

Anlagekommentar

September 2018

Strategie in Kürze

Rekord – der S&P 500 Index in den USA, der die Aktien der grössten 500 börsennotierten amerikanischen Unternehmen umfasst, erreichte am 29. August mit 2'914 Punkten ein neues Allzeithöchst. Eine Korrektur um 20% oder mehr, konnte seit rund 3'460 Kalendertagen vermieden werden. Somit handelt es sich aktuell um den längsten Bullenmarkt seit dem Zweiten Weltkrieg. Momentan richten sich die Investoren in Amerika nicht nach innenpolitischen Scharmützeln. Die guten bis ausgezeichneten Wirtschafts- und Unternehmenszahlen geben dabei den Kurs vor. Ohnehin ist es in der rund 240-jährigen Geschichte noch nie passiert, dass ein Präsident über das sogenannte Impeachment-Verfahren abgesetzt wurde.

Genau im Auge zu behalten gilt es aus unserer Sicht den von Donald J. Trump heraufbeschworenen Handelskonflikt, die anstehende Budgetdebatte im «Bel Paese», die immer noch ungeklärte «Brexit-Frage» und der jüngste Kapitalabzug aus den Schwellenländern. Diese Faktoren haben das Potenzial zu einer Korrektur an den Märkten zu führen – das Risiko eines starken globalen Konjunkturreinbruchs schätzen wir aktuell als minimal ein.

Zum aktuellen Zeitpunkt halten wir an unserer neutralen Aktiengewichtung sowie an einer partiellen Absicherung fest. Der Goldpreis hat sich in den letzten Wochen und Monaten trotz (geo-) politischer Spannungen enttäuschend entwickelt – auch die stärkere «US-Valuta» hat ihren Beitrag dazu geleistet. Die im vergangenen Jahr noch positiven Eigenschaften der Stabilisierung des Portfolios bei erhöhter Volatilität, ist seit Mitte April 2018 nicht mehr auszumachen. Zudem wurden charttechnisch wichtige Marken von USD 1'300 und USD 1'220 nach unten durchbrochen. Obwohl wir langfristig von den diversifizierenden Qualitäten von Gold überzeugt sind, haben wir konsequenterweise einen Teil unseres Goldengagements verkauft.

«Der S&P 500 befindet sich im längsten Bullenmarkt seit dem Zweiten Weltkrieg.»

«Risikofaktoren, wie die anstehende Budgetdebatte im Bel Paese, gilt es genau im Auge zu behalten.»

«Aufgrund der enttäuschenden Entwicklung des Goldpreises haben wir unser Engagement reduziert.»

Politik

Gespannt darf man die nächsten Wochen nach Italien blicken, wo die Budgetdiskussionen im Zentrum stehen. Obwohl sich die beiden stellvertretenden Ministerpräsidenten Salvini von der Lega und Di Maio von der Fünf-Sterne-Bewegung in diversen Grundsatzfragen uneinig sind, gelang es ihnen, ihre Wahlversprechen in ein gemeinsames Wirtschaftsprogramm einzubinden. Auszüge daraus beinhalten, die mit einer Einführung einer «Flat-Tax» verbundene Einkommenssteuerminderung, die Einstellung von 10'000 Staatsangestellten sowie die Senkung des Pensionsalters bei gleichzeitiger Erhöhung der Renten.

In rund zwei Monaten werden alle Sitze im Repräsentantenhaus und ein Drittel der Sitze im Senat neu gewählt. Bisher konnte sich Trump auf eine republikanische Mehrheit im Senat und Repräsentantenhaus verlassen. Eine solche Doppelmehrheit gab es seit 1945 nur viermal. Dies war 1953/54 unter Dwight D. Eisenhower, 2001/02 und 2003/04 unter George W. Bush sowie nun unter Trump der Fall. In diesen Perioden erzielte der Dow Jones Gewinne zwischen rund 16% unter Bush und 39% unter Eisenhower. Aus dieser Blickwarte wäre es durchaus wünschenswert, wenn die «GOP» ihre Mehrheit in beiden Kammern des Kongresses verteidigen könnte.

Konjunktur

Die indische Wirtschaft verzeichnete im zweiten Quartal 2018 erneut eine Wachstumsbeschleunigung. Das Bruttoinlandprodukt nahm gegenüber dem Vorjahr um kräftige 8.2% zu. Mit dem höchsten Wachstum seit Anfang 2016 wurden die Markterwartungen von 7.6% signifikant übertroffen. Die Analyse der verschiedenen BIP-Komponenten zeigt, dass das Wachstum unverändert breit abgestützt ist und sich die sechstgrösste Volkswirtschaft in einer ausgezeichneten Verfassung befindet.

Diametral anders präsentiert sich die Lage in Brasilien. Die brasilianische Wirtschaft ist im zweiten Quartal erneut kaum gewachsen und erholt sich nur sehr schleppend aus der schwersten Rezession der Nachkriegszeit. Das bescheidene Wachstum von 0.2% ist sogar nur dank einem Lageraufbau zustande gekommen. Ohne den Lagereffekt ist das BIP gar um 0.7% geschrumpft.

