AquilaMonitor

Unabhängig, diszipliniert, transparent. Und eine Spur persönlicher

September 2023

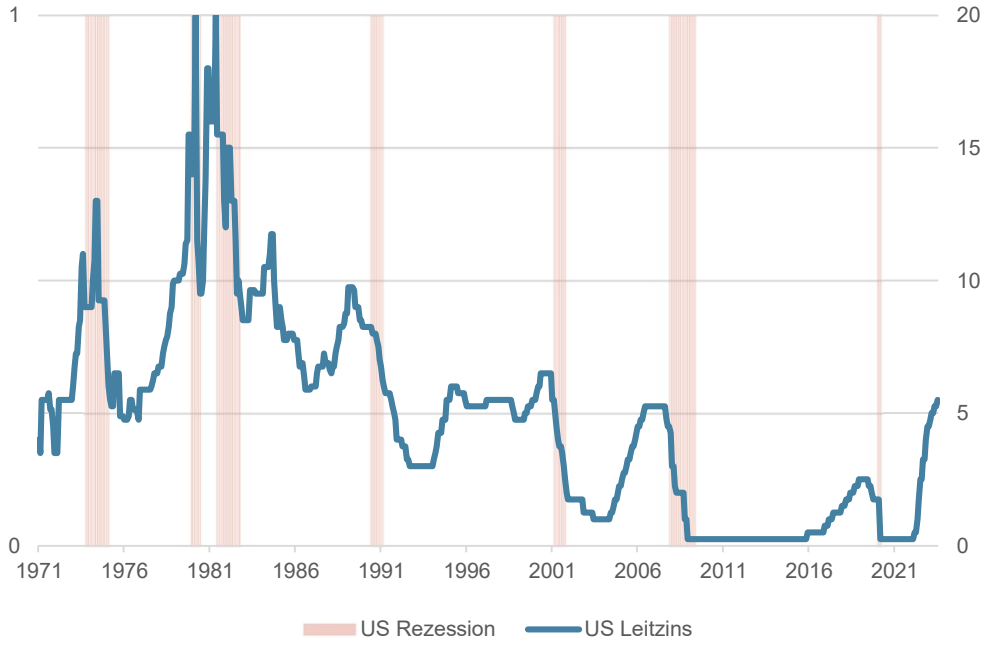
Inhalt:
Executive Summary | Makroökonomische Beurteilung | Anlageklassen

Executive Summary

- Eine massive Zinserhöhung in Kombination mit einer inversen Zinskurve haben in den USA in der Vergangenheit immer zu einer Rezession geführt. Beides trifft aktuell zu. Eine Aussage über die Schwere der Rezession kann daraus aber nicht abgeleitet werden.
- Die Wirtschaft befindet sich in den USA in einer beneidenswert starken Verfassung. In China (zweitgrösste Volkswirtschaft) und in Deutschland (viertgrösste) ist die aktuelle Lage aber auch der Ausblick deutlich eingetrübt und drohen weitere Regionen zu kontaminieren.
- Auch ob der etwas schlechteren konjunkturellen Aussichten dürften die wesentlichen Notenbanken am Ende des Zinserhöhungszyklus angekommen zu sein. Nach den starken Zinsanhebungen haben die Notenbanken ausreichend Handlungsspielraum, eine Rezession abzufedern. Die Zinsen dürften aber angesichts der Inflation länger höher bleiben.

- Die Renditen der Bondmärkte tendieren nach oben.
- Die Aktienmärkte haben seit Jahresbeginn fast überall eine freundliche Tendenz gezeigt.
- Der US-Dollar legt ewas zu, vor allem gegen den chinesischen Yuan.
- Gold kämpft mit der 200-Tages-Linie.

