

AquilaMonitor

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

August 2023

Inhalt:

Executive Summary | Makroökonomische Beurteilung | Anlageklassen



Executive Summary

- Rohstoffe könnten einen deutlichen Schub erfahren, der sich auf die Inflation durchschlagen dürfte. Nahrungsmittel und Energierohstoffe erleben einen Kursanstieg aufgrund von Sondereffekten (Krieg, Transportkosten/-wege, Wetterkapriolen und OPEC-Entscheide).
- Die lange prophezeite Rezession lässt weiter auf sich warten. Gründe dafür wie auch dagegen können ins Feld geführt werden. Wir gehen davon aus, dass sie verspätet eintreffen wird.
- Die Bilanzsummen der grossen Notenbanken dürften weiter reduziert werden. Da die Steuerung der Leitzinsen nun noch stärker von den Wirtschaftsdaten abhängig wird, ist die weitere Entwicklung zunehmend unsicher. Inflation und Konjunktur stehen für die weitere Geldpolitik im Fokus.
- Die Renditen der wichtigsten Staatsanleihenmärkte verharren weiterhin in einer Seitwärtsbewegung.
- Die Aktienmärkte blenden die fundamentale Lage aus und überraschen mit weiteren Kursavancen.
- Der US-Dollar hat jüngst deutlich schwächer tendiert. Dennoch sind die Diskussionen um die Berechtigung des US-Dollar als Leitwährung wieder verstummt. Der Schweizer Franken bleibt weiter gefragt.
- Gold tendierte reziprok zur Dollarschwäche und den sinkenden USD-Realzinsen seit anfangs Juli und hat sich wieder erholt. Wir bleiben mittelfristig weiterhin freundlich für das Gold gestimmt.

Strat. Ölreserven USA, US-Bohrtürme und OPEC-Fördermenge (seit 2007)



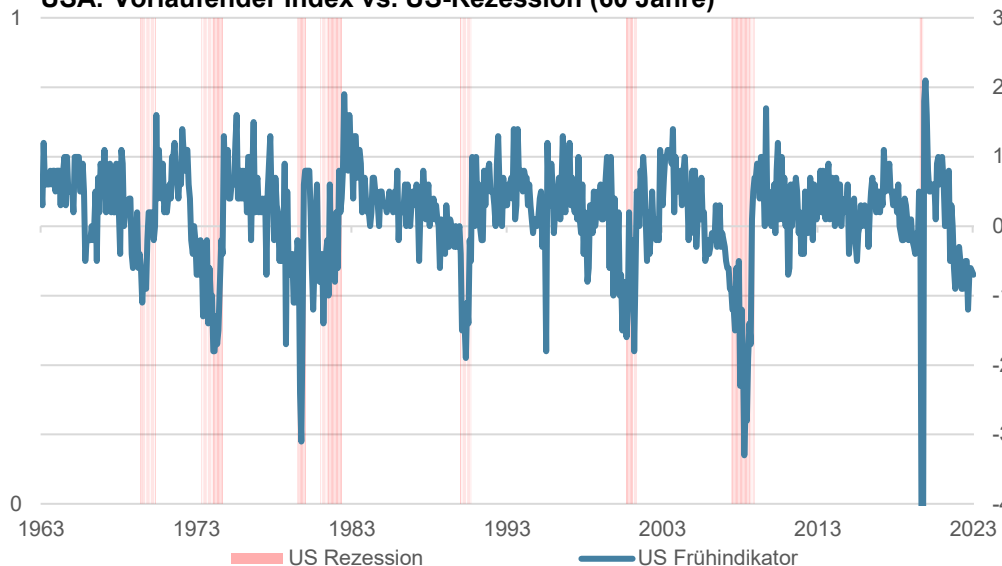
Quelle: Bloomberg Finance L.P., (Reserven, Bohrtürme, Fördermenge sind normalisiert [0,1], l. Skala)

Energiekrise «reloaded»

