

AquilaMonitor



sensus**PLUS**

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



April 2019

Inhalt:

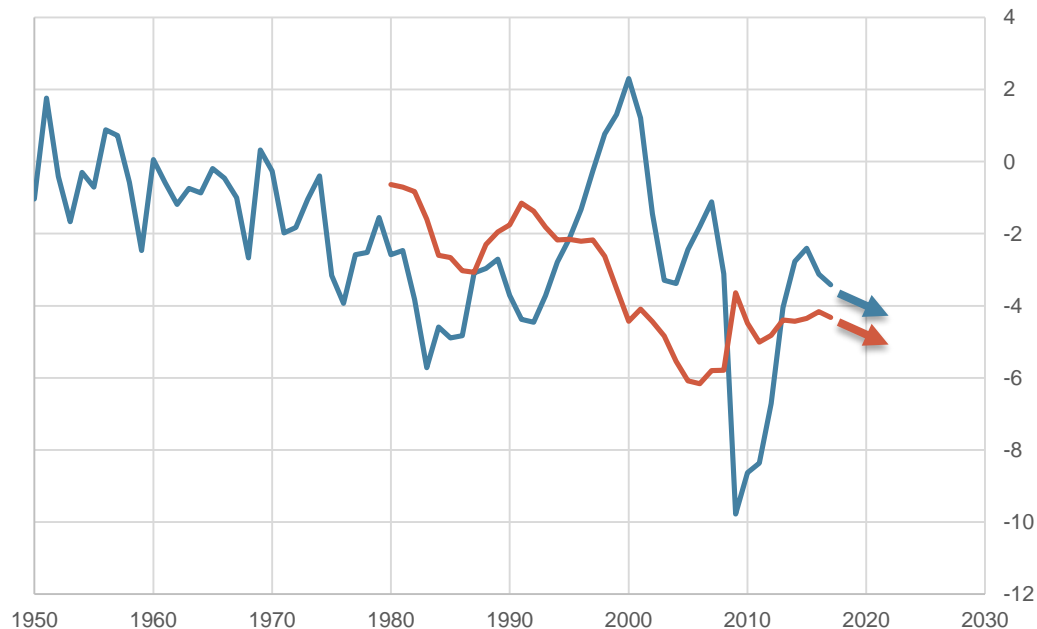
Executive Summary | Makroökonomische Beurteilung | Anlageklassen | Anlagestrategie 2. Quartal 2019



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: 1.3%, China: 5.9%, Japan: 1.0%, Grossbritannien: 1.3%.
- Die Wachstumsabschwächung konzentriert sich auf die verarbeitenden Sektoren. Die Dienstleistungssektoren können sich noch vergleichsweise gut halten.
- Wir rechnen bis Ende 2019 mit maximal einer weiteren Zinserhöhung der FED.
- Die EZB wird die Leitzinsen voraussichtlich erst im nächsten Jahr anheben.
- Die US-Zinskurve signalisiert eine Abschwächung der Wirtschaft.
- Die Kreditspreads von Unternehmensanleihen sind deutlich zurückgekommen.
- Sollten die Wirtschaftszahlen nicht markant besser werden, dürfte die Luft für die Aktienmärkte dünn werden.
- Taktisch werden sich aber Opportunitäten in überverkauften Situationen eröffnen.
- Gold tendiert freundlich aufgrund revidierter Erwartungen, was Zinserhöhungen und den US Dollar betrifft.