Fed Fund Rates (US-Leitzins) und Rezessionsphasen (seit 1970)



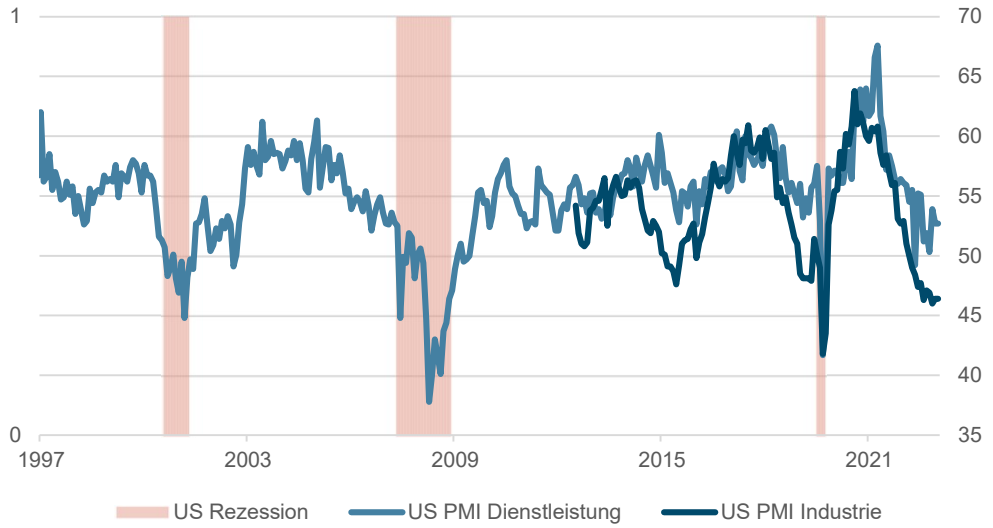
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Keine, weiche oder harte Landung?

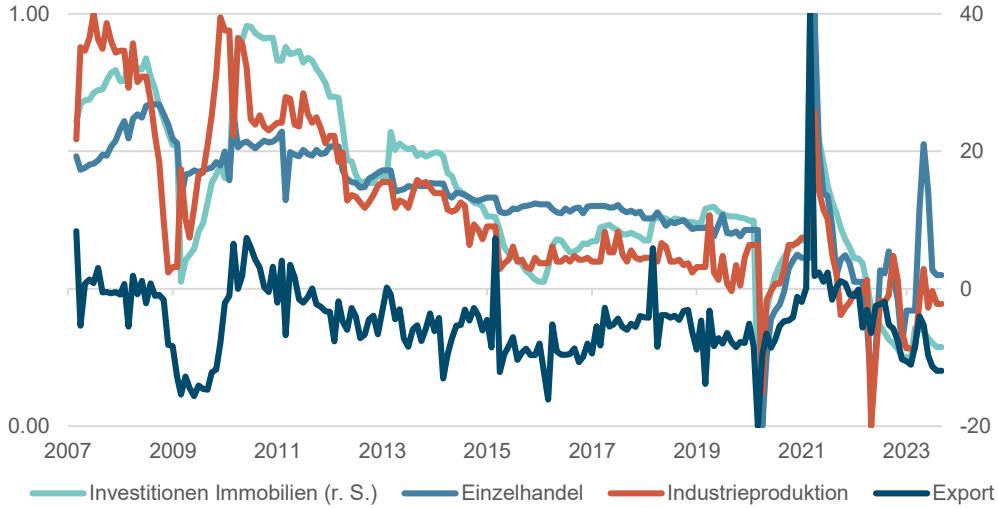
- Die Fed hat ihren Leitzins innert 18 Monaten von 0.25 auf 5.5% massiv angehoben. Dies ist eine der heftigsten Anpassungen mit Ausnahme der Hochzinsphase der 70er-Jahre des letzten Jahrhunderts. Sowohl damals wie auch heute wurden die Massnahmen zur Bekämpfung einer unerwünscht hohen Inflation ergriffen.
- Das robuste BIP-Wachstum und eine hartnäckige Kerninflation mit drohenden Zweitrundeneffekten gepaart mit starken Zahlen aus dem Arbeitsmarkt wird für eine gemächlichere Gangart der Fed zusehends zur Belastungsprobe. Obwohl wir uns mit dosierten Anpassungen dem Ende des Zinserhöhungszyklus nähern, sind weitere Zinserhöhungen nicht auszuschliessen.
- Mit Ausnahme der Zinserhöhungen von 1984 und 1995 haben alle übrigen Zinserhöhungszyklen zu einer Rezession geführt.
- Wodurch unterscheiden sich diese beiden Zeitabschnitte von allen übrigen Phasen der Leitzinserhöhungen? Während diesen beiden Perioden haben die Zinskurven (10 Jahre - 2 Jahre) nicht invertiert (vgl. weiter hinten). Invertierten die Zinskurven hingegen, kam es in den letzten 50 Jahren immer zu einer Rezession. Die Inversion der Zinsen ist diesmal mit rund 100 Basispunkten so deutlich ausgefallen wie zuletzt anfangs der 80er-Jahre.
- Die Fed hat aber aus den Fehlern der Vergangenheit gelernt und zu Beginn des Anhebungszyklus kräftig erhöht und ist nun zur Feinsteuerung übergegangen. Dies könnte die Grundlage für eine sanfte Landung bilden, was aber nicht unserem Basisszenario entspricht.
- Das schiere Ausmass der Zinserhöhung und der Zeitversatz zur Wirkungsentfaltung der geldpolitischen Straffung lassen uns an einem optimischen Szenario zweifeln. Der vollumfängliche Effekt dürfte erst 2024 eintreffen.
- Darüber hinaus befinden sich mit China und Deutschland zwei grosse Volkswirtschaften in einer unkomfortablen wirtschaftlichen Lage und trüben die globalen Wachstumsaussichten.
- Die positiven Einschätzungen der verschiedenen Exponenten der Notenbanken zur Konjunktur sind nachvollziehbar, müssen aber wohl als Zweckoptimismus abgetan werden. Zahlreiche Fakten sprechen für eine Rezession in den USA und somit auch global - obwohl sie bisher zeitlich immer weiter nach hinten verschoben wurde.

