

# AquilaMonitor

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

---

Oktober 2023

**Inhalt:**

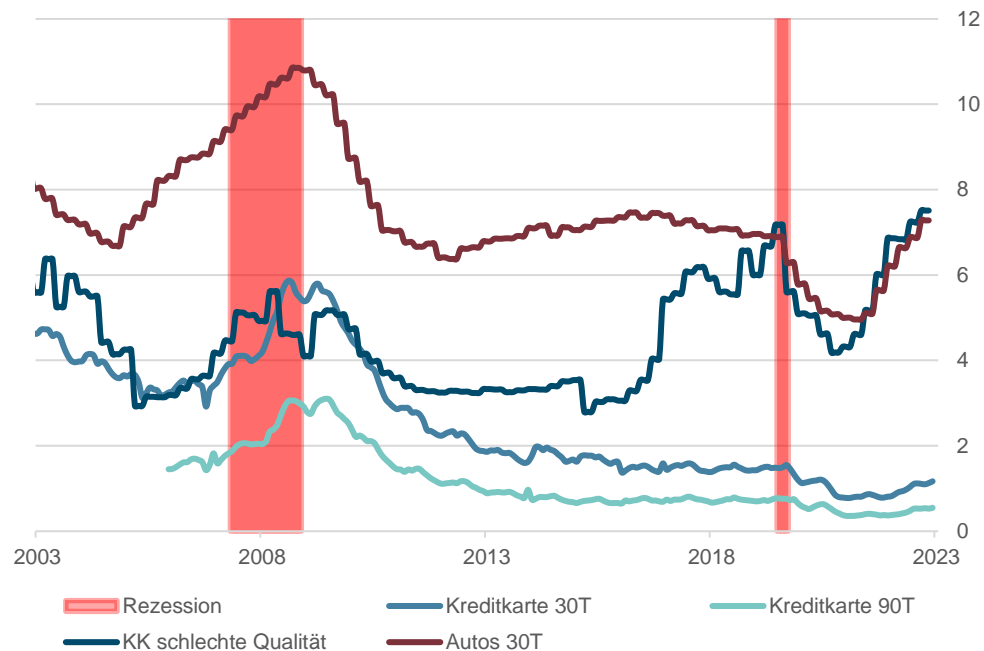
Executive Summary | Makroökonomische Beurteilung | Anlageklassen



# Executive Summary

- Die Wirtschaft in den USA befindet sich weiterhin in einer überraschend robusten Verfassung. Auch die US-Notenbank Fed gibt sich zuversichtlich, erwartet aber eine weiterhin hohe Inflation. Allerdings mehren sich die Anzeichen einer Abschwächung. Zahlungsrückstände und Konkurse steigen.
  - In der Eurozone ist die Wachstumsschwäche spürbar. Nachdem in den letzten Monaten vor allem das verarbeitende Gewerbe schwächelte, kommt nun auch der Dienstleistungssektor unter Druck.
  - Die Notenbanken tragen diesen Unterschieden mit ihrer Geldpolitik und der quantitativen Massnahmen Rechnung. Allen gemeinsam ist das Feintuning und die dosierte weitere geldpolitische Straffung mit dem Einschub von Pausen. Wir scheinen am Ende der Zinserhöhungen angekommen zu sein.
- Die Renditen von 10-jährigen US-Staatsanleihen stiegen auf 4.5% und erreichten ein 16-Jahreshoch. Die Renditen von Europäischen und Schweizer Staatsanleihen tendieren derweil seitwärts.
  - Die Aktienmärkte sind verunsichert und handeln aktuell rund 5% unter den Jahreshochständen (je nach Region).
  - Der US-Dollar profitiert vom Anstieg der US-Renditen und kann weiter zulegen. Der Schweizer Franken tendiert schwächer.
  - Gold widersteht den ansteigenden Realzinsen, während der Preis pro Fass Rohöl mit rund 95 US-Dollar ein Jahreshoch erreicht.

