

AquilaMonitor

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

Mai 2020

Inhalt:

Executive Summary | Makroökonomische Beurteilung | Anlageklassen



Executive Summary

- Wir erwarten für 2020 ein Weltwirtschaftswachstum von -3.0%.
- In praktischen allen Regionen sind die Konjunkturindikatoren so stark eingebrochen wie während der globalen Finanzkrise – oder noch stärker.
- Weltweit wird versucht, mit riesigen Rettungsschirmen Insolvenzen zu verhindern. Diese führen zu einem dramatischen Anstieg der Staatsverschuldung.
- Die Notenbanken erweitern aggressiv ihre Bilanzen, helfen die Rettungspakete zu finanzieren und versuchen eine Kreditklemme zu verhindern.
- Wenn in hoffentlich 1-2 Monaten der lange Weg zur Normalität beginnt, müssen die Unternehmungen solvent sein.
- Die Volatilität in den Anleihenmärkten hat sich beruhigt, die Renditen haben sich vorderhand stabilisiert.
- An den Aktienmärkten spielt sich eine «Bear-Market Rally» ab.
- Der US-Dollar hat sich aufgrund dem «Run auf die Weltleitwährung» stark aufgewertet. Mittelfristig dürfte er sich wieder abschwächen.
- Gold korreliert positiv mit finanzieller Instabilität, geldpolitischen Experimenten, geopolitischen Risiken und sinkenden Realzinsen, wir bleiben engagiert.

