

Unabhängig, diszipliniert, transparent. Und eine Spur persönlicher.

Januar 2019

Inhalt:

Executive Summary | Makroökonomische Beurteilung | Anlageklassen | Anlagestrategie 1. Quartal 2019

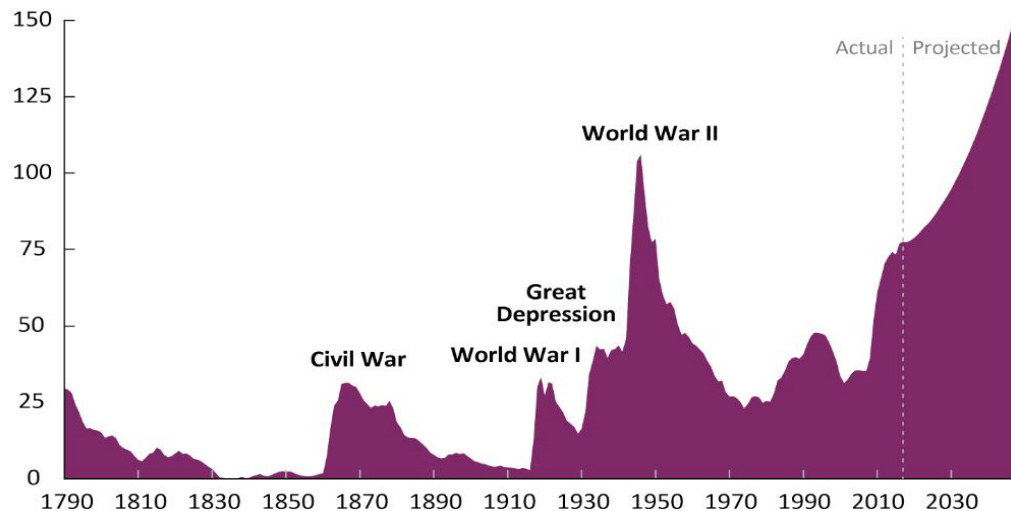


Executive Summary

- Die Weltwirtschaft verliert etwas an Schwung. Wir erwarten für 2019 ein Weltwirtschaftswachstum zwischen 3% und 3.5%.
- Das Wachstum in den einzelnen Regionen erwarten wir wie folgt: USA: 2.3%, Euroland: 1.8%, China: 6.2%, Japan: 1.0%.
- Die Schuldendynamik im Staatshaushalt der USA ist besorgniserregend.
- Wir rechnen bis Ende 2019 mit 2 weiteren Zinserhöhungen der FED.
- Frühestens im Herbst 2019 dürfte die EZB den ersten Zinsschritt wagen.
- Nach der letzten FED-Sitzung sind die Renditen der 10jährigen US-Staatsanleihen auf 2.75% gefallen.
- Die Weltaktienmärkte liegen dieses Jahr deutlich im Minus. Tiefere Wachstumsaussichten und politische Unsicherheiten drücken auf die Kurse. Für 2019 bevorzugen wir defensive Investitionsstrategien.
- Taktisch können sich Opportunitäten in stark überkauften Situationen eröffnen.
- Gold tendiert freundlich aufgrund revidierter Erwartungen, was Zinserhöhungen und den US-Dollar betrifft.