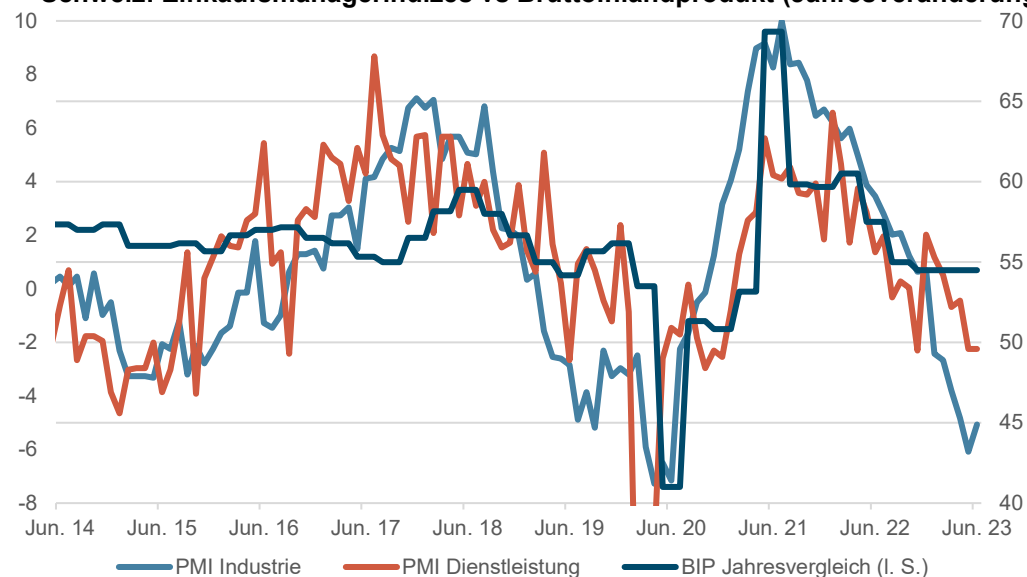
- Die Rohölpreise haben im März und Mai technisch einen doppelten Boden ausgebildet. Bei der Sorte WTI lag dieser Boden bei rund USD 65 pro Fass und bei der Sorte Brent bei rund USD 70. Aktuell notieren die beiden Rohstoffe bei USD 80 resp. USD 84.
- Die bis März sinkenden Notierungen sind auf die Fördermengensteuerung der OPEC+ (Organisation der erdölexportierenden Länder), die ausgebliebene Energiekrise im letzten Winter sowie bei der Sorte WTI auf die massive Reduktion der strategischen Erdölreserven der amerikanischen Regierung zur Angebotsausweitung und Preissteuerung zurückzuführen.
- Die strategischen Erdölreserven sind von rund 727 auf 370 Mio. Fässer (Stand März 2023) praktisch halbiert worden.
- Der Abbau auf beinahe ein 40-Jahrestief fand innert kürzester Zeit statt. Im Hinblick auf die Präsidentschaftswahlen kann Joe Biden immerhin ins Feld führen, dass die Benzinpreise nicht noch stärker gestiegen sind. Die strategische Sicherheit des Landes kann im Wahlkampf aber zu einem gefährlichen Thema werden. Sollten der Wiederaufbau der Reserven eingeleitet werden, wird dies nicht ohne zusätzlichen Preisschub umgesetzt werden können.
- Die Entwicklung der betriebenen Bohrtürme ist direkt mit den Rohölpreisen verbunden. Steigende Notierungen dienen als Starthilfe.
- Für die Energierohstoffe sehen wir für die kommende Heizperiode einen möglichen, nicht unerheblichen Preisschub. Weitere Rohstoffkategorien wie z.B. Agrarprodukte könnten ebenfalls einen zusätzlichen Auftrieb beisteuern.

