

Anlagekommentar

März 2018

Strategie in Kürze

Die ersten Wochen des Jahres 2018 begannen fulminant. Nachdem im Januar die globalen Aktienmärkte um rund 5% avancierten, setzte zuletzt eine Korrektur ein. Diese muss allerdings vor dem Hintergrund einer wirklich lange nicht erfolgten Marktkonsolidierung gesehen werden. Die Korrektur ging von den USA aus, was sich auch daraus erklären lässt, dass der amerikanische Aktienmarkt über 400 Tage – also über ein Jahr – keine Korrektur von mehr als 5% gesehen hatte. So verzeichnete der Dow Jones Index den stärksten absoluten Tagesverlust aller Zeiten und den markantesten prozentualen Tagesrückgang seit sechseinhalb Jahren. Der Auslöser war aus unserer Sicht eine Reihe von Faktoren. Ein Anstieg der globalen Anleiherenditen angeführt von den USA, das steigende US-Budgetdefizit sowie der überraschende Anstieg des Lohnwachstums. Die Volatilität stieg von einem extrem niedrigen Niveau, was viele Marktteilnehmer überraschte, die mit Anlageprodukten auf weiter tiefe Aktienschwankungen gesetzt hatten. Auch die plötzlich einsetzenden Programmverkäufe – der Hochfrequenzhandel – dürfte dabei zusätzlich eine verstärkende Rolle gespielt haben.

Wichtig zu erwähnen ist die Tatsache, dass sich aus fundamentaler Sicht im Gegensatz zu den Marktkorrekturen 2000, 2008 oder 2011 nichts verändert hat. Damals zeigten viele Vorlaufindikatoren eine klar schlechtere globale Konjunktur an, was diesmal nicht der Fall ist. Eine baldige Rezession ist aus unserer Sicht nicht auszumachen.

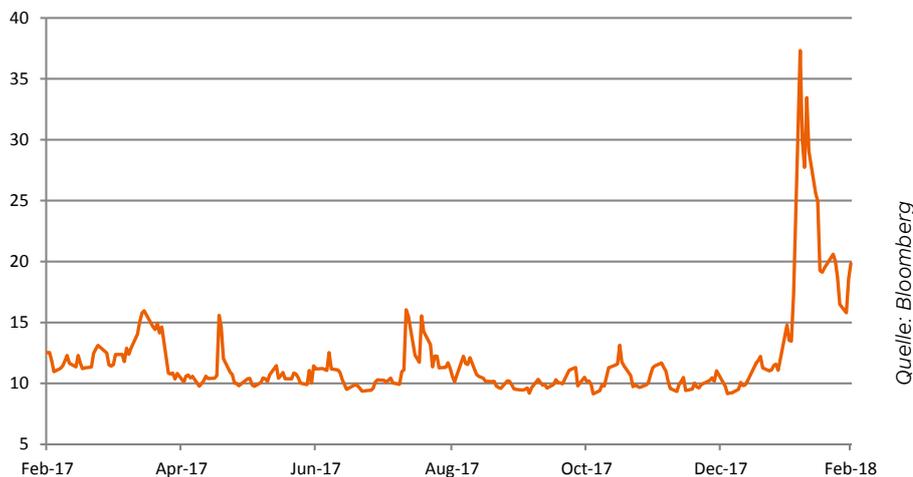
Der zu beobachtende Anstieg der Volatilität vom unterdurchschnittlichen Niveau im letzten Jahr, siehe auch folgende Grafik, ist ein Prozess der noch nicht abgeschlossen ist. Der Zinserhöhungszyklus birgt eine gewisse Unsicherheit. Kurzfristig ist mit weiterer Marktnervosität zu rechnen, weshalb es für mittel- bis langfristig orientierte Anleger wichtig ist, Ruhe zu bewahren. Panikverkäufe aufgrund von Emotionen sind aus unserer Sicht fehl am Platz.

«Ruhe bewahren in turbulenten Zeiten.»

«Aus fundamentaler Sicht hat sich nichts verändert.»

«Panikverkäufe aufgrund von Emotionen sind fehl am Platz.»

