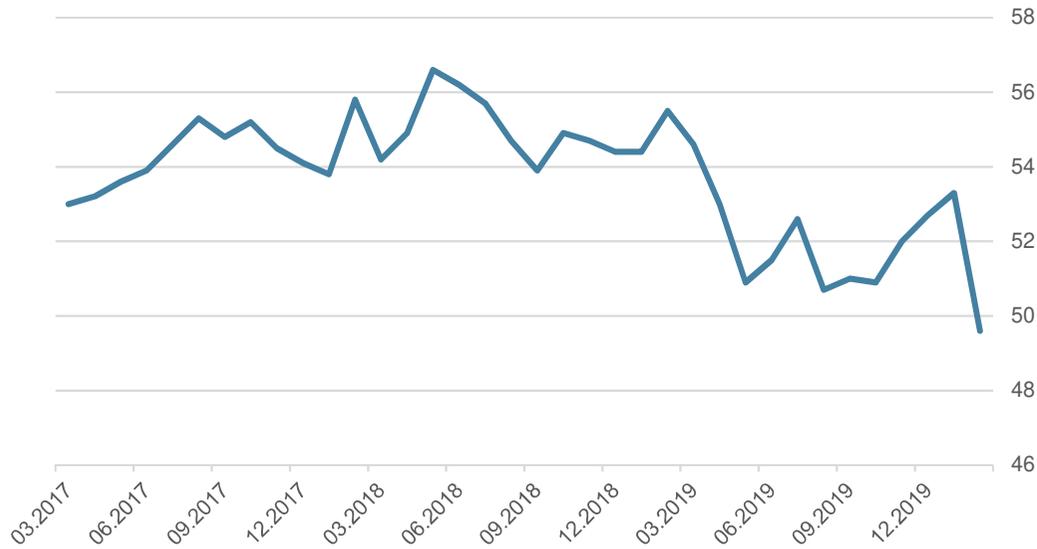
Quelle: FED und Thomson Reuters, Datastream

Marktübereitungen und Marktunterreitungen?

- Die Grafik links zeigt die Marktkapitalisierung des gesamten europäischen Automobil- und Zuliefersektors (in blau: STOXX 600 Auto & Parts Index). Die Marktkapitalisierung von Tesla ist in rot angegeben.
- Es fällt auf, dass der Börsenwert von Tesla mittlerweile nahezu so gross ist, wie die Marktkapitalisierung von BMW, Continental, Daimler, Faurecia, Ferrari, Fiat Chrysler, Hella, Michelin, Nokian, Peugeot, Pirelli, Porsche, Renault, Valeo und Volkswagen aggregiert. Das Kursgewinnverhältnis von Tesla beträgt 113.6, dasjenige des europäischen Automobilsektors einschliesslich Zuliefererindustrie rund 8. Das Preisbuchverhältnis des europäischen Automobilsektors beträgt 0.86. Dasjenige von Tesla rund 25.1.
- Ein anderes Beispiel ist der US-Technologiekonzern Apple. Dessen Marktkapitalisierung ist inzwischen grösser, als die Marktkapitalisierung aller 30 DAX-Unternehmungen zusammen.
- Die Aktienrally hat sich auf immer weniger Titel konzentriert, die Marktbreite ist stark rückläufig, einige wenige Aktientitel trieben diverse Indexstände auf neue Rekordhöhen.
- Die Outperformance von marktgewichteten Indizes gegenüber gleichgewichteten Indizes ist ungewöhnlich stark ausgeprägt. Diese Entwicklungen waren in der Vergangenheit typisch während der heissen «Aufblähphase» von Aktienblasen. Der NASDAQ-Bubble 2000 ging die Asienkrise 1997 voraus, gewisse Muster könnten sich ähneln. Kurzfristig ist ein weiterer Meltup der «Modeaktien und Modesektoren» wahrscheinlich. Langfristig ist eine starke Outperformance aus der Mode gekommener Substanzwerte und «Substanzindizes» wahrscheinlich.