Handelsbilanzdefizit und Staatsdefizit USA in % des BIP seit 1950



Quelle: Thomson Reuters, Datastream

Zwillingsdefizite in den USA

- Das Wachstum in den USA hat sich qualitativ verschlechtert. Sowohl das Leistungsbilanz- als auch das Handelsbilanzdefizit haben sich spürbar ausgeweitet.
- Dies bedeutet, dass der Staat und der US-Konsument über ihre Verhältnisse leben und die Unternehmungen zu tiefe Steuern bezahlen.
- Gewöhnlich führten diese Zwillingsdefizite zu einer Abschwächung des US-Dollars.
- Die Wachstumsschwäche des «Rests der Welt», der deutliche Zinsvorsprung des Dollars sowie die expansivere Zentralbankpolitik der EZB (Zinserhöhung nicht vor 2020 und zusätzliche Notkredite an das europäische Bankensystem) reduzieren derzeit noch das Abwärtsrisiko des Dollars.
- Während der Weg bis zu einer Rezession in den USA aufgrund der guten Ausgangslage weit ist, befinden sich Teile des Eurolandes bereits in der Rezession. Über die kommenden Monate könnte sich das Wachstum des Eurolandes jedoch leicht erholen und zu einem stärkeren Euro führen.
- Das hohe Leistungsbilanzdefizit der USA dürfte bewirken, dass die Administration Trump auch in Zukunft eine aggressive Aussenhandelspolitik betreiben wird. Wie bereits oft an dieser Stelle erwähnt, entwickelt sich der US-Staatshaushalt immer mehr zu einem Sanierungsfall.

Konjunktur

Vorlaufindikator der KOF für die Schweiz



Einkaufsmanagerindex für die Eurozone



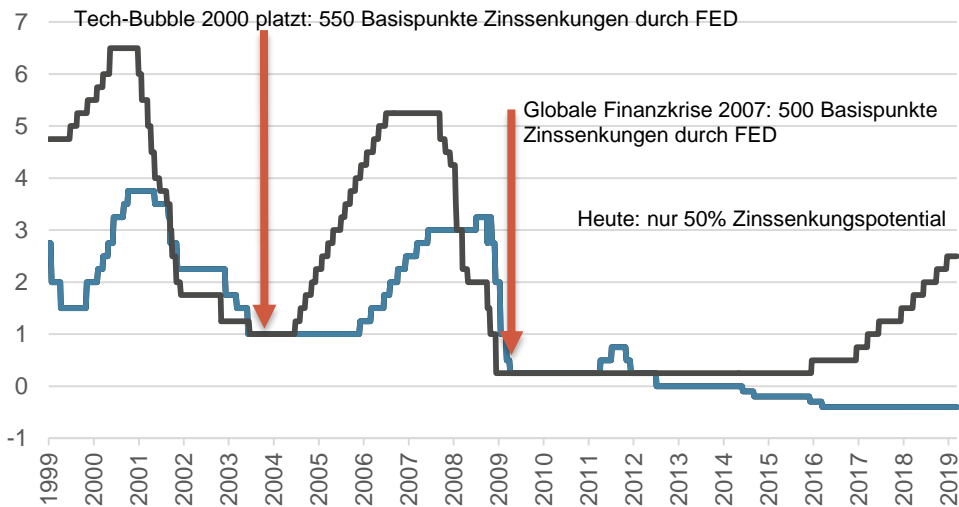
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Globales Wachstum kühlt sich ab