Konjunktur

US-Einkaufsmanagerindizes vs. US-Rezession (seit 1997)



China: Industrieproduktion, Export und Immobilienvolumen und Einzelhandel (16 J.)



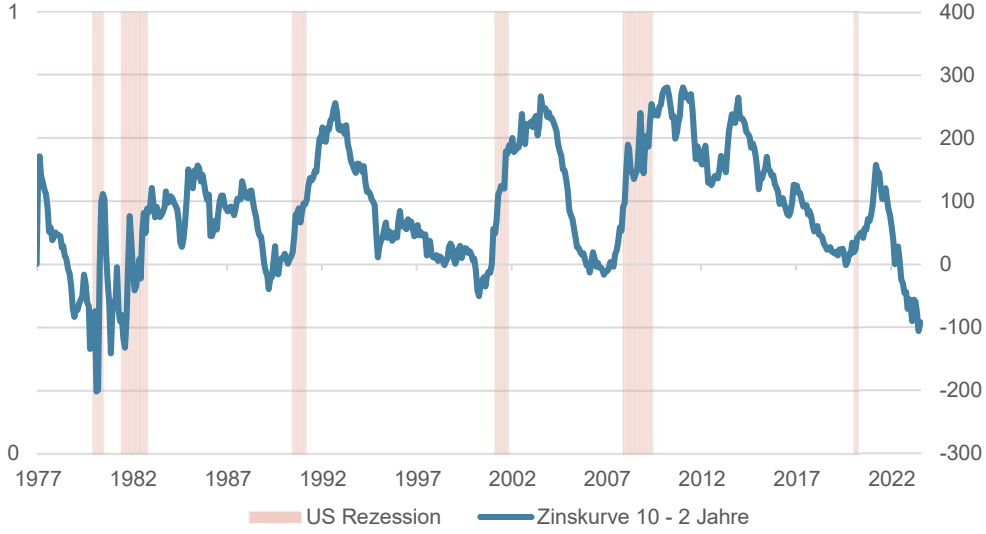
Quelle: Bloomberg Finance L.P. (Einzelhandel, Industrieproduktion, Export normalisiert, l.S.)