Konjunktur

Einkaufsmanagerindex USA, 3 Jahre



Einkaufsmanagerindex Eurozone, 3 Jahre



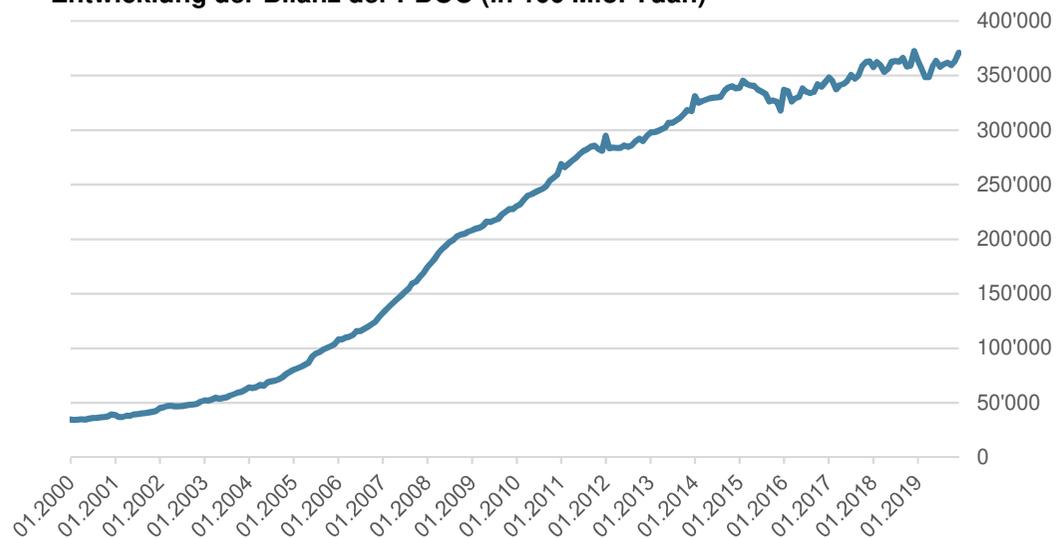
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Verschlechtertes Weltklima Verkaufsargument für expansive Fiskalpolitik?

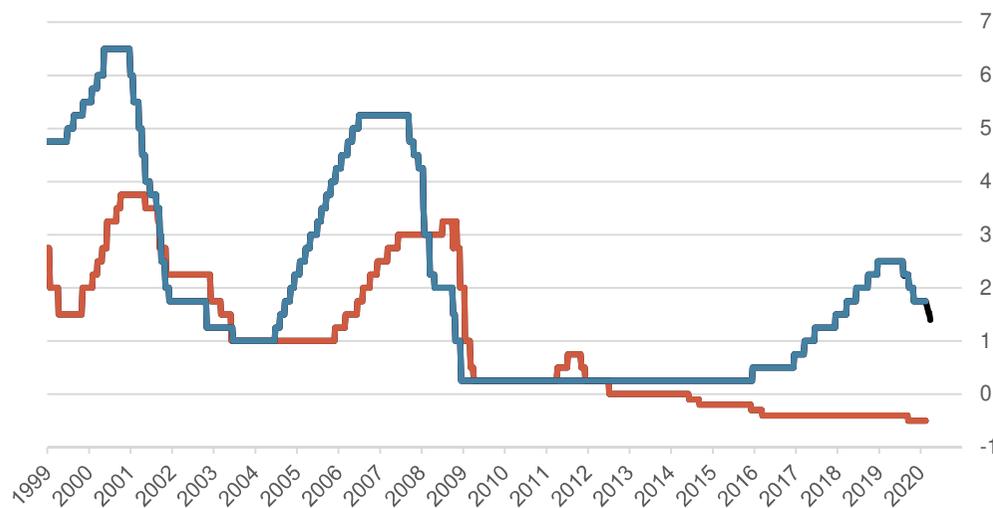
- Sollte es im Verlaufe der nächsten Wochen gelingen, die Ausbreitung des Coronavirus einzudämmen und sollte es möglich sein, die Massnahmen zur Eindämmung des Virus zurückzufahren, könnte die Weltwirtschaft nochmals mit einem blauen Auge davonkommen. Die entgangene Industrieproduktion von einigen Wochen liesse sich durch Überstunden und Sonderanstrengungen weitgehend kompensieren. Auch Firmenbankrotte und entgangene Lohneinkommen würden kein gravierendes Problem darstellen.
- Sollten die Eindämmungsversuche scheitern, drohen Verwerfungen in der weltweiten Industrieproduktion, da viele Unternehmungen Vorprodukte aus China beziehen. Fehlt ein einziges entscheidendes Teil, kann ein Auto nicht fertig montiert werden. Das Wachstum von China würde kollabieren, die Kreditrisiken der Volksrepublik China und chinesischer Firmen würde sich stark verschlechtern.
- Die Situation ist sehr schwierig einzuschätzen. Um ein Gefühl für die relative Unsicherheit der Datenqualität zu geben, könnte man beispielsweise die Statistik «Anzahl Verkehrstoter pro Jahr» vergleichen: In der Schweiz kamen 2018 gemäss offiziellen Schätzungen 216 Personen ums Leben. Die Weltgesundheitsorganisation (WHO) zählt 227 Tote. Die Volksrepublik China gibt offiziell 58'022 Verkehrstote an während die WHO von 256'180 Toten ausgeht. Es ist nicht auszuschliessen, dass das Ausmass der «Datenbeschönigung» im Falle des Coronavirus ein ähnliches Ausmass annimmt.
- Als Reaktion auf die «Coronakrise» hat China aggressive fiskal- und geldpolitische Gegenmassnahmen ergriffen. Auch die heimischen Finanzmärkte und Kreditmärkte werden soweit wie möglich durch den Staat stabilisiert.
- Kurzfristig halten wir es für möglich, dass Exportnationen wie Südkorea, Japan aber auch Deutschland trotz der ergriffenen Massnahmen in eine kurze, technische Rezession fallen.
- Die US-Wirtschaft erweist sich als Stabilitätsinsel. Die amerikanischen Haushalte schätzen ihre finanzielle Situation so gut ein, wie seit Jahrzehnten nicht mehr. Die rekordtiefe Arbeitslosenquote und die starke Performance der amerikanischen Finanzmärkte, sowie die tieferen US-Zinsen zeigen Wirkung. Präsident Trump möchte seine Wiederwahl durch eine Steuerreform 2.0 sicherstellen. Aktienkäufe sollen steuertechnisch incentiviert werden. Noch nie in der Geschichte der USA fand eine so prozyklische Fiskal- und Geldpolitik wie unter der Administration Trump statt.