Konjunktur

USA: Vorlaufender Index vs. US-Rezession (60 Jahre)



Schweiz: Einkaufsmanagerindizes vs Bruttoinlandprodukt (Jahresveränderung)



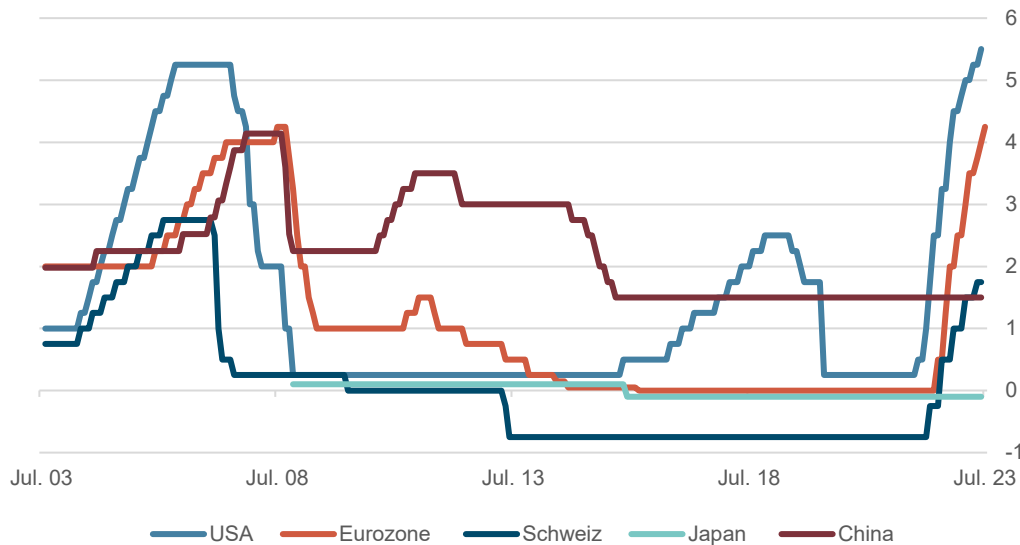
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Verzögerte Rezession