## Zahlungsrückstände USA vs. US-Rezession (20 Jahre)



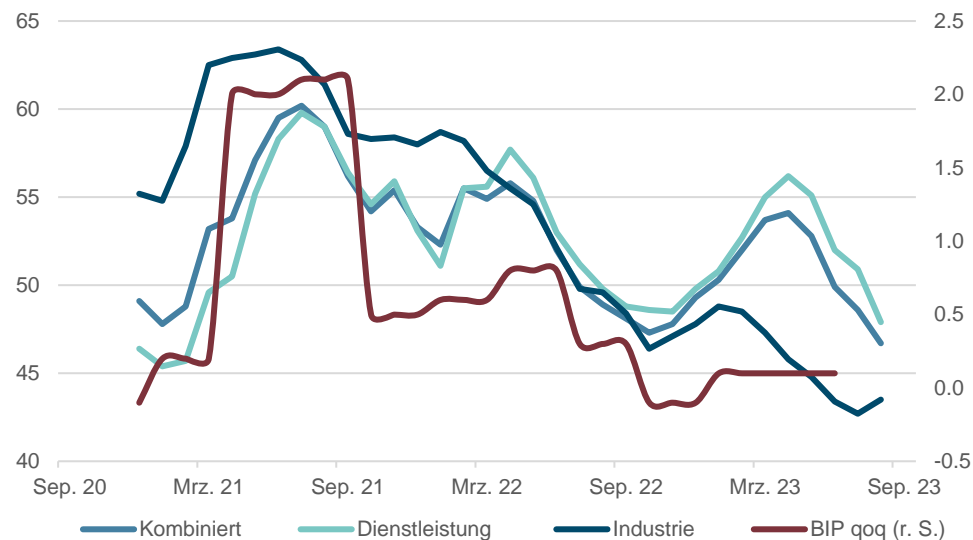
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

## Zahlungsrückstände, Konkurse und die Schuldensituation in den USA

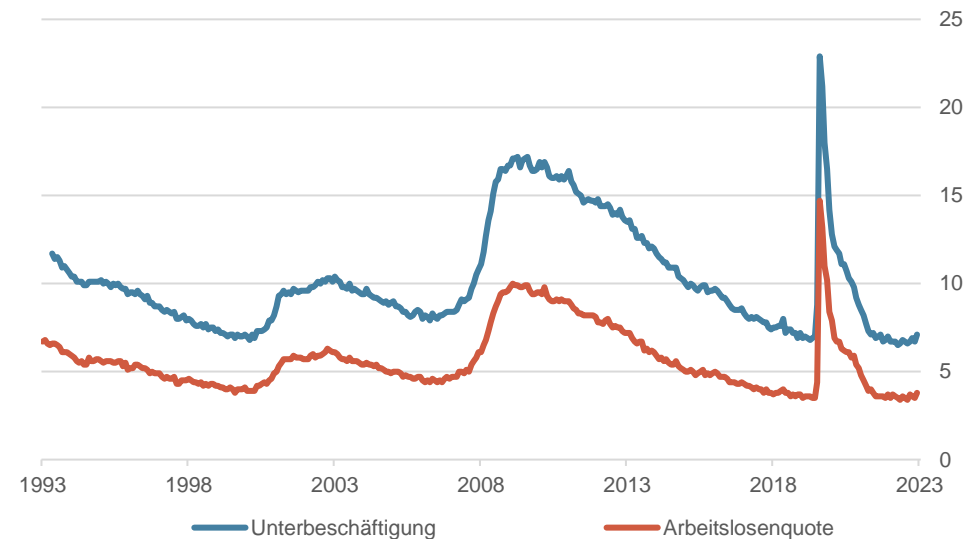
- Die US-Wirtschaft läuft weiter rund. Die Prognose der Fed von Atlanta erwartet für das dritte Quartal ein annualisiertes Wachstum von knapp 5% - in der Spitze gar 6%. Staatsausgaben und ein kräftiger Privatkonsum, der bisher durch die Ersparnisse aus der Pandemie getragen wurde und nun aus Krediten befeuert wird, halten die Konjunktur am Laufen.
- Die Kreditkartenvolumen sind in jüngster Zeit deutlich angestiegen. Durch den Zinsanstieg sind aber auch die Kreditkosten deutlich gestiegen und belasten das private Haushaltsbudget.
- Darunter leidet die Schuldnerqualität. Die Zahlungsausfälle auf Kreditkarten steigen seit Mitte 2022. Das absolute Niveau ist aber noch nicht auf kritischen Niveaus. Bricht man die Zahlungsrückstände aber auf die schlechteren Schuldner herunter, liegen die Ausfälle bereits auf einem Langzeithoch.
- Auch der Zahlungsverzug auf Autoleasing-Krediten ist deutlich angestiegen und befindet sich in der Nähe von Ständen von 2011 und 2016. Historisch war ein Anstieg in Zahlungsrückständen mit einer Rezession verbunden.
- Die zweite Wirtschaftsstütze, die Staatsausgaben, könnten angesichts des drohenden „Government Shutdowns“ kurzfristig ebenfalls wegbrechen. Langfristig dürfte die die Staatsverschuldung aber weiterhin deutlich steigen und somit auch den Staatshaushalt belasten.
- Schlussendlich stellt sich die Frage, wer die stetig neuen Schulden der USA finanziert. Denn die beiden Grossinvestoren aus Fernost, China und Japan, drohen ihre Investitionen zu reduzieren.