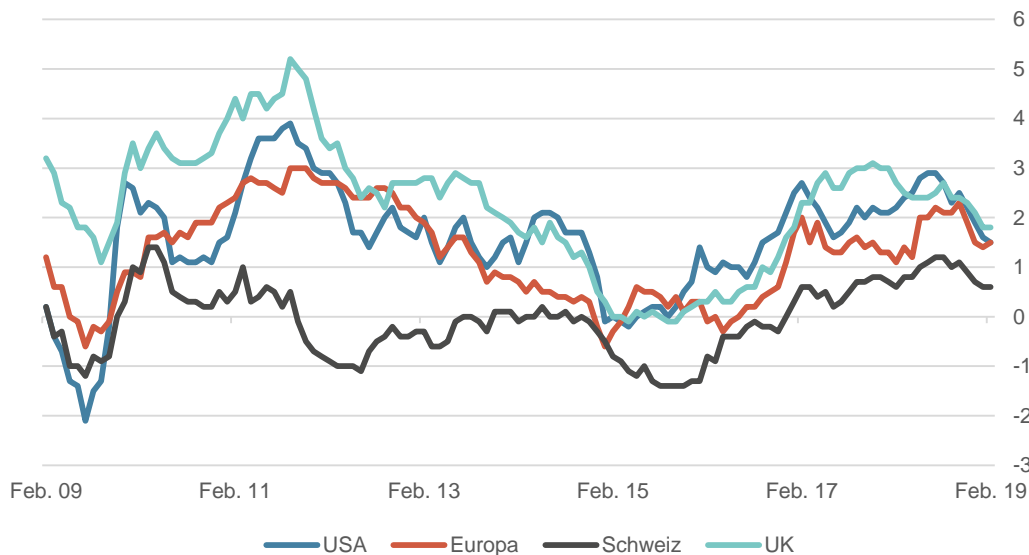
- Wir erwarten für 2019 ein Weltwirtschaftswachstum von 3.0%.
- In den USA gingen die Neubauverkäufe im Januar um 6.9% zurück (gegenüber Vormonat). Der Medianverkaufspreis sank gegenüber dem Vormonat auf 317'200 US-Dollar, im Vergleich zum Vorjahr ein Minus von 4%.
- Die Erstanträge für die Arbeitslosenhilfe lagen mit 229'000 gegenüber dem letzten Wert etwas höher. Es gibt zaghafte Indikatoren, dass der US-Arbeitsmarkt minimal an Schwung verloren hat. Er bleibt aber weiter in sehr guter Verfassung.
- Die USA können sich der Abkühlung der Weltwirtschaft nicht entziehen. Wir rechnen 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.
- Teile des Eurolandes, insbesondere industrielle Sektoren in der Peripherie, befinden sich derzeit in einer Rezession. Auf der anderen Seite zeigen sich die Dienstleistungssektoren weiterhin von der starken Seite. Wir rechnen mit einem Rückgang des Wachstums des Eurolandes auf 1.0%.
- IFO, einer der wichtigsten Vorlaufindikatoren für die deutsche Wirtschaft, liegt mit 99.6 im Vergleich zum Vormonat (98.5) deutlich höher – ein mögliches Zeichen für wieder stabileres Wachstum.
- Die Schweiz kann sich der weltweiten Konjunkturverschlechterung nicht entziehen und ist durch die Probleme in Europa besonders betroffen. Die Produzenten- und Importpreise sind wieder rückläufig, im Vergleich zum Vorjahr fielen diese um 0.7%. Damit herrschen in der Schweiz wieder deflationäre Tendenzen.
- Die Wahrscheinlichkeit, dass ein neues Brexit-Referendum zustande kommt oder ein vertraglicher Ausstieg kurz vor Ende der noch zu gewährenden Fristverlängerung angenommen wird, schätzen wir auf 70%. Die enormen Unsicherheiten bewirken zwischenzeitlich, dass die Investitionen im Vereinigten Königreich zusammengestrichen werden. Durch die starke Unterbewertung des britischen Pfundes bleibt die preisliche Wettbewerbsfähigkeit aber hoch.
- Um eine gute Ausgangslage bei den Verhandlungen mit den USA zu haben, hat China bereits stimulierende Massnahmen implementiert. Im Vergleich zur Vergangenheit fielen diese jedoch bis jetzt eher bescheiden aus. China hat das offizielle Wachstumsziel auf 6.0%-6.5% gesenkt.

Geldpolitik

Leitzinsen der FED und der EZB seit 1999



Inflationsraten weltweit rückläufig



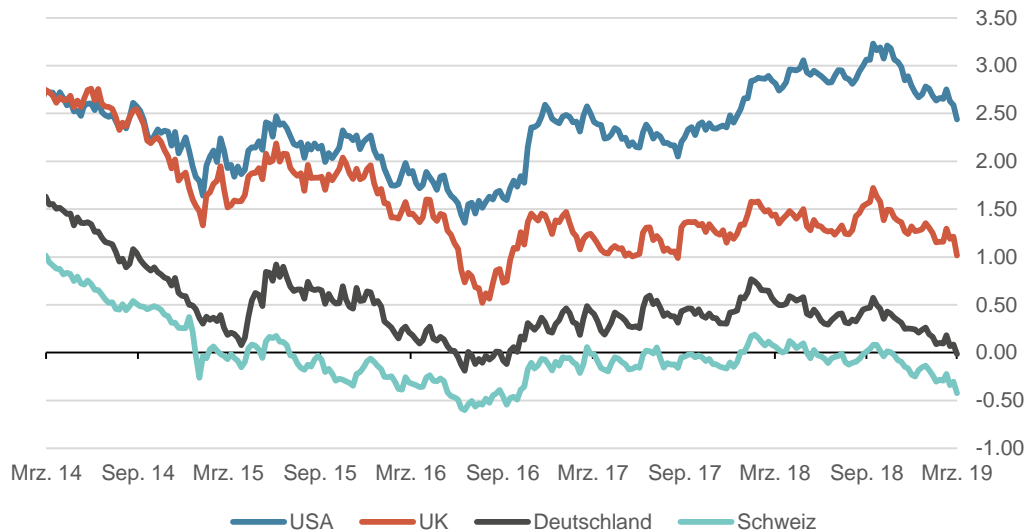
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Geldpolitische Normalisierungsversuche vorerst gestoppt