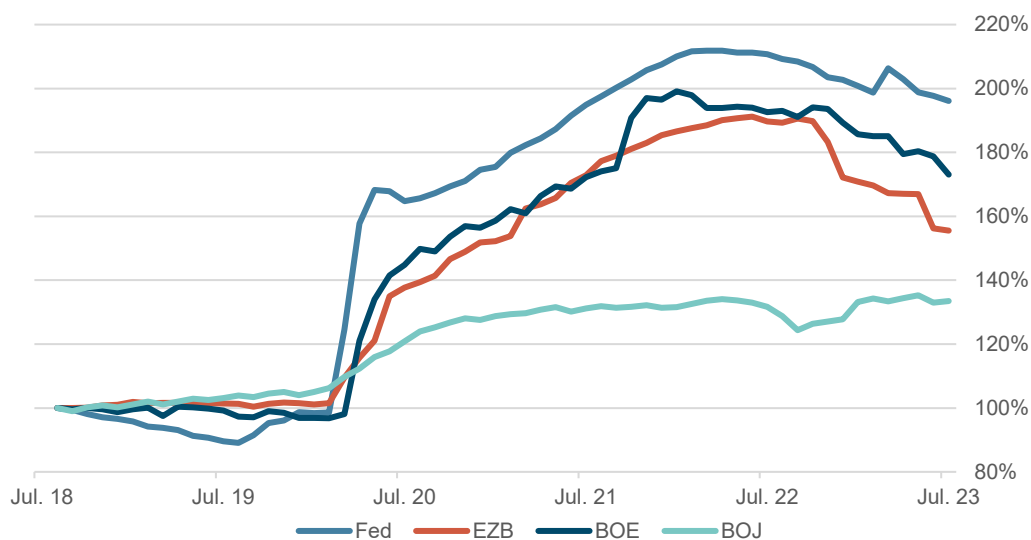
- Die lange prophezeite Rezession lässt weiter auf sich warten. Die Begriffe Soft Landing und Goldilock-Szenario stehen im Widerspruch zu einem zunehmend wachsenden Rezessionsrisiko.
- Gründe für das bisherige Ausbleiben einer Rezession sind: die Inflation fällt erwartungsgemäss, der Arbeitsmarkt ist ausgetrocknet, doch die Lohnkosten bleiben unter Kontrolle, die Konsumnachfrage ist robust und schliesslich zeigt sich der Häusermarkt in den USA und Europa überraschend resistent gegen die gestiegenen Zinsen.
- Im Gegenzug verhalten sich die Kerninflationen in allen Regionen hartnäckig und für die kommenden Monate könnte die Inflation aufgrund des kurzfristigen Basiseffektes nochmals steigen. Der überhitzte Arbeitsmarkt scheint sich zu beruhigen und die Lohnkosten stabilisieren sich – in den USA basierend auf den Stundenlöhnen bei rund 4.3%. Nach dem kräftigen Aufschwung in der ersten Jahreshälfte zeigt die globale Wachstumsdynamik erste Risse. Davon ist hauptsächlich das verarbeitende Gewerbe betroffen. Der Dienstleistungssektor zeigt sich vorerst widerstandsfähig.
- Nach der Pandemie sind die Lager grösstenteils wieder gefüllt. Auftragseingang und Absatz sind rückläufig. Einige Unternehmen reagieren darauf mit Kostensenkungen – sprich Entlassungen. Ein Preiskampf könnte die desinflationäre Tendenz bei den Erzeugerpreisen auch auf den Konsumentenpreis ausweiten und die Inflation drücken.
- Die Unternehmen konnten in den letzten 18 Monaten den Kostenanstieg mehrheitlich an die Konsumenten überwälzen. Zwar konnten die Unternehmen ihre Umsätze noch aufgrund der Preiserhöhungen steigern, der mengenmässige Absatz ist aber in vielen Fällen gesunken. Die Rezessionsorgen steigen unter anderem auch weil China schwächelt und dies sich auch auf den Rest der Welt auszuweiten droht. Die Jugendarbeitslosigkeit stieg in China auf ein Rekordhoch von 21.3% und die Situation wird sich mit zwölf Millionen zusätzlichen Studienabgängern dieses Jahr noch akzentuieren. Der Konsum und Immobilienbereich sind hauptsächlich beeinträchtigt. Vom Politbüro zusätzliche beschlossene Massnahmen sollen nun den Aufschwung einleiten. Nur der Glaube daran reicht nicht aus.
- Wir erwarten, dass in einigen westlichen Ländern die Rezession bis ins erste Quartal 2024 ankommen wird. Deutschland befindet sich bereits in einer sehr milden, technischen Rezession und die Eurozone konnte eine solche nur knapp abwenden. Die Notenbanken werden die Härte der Rezession beeinflussen.

Geldpolitik

Leitzinsen diverser Zentralbanken (20 Jahre)



Bilanzsumme G4 (indexiert, 5 Jahre)



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Quantitative und geldpolitische Straffung