VIX - Volatility Index



Welche Implikationen haben nun die oben ausgeführten Marktverwerfungen auf unsere verwalteten Portfolios? Nach dem ersten Kursrutsch haben wir uns dazu entschieden unsere Absicherung via Put-Optionen auf den S&P 500 mit Fälligkeit März und Juni 2018 wieder zu schliessen und den Gewinn mitzunehmen.

Wie an dieser Stelle bereits erwähnt, haben wir im Januar unsere Aktienquote auf neutral gesenkt und die freigewordene Liquidität auf dem Konto belassen, was retrospektiv gesehen die richtige Entscheidung war. Nach reiflichen Überlegungen haben wir die Schwächephase genutzt und die Aktienquote wieder erhöht. Umgesetzt haben wir dies mit einem Engagement im Telekom-Sektor in Europa. Dieser wurde arg gebeutelt und besticht durch eine attraktive Dividendenrendite. Folglich sind wir Aktien nun wieder moderat übergewichtet.

Konjunktur

An dieser Stelle wollen wir uns einmal den Kleinunternehmen in den USA widmen. Wie die jüngste Umfrage des National Federation of Independent Business (NFIB) zeigt, hat sie sich im Januar um 2 Punkte von 104.9 auf 106.9 Zähler verbessert. Damit notiert der Stimmungsbarometer wieder nahe am langjährigen Höchstwert, der im November bei 107.5 Punkten gelegen hatte. Eine rekordhohe Zahl von Unternehmen gab an (32%), dass es eine gute Zeit sei, um zu expandieren. Ebenfalls deutlich höher fiel aber auch der Anteil der Kleinunternehmen aus, die sich aufgrund des ausgetrockneten Arbeitsmarktes gezwungen sehen, höhere Löhne zu zahlen. Der Subindex erhöhte sich

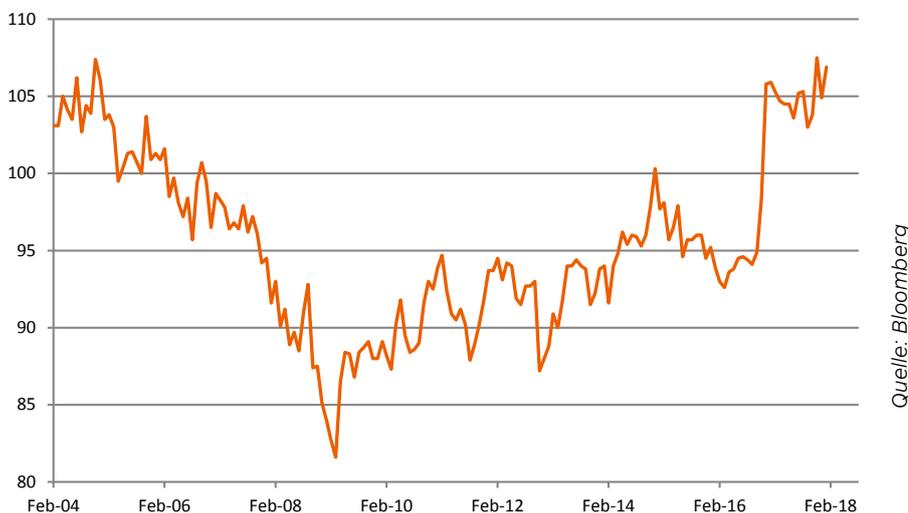
«Was sind die Implikationen auf unsere verwalteten Portfolios?»

«Wir haben die Schwächephase genutzt, Aktien aufgebaut und sind Aktien wieder moderat übergewichtet.»

«Sehr positive Stimmung unter den US-Kleinunternehmen.»

auf 31 Punkte und erreicht damit den höchsten Stand seit 2000. Viele Kleinunternehmen planen zudem die Löhne weiter zu erhöhen. Dieser Teilindex erreicht mit 24 Punkten den höchsten Wert seit 1989. Diese Aussagen fügen sich nahtlos ins Bild steigender Teuerungsrisiken ein. Qualifizierte Mitarbeiter zu finden steht mittlerweile beim Sorgenbarometer der Kleinunternehmen zuoberst und haben die Ängste über zu starke Regulierung und zu hohe Steuern von der Spitze verdrängt.