Goldpreis in US-Dollar logarithmischer Massstab seit 1970



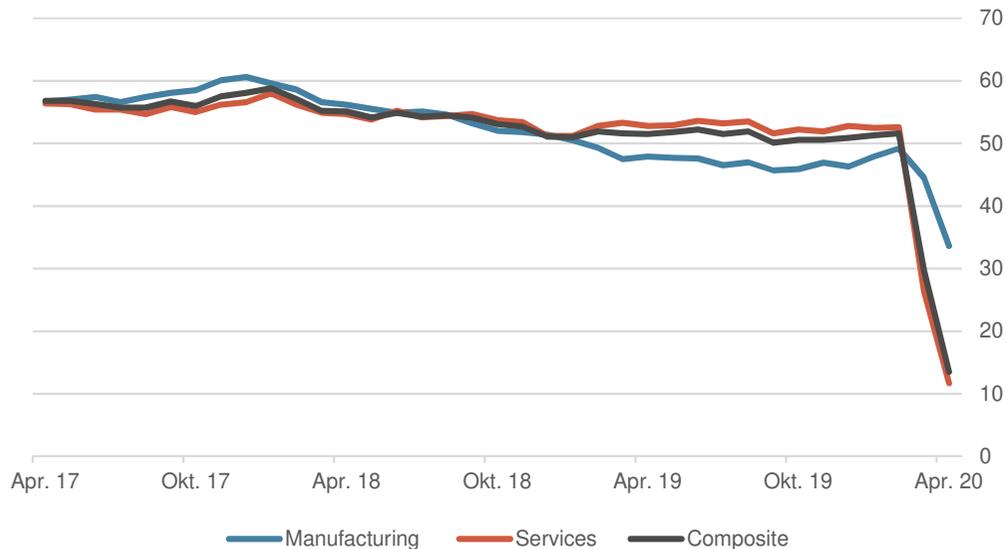
Quelle: Thomson Reuters & Datastream

Gold bietet Schutz gegenüber instabilem Finanzsystem und Inflation

- Gold ist eine der wenigen liquiden Anlageformen, die nicht auf Forderungen beruhen. Im Gegensatz zu Papiergeld kann Gold nicht beliebig auf Wunsch von Politikern oder Zentralbankern vermehrt werden.
- Vor der Erfindung von Zentralbanken hat der Markt, die «spontane Ordnung» sich fast immer für Edelmetallwährungen oder andere knappe Güter, die nicht manipuliert werden können, entschieden. Deshalb ist eine Goldwährung, im Gegensatz zu Zentralbankwährungen, vollständig mit einem marktwirtschaftlichen System vereinbar. Wohlstand kann nur geschaffen werden, indem durch Arbeit, Kapital und Wissen materielle oder immaterielle Dinge geschaffen werden. Wohlstand kann nicht geschaffen werden, indem «einfach Geld vermehrt wird». Letzteres könnte langfristig zu Inflation führen.
- Das auf Schuldenpyramiden aufbauende globale Finanzsystem ist hochgradig instabil. In einem erneuten gigantischen Kraftakt versuchen die Notenbanken, allen voran die FED, die «Kreditpyramidenkernschmelze» zu verhindern, indem sie selbst noch mehr Kreditschöpfung betreiben und die explodierende Neuverschuldung der Staaten ermöglichen. Gold stellt einen Schutz gegen staatliche Willkür dar. Dies galt in der Antike, im finsternen Mittelalter und in Covid-19 Zeiten. Physisches Gold wird nicht durch einstürzende Kreditpyramiden in Mitleidenschaft gezogen. Gold bietet einen wirksamen Schutz gegenüber staatlicher Willkür und einem instabilen Finanzsystem, welches aufgrund einer Deflation zerbrechen könnte. Gold bietet jedoch auch einen Schutz gegenüber einer in Zukunft stark ansteigenden Inflationsrate. Je tiefer die Realzinsen sind, desto höher ist in der Regel der Goldpreis.

Konjunktur

Einkaufsmanagerindizes Eurozone, 3 Jahre



Einzelhandelsverkäufe USA und China, 15 Jahre



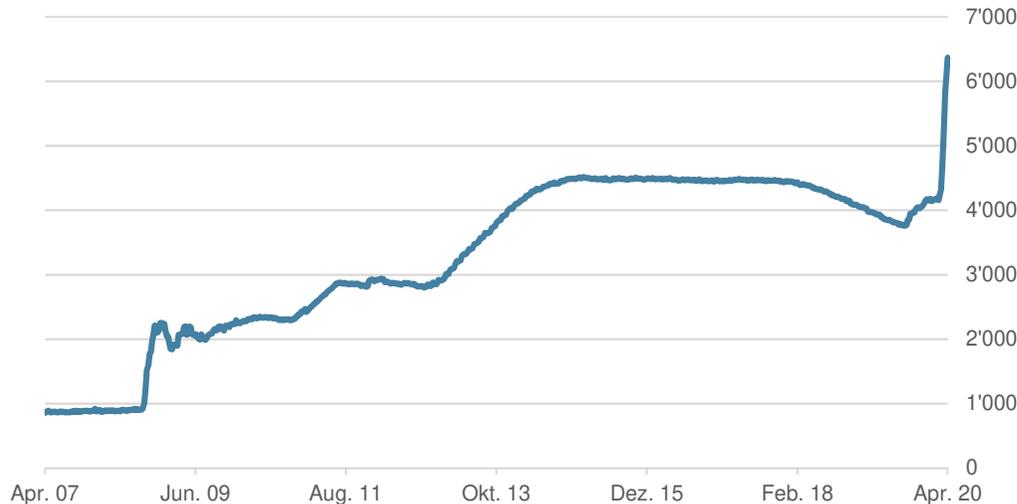
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Grösste Wirtschaftskrise seit dem 2. Weltkrieg muss gemeistert werden