# Konjunktur

## Eurozone: Einkaufsmanagerindizes vs. Bruttoinlandprodukt (seit Dez. 2020)



## USA Arbeitslosigkeit und Unterbeschäftigung (seit 1993)



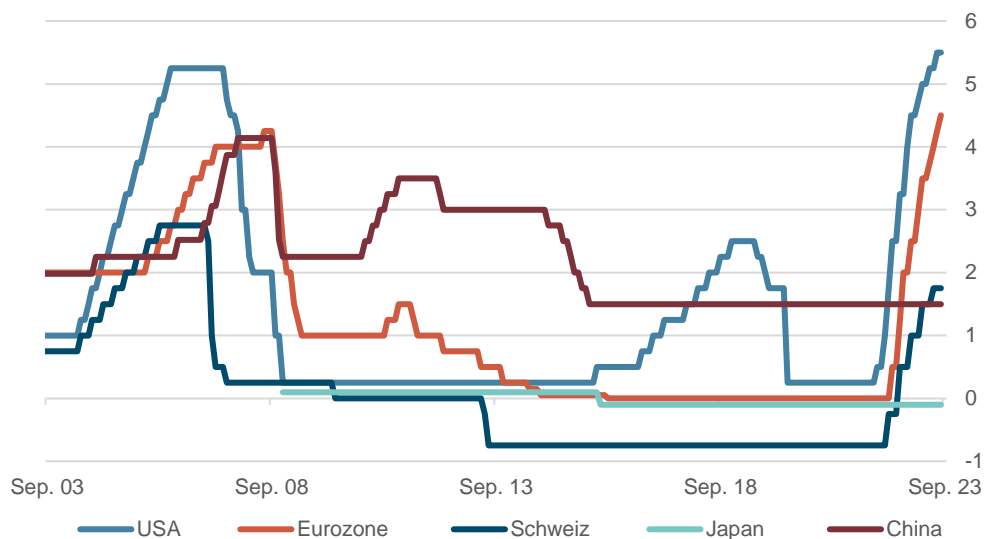
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