Zweischneidig: USA vs. Rest, Industrie vs. Dienstleistung

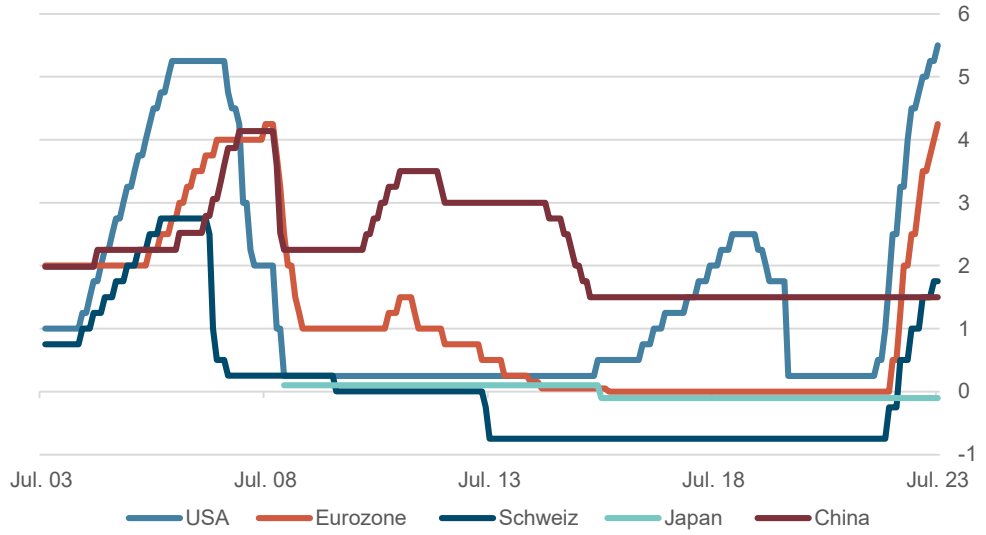
- Die amerikanische Wirtschaft strotzt vor Zuversicht gestützt auf immer neuen Staatsausgaben und einem kräftigen Konsum auf Kredit.
- Ökonomen haben im August ihre annualisierten Wachstumsschätzungen für die USA für die zweite Jahreshälfte deutlich angehoben: 3Q von 0.5% auf 1.8% und 4Q von -0.4% auf +0.4%. Hingegen wurden die Schätzungen für 2024 leicht gesenkt.
- Die Arbeitslosigkeit sinkt wieder auf 3.5% in die Nähe des Langzeittiefstwertes von 3.4%. Allerdings sinken die freiwilligen Stellenwechsel auf ein Dreijahrestief. Aber auch die Entlassungen sind von über 100'000 Stellen im Januar auf rund 24'000 im Juli gesunken. Der Arbeitsmarkt bleibt somit (vorerst) sehr robust.
- Die Umfragewerte bei den Einkaufsmanagern liegen für die Industrie und dem Dienstleistungsbereich deutlich auseinander. Wenn in der Vergangenheit der Industriewert auf das aktuelle Niveau zurückfiel, kam es üblicherweise zu einer Rezession - wie auch auf Seite 2, insbesondere wenn die Zinskurve invers war.
- Deutschland, die viertgrösste Volkswirtschaft weltweit, ist der kranke Mann in Europa. Dies manifestiert sich in den vorläufigen Einkaufsmanagerzahlen für den August und erfasst neben der Industrie nun auch den Dienstleistungssektor und dies auch in weiteren Regionen.
- Deutschland und die USA sind die grossen Exportpartner der Schweiz und halten sich vorerst noch die Waage. Die Exporte und Importe fallen in der Schweiz im Juli und sind Vorboten für eine Konjunkturflaute.
- China, die zweitgrösste Volkswirtschaft nach den USA und vor Japan, befindet sich in einer äusserst unkomfortablen Lage. Country Garden und Evergrande, zwei der grossen Entwickler von Immobilienprojekten, leiden unter der Immobilienkrise und drohen diese noch weiter zu befeuern, nachdem Evergrande in den USA um Gläubigerschutz unter Chapter 15 ersucht hat. Im Finanzbereich gehen die Wellen hoch, nachdem Zhongzhi Enterprise Group, eine grosse Schattenbank, in Zahlungsrückstand für mehrere tausend Investoren und auf dutzenden Produkten geraten ist. Das Vertrauen von Investoren und Konsumenten leidet.
- Ob der massiven Schwierigkeiten enttäuschen die Zinssenkungen der chinesischen Notenbank.