Staatsverschuldung der USA

Percentage of Gross Domestic Product



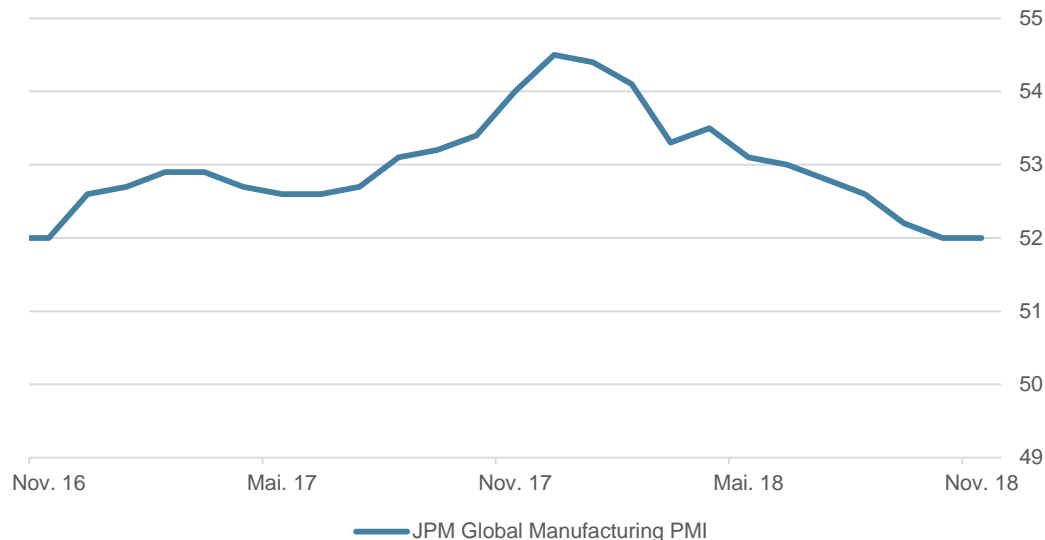
Quelle: Congressional Budget Office

Besorgniserregende Schuldendynamik im Staatshaushalt in den USA

- Das US-Haushaltsdefizit liegt derzeit bei rund 3.9% des BIP (Bruttoinlandprodukt), das ist der höchste Wert in Friedenszeiten während eines Wirtschaftsaufschwungs. 2019 dürfte das Defizit auf rund 4.7% des BIP ansteigen.
- Gleichzeitig mit der Ausweitung der Staatsdefizite reduziert die FED ihre Bilanz, führt sogenanntes «quantitatives Tightening» durch. Dies bringt zusätzliche Anleihen auf den Markt, welche durch die privaten Sektoren und das Ausland gehalten werden müssen.
- Es ist wahrscheinlich, dass der US-Staatshaushalt in einigen Jahren, möglicherweise mitten in einer Rezession saniert werden muss, auch durch Steuererhöhungen. Das Risiko, dass die US-Zinsen weiter ansteigen und der Bondbullenmarkt der letzten Jahrzehnte zu Ende ist, scheint hoch.
- Da die Besteuerung zu tief ist und die Staatsausgaben zu hoch sind, befinden sich die dadurch aufgeblähten Unternehmensgewinne somit nicht im Gleichgewicht.
- Die zukünftige Gewinnwachstumsrate wird tiefer ausfallen.
 - Erstens geht die Ära der Kapitalsubventionierung (Repression, tiefe Zinsen) zu Ende
 - Werden die Gewinne nach Steuern aufgrund zukünftiger Steuererhöhungen sinken.

Konjunktur

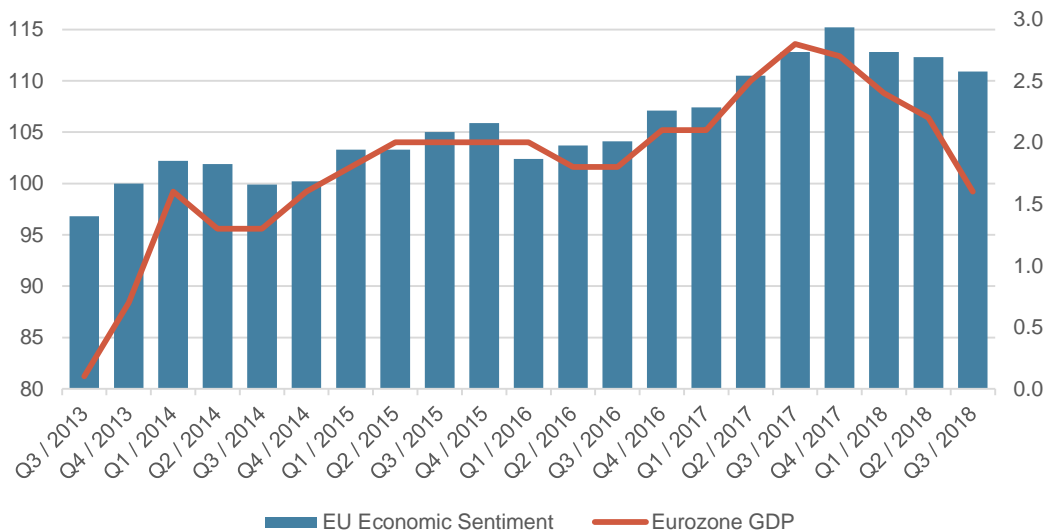
Globaler Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe, 2 Jahre