## USA solide – Europa angezählt

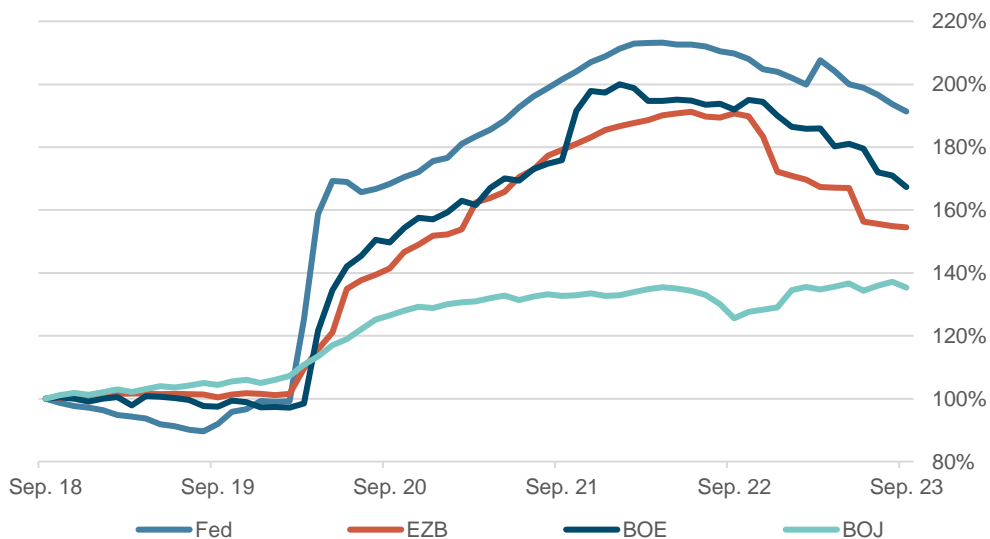
- Die Makrodaten aus den USA weisen mehrheitlich auf eine anhaltend robuste Konjunktur hin. Diese dürfte unter anderem auch durch die hohen Staatsausgaben getragen sein, was die Arbeitslosigkeit tief hält und die Konsumentenstimmung positiv beeinflusst. Die Staatsausgaben sind seit der Aufhebung der Schuldenobergrenze Anfang Juni um 1.58 Billionen US-Dollar gestiegen und hat die Staatsverschuldung auf über 33 Billionen US-Dollar angehoben.
- Allerdings zeigt auch die USA, das Aushängeschild des wirtschaftlichen Aufschwungs, erste Anzeichen einer Abkühlung. So schwächen sich der Arbeitsmarkt (steigende Unterbeschäftigung) und der Auftragseingang in der Industrie ab.
- Im „Beige Book“ der Fed wird für Juli und August ein bescheidenes Wachstum konstatiert. Die aus der Pandemie stammenden Ersparnisse scheinen zunehmend ausgeschöpft zu sein und der Konsument greift vermehrt auf Kredite zurück. Während der Einzelhandel rückläufige Zahlen meldet, sticht der Tourismus weiterhin positiv heraus.
- Das Ungleichgewicht auf dem Arbeitsmarkt normalisiert sich weiter. Entsprechend ist das annualisierte Lohnwachstum von rund 6% auf 4.3% gefallen. Trotzdem fallen die Gewinnmargen vieler Unternehmen. Denn der weiterhin anhaltende Anstieg der Inputkosten (Löhne, Rohstoffe etc.) kann nicht immer im gleichen Ausmass auf die Verkaufspreise überwältigt werden.
- Der Ausblick für die Eurozone bleibt schwach und ist stark durch die Entwicklung in Deutschland geprägt. Die Einkaufsmanagerindizes für Deutschland sind als Kombination von Dienstleistung und verarbeitendem Gewerbe fallend. Historisch war die Korrelation zwischen den Indizes zum BIP-Wachstum sehr hoch und weisen auf ein negatives Wachstum für das dritte Quartal hin. Die schwache Entwicklung der deutschen Wirtschaft zeigt sich auch in den Arbeitslosenzahlen. Die Quote ist seit Mitte 2022 von 5.0% auf 5.6% gestiegen.
- Dies wird sich auch auf das Wachstum der Schweizer Wirtschaft auswirken. Denn Deutschland ist mit einem Volumen von 125 Milliarden US-Dollar der grösste Handelspartner. Gleichzeitig befindet sich auch China, der drittgrösste Handelspartner, in Schieflage.
- Ganz allgemein ist das Wachstum global durch grosszügige Staatsausgaben (Infrastruktur) und eine freundliche Fiskalpolitik gestützt worden. In Kombination führt dies zu einer noch weiter steigenden Staatsverschuldung, was bei länger anhaltend hohen Zinsen die Ausgabenseite nachhaltig zusätzlich belastet.