Geldpolitik

USA: inverse Zinskurve (10 - 2 Jahre, seit 1977)



Leitzinsen der führenden Notenbanken (20 Jahre)



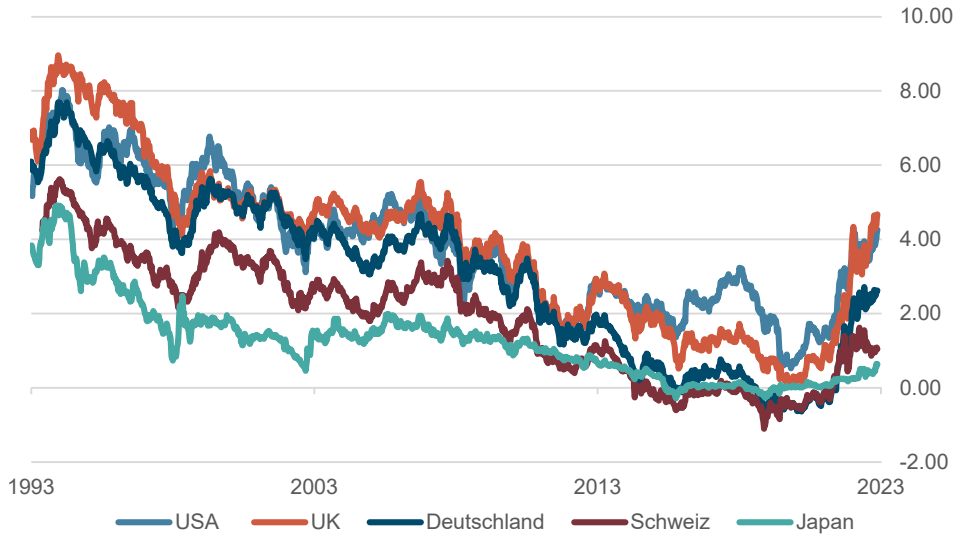
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Mehrjahres Höchstwerte bei Zinsen auf 10-jährige Staatsanleihen

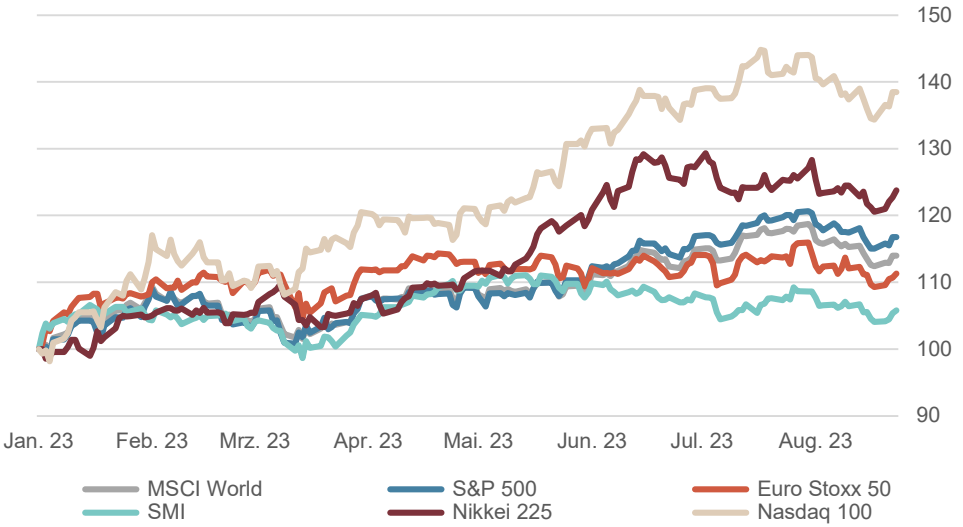
- Die Zinsen sind in den letzten Wochen insbesondere in den USA und Grossbritannien deutlich gestiegen und haben neue 15-Jahreshochs erreicht.
- In den USA mag die jüngste Herabstufung durch Fitch von AAA auf AA+ mitverantwortlich für den Anstieg sein. Ergänzend tragen eine resistente, gut laufende Wirtschaft, die nach wie vor zu hohe Inflation und die Befürchtung, dass die Fed die Geldpolitik weiter straffen könnte, das Ihre dazu bei.
- Vom 14. bis 22. September tagen die Notenbanken (EZB, Fed, BOE, SNB und BOJ, in dieser Reihenfolge) und werden ihre Zinsentscheide fällen.
- Weitere Zinserhöhungen sind insbesondere von der EZB, der BOE - wo die Inflation weiter unerwünscht hoch ausfällt - und eventuell auch der SNB möglich. Die Fed dürfte pausieren. Wirtschaftsdaten wie die schlechten Einkaufsmanagerindizes spielen hier das Zünglein an der Waage und haben die Zinsen wieder sinken lassen.
- Die Überprüfung der Geldpolitik durch die BOJ dürfte in den kommenden Monaten zu einer Abkehr von der Zinskurvensteuerung und zur ersten Zinserhöhung seit über 15 Jahren führen. Die Zinsen auf 10-jährigen Staatsanleihen haben bereits auf gegen 0.7% und ein 10-Jahreshoch angezogen. Nur das ganz kurze Kurvenende bis 2 Jahre weist noch eine leicht negative Rendite auf.
- Die Peoples Bank of China lockert ob der wirtschaftlichen Unbill ihre Geldpolitik dosiert. Die Probleme können damit allerdings nicht gelöst werden, dafür sind diese zu weitreichend und schwerwiegend - zudem erfordern sie zur Behebung Zeit.
- Auf dem BRICS-Gipfel wurde entschieden die Gruppe ab 2024 um sechs Länder zu erweitern (Argentinien, Äthiopien, Ägypten, Vereinte Arabische Emirate, Saudi-Arabien und der Iran). Die Konzentration von Rohstoffen, insbesondere beim Erdöl, kann zum politischen Druckmittel werden. Mit der Erweiterung stellt sich aber die Frage nach der Beschlussfähigkeit der erweiterten Gruppe von autoritären Machthabern.
- Auf dem Notenbank-Treffen in Jackson Hole signalisiert Christine Lagarde von der EZB ein Festhalten an der restriktiven Geldpolitik, hält sich aber für den nächsten Entscheid alle Optionen offen. Jerome Powell von der Fed will die kommenden Schritte mit Vorsicht treffen, was wohl auf weitere Pausen hindeutet. Weitere Zinserhöhungen werden aber nicht ausgeschlossen. Der Kampf gegen die Inflation sei noch nicht gewonnen. Zinssenkungen wurden nicht erwähnt.