Leicht abgekühltes globales Wachstum

- Wir erwarten für 2019 ein Weltwirtschaftswachstum zwischen 3% und 3.5%. Auch die Konjunktur in den USA dürfte sich im neuen Jahr etwas abkühlen, wir rechnen mit einem Wachstum von rund 2.3%, denn der Fiskalimpuls läuft langsam aus und die etwas restriktivere Politik der FED zeigt erste leichte Bremswirkungen.
- Das US-Haushaltsdefizit hat den Wert von 3.9% vom Bruttoinlandprodukt erreicht. Für das Fiskaljahr 2019 dürfte das Defizit auf 4.7% ansteigen. Es handelt sich um die höchsten Werte in Friedenszeiten während einer Expansionsphase. Die Fiskalpolitik der Administration Trump dürfte die wohl prozyklischste Fiskalpolitik in der Geschichte der USA darstellen.
- Das G20-Treffen führte zu einem Waffenstillstand im chinesisch-amerikanischen Handelskrieg. Die USA haben sich verpflichtet, während der nächsten 90 Tage keine Zölle zu erhöhen oder neue Zölle einzuführen. Dieser Waffenstillstand dürfte an der Finanzmarkt- und Konjunkturfront nur für eine kurzfristige Entspannung sorgen. Es besteht zu befürchten, dass die Spannungen nach den 90 Tagen erneut zunehmen werden.

Wirtschaftsstimmung Europa & BIP, 5 Jahre



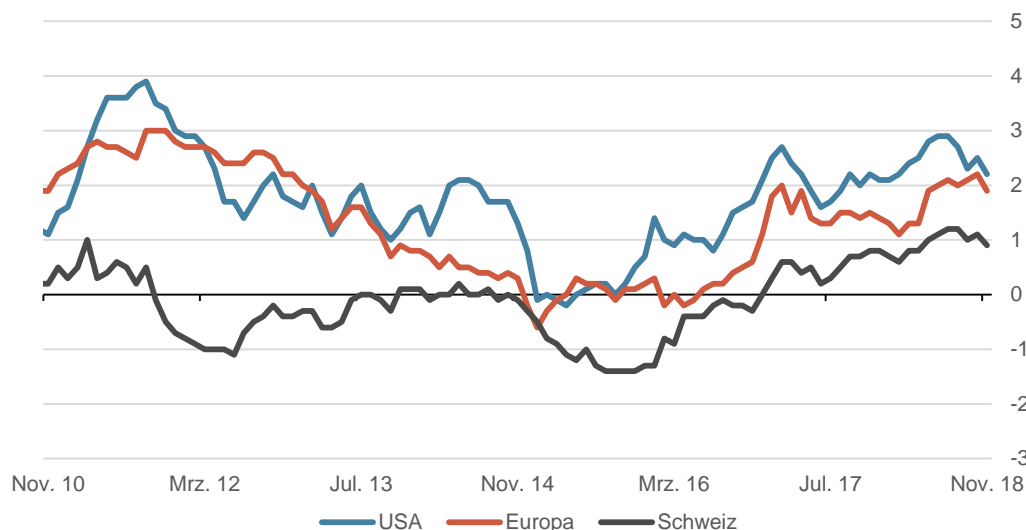
Eurozone dürfte rund 1.8% wachsen

- Wir rechnen mit einer leichten Wirtschaftsabschwächung in der Eurozone auf 1.8%. Die Konjunktur wird nicht nur durch die leicht verschlechterte makroökonomische Grosswetterlage beeinflusst. Zusätzlich und weiterhin belastend wirken die bekannten strukturellen Probleme: Brexit, Italien, die Ukraine und die generelle Reformunwilligkeit grosser Teile des Eurolandes (einschliesslich Frankreichs).
- Die Target 2 Salden gehen leider wieder auseinander: Es gibt somit Anzeichen einer Kapitalflucht aus Italien und Spanien nach «Kerneuropa». Dies ist auch mit dem Rückfall Italiens in ein leicht negatives Wachstum erklärbar.
- Im Januar soll das englische Parlament eine abschliessende Entscheidung zum Brexit finden. Im Moment stehen verschiedene Szenarien im Raum: harter Brexit, Einigung in letzter Minute, neues Referendum. Eine spezifische Wahrscheinlichkeit ist zur Zeit für keines der Szenarien erkennbar, es bleibt bis zur letzten Minute spannend.