- Ein günstiger Basiseffekt auf dem Konsumentenpreisindex, v.a. auf Industriemetallen und Energierohstoffen, haben die Inflationszahlen in den USA und Europa deutlich gedrückt sowie die Zinsen global sinken lassen. Allerdings schlagen nun wieder steigende Rohstoffpreise und Sondereffekte, wie im Beispiel der Schweiz mit Mietzinserhöhungen, inflationär zu Buche, die zu einem neuerlichen Anstieg der Inflation und Zinsen führen dürften.
- An der Tatsache, dass wir uns dem Ende des Zinserhöhungszyklus' nähern, ändert dies aber nichts, da es sich aus heutiger Sicht um einen „befristeten“ Inflationsschub handeln dürfte. Von baldigen Zinssenkungen darf aber ebenso wenig ausgegangen werden, was der Fed-Vorsitzende einmal mehr bekräftigt.
- Nach deutlich gesunkenen Inflationszahlen haben sich die Erwartungen an die Notenbanken im Hinblick auf diese Zinsschritte nur unwesentlich verändert. Eine weitere Straffung der Geldpolitik wurden von der Fed und der EZB erwartet und dies wurde auch geliefert.
- Die Fed hat den Leitzins um 25 Basispunkte auf 5.25-5.50% angehoben und die Bilanzsumme wird weiter reduziert. In seiner Pressemitteilung hält Jerome Powell am bisherigen Pfad fest. Das Inflationsziel bleibt 2% und dürfte kaum vor 2025 erreicht werden. Der Fokus der Fed liegt auf der Kerninflation und dem Preisdeflator der privaten Konsumausgaben (PCE, gesamt 3.8% und 4.6% Kernrate). Die künftigen Schritte bleiben abhängig vom weiteren Datenkranz.
- Die Wirtschaft ist durch den privaten Konsum gut unterstützt, was durch einen robusten Arbeitsmarkt und gestiegen Löhne getragen wird. Powell rechnet weiter mit einem Soft Landing.
- Für die EZB gestaltet sich die Situation deutlich komplexer. Die grösste Volkswirtschaft der Gemeinschaft befindet sich in einer Rezession und die Inflation ist weit entfernt von der Zielgrösse. Zaghafte Zinsschritte halten die Inflation länger hoch, was die Preisstabilität beeinträchtigt und das Wachstum und den Konsumenten belastet.
- Zudem haben sich die G4-Bilanzsummen im Juni deutlich reduziert, was sich im Juli angesichts des ausgelaufenen Asset Purchase Program der EZB zusätzlich beschleunigen und fortsetzen dürfte.
- Das Zielband für die 10-jährigen Staatsanleihen wurde im Dezember 2022 von der BOJ auf plus/minus 50 Basispunkte ausgeweitet. Die Bank of Japan hat nun die Diskussion über die Abkehr von der Zinskurvenkontrolle eingeleitet und damit Bewegung in die eigenen Märkte gebracht. Yen und Zinsen steigen und die Aktienindizes geben nach.
- Die People's Bank of China hat mehrere Schlüsselsätze leicht gesenkt. Die stockende Wirtschaft konnte damit aber nicht belebt werden, was das Politbüro veranlasste, weitere Unterstützungsmassnahmen für den Konsum und den angeschlagenen Immobiliensektor anzukündigen. Ausgang ungewiss.

Anlageklassen – Anleihen / Aktien

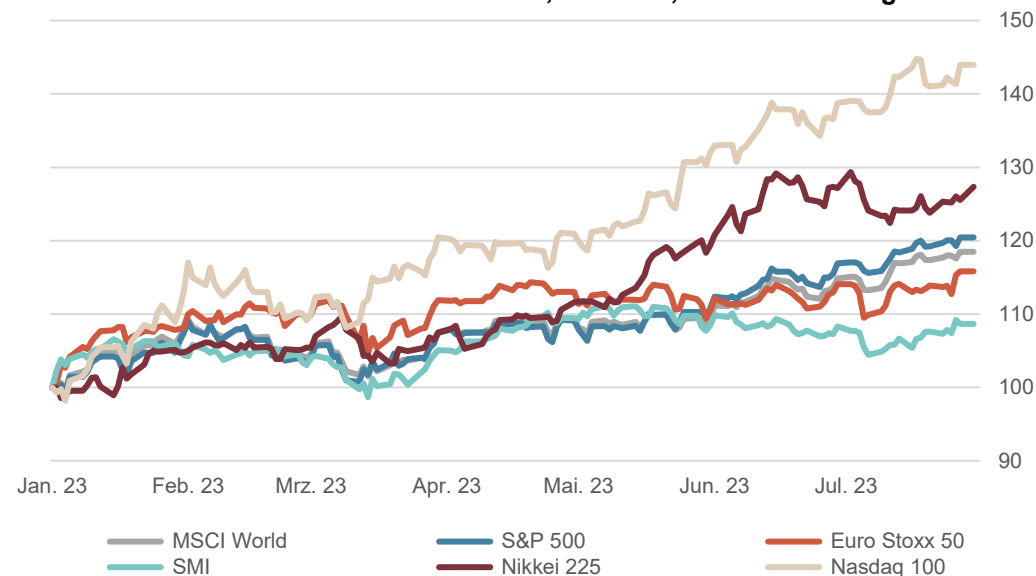
10-jährige Staatsanleihen, Rendite in %, 5 Jahre