Anlageklassen – Anleihen / Aktien

10-jährige Staatsanleihen GB, USA, D, CH, JPN (30 Jahre)



Aktienmärkte: Performance seit 1.1.2023, indexiert, in Lokalwährung



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anleihen: Unruhe in den Bondmärkten

- Die Renditen der wichtigsten Staatsanleihenmärkte tendieren nach oben. Aktuell liegen die 10-jährigen Staatsanleihen in den USA bei knapp 4.2%, in Deutschland bei rund 2.7% und in der Schweiz bei rund 1.1%. Sie befinden sich zurzeit in der Nähe ihrer Jahreshöchststände und ein weiterer Anstieg würde die Investoren verunsichern, denn weit verbreitet ist die Ansicht, dass aus den Obligationenmärkten keine Störung der optimistischen Szenarien zu erwarten sei.
- Begründet wird nun diese Bewegung der Renditen nach oben einerseits mit der möglicherweise wieder anziehenden Inflation, aber auch mit dem kritischeren Blick der Ratingagenturen auf den Verschuldungsgrad, sowohl im staatlichen Sektor (USA), als auch in der Privatwirtschaft (Banken).
- Weiterhin ist auf allen wichtigen Zinskurven eine Inversion erkennbar, allerdings hat diese leicht nachgelassen. Die US-Zinskurve ist weiterhin deutlich invers, 2-jährige Staatsanleihen rentieren rund 0.9% besser als 10-jährige.
- Im Bereich der Unternehmensanleihen erachten wir deshalb weiterhin den kurzen bis mittleren Laufzeitenbereich aufgrund der höheren Renditen als attraktiver für neue Engagements.