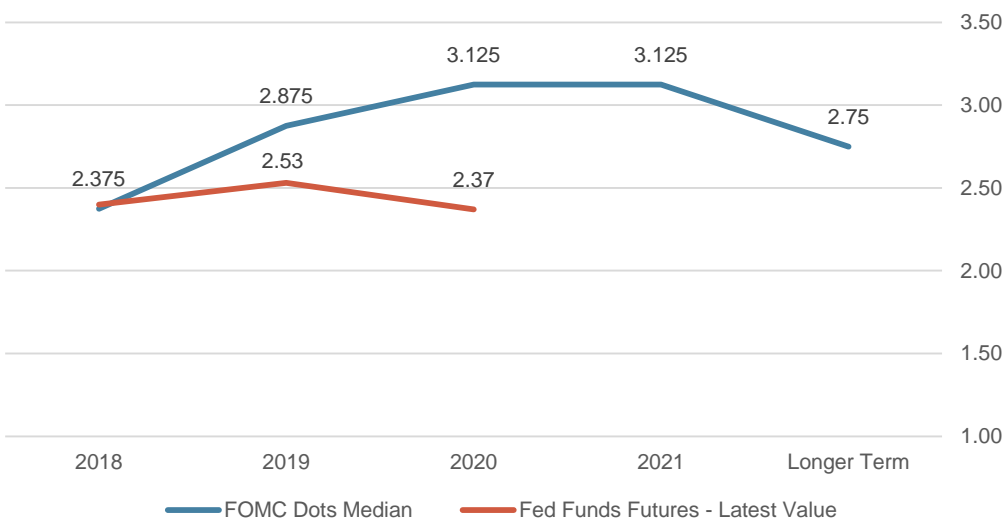
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Geldpolitik

Inflationsraten verschiedene Regionen, 8 Jahre



FOMC-Mitglieder, «Dots»



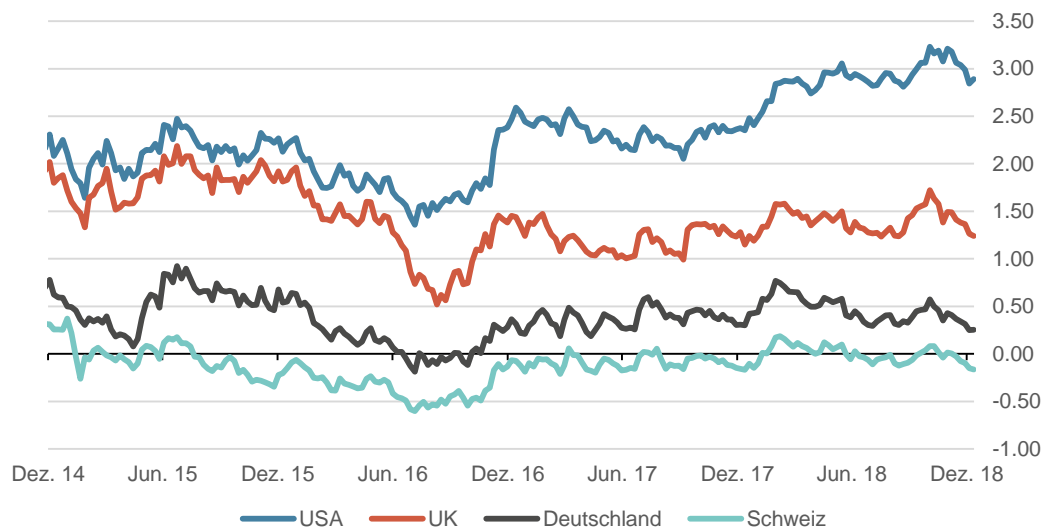
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Geldpolitische Normalisierungsversuche in 2019