NFIB Small Business Optimism Index



Quelle: Bloomberg

Aktienmärkte

In welche Richtung geht es nun an den Aktienmärkten? Gibt eine neue Rekordjagd oder folgt eine zweite Verkaufswelle? Seit dem «Mini-Crash», der S&P 500 Index verlor von der Spitze 12% - am 5. Februar alleine 4.6% -, haben sich die Indizes rund um den Globus deutlich erholt, siehe auch die Grafik Marktübersicht. Während die amerikanischen Indizes sowie die Aktien Schwellenländer seit Beginn 2018 wieder leicht positiv notieren, liegt Europa noch leicht im Minus und die Schweiz gar um 5%. Dies ist der Tatsache geschuldet, dass die Indexschergewichte Nestlé und Roche rund 10% an Wert eingebüsst haben.

Tatsächlich sind solche Rückschläge aus historischer Sicht nichts Ungewöhnliches. Wie die statistische Analyse der Historie täglicher Kursschwankungen des seit gut 120 Jahren berechneten Dow Jones Industrial zeigt, ist ein Tagesrückgang von 4.6% in dieser Zeit etwa hundert Mal vorgekommen. Würde das Ereignis zeitlich gleichmässig auftreten, wäre es etwa einmal im Jahr.

«In welche Richtung geht es nun an den Aktienmärkten?»

«Wie ist die Korrektur aus historischer Sicht zu beurteilen?»

Wenn man sich die Korrekturen des S&P 500 seit dem Jahr 1970 anschaut, gab es insgesamt 14 Korrekturphasen, die im Durchschnitt zu einem Verlust von 13% führten. Sie dauerten von Beginn bis zum Ende knapp drei Monate und vier Monate nach Erreichen der Talsohle war die Korrektur wieder ausgegübelt.

«Eine Korrekturphase ging im S&P 500 seit 1970 drei Monate und vier Monate bis die Korrektur wieder aufgeholt wurde.»

Mit Blick auf die extrem tiefe Volatilität gilt es das Jahr 2017 als ein Ausnahmejahr zu bezeichnen. Während 50 Tagen lag die implizite Volatilität unter 10% - einzig in den Jahren 1995/96 und 2006/07 – lag die Kennzahl kurzfristig unter diesem Niveau. Das Phänomen der ausserordentlich tiefen Schwankungen ist dem global besseren Makroumfeld, dem hohen Gewinnwachstum und den niedrigen Zinsen zuzuschreiben. Aus unserer Sicht spiegelt die aktuelle Volatilität die Marktrisiken wieder adäquater. So kann die Korrektur auch als Weckruf interpretiert werden, die nun wieder Opportunitäten schafft.

«Die aktuelle Volatilität spiegelt die Marktrisiken nun wieder adäquat.»

Wir bleiben weiterhin positiv auf die Aktienmärkte gestimmt und sehen in dieser Assetklasse weiterhin das höchste Potenzial. Allerdings sollten wir uns auf grössere Marktschwankungen einstellen. Eine Absicherung unserer verwalteten Portfolios mittels eines geeigneten Instruments ist jederzeit möglich.

«Die Assetklasse Aktien bietet aus unserer Sicht immer noch das grösste Potenzial.»

Obligationenmärkte

Die Veröffentlichung der Fed-Minutes zum Zinsentscheid am 31. Januar wurde Ende Februar mit Spannung erwartet. Das Protokoll zeigt, dass die Einschätzung der konjunkturellen Lage und der Preisdynamik durch die Währungshüter zum Jahresauftakt besser ausfiel als noch im Rahmen der Dezember-Sitzung. Vor diesem Hintergrund steht einem Zinsschritt im März wohl nichts mehr im Weg. Ein solcher wird vom Markt mittlerweile auch bereits vollständig eingepreist.

«Nächster US-Zinsschritt steht kurz bevor.»