Aktien: weiterhin freundlich

- Die Aktienmärkte haben seit Anfang des Jahres grosso modo eine freundliche Tendenz gezeigt. Dies erstaunt, wenn man sich der vielen Unsicherheiten bewusst wird, welche die Märkte potentiell belasteten und weiter belasten könnten.
- Im Vergleich der «Anlagestile» ist aber erkennbar, das die defensiveren «Value» Werte (Substanzaktien, Dividendentitel) hinterher hinken. Der Dow Jones Index liegt +5% zum Jahresbeginn, während der Nasdaq mit +30% auftrumpft: eine sehr gute Performance, die aber von nur ganz wenigen Titeln getragen wird. Die Marktbreite ist also äusserst gering, die Bewertungen teilweise sportlich. Auch in Europa scheint «Qualität» weiterhin weniger gefragt zu sein als «Wachstum», wobei der SMI mit +2% gegenüber dem DAX mit +13% das Nachsehen hat.
- Im Verlauf des Sommers sind die Märkte nun etwas in eine Seitwärtsbewegung übergegangen, was verschiedene Gründe haben könnte. So ist beispielsweise das sich abschwächende globale Wachstum wieder in den Vordergrund gerückt, aber auch die wieder überall ansteigende Staatsverschuldung beunruhigt, was in den USA zur Herabstufung durch die Agentur Fitch um eine Stufe geführt hat.
- Die Aktienmärkte blenden «die aufziehende leichte Bewölkung» grösstenteils noch aus und überraschen weiter mit ihrer Nonchalance. Sowohl der wieder restriktivere Ausblick der Zentralbanken, das potentiell rückläufige Wachstum und auch die geopolitische Lage bergen Risiken. Die implizite Volatilität in den Aktienmärkten hat sich weiter reduziert und bringt die sehr positiven Einschätzungen deutlich zum Ausdruck.

Anlageklassen - Währungen und andere Anlagen

USD/CHF, 1 Jahr

Währungen: USD freundlich, Yuan schwach

- Der US-Dollar hat jüngst wieder etwas freundlicher tendiert, der Dollar-Index (DXY) legte zu. Insbesondere gegenüber dem chinesischen Yuan wertete sich der USD deutlich auf. Dies als Folge der sich akzentuierenden Wachstumsschwäche in China und der mehrfachen Zinssenkungen dort.
- Die Teilnehmer am BRICS-Treffen konnten sich nicht zu einer neuen Organisationsform des Welthandels, unter Ausklammerung des USD durchringen. Der brasilianische Lula da Silva hat sich zu diesem Thema Putin und Xi entgegengestellt. Der Dollar wertet sich entsprechend auf und wird das Privileg als Weltwährung kaum auf absehbare Zeit abgeben – auch nicht aufgrund der BRICS-Erweiterung.
- Der Schweizer Franken bleibt weiter nachgefragt, was sich gegenüber allen Währungen äussert. EUR/CHF steht bei rund 0.9550. Übergeordnet gehen wir davon aus, dass sich der Franken aufgrund seiner strukturellen Vorteile gegenüber dem Euro weiter aufwerten wird.

Gold in $ pro Unze, 3 Jahre

Gold: steigende Realzinsen setzen Preis unter Druck

- Gold tendiert schwach aufgrund steigender USD-Realzinsen. Dabei wurde auch der psychologisch wichtige 200-Tages Durchschnitt nach unten durchbrochen. Der Preisanstieg seit Jahresbeginn befindet sich somit weiterhin in einer Konsolidierungsphase.
- Wir bleiben mittelfristig freundlich für das Gold gestimmt und halten an unserer Positionierung fest. In einem Szenario von sinkenden Renditen an den Obligationenmärkten (Rezession?) und stabiler struktureller Inflation wird sich Gold gut behaupten. Zudem könnte eine (nicht erwartete) Eskalation auf der geopolitischen Ebene für zusätzlichen Bedarf nach Sicherheit sorgen.
- Übergeordnet scheint das Thema «Vertrauen in die Fiat-Währungen» wieder vermehrt Beachtung zu finden. Würde dieses erodieren, wäre mit verstärkter Nachfrage nach Gold zu rechnen. Auch die Bemühungen von 41 BRICS+-Staaten, den USD als Ankerwährung für ihren Handel durch eine (möglicherweise) goldbasierte gemeinsame Abrechnungswährung zu ersetzen, sind für Gold sehr positiv.

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. Sämtliche Informationen werden ohne Mängelgewähr und ohne ausdrückliche oder stillschweigende Zusicherungen oder Gewährleistungen zur Verfügung gestellt. Diese Informationen und Ansichten dienen rein zu Informationszwecken und 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. Wir übernehmen keine Haftung für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der bereitgestellten Informationen und Ansichten. Soweit gesetzlich zulässig schliessen wir jede Haftung für direkte, indirekte oder Folgeschäden aus, einschliesslich entgangenen Gewinns, die aufgrund der publizierten Informationen entstehen.