- An ihrer letzten Sitzung erhöhte die FED wie erwartet die Leitzinsen. Aus den aktualisierten «Dots» wird ersichtlich, dass die FOMC-Mitglieder für 2019 mehrheitlich von 2 weiteren Erhöhungen ausgehen und dass im Laufe des Jahres 2020 der Zinszyklus seine Spitze sehen wird.
- 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 sich aufgrund sinkender Börsenkurse verschlechternden Finanzmarktkonditionen in den USA tragen das ihre dazu bei, um die FED von voreiligen Schritten abzuhalten.
- Die EZB wird Ende Jahr ihr Anleihen-Aufkaufprogramm beenden. Die erste Zinserhöhung der EZB wird frühestens im Herbst 2019 stattfinden. Auslaufende Anleihen aus den Beständen der EZB werden jedoch weiterhin durch neue, vermutlich länger laufende Anleihen ersetzt.
- Die SNB wird die Leitzinsen erst erhöhen können, wenn die EZB bereits ihre Leitzinsen erhöht hat.
- Die BOE dürfte ihre Zinsen vermutlich erst im nächsten Jahr anheben, und auch nur dann, falls ein geordneter Brexit gelingen sollte.
- Generell werden geldpolitische Normalisierungsversuche 2019 leicht an Fahrt gewinnen, trotz der sich abzeichnenden Wirtschaftsabschwächung. Die Gefahr, dass die Zentralbanken mit nur spärlich aufgefüllten Munitionskammern gegen die nächste Rezession kämpfen müssen, ist hoch.

Anlageklassen – Anleihen / Aktien

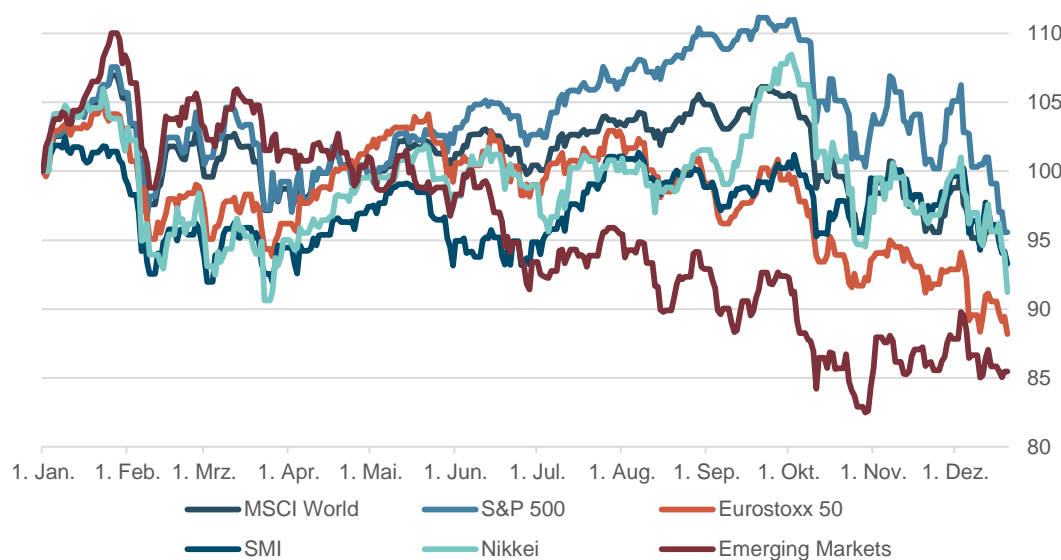
10-jährige Staatsanleihen, wichtigste Regionen, 4 Jahre, Renditen in %