Geldpolitik

Entwicklung der Bilanz der PBOC (in 100 Mio. Yuan)



Leitzins der FED / der EZB und Leitzinserwartungen FED gemäss Futures



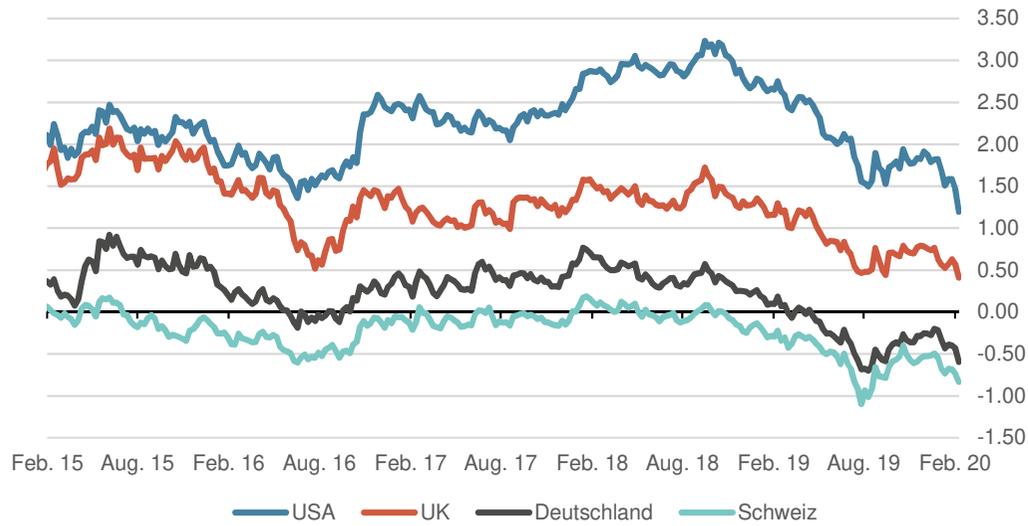
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Zentralbanken werden Weltwirtschaft auch in 2020 mit allen Mitteln stützen