Anleihen: Trading Ranges bestätigt

- Die Renditen der wichtigsten Staatsanleihenmärkte verharren weiterhin in einer Seitwärtsbewegung. Vor Veröffentlichung der US-Inflationszahlen gaben die Bondmärkte etwas nach. Die dann aber doch eher tiefen Zahlen lösten die Gegenbewegung aus. Aktuell liegen die 10-jährigen Staatsanleihen in den USA bei knapp 3.8%, in Deutschland bei rund 2.5% und in der Schweiz bei rund 1.0%.
- Weiterhin ist auf allen wichtigen Zinskurven eine Inversion erkennbar, allerdings hat diese in den europäischen Märkten leicht nachgelassen. Die US-Zinskurve ist weiterhin deutlich invers, 2-jährige Staatsanleihen rentieren rund 1% besser als 10-jährige.
- Im Bereich der Unternehmensanleihen hat die Entspannung zu wieder sinkenden Kreditaufschlägen geführt. Wir erachten weiterhin den kurzen bis mittleren Laufzeitenbereich aufgrund der höheren Renditen als attraktiv für neue Engagements.

Aktienmärkte: Performance seit 1.1.2023, indiziert, in Lokalwährung



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Aktien: US-Märkte gewinnen etwas an Breite

- 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.
- Die US-Aktienmärkte konnten im Juli etwas an Breite gewinnen. So lieferte der gleichgewichtete S&P 500 Index in diesem Zeitraum erstmals die bessere Rendite als sein Pendant. Auch der Dow Jones befindet sich im Aufwind und verzeichnet mittlerweile 13 aneinander folgende Tage, in welchem der Index zulegen konnte. Dabei handelt es sich um eine der längsten aneinander hängenden Gewinnphasen in der Geschichte. Der SMI sowie der Euro Stoxx bewegen sich aktuell in einer Seitwärtsbewegung.
- Die Berichtssaison ist in vollem Gange. In den USA konnten bis dato die Mehrheit der Unternehmen die Erwartungen übertreffen. Insbesondere grosse Industriekonzerne wie GE und 3M lieferten solide Zahlen. Aus anderen Sektoren wie beispielsweise Luxusgüter, Halbleiter oder aus dem Cloudsegment wurden vorsichtigere Töne vernommen.
- Sinkende Inflationszahlen könnten für gewisse Unternehmen ein Problem darstellen, da man die Preise nicht weiter erhöhen kann und somit die Margen unter Druck kommen könnten.

Anlageklassen – Währungen und andere Anlagen

USD/CHF, 1 Jahr



Gold in \$ pro Unze, 3 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Währungen: der USD schwächelt

- Der US-Dollar hat jüngst deutlich schwächer tendiert, der Dollar-Index (DXY) verlor seit anfangs des Monats fast 4%. Gewisse Analysten sehen darin eine Reaktion auf die wieder etwas gefallenen US-Renditen nach den letzten tieferen Inflationszahlen in den USA.
- Erstaunlicherweise sind die Diskussionen um die Berechtigung des US-Dollar als Leitwährung wieder verstummt. Und dies trotz einer massiven Ausweitung der Schuldenobergrenze. Auch dies könnte aber ein Grund für die US-Dollar Schwäche sein.
- Der Schweizer Franken bleibt weiter nachgefragt, was sich gegenüber allen Währungen äussert. EUR/CHF steht bei rund 0.9650. Übergeordnet gehen wir davon aus, dass sich der Franken aufgrund seiner strukturellen Vorteile gegenüber dem Euro weiter aufwerten wird.

Gold: wieder freundlicher, USD 2'000/Unze als hohe Hürde

- Gold tendierte reziprok zur Dollarschwäche und den sinkenden USD-Realzinsen seit anfangs Juli und hat sich wieder erholt. Allerdings tut sich der Preis schwer, die psychologische Marke von USD 2'000 nachhaltig zu durchbrechen. Der Preisanstieg seit Jahresbeginn befindet sich weiterhin in einer Konsolidierungsphase.
- Wir bleiben aber mittelfristig weiterhin 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.

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 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. 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.