Gibt es drei oder vier Zinsschritte in diesem Jahr? Nun das Fed lässt sich noch nicht in die Karten blicken. Wir bleiben vorerst bei unserer Prognose von drei Zinsschritten. Nach Jahren, in der die Inflation unter dem 2%-Ziel lag, könnte das Fed nun wohl auch einige Zeit mit einer Inflation leicht über dem Ziel leben. Das wiederum spräche dafür, dass das Fed, selbst wenn die Inflation in den nächsten Monaten etwas stärker steigt, nicht in Aktivismus verfällt, wie es derzeit mancherorts an den Finanzmärkten befürchtet wird.

«Wir rechnen mit drei Zinsschritten seitens des Fed im 2018.»

Zu Verwerfungen kam es an den Obligationenmärkten. So stieg beispielsweise die Rendite des 10-jährigen US-Treasury von 2.41% Ende Dezember 2017 auf 2.86% Ende Februar. Der Zusammenhang zwischen Zinsniveau und Rendite ist bei Obligationen klar. Steigt das allgemeine Renditeniveau, müssen die zukünftigen Coupons mit einem höheren Zinssatz abdiskontiert werden, was in Abhängigkeit von der Laufzeit und der Höhe des Coupons zu sinkenden Marktpreisen führt.

«Verwerfungen an den Obligationenmärkten.»

Der sich manifestierende Inflationsdruck in den USA und Teilen Europas sowie die Dispositionen der Notenbanken werden auch in den nächsten Monaten im Zentrum der Diskussionen stehen. Wir gehen weiterhin von einem generell steigenden Inflations- und Zinstrend aus. Solange der 10-jährige US-Treasury nicht über die Marke von 3.5% steigt, dürften die Aktienmärkte und die Konjunktur das höhere Niveau einigermaßen gut verkraften.

«Wir gehen weiterhin von einem moderat steigenden Inflations- und Zinstrend aus.»

Rohstoffe

Einen schwachen Monat Februar hatte der Ölpreis zu verzeichnen. Im abgelaufenen Monat hat sich die Ölsorte WTI um rund 5% verbilligt und notiert noch knapp über dem 20-Jahre-Durchschnitt von USD 60. Wir sehen aber keinen dramatischen Einbruch beim Ölpreis in der näheren Zukunft. Dafür ist der globale Wirtschaftsaufschwung zu synchron und der Konjunkturoptimismus zu gross.

«Sinkender Ölpreis im abgelaufenen Monat.»

Weiterhin positiv sind wir trotz der jüngsten Schwächephase von 2% im Februar gegenüber Gold eingestellt. Gold erachten wir weiterhin als fixen Baustein unserer Portfolios. Speziell bei einem unerwartet schnellen Inflationsanstieg oder plötzlich auftretender geopolitischer Krisen wird Gold als Portfoliostabilisator zur Entfaltung kommen.

«Auch Gold hat einen schwachen Monat eingeziogen.»

Währungen

Steigende Zinsen und Renditen müssen die US-Valuta zum Erstarren bringen – wer in den vergangenen Monaten auf dieses naiv aus der Theorie abgeleitete Narrativ gehört und möglicherweise sogar darauf spekuliert hat, muss inzwischen seine Wunden lecken. Denn die amerikanische Währung hat seit Anfang des vergangenen Jahres nicht zugelegt, sondern auf breiter Basis an Wert eingebüsst – obwohl die amerikanische Zentralbank (Fed) den Leitzins seit November 2015 in fünf Schritten von 0.25% auf zuletzt 1.5% angehoben hat und obwohl die Rendite zweijähriger Staatspapiere in einem Jahr von 1.2% auf zuletzt 2.2% gestiegen ist. Im Verhältnis zum Euro hat der Dollar um bis zu 17%, zum Franken um gut 10% und zum Yen knapp 10% verloren. Die Zinsdifferenz an sich scheint derzeit eine vergleichsweise geringe Rolle zu spielen, denn davon hat sich die Dollarnotierung

«Die US-Valuta neigt zur Schwäche.»