US-Zinskurve neu gepreist

- Die US-Renditen sind nach der FED-Sitzung auf 2.75% zurück gegangen. Ein Grund ist wohl, dass die aktuelle Verunsicherung an den Börsen bezüglich des Wachstumspfad der US-Wirtschaft zu einem klassischen «risk-off» geführt hat, was den Treasuries ansteigende Kurse bescherte. Die Aussagen der FED zur Inflationsentwicklung haben ebenfalls in dieselbe Richtung gewirkt.
- Die dadurch resultierende sehr flache US-Zinskurve signalisiert möglicherweise das Folgende: Es erwartet uns kein Überschiessen der Inflation, die FED wird auf dem Zinserhöhungspfad behutsam weitergehen und dies wird zu einem «Soft Landing» der US-Wirtschaft führen. Aber der Markt gibt dadurch auch einem möglichen Szenario einer stärkeren Störung des Wachstums einen gewissen Ausdruck.
- Der Spread zwischen 10-jährigen deutschen und italienischen Anleihen liegt nach dem Kompromiss zum italienischen Staatshaushalt bei 250 bps. Mit diesem Niveau können die Märkte gut leben, wir gehen davon aus dass sich die Aufmerksamkeit der europäischen Investoren jetzt wieder dem Thema «Brexit» zuwendet.

Aktienmärkte: Performance 2018, indiziert



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Schlechtes Aktienjahr

- An den globalen Aktienmärkten hat das 4. Quartal 2018 zu grosser Ernüchterung geführt. Nachdem nun auch die amerikanischen Aktienmärkte deutlich ins Minus gerutscht sind, stellt sich die Frage nach dem «warum»? Die mannigfaltigen politischen Unsicherheiten und die undeutlicheren Wachstumsperspektiven haben die Märkte verunsichert und haben an Performance gekostet. Zudem wird die sinkende Marktliquidität aufgrund der die Bilanz reduzierenden US-Notenbank als Grund angeführt. Es scheint, dass die Aktienmärkte auf der Suche nach neuem «Leadership» sind, denn das Liebesverhältnis zwischen der Zentralbank und den Aktienmärkten hat sich abgekühlt.
- Die steigenden Zinsen und Wachstumsängste haben vor allem in Industrie- und Technologiewerten zu Gewinnmitnahmen geführt. Insgesamt scheint eine Rotation in den Märkten stattzufinden: weg von Wachstumswerten (Tech) und hin zu defensiveren Sektoren (Versicherungen, Versorger, Basiskonsumgüter).
- Wir haben die Korrektur über die letzten Wochen genutzt und unsere Aktienquote wieder auf «neutral» erhöht. Für das kommende Jahr bevorzugen wir defensivere Strategien: Unser Fokus liegt auf dividendenstarken Unternehmen sowie auf einer defensiven Sektorallokation.

Anlageklassen – Währungen und andere Anlagen

EUR/USD, 2 Jahre



Währungen mit tiefer Volatilität

- Der US-Dollar hat gegenüber den meisten Währungen seitwärts tendiert, vor allem auch gegenüber dem chinesischen Yuan. Das Statement der FED hat im Devisenmarkt zu keinerlei Bewegung geführt und war somit im Wesentlichen erwartet worden. Absicherungen der amerikanischen Währung machen aufgrund der grossen Zinsdifferenz und der geringen Volatilität in unseren Augen im Moment wenig Sinn.
- Grosse Volatilität ist dafür weiter im englischen Pfund zu beobachten. Erst erholte sich das Pfund, nachdem sich die EU und England über eine Nachfolgelösung nach dem Brexit geeinigt hatten. Nachdem jedoch klar wurde, dass der Vertrag in dieser Form vor dem englischen Parlament keine Chance hat, fiel das «Cable» (GBP/USD) wieder bis auf 1.25.
- EUR/CHF verbleibt ebenfalls um 1.13, die kurze Aufwertung des CHF Anfang Dezember (nach Gerüchten über die Aufhebung der Negativzinsen durch die SNB) hat sich wieder zurück gebildet.

Goldpreis pro Unze, in USD, 2 Jahre



Gold wieder gesucht

- Nebst dem US-Dollar und den Realzinsen beeinflussen, wie auch in anderen Asset Klassen, psychologische Faktoren den Goldpreis. Im aktuell eher pessimistischen Umfeld ist die Nachfrage nach Gold deutlich gestiegen. Der «Angst»-Faktor ist ein wesentlicher Treiber des Goldpreises.
- Die jüngsten Aussagen der Fed, die Zinsen weniger oft als vorher erwartet zu erhöhen, wirkten unterstützend auf den Goldpreis. Sollte die Wirtschaft im nächsten Jahr weniger schnell wachsen, der US-Dollar schwächer werden und die Inflation steigen, wäre dies ein ideales Umfeld für die «angstgetriebene» Nachfrage nach Gold.
- Auch Industriemetalle sind weiter unter Druck, trotz vereinzelt stützender Fundamentaldaten. So besteht aufgrund hoher Nachfrage aus China dieses Jahr ein Defizit von 259'000 Tonnen Kupfer. Weit mehr beeinflussen aber die angespannten Handelsbeziehungen zwischen der USA und China die Preise. Der Markt geht aktuell nicht von einer Entspannung der Beziehungen aus.