- Der Coronavirus stellt gleichzeitig einen Nachfrageschock (insbesondere tiefere Nachfrage aus China, tiefere Nachfrage nach Flügen und Reisen) und einen Angebotsschock dar (Produktionsausfälle aufgrund mangelnder Teile).
- Ein Anpassung der Geldpolitik stellt kein adäquates Mittel gegen den Coronavirus dar, da nicht die Ursache, sondern nur die Folgen bekämpft werden. Nichtsdestotrotz werden die Zentralbanken alles versuchen, um ein Abgleiten in eine Rezession zu verhindern.
- Die Grafik links zeigt die Entwicklung der Bilanzsumme der chinesischen Zentralbank (PBOC). Der letzte erhältliche Datenwert stammt allerdings aus dem Dezember. Wir rechnen mit einer massiven Ausweitung der Bilanz der chinesischen Notenbank, um gegen die drohende Bankrottwellen chinesischer Firmen zu kämpfen.
- Die PBOC war bisher erfolgreich darin, die chinesischen Aktien- und Anleihenmärkte zu stützen. Dies lässt sich jedoch auch weniger euphemistisch ausdrücken: Die PBOC hat verhindert, dass die Investoren den wahren Wert chinesischer Aktien und Anleihen in einem marktwirtschaftlichen Prozess «entdecken». Das wahre Ausmass der «Manipulationen» werden wir nie erfahren.
- Die US-Dollarstärke, welche auf die relativ robuste US-Konjunktur zurückzuführen ist, könnte demnächst einen Trumptweet und der Versuch folgen, die FED zu beeinflussen, etwas gegen die Aufwertung zu unternehmen. Die USA wollen keinen zu starken Dollar.
- Derzeit erwarten fast die Hälfte der Marktteilnehmer eine Zinssenkung am nächsten FOMC-Treffen (18. März). Sollte die Ausbreitung des Virus bis dahin nicht gestoppt sein, gehen wir von einer Zinssenkung aus. Die FED kommunizierte, dass das Virus ein «neues Risiko» darstelle, man jedoch erst einmal abwarten wolle und die Hürde für zusätzliche Massnahmen hoch liegt. Wir glauben, die FED kommuniziert «falkenhafter» und wird «taubenhafter» reagieren.
- Problematisch ist in diesem Zusammenhang, dass der Yen aufgrund der sehr schwachen Konjunkturlage in Japan derzeit die Funktion einer Fluchtwährung verloren hat, so dass nur noch der Dollar und der Schweizerfranken übrigbleiben. Somit dürfte die SNB zunehmend unter Druck kommen, einen zu starken Franken zu bekämpfen.
- Die EZB könnte ihre Bilanz schneller aufblähen. Derzeit ist es eher unwahrscheinlich, dass sie die Leitzinsen noch stärker in den negativen Bereich drücken wird.

Anlageklassen – Anleihen / Aktien

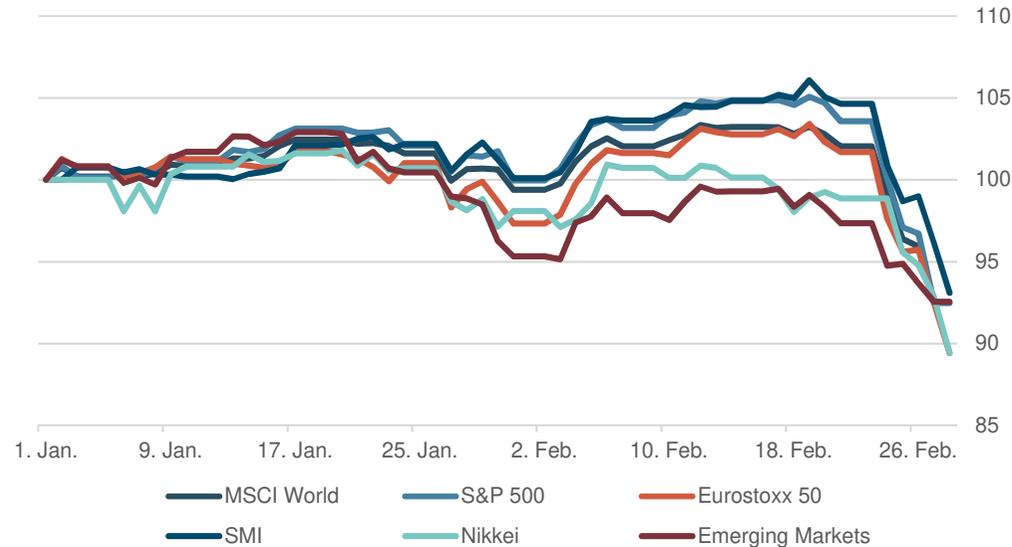
10-jährige Staatsanleihen, wichtigste Märkte, 5 Jahre, Renditen in %