# Geldpolitik

## Leitzinsen der führenden Notenbanken (20 Jahre)



## G4-Notenbankbilanzen (5 Jahre)



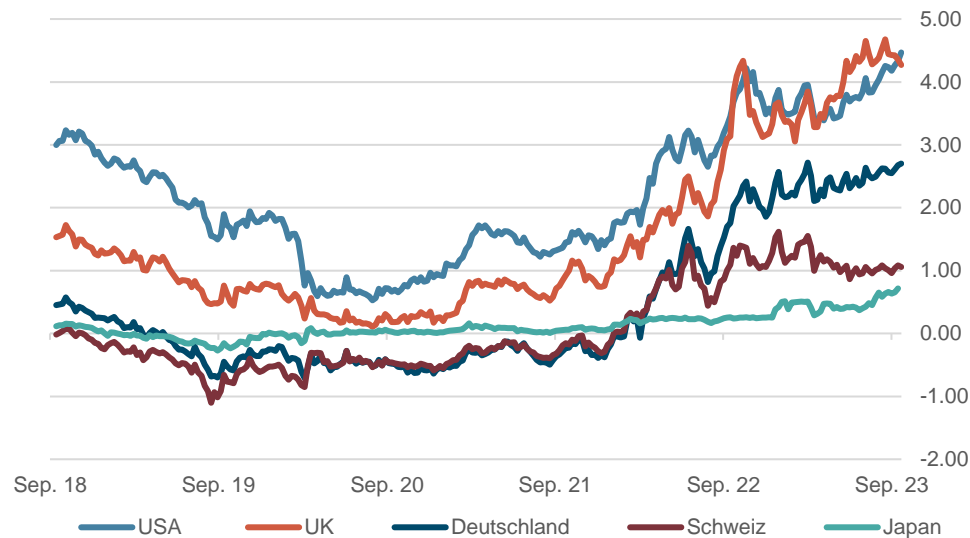
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

## Sind dies die letzten Leitzinserhöhungen?

- Die EZB konnte sich anlässlich ihrer letzten Sitzung wohl nur knapp zu einer Erhöhung der Leitzinsen um 25 Basispunkte durchringen, was im Begriff „dovish hike“ zusammengefasst wurde. Sie hat damit signalisiert, dass sie nun pausieren könnte und möglicherweise ihre Geldpolitik sogar nicht mehr weiter straffen wird resp. kann. Mittlerweile wird bis Mitte 2024 eine erste Zinssenkung eingepreist, was angesichts der nach wie vor hohen Inflation von 5.2% eine unmissverständliche Aussage zur Konjunktur darstellt.
- Die Fed hielt wie erwartet die „Füsse still“ und belässt ihren Leitzins in einer Spanne von 5.25 bis 5.50% («a hawkish pause»). Ein weiterer Zinsanstieg bis Ende Jahr wird jedoch nicht ausgeschlossen. Die Fed hat ihre Prognosen zum weiteren Wachstum deutlich erhöht. Entsprechend wurde auch der Ausblick hinsichtlich möglicher Zinssenkungen in den nächsten beiden Jahren angepasst.
- Das kurze Ende der Zinskurve (Anleihen mit kurzer Laufzeit) ist unverändert, weil der Nullentscheid erwartet wurde. Am längeren Ende ist die Kurve in einer Woche aber um 14 bis 19 Basispunkte angestiegen und hat die inverse Kurve verflacht resp. zu einem „Bear Steepening“ geführt. Dies wird normalerweise mit der Erwartung einer steigenden Inflation und einer strafferen Geldpolitik in Verbindung gebracht.
- Auch die SNB und die Bank of England entschieden sich, den Leitzins unverändert zu belassen. Weil hier mit einer Zinserhöhung gerechnet wurde, konnten sich sowohl die Zinsen wie auch der Aktienmarkt kurzfristig erholen. Die SNB ist weiterhin bereit, bei Bedarf mit Deviseninterventionen zur Steuerung des Frankens aktiv zu werden.
- Die japanische Zentralbank hält am Leitzins von -0.1% fest und setzt die ohnehin schwache Landeswährung weiter unter Druck. Die Rendite auf den 10-jährigen Staatsanleihen klettert aber unbeirrt nach oben und liegt inzwischen bei 0.75%. Die Rhetorik zur Normalisierung der Geldpolitik zeigt Wirkung. Eine endgültige Abkehr von der Nullzinspolitik scheint somit nur eine Frage der Zeit zu sein.
- Die G4-Notenbanken führen die Reduktion ihrer Bilanzsummen fort, wobei nun auch die japanische Zentralbank wieder dazu beiträgt. Die Reduktion ist inzwischen auch in den Statistiken erkennbar. So ist das Verhältnis der G4-Notenbankbilanzen zum Bruttoinlandprodukt von rund 58% auf 46% gesunken.