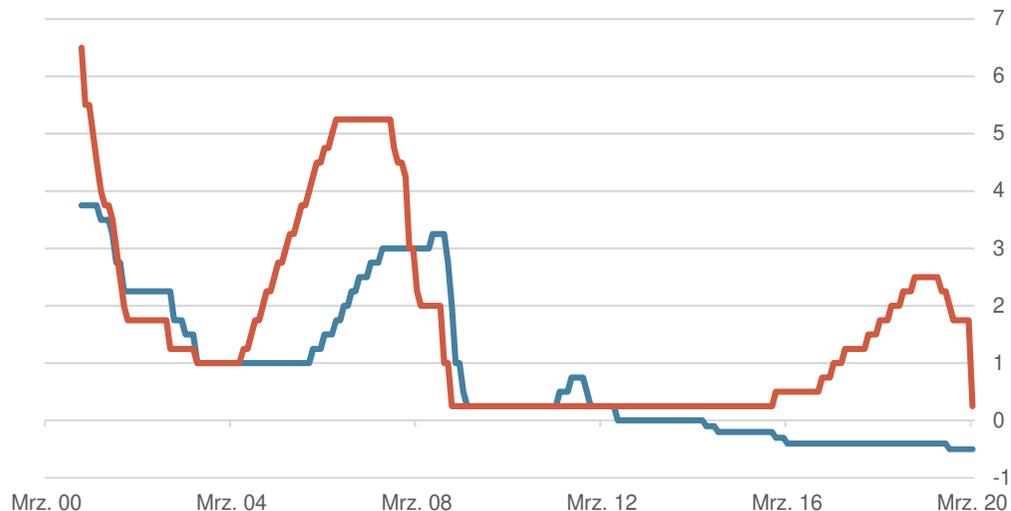
- Wir erwarten für 2020 ein Weltwirtschaftswachstum von -3%.
- In grossen Teilen der Welt stehen viele Bereiche der Wirtschaft aufgrund der Quarantänemassnahmen komplett still. Der internationale Tourismus, der Flugverkehr, die Hotellerie und das Gastgewerbe sind besonders hart betroffen.
- Die US-Arbeitslosenversicherungsanträge kumulieren sich mittlerweile auf rund 27 Millionen. Damit sind alle (23.3 Millionen) geschaffenen Arbeitsplätze seit der Finanzkrise 2007 wieder verloren gegangen.
- Die Einkaufsmanagerindizes kollabieren weltweit. Der Gesamtindex für das Euroland erreichte beispielsweise mit einem Wert von 13.5 einen Rekordtiefstand.
- Aufgrund des immensen Nachfrageeinbruchs kollabierte der Ölpreis. Da Öl gelagert und versichert werden muss, sieht sich der Ölmarkt einer sogenannten «Inconvenience Yield» gegenüber. Es ist «inconvenient» (unbequem) Öl geliefert zu bekommen, da die Lagerkosten aufgrund knapper Kapazität stark angestiegen oder fast nicht mehr vorhanden sind. Deshalb sank der WTI-April Kontrakt auf minus 37 US-Dollar! Viele Ölkonzerne weltweit kämpfen um ihr Überleben, insbesondere US-Schieferölproduzenten.
- Das Schicksal der amerikanischen Banken war in der Vergangenheit eng mit demjenigen des amerikanischen High-Yield Marktes, und somit den amerikanischen Ölproduzenten, verbunden. Auf die Ölindustrie entfallen auch ein Grossteil der amerikanischen Investitionen und somit ist diese als «beschäftigungsrelevant» einzustufen. Es droht eine erhebliche Zuspitzung der Rezession in den USA.
- Bis zur Wiederaufnahme der normalen wirtschaftlichen Aktivitäten muss unter allen Umständen eine Bankrottwellen verhindert werden. Die USA haben innerhalb von 2 Monaten bereits 4 Rettungspakete mit einem Gesamtvolumen von 2'800 Milliarden US-Dollar verabschiedet. Das US-Haushaltsdefizit dürfte sich dieses Jahr auf rund 4'000 Milliarden US-Dollar vervierfachen! Das „Committee for a Responsible Federal Budget“ prognostiziert, dass in 2023 die Schuldenstände, die von Privaten gehalten werden, mit rund 107% in Prozent des Bruttoinlandprodukts den historischen Höchststand von 106% während des 2. Weltkrieges überschreiten werden.
- Die Infektionszuwachsrate sind in Europa und den USA rückläufig. Es besteht die Chance, dass die Quarantänemassnahmen Schritt für Schritt abgebaut werden können und die Wirtschaft wieder in Gang gesetzt werden kann.

Geldpolitik

Entwicklung der Bilanz der FED (in Milliarden USD), seit 2007



Leitzins der FED / der EZB, seit 2000



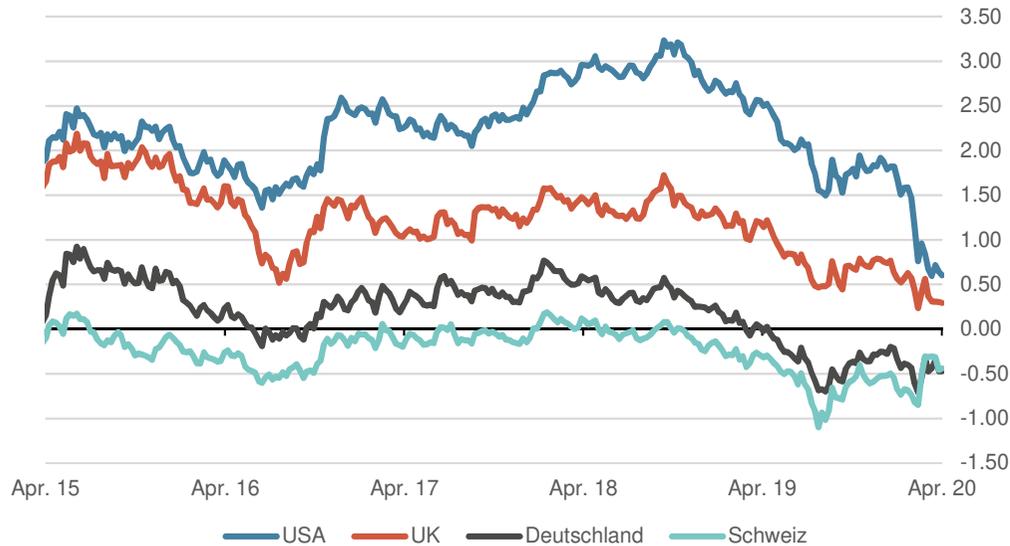
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Zentralbanken müssen Weltwirtschaft in 2020 mit allen Mitteln stützen