Staatsanleihen signalisieren Skepsis, Unternehmensanleihen Zuversicht

- Der IMF hat seine Wachstumsprognose 2020 für die Weltwirtschaft auf 3.3% gekürzt, die Industriestaaten sollen noch mit 1.6% wachsen. Diese doch wieder etwas defensiveren Einschätzungen sowie das Auftauchen des Coronavirus haben zu Käufen in langlaufenden Staatsanleihen und folglich zu einer erneuten Verflachung der Zinskurven geführt. Die „safe-haven“ Funktion der Staatsanleihen ist einmal mehr deutlich zum Ausdruck gekommen, die Renditen haben neue Allzeit-Tiefst erreicht. Die flachen Zinskurven bringen die Skepsis bezüglich des Konjunkturverlaufs zum Ausdruck, was durch die abwartende Haltung insbesondere der FED noch unterstützt wird.
- Auch die Kreditaufschläge von Investment Grade Anleihen haben reagiert und sich deutlich vergrößert, liegen aber weiter unter dem historischen Durchschnitt. Wenn in Anleihen investiert werden soll, würden wir (selektiv) Anleihen aus den Schwellenländern in Hartwährungen den Vorzug geben. Hier sieht das Risiko-/Ertragsprofil etwas vorteilhafter aus. Generell sind Anleihen aber als die teuerste Anlageklasse einzustufen.

Aktienmärkte: Performance 2020, indiziert



Aktienmärkte verunsichert

- Im 2020 erwarten wir keine Veränderungen der strategisch positiven Einschätzung für Aktien. Die Unternehmen können sich grösstenteils weiterhin in einer Welt geringen Wirtschaftswachstums, keiner Rezession und tiefer Zinsen vorteilhaft bewegen. Die Bewertungen sind zwar auch für dieses Umfeld weit voran geschritten und somit im langjährigen Vergleich hoch, aber der Anlagenotstand wird sich nicht verbessern und somit die Kurse grundsätzlich stützen. Ein weiteres Argument pro Aktien betrifft ihren Charakter als Realwerte: In einer Welt stets steigender Verschuldung dürften sie langfristig besser abschneiden als Nominalwerte.
- Die Nachrichtenlage zum Coronavirus hat sich verschlechtert und wird an den Börsen jetzt plötzlich negativ interpretiert, die Stimmungslage ist gekippt und die Märkte haben deutlicher korrigiert. Gewisse Analysten vergleichen die Situation mit Februar 2018, wo die Märkte ausgehend von Wachstumsängsten in China um rund 10% korrigierten.

Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anlageklassen – Währungen und andere Anlagen

EUR/USD, 2 Jahre



Währungsvolatilitäten ziehen an

- Wir gehen weiterhin von einem seitwärts tendierenden US-Dollar aus. Die US-Regierung ist nicht an einer erstarkenden Währung interessiert, übt weiterhin Druck auf die FED aus und entsprechend dürfte der Einfluss des potentiell unter Druck stehenden Euro kompensiert werden.
- Der Euro wird möglicherweise in einen sehr schwierigen Abschnitt seiner Geschichte kommen. Nachdem bisher geltenden Narrativ waren es ja immer die «peripheren» Länder Italien, Spanien oder auch Griechenland, welche der Einheit des Währungsraumes Probleme bereiteten. Nun aber sehen wir Probleme, welche sich «im Kern», sprich vor allem in Deutschland, entwickeln. Die voran schreitende politische Polarisierung mit gleichzeitigem Niedergang der «Mitte-Parteien» sowie die Malaise in Schlüsselindustrien (Autos, Energie) des Landes versprechen in der Summe nichts Gutes.

Goldpreis pro Unze, in USD, 2 Jahre



Gold korreliert mit Realzinsen

- Sollten sich die bisher positiven Annahmen zum Konjunkturverlauf aufgrund des sich stärker bemerkbar machenden Einflusses des Corona-Virus als Fata Morgana erweisen, rechnen wir mit deutlich steigenden Kursen in den Edelmetallen, da die Zentralbanken ziemlich schnell ihre «Unterstützung» signalisieren werden. Diese würde sich in Zinssenkungen und QE4 manifestieren, was beides zu sinkenden Realzinsen führt, was wiederum Gold unterstützt.
- Falls sich die in Fachkreisen diskutierte «Modern Monetary Theory», gemäss welcher Zentralbanken unlimited Geld drucken sollten um Staatsschulden zu monetisieren, in der Realität etablieren könnte, wäre wohl mit einem riesigen Inflationsschub zu rechnen.

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.