# Anlageklassen – Anleihen / Aktien

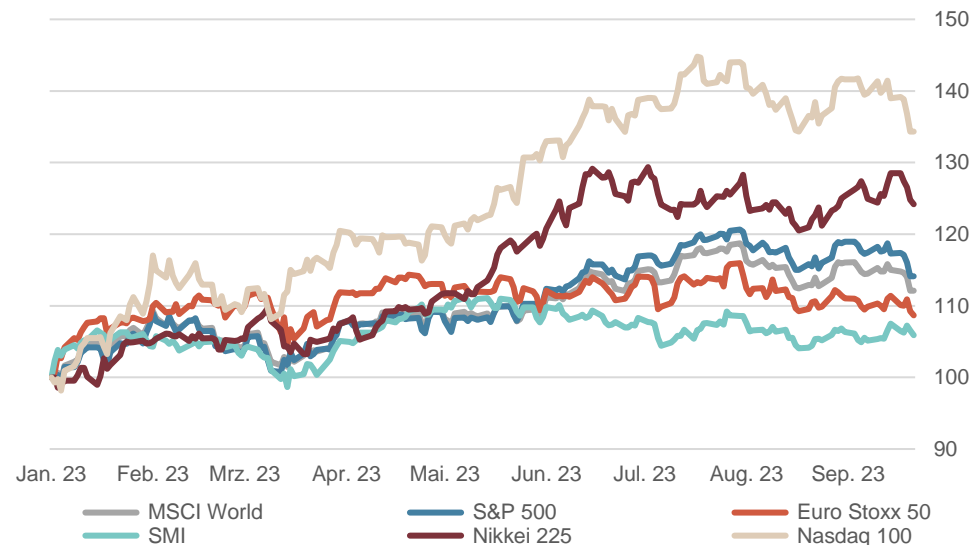
## 10-jährige Staatsanleihen (5 Jahre)



## Anleihen: US-Renditen steigen an

- Die Renditen von US-Staatsanleihen tendieren weiter nach oben. Aktuell liegt die Rendite von 10-jährigen Staatsanleihen in den USA bei 4.5% und somit auf einem 16-Jahreshöchst. In Deutschland (2.7%) und in der Schweiz (1.0%) bewegen sich die Renditen seitwärts. Einerseits haben die überraschend "hawkish" interpretierten Aussagen aus dem letzten FOMC-Treffen zu weiteren Abgaben am Anleihenmarkt geführt, andererseits wollen Charttechniker einen Ausbruch nach oben aus dem seit einem Jahr anhaltenden Seitwärtstrend der Renditen gesehen haben.
- Aber auch der ständig zunehmende Verschuldungsgrad, sowohl im staatlichen Sektor als auch in der Privatwirtschaft und bei den Konsumenten, werden kritisch gesehen. Nicht zuletzt sendet auch der schwelende Streit über das US-Budget negative Signale.
- Im Bereich der Unternehmensanleihen haben die Spreads leicht angezogen. Wir erachten weiterhin den kurzen bis mittleren Laufzeitenbereich aufgrund der höheren Renditen als attraktiver für neue Engagements.