- Aufgrund der spürbaren Wirtschaftsabschwächung hat die FED vorerst ihre geldpolitische Normalisierungspolitik von Autopilot auf «datenabhängig» umgestellt. Vermutlich dürften jedoch die Kapitalmärkte den Ausschlag gegeben haben. Die FED wollte nicht, dass sich US-Aktien markant abschwächen. Im Klartext bedeutet dies, dass die zukünftige Geldpolitik der FED auch abhängig von den Finanzmärkten sein wird. Es scheint ganz so, als habe sich die FED selbst ein zusätzliches neues Mandat gegeben: grössere Einbrüche an den US-Aktienmärkten zu verhindern.
- Konkret hat die FED kommuniziert, dass sie ab Mai die Bilanzreduktion verlangsamen und im September endgültig einstellen wird. Die Leitlinien der FED sehen auch keine weitere Zinserhöhung in diesem Jahr vor.
- Dennoch halten wir eine weitere Zinserhöhung für möglich, insbesondere dann, wenn sich die Konjunkturindikatoren stabilisieren. Eine erneute Kehrtwende der FED sollte also nicht ganz ausgeschlossen werden, die FED hat noch nicht endgültig «kapituliert».
- Die Konjunktur im Euroland ist so schwach, dass die EZB wieder langfristige Notkredite (TLTRO) an das europäische Bankensystem vergeben wird. Die EZB hat bereits bestätigt, dass der gegenwärtige Wirtschaftsabschwung stärker und breiter ist, als ursprünglich erwartet und ihre Wachstumsprognose für das Euroland markant von 1.7% auf nur noch 1.1% gesenkt. Entsprechend wird die EZB frühestens 2020 an der Zinsschraube drehen können.
- Die SNB wird die Leitzinsen erst erhöhen können, wenn die EZB bereits ihre Leitzinsen erhöht hat. Damit kann frühestens 2020 gerechnet werden.
- Die BOE dürfte ihre Zinsen vermutlich erst im nächsten Jahr anheben, und auch nur dann, falls ein geordneter Brexit gelingen sollte.
- In China halten wir eine noch expansivere Geldpolitik für wahrscheinlich. Auch im Euroland schliessen wir diese nicht mehr aus, falls sich der Abschwung in Italien beschleunigen sollte, oder die USA ihren Handelskrieg mit der Europäischen Union verschärfen würden.
- Derzeit entzieht die FED durch ihre Bilanzverkürzung um monatlich 50 Mrd. US-Dollar mehr Liquidität, als von der BOJ neu geschaffen wird. Dies dürfte sich jedoch in den nächsten Monaten ändern, da die FED ihre Bilanzverkürzung beenden dürfte.
- 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.

Anlageklassen – Anleihen / Aktien

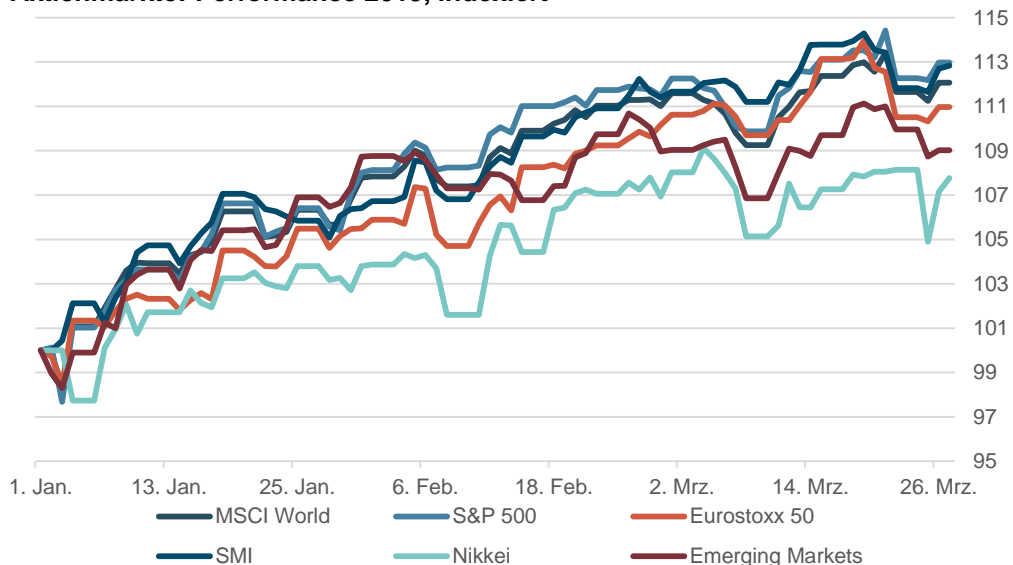
10-jährige Staatsanleihen, wichtigste Märkte, 5 Jahre, Renditen in %