- Die Finanzmärkte haben sich weitgehend von der Realwirtschaft abgekoppelt. Der Grund hierfür liegt in erster Linie in noch nie dagewesenem «Zentralbank-Aktivismus». Die Zentralbankbilanzen explodieren: Die G7 Zentralbanken kauften im März rund 1'400 Milliarden an Assets. Dies ist 5-mal so viel, wie der vergangene «Aufkaufrekord» vom April 2009.
- Gleichzeitig legen die Staaten immer grössere Rettungspakete auf, welche finanziert werden müssen und zu explodierenden Staatsschulden führen. Der Löwenanteil wird von den Zentralbanken durchfinanziert. Hierdurch soll ein (zu hoher) Anstieg der Zinsen verhindert werden.
- Um die EU-Mitgliedsstaaten mit schlechter Kreditqualität unterstützen zu können, hat die EZB ihre Mindestanforderungen weiter aufgeweicht und begonnen, Anleihen mit einem BBB- Kreditrating aufzukaufen. Diese Massnahme soll auch den Risiken entgegenwirken, dass immer mehr Firmenanleihen und Staatsanleihen von den Ratingagenturen heruntergestuft werden. Wie die FED versucht auch die EZB einen positiven Vermögenseffekt zu erzielen und indirekt, inzwischen aber auch direkt, bei der Refinanzierung von Staaten und Unternehmungen zu helfen, um eine drohende Bankrottelle zu verhindern.
- Die Bank of Japan zieht das unlimitierte Aufkaufen von JGBs in Erwägung. Es sollen doppelt so viele Unternehmensanleihen wie bisher pro Monat aufgekauft werden.
- Zusammenfassend kann man etwas salopp formulieren, dass die Zentralbanken begonnen haben, «in Hast und Eile Alles aufzukaufen», um einen positiven Vermögenseffekt zu erzielen, der einerseits verhindern soll, dass die Schuldenpyramiden einstürzen und andererseits den Konsum stützen soll. Die Zentralbankbilanzen explodieren und werden zunehmend «undurchsichtiger», da immer «zweifelhaftere Assets» aufgekauft werden.
- Dies dürfte der Hauptgrund sein, dass sich die Aktien- und Junk-Bond Märkte stark von der Realwirtschaft abgekoppelt haben und eine starke Erholungsrally bei gleichzeitig sich stark verschlechternden Konjunkturindikatoren verzeichnen konnten. «Don't fight the FED», eine liquiditätsgetriebene Erholungsrally und höhere Aktienkurse sind das gemeinsame Ziel der Administration Trump und der FED.
- Die SNB muss die schweizerische Wirtschaft stützen und eine schnelle Aufwertung des Schweizerfranken verhindern. Sie muss die Bilanzausweitungen der EZB und anderer Zentralbanken nachvollziehen und kann keine eigenständige Geldpolitik betreiben. Sie dürfte hingegen eine sehr gemächliche Aufwertung des Franks akzeptieren.