## Aktienmärkte: Performance seit 1.1.2023, indiziert, in Lokalwährung



## Aktien: kommt jetzt eine Korrektur?

- Die Aktienmärkte haben seit Anfang Jahr grosso modo eine freundliche Tendenz gezeigt, allerdings mit deutlichen Divergenzen zwischen Substanz- und Wachstumswerten. Insgesamt erstaunt das gute Abschneiden, wenn man sich der vielen Unsicherheiten bewusst wird, welche die Märkte potentiell belasteten und weiter belasten könnten.
- Im Nachgang des jüngsten FOMC-Treffens ist nun allerdings eine gewisse Verunsicherung festzustellen, was sich in schwächeren Kursen und auch einer angestiegenen Volatilität manifestiert. Die anziehenden Renditen belasten die ohnehin schon sportlichen Bewertungen der Wachstumsaktien mit langer Duration. Ebenfalls zur Unsicherheit trägt die Pendenz des US-Budgets bei, welche bis Ende September erledigt sein muss, sonst droht ein "government shutdown".
- Mit Spannung wird die Berichtssaison der Unternehmen für das 3. Quartal erwartet. Nachdem – insbesondere im Tech-Sektor – das Vorquartal bezüglich der Qualität der Gewinne unterschätzt worden war, zeichnen sich nun eher erhöhte Erwartungen an die Gewinne ab.

Quelle: Bloomberg Finance L.P.

# Anlageklassen - Währungen und andere Anlagen

USD/CHF, 1 Jahr



Gold in \$ pro Unze, 3 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

## Währungen: USD freundlich, CHF reagiert auf SNB

- Der US-Dollar hat seit Mitte des Jahres etwa 5% zugelegt. Insbesondere gegenüber dem chinesischen Yuan wertete sich der US-Dollar deutlich auf. Dies als Folge der sich akzentuierenden Wachstumsschwäche in China und der mehrfachen Zinssenkungen. Im Gegensatz dazu zeigt sich die US-Konjunktur weiterhin sehr robust, was die Kapitalflüsse Richtung USA lenkt und so die Währung stützt.
- Die Runde der BRICS-Länder konnte sich nicht zu einer neuen Organisationsform des Welthandels unter Ausklammerung des US-Dollar durchringen. Der Dollar wird das Privileg als Weltwährung auf absehbare Zeit kaum abgeben – auch nicht aufgrund der BRICS-Erweiterung.
- Der Schweizer Franken bleibt übergeordnet weiter nachgefragt, was sich gegenüber allen Währungen äussert. Der EUR/CHF handelt aktuell bei 0.9650 und hat somit aufgrund der unveränderten Leitzinsen der SNB knapp 1% zugelegt.

## Gold: trotz steigenden Realzinsen widerstandskräftig

- Trotz merklich angestiegenen USD-Realzinsen und einem deutlich freundlicheren US-Dollar hat der Goldpreis nicht wesentlich korrigiert. Dies ist doch erstaunlich, da bis dato diese Korrelation recht gut beobachtbar war. Mit 1'925 US-Dollar pro Unze handelt der Goldpreis nahe des 200-Tage-Durchschnitts und befindet sich somit wieder in einer Konsolidierungsphase.
- Wir bleiben mittelfristig freundlich für das Gold gestimmt und halten an unserer Positionierung fest. 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 US-Dollar als Ankerwährung für ihren Handel durch eine (möglicherweise) goldbasierte gemeinsame Abrechnungswährung zu ersetzen, sind für Gold sehr positiv. Ebenso gilt es, eine geopolitische Eskalation zu erwähnen. Obwohl von uns nicht erwartet, würde eine solche die Nachfrage nach Gold stark anschieben.
- Der Ölpreis hat mit rund 95 US-Dollar pro Fass ein neues Jahreshöchst erreicht. Grund für diese Entwicklung ist die weiterhin solide Nachfrage sowie der Entscheidung von Saudi-Arabien sowie weiterer OPEC+ Länder, die Produktionsvolumen bis Jahresende zu reduzieren.

## **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.