Weiss die FED mehr?

- Die global nachlassenden Makrozahlen haben zu einer erneuten Verflachung, teilweise sogar einer Inversion der US-Zinskurve geführt. Gestützt wurde diese Entwicklung auch durch die sehr vorsichtigen und zurückhaltenden Äusserungen der FED bezüglich der Entwicklung des Weltwirtschaftswachstums. Die Betonung der Risiken für das Wachstum sowie die Tatsache, dass die Inflation weiterhin nicht anzieht, liessen die Marktteilnehmer US-Treasuries kaufen.
- In Europa ist die Tendenz ebenfalls deutlich zu erkennen: Die Renditen gingen sowohl im Kern als auch in der Peripherie der Eurozone deutlich zurück. Auch hier spielte die Kommunikation der EZB insofern eine Rolle, als dass sie auf die schwächeren Aussichten für das Wachstum verwies und betonte, in ihrem «Instrumentenschrank» befänden sich noch weitere «Werkzeuge», um stützend auf die Konjunktur einzuwirken.
- Im Kern zeigt sich einmal mehr, wie die Zentralbanken ihr implizites drittes Mandat – die Stützung der Finanzmärkte – umsetzen und diesem zu Wirksamkeit verhelfen.

Aktienmärkte: Performance 2019, indiziert



Kommt die Korrektur?

- Aktuell halten wir eine neutrale Aktienquote und haben vereinzelt Gewinne mitgenommen. Es ist gerade aufgrund der explosiven Entwicklung in den letzten 2 Monaten die Nachhaltigkeit dieser Bewegung in Frage zu stellen. Die Makrodaten und auch die Entwicklung des Gewinnwachstums bei den Unternehmen zeigen nach unten und deshalb scheint uns, dass die Börse kurzfristig etwas «die Orientierung verloren» haben könnte.
- Ein Blick auf die Statistik der Fund Flows verrät uns einiges über die Zusammensetzung des Marktes. Während die Hedgefonds und CTA's sehr früh im Januar aus ihren Short-Positionen in Long-Positionen wechselten, waren Retail-Investoren während den ersten 10 Wochen des Jahres Verkäufer. Wie sich aus der Statistik für die ETF-Flows gut ablesen lässt, sind sie seit Mitte März als Käufer zurückgekehrt. Man kann geteilter Meinung sein, ob das Timing dieser Investorengruppe optimal ist.
- Für die Börsen werden in den kommenden Wochen zwei Dinge wichtig sein: Werden die Makrodaten weiter nachlassen (insbesondere in den USA) dürften die Börsen daran zu beissen haben. Ebenso schwierig könnte es werden, falls die kommende Berichtssaison für die Unternehmen die Erwartungen nicht erfüllen würde.

Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anlageklassen – Währungen und andere Anlagen

EUR/USD, 2 Jahre



Euro etwas schwächer

- Die Ankündigungen sowohl der FED wie auch der EZB hatten nur einen sehr geringen Einfluss auf den Verlauf der Währungen. Erst die enttäuschenden Zahlen der Einkaufsmangerindizes in Europa brachten den Euro unter Druck. Die Seitwärtsbewegung im Kanal zwischen 1.12 und 1.16 im EUR/USD scheint vorerst aber weiterzugehen.
- Dasselbe gilt auch für den USD/CHF. Beide als sichere Häfen geltende Währungen verlaufen seit Monaten seitwärts. Dieser Trend dürfte weiter anhalten. Einerseits würde die Defizitentwicklung in den USA einen schwächeren US Dollar begünstigen, andererseits ist die Zinsdifferenz immer noch gross bzw. auch die Unsicherheit zu gering um Investoren wieder in den Schweizer Franken zu treiben.
- Das Britische Pfund konnte sich etwas erholen, nachdem eine Verschiebung der Brexit-Deadline in Aussicht gestellt wurde. Im Moment gibt es viele Optionen über den weiteren Verlauf des Brexits. Kurzfristig könnte das Pfund jederzeit wieder unter Druck kommen, langfristig ist die Bewertung aufgrund der Kaufkraftparität interessant.

Goldpreis pro Unze, in USD, 2 Jahre



Gold freundlich

- Die US-Inflationserwartungen haben seit Jahresbeginn wieder zugelegt und unterstützen ebenso wie der Rückgang der US-Realzinsen den Goldpreis. Ebenfalls hilfreich wirkte der etwas schwächere US-Dollar. Auch das Wiederaufflackern der Spannungen im mittleren Osten wirkte beim Preis des gelben Metalls in dieselbe Richtung.
- Ein Überschreiten der Marke von USD 1350 könnte charttechnisch als Ausbruch nach oben aus einem Trendkanal interpretiert werden.
- Die Entwicklung des Rohölpreises korrelierte im Dezember/Januar stark mit dem Geschehen an den Aktienmärkten. Auch hier waren Ende 2018 «Liquidationsverkäufe» zu beobachten. Und ebenso wie bei den Aktien hat auch hier der Preis in 2019 deutlich angezogen.
- Nebst diesen technisch bedingten 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. Zudem hat Saudi-Arabien jüngst signalisiert, dass die temporären Förderkürzungen auf längere Frist in Kraft bleiben könnten.

Quelle: Bloomberg Finance L.P.



Anlagestrategie 2. Quartal 2019

sensusPLUS

Sitzung Anlageausschuss vom:
27.03.2019

Region						Total	+/-
Europa	Nordamerika	Asien	Uebrige				

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

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

Offensiv	Liquidität	15	0	0	0	10	o
	Obligationen	12	0	0	3	15	o
	Aktien	47	5	5	3	65	o
	Rohstoffe	0	0	0	0	0	o
	Immobilien	5	0	0	0	5	o
	Strukt. Produkte + Alternative	5	0	0	0	5	o
	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.

Wir hoffen, Sie sind gut ins neue Jahr gestartet. Die Aktienmärkte jedenfalls hatten ein euphorisches 1. Quartal 2019. Nach dem schwachen Jahresende 2018 hat dies wohl manchen Anleger versöhnt. Der SMI, aber auch andere Aktienindizes, haben im bisherigen Jahresverlauf um mehr als 10 % zugelegt. Nur wenige Quartale in der über dreissigjährigen Indexhistorie waren besser.

Massgeblicher Treiber der erfreulichen Kursentwicklung waren die Währungshüter: Sowohl in Europa als auch in den USA wurden die Leitzinserhöhungen nach hinten verschoben. Zudem hat die US-Notenbank entschieden, den Rückbau der Bilanz zu verlangsamen und im Herbst vorerst ganz zu beenden.

An der geopolitischen Lage hat sich im 1. Quartal praktisch nichts verändert. Beim «Brexite» ist noch kein Trend voraussehbar. Die Handelsgespräche zwischen der USA und China dauern weiter an. Italien ist in einer Rezession und die Verschuldung der USA wächst weiter und weiter.

Der Anlagenotstand bei den Anleihen verschärft sich weiter. Die Aussicht auf eine lockerere Geldpolitik der grossen Notenbanken sowie Konjunktursorgen lassen die Verzinsungen von Anleihen weltweit schmelzen. Das Angebot an positiv verzinsten Obligationen sinkt weiter.

Die zunehmende Nervosität der Anleger sowie die überhöhte Erwartungen bei den Unternehmensergebnissen können zu grösseren Schwankungen bei den Aktienpreisen führen. Wir belassen jedoch unsere Strategie im Moment unverändert. Eine Anpassung im Laufe des 2. Quartals ist aber durchaus möglich.