Anlageklassen – Anleihen / Aktien

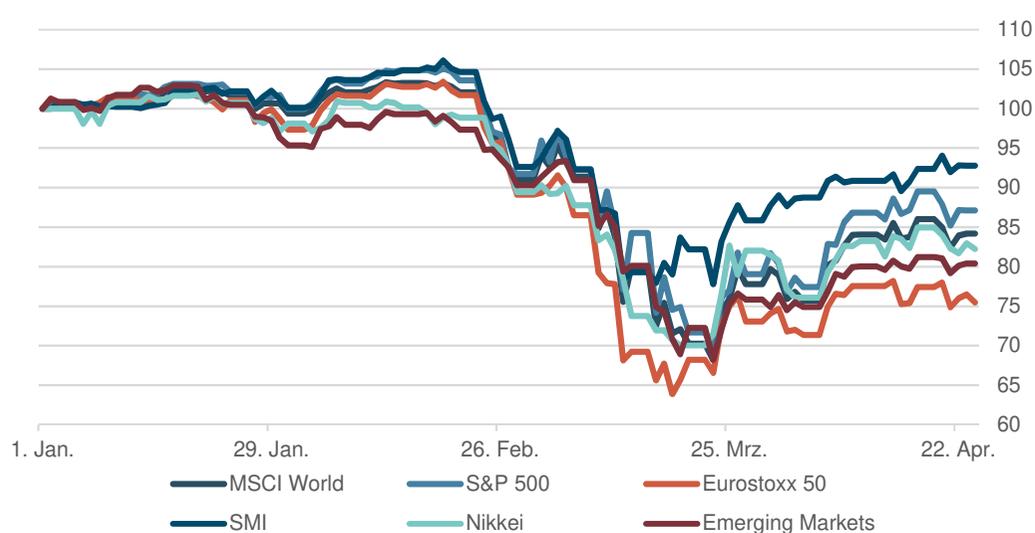
10-jährige Staatsanleihen, wichtigste Märkte, 5 Jahre, Renditen in %



Aussicht auf Kaufprogramme beruhigt Märkte

- Die Märkte der Staatsanleihen haben sich nach der Ansage der FED und der EZB zu ihren kolossalen Kaufprogrammen wieder beruhigt. Die Volatilität der Anleihenpreise hat sich wieder auf Niveaus von „vor Corona“ eingependelt.
- Der Preis für diese Beruhigung ist in steigenden Kreditausfallversicherungen für Staatsanleihen abzulesen. Immerhin werden neben den Kaufprogrammen auch die staatlichen Fiskalprogramme über die Obligationenmärkte finanziert werden, was zu einem gigantischen Angebot an Anleihen führen wird. In den USA wird deswegen bereits «yield curve control» diskutiert, was einer vollständigen Administrierung der Renditen auf der US-Zinskurve entsprechen würde.
- In den Unternehmensanleihen spielte sich derselbe Zyklus ab, aber deutlich verstärkt. Da die FED auch im Markt für Investment Grade Anleihen interveniert, ist hier eine leichte Normalisierung festzustellen. Im Bereich der High Yield Anleihen wurde der Markt von der Intention der FED überrascht, auch hier als Käufer von sogenannten «Fallen Angels» tätig zu werden. Dabei handelt es sich um Schuldner, welche nach «Corona» ihr Investment Grade Rating verloren haben.

Aktienmärkte: Performance 2020, indiziert



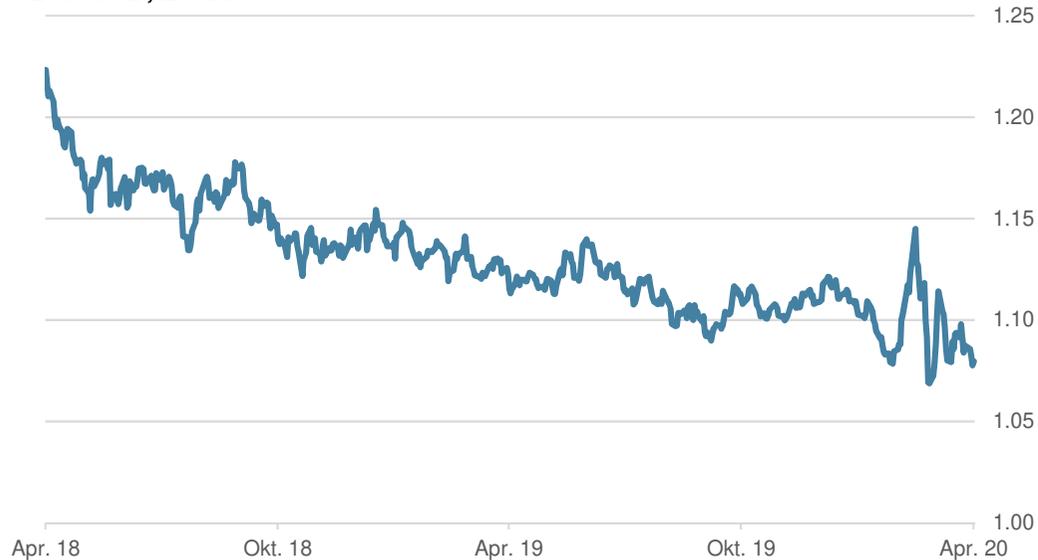
«Bear-Market Rally»?