signifikant abgekoppelt. Ein Grund für die Schwäche dürfte das amerikanische Doppeldefizit – also Leistungsbilanz und Staatshaushalt sein. Wir sehen zwei Gründe: Erstens kommt das jüngst vom amerikanischen Kongress beschlossene fiskalpolitische Stimulierungsprogramm zum völlig falschen Zeitpunkt. Es treibt nicht nur die Inflationserwartungen nach oben, sondern führt aufgrund des enormen Refinanzierungsbedarfs auch zu einem zunehmenden Angebot an Anleihen, was wiederum die Obligationenpreise belastet und die Renditen beflügelt. Zweitens muss das Leistungsbilanzdefizit auch refinanziert werden, was bei ziemlich voll ausgelasteten Kapazitäten zu höheren Importen führen muss. Konservative Schätzungen gehen davon aus, dass das Doppeldefizit in den beiden kommenden Jahren auf über 3% des Bruttoinlandprodukts steigen wird.

«Trumps Politik belastet den US-Dollar.»

Marktübersicht 28.02.2018

Aktienindizes	Aktuell	1 Mt (%)	YtD (%)
SMI	8'906.38	-4.60	-5.07
SPI	10'258.63	-4.46	-4.58
Euro Stoxx 50	3'486.96	-4.57	-1.60
Dow Jones	25'029.20	-3.96	1.69
S&P 500	2'713.83	-3.69	1.83
Nasdaq	7'273.01	-1.73	5.54
Nikkei 225	22'068.24	-4.41	-3.00
MSCI Schwellenländer	1'195.19	-4.63	3.31

Rohstoffe

Gold (USD/Feinunze)	1'318.31	-1.99	1.19
WTI-Öl (USD/Barrel)	61.64	-4.77	2.02

Obligationenmärkte

US Treasury Bonds 10J (USD)	2.86	0.16	0.46
Schweizer Eidgenossen 10J (CHF)	0.09	-0.02	0.24
Deutsche Bundesanleihen 10J (EUR)	0.66	-0.04	0.23

Währungen

EUR/CHF	1.15	-0.37	-1.58
USD/CHF	0.94	1.43	-3.05
EUR/USD	1.22	-1.77	1.57
GBP/CHF	1.30	-1.66	-1.30
JPY/CHF	0.89	3.80	2.41
JPY/USD	0.01	2.35	5.63

Autor: Christof Wille, Dipl. Private-Banking-Experte NDS
Redaktionsschluss: 28. Februar 2018

Zur Beantwortung allfälliger Fragen stehen wir Ihnen sehr gerne zur Verfügung. Die Factum AG Vermögensverwaltung ist eine der Finanzmarktaufsicht Liechtenstein unterstellte und lizenzierte unabhängige Vermögensverwaltungsgesellschaft. Diese Publikation dient ausschliesslich der Information und ist weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zur Vornahme anderweitiger Anlageentscheidungen. Sie stellt damit auch keine Finanzanalyse im Sinne des Marktmissbrauchsgesetzes dar. Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus zuverlässigen Quellen und werden unter grösster Sorgfalt erstellt. Trotzdem schliessen wir jede Haftung für die Korrektheit, Vollständigkeit und Aktualität aus. Sämtliche enthaltenen Informationen sowie angegebenen Preise können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Der Wert von Finanzinstrumenten kann steigen oder fallen. Die zukünftige Performance kann nicht aus der vergangenen Kursentwicklung abgeleitet werden. Unter besonderen marktbezogenen oder titelspezifischen Umständen kann die Veräusserung von Finanzinstrumenten nur unter Zeitverzug und mit einer Preiseinbusse erfolgen. Daher ist es grundsätzlich schwierig, den Wert einer Anlage und die Risiken, denen diese unterliegt, zu quantifizieren. Wir weisen darauf hin, dass es der Factum AG Vermögensverwaltung und deren Mitarbeitern grundsätzlich gestattet ist, die in diesem Dokument erwähnten Finanzinstrumente zu halten, zu kaufen oder zu verkaufen, ohne dabei aber die Kunden in irgend einer Form zu benachteiligen. Diese Publikation sowie die in ihr enthaltenen Informationen unterstehen dem liechtensteinischen Recht. Bei allfälligen Streitigkeiten hieraus sind ausschliesslich die liechtensteinischen Gerichte am Gerichtsstand Vaduz zuständig.