Quelle: Bloomberg Finance L.P.



Anlagestrategie 1. Quartal 2019

sensusPLUS

Sitzung Anlageausschuss vom:
29.11.2018

Region						
Europa	Nordamerika	Asien	Uebrige	Total	+/-	

Defensiv	Liquidität	20	0	0	0	20	0
	Obligationen	40	3	0	7	50	0
	Aktien	15	0	3	2	20	0
	Rohstoffe	0	0	0	0	0	0
	Immobilien	5	0	0	0	5	0
	Strukt. Produkte + Alternative	5	0	0	0	5	0
	Total	85	3	3	9	100	

Ausgewogen	Liquidität	15	0	0	0	12	-3
	Obligationen	25	3	0	2	30	0
	Aktien	37	5	5	0	50	+3
	Rohstoffe	0	0	0	0	0	0
	Immobilien	3	0	0	0	3	0
	Strukt. Produkte + Alternative	5	0	0	0	5	0
	Total	85	8	5	2	100	

Offensiv	Liquidität	15	0	0	0	10	-5
	Obligationen	12	0	0	3	15	0
	Aktien	47	5	5	3	65	+5
	Rohstoffe	0	0	0	0	0	0
	Immobilien	5	0	0	0	5	0
	Strukt. Produkte + Alternative	5	0	0	0	5	0
	Total	84	5	5	6	100	

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.

Weitere Rahmenbedingungen

Referenzwährung: Schweizer Franken (CHF)

Währungsanteile:

CHF (Referenzwährung)	min. 50 %
EUR, USD	max. je 20 %
GBP	max. 15 %
Übrige	max. 20 %
	(pro Währung max. 10 %)

Bei den Anlagekategorien sind Abweichungen von +/- 5 % möglich.

Die geopolitischen Turbulenzen im 4. Quartal haben die Aktienmärkte stark belastet. Der SMI hat in dieser Zeit über 7 % verloren. Dies ist der grösste Teil des Jahresverlustes von 11.36%. Auch die anderen Märkte weltweit waren vom «Ausverkauf» betroffen. Einmal mehr zeigte sich die hohe Nervosität der Anleger. Die Negativspirale hat voll auf die Performance unserer Portefeuilles durchgeschlagen. Wir müssen nach einem glänzenden 2017 die Tatsache einer negativen Entwicklung der Portefeuilles akzeptieren.

Der politische Einfluss darf nicht unterschätzt werden. Auch wenn sich die Konjunktur auf robusten Beinen befindet. Wir erwarten, dass die angespannte geopolitische Lage (USA Shutdown, Italien, Brexit, Handelsstreit USA/China usw.) auch im nächsten Jahr das Wirtschaftswachstum schwächen wird. Die Aktienmärkte werden weiterhin Schwankungen unterworfen sein. Die «Trumpschen» (unüberlegten) Schnellschüsse sowie die dauernden Wechsel innerhalb der amerikanischen Regierung tragen nicht zur Beruhigung der Situation bei.

Die erwartete Zinserhöhung durch die amerikanische Notenbank im 4. Quartal 2018 ist erfolgt. Dies obwohl der amerikanische Präsident via seines Lieblingskommunikationsmittels «Twitter» eindringlich vor diesem Schritt gewarnt hatte. Der Markt erwartet die ersten, moderaten Schritte der EZB und der SNB im 4. Quartal 2019.

Aus taktischen Gründen haben wir in den Anlagekategorien «Ausgewogen» und «Wachstum» die Aktienquoten zu Lasten der Liquidität leicht erhöht.

Wir wünschen Ihnen einen guten Start in ein gesundes neues Jahr mit vielen schönen Momenten und danken Ihnen für Ihr Vertrauen.