- Der Crash an den Aktienmärkten wurde durch den forcierten Abbau von gehebelten Positionen und computergestützten Trendfolgeprogrammen verstärkt. Diese haben nun in ebenso temporeicher Manier durch das Eingehen von «long Positionen» die Gegenbewegung nach oben ausgelöst und verstärkt. In der Vergangenheit gab es nach «Crashes» oft eine Gegenbewegung von bis zu 50% des ursprünglichen Kursrückgangs, ein sogenanntes «Bear-Market Rally».
- Dabei haben die Aktienmärkte, im Gegensatz zu den Bondmärkten, völlig aus den Augen verloren, wie sich der Shutdown in grossen Teilen der globalen Wirtschaft auf die Bilanzen und die Gewinne der Unternehmen auswirken wird. Schätzungen gehen momentan von einem Rückgang der Gewinne im S&P 500 zwischen 20% und 30% aus und wir sind der Meinung, dass sich die Bewertungen der Aktien früher oder später der Realität stellen werden müssen.

Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anlageklassen – Währungen und andere Anlagen

EUR/USD, 2 Jahre



Goldpreis pro Unze, in USD, 2 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Devisen: Volatilitäten im Rückwärtsgang

- Die von der FED nun unbegrenzt zur Verfügung gestellten Swaplinien mit allen wichtigen Zentralbanken haben das Problem der Verfügbarkeit von USD-Liquidität etwas entschärft. Allerdings ist in den letzten Wochen zu Tage getreten, wo das Problem liegt: viele nicht-amerikanische Schuldner sind in USD verschuldet, im sogenannten Eurodollar-Raum. Dies betrifft auch sehr viele Schuldner aus den Emerging Markets. Die Verschärfung der Liquiditätsverfügbarkeit hat die Bilanzprobleme dieser Unternehmen offen gelegt bzw. verschärft.
- Die Diskussion über die Fiat-Währungen muss aufgrund der astronomisch zunehmenden Staatsverschuldungen möglicherweise in eine andere Richtung gehen. Wie weit ist das System der Papierwährungen überhaupt belastbar, bevor es endgültig in Frage gestellt wird? Eine Abnahme des Vertrauens in die Papierwährungen könnte katastrophale Folgen haben. Die Credit Default Swaps für die USA sind von 15 auf 25 Basispunkte gestiegen.

Gold weiterhin sehr interessant

- Durch den Shutdown in Italien und im Tessin sind drei der weltgrössten Goldraffinerien momentan nur teilweise produktiv. Das hat zu einem Mangel an physisch verfügbarem Gold geführt. Anbieter nehmen Kaufaufträge entgegen, betonen aber, dass die Lieferung nicht unmittelbar erfolgen kann. Des weiteren scheint es den Marktteilnehmern bewusst zu werden, dass nur ein Bruchteil der Derivate auf Gold effektiv physisch hinterlegt ist. Ein schneller Anstieg des physischen Bezugs von Ansprüchen könnte zu einer drastischen Höherbewertung des Golds führen (short squeeze).
- Die «Modern Monetary Theory», gemäss welcher Zentralbanken unlimited Geld drucken sollten um Staatsschulden zu monetisieren, ist mit den nun gestarteten Programmen zur Hilfe der Wirtschaft, der Unternehmen und der Bürger, Realität geworden. Das Helikoptergeld ist da. Mittlerweile hat sich die Anwendung dieser Hilfsprogramme in weiten politischen Kreisen legitimiert, da argumentiert wird, dass der Notstand extreme Massnahmen erfordere. Wer hätte gedacht, dass ein republikanischer US-Präsident solche Massnahmen gutheissen könnte?
- Wir rechnen mit einem positiven Szenario für Gold. Die steigenden Staatsverschuldungen und der Inflationsschub aufgrund der Liquiditätsprogramme sowie weiterhin negative Realzinsen dürften allesamt positiv auf den Goldpreis wirken.

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.