Gemäss der revidierten Schätzung ist die US-Wirtschaft im zweiten Quartal 2018 noch kräftiger gewachsen als zunächst angenommen. Die annualisierte Wachstumsrate gegenüber dem Vorquartal wurde von 4.1% auf 4.2% nach

«Die Blicke werden in den nächsten Wochen auf die Budgetdiskussion in Italien gerichtet sein.»

«US-Zwischenwahlen geraten in den Fokus.»

«Die indische Wirtschaft präsentiert sich in blendender Verfassung.»

«Brasilien erholt sich nur schleppend aus der schwersten Rezession der Nachkriegszeit.»

«US-Wirtschaft im zweiten Quartal noch kräftiger gewachsen.»

oben angepasst. Besonders positiv zu erwähnen ist die BIP-Komponente Investitionen, die um 8.5% zulegen konnte.

Auch der NFIB Small Business Optimism Index, siehe folgende Abbildung, der mittels Umfrage den Geschäftsoptimismus unter unabhängigen Kleinunternehmen ermittelt, erreichte zuletzt einen Stand von 107.9 Punkten. Dies entspricht dem zweithöchsten Wert seit Aufzeichnung der Daten und steht noch lediglich 0.1 Punkte unter dem Rekordhoch von 1983.

«Optimismus der NFIB-Unternehmen erreicht zweithöchsten Wert seit Aufzeichnung der Daten.»

NFIB Small Business Optimism Index



Aktienmärkte

Die globalen Aktienmärkte konnten im August ihre Erholung vom Juli nicht fortsetzen – mit Ausnahme der Vereinigten Staaten und Japan. Ein wichtiger Grund für die Überlegenheit des US-Aktienmarktes in diesem Jahr sind die Revisionen der Unternehmensgewinne. Während sich die 2018er-Gewinnschätzungen für die USA seit Jahresanfang um über 10% erhöht haben, wurden jene für die übrigen Aktienregionen nach unten revidiert. Auch die Quartalszahlen zeigen eine signifikante Divergenz zwischen den USA und Europa. US-Unternehmen konnten die Gewinne gegenüber dem Vorjahr um rund 25% steigern – ohne den Steuersenkungseffekt wäre die Zuwachsrate immer noch leicht über 10%. Europäische Firmen konnten ihre Gewinne um lediglich 7% steigern.

«Starke Gewinnentwicklung der US-Unternehmen.»

Starken Rückenwind erhält der US-Aktienmarkt auch von den Aktienrückkäufen. Die im S&P 500 Index gelisteten Unternehmen haben im zweiten Quartal Rückkäufe im Umfang von USD 430 Mia. angekündigt, das ist fast doppelt so

«Aktienrückkäufe als positiver Treiber des US-Aktienmarktes.»

viel wie im Quartal zuvor. Aktuelle Schätzungen gehen davon aus, dass im aktuellen Jahr Aktien im Umfang von USD 800 Mia. zurückgekauft werden.

Wie man der nachfolgenden Grafik entnehmen kann, hat sich der US-Markt (S&P 500) im aktuellen Jahr um rund 13% besser entwickelt als der MSCI All Country World Index ex US – also der Rest der Welt.

S&P 500 vs. MSCI All Country World Index ex US



Die Frage lautet wie lange dieser Trend noch anhalten wird. Nun, die europäische Zinslandschaft spricht für die hiesigen Märkte. Die durchschnittliche Dividendenrendite liegt in den USA rund ein Prozentpunkt unter der Rendite 10-jähriger Staatsanleihen, während in Europa und der Schweiz die positiven Renditeunterschiede 3% bzw. 3.5% betragen. Negativ in Sachen Europa sind zweifelsohne die Unsicherheit in Bezug auf Italien und die potenzielle Ansteckungsgefahr für andere Peripherieländer. Europäische Unternehmen wären von einem Handelskrieg oder einem Einbruch der Schwellenländer stärker betroffen als die USA. Die kotierten europäischen Firmen erzielen rund 50% der Gewinne im Ausland. Wir sind der dezidierten Auffassung, dass die Risiken für die europäischen Märkte im Hinblick auf unerwartete Ereignisse grösser sind als in Amerika. Hauptargumente, dass wir trotzdem ein Aktienübergewicht in Europa fahren, sind die tieferen Bewertungen und die erwähnte Renditedifferenz. Für ein Neuengagement in Schwellenländeraktien besteht aus unserer Sicht keine Eile.

«Höhere Renditen und Risiken in Europa.»

Obligationenmärkte

Die optimistische Konjunktüreinschätzung der US-Währungshüter – das Fed bezeichnete die Wirtschaftsaktivitäten erstmals seit Mai 2016 als «stark» - werten wir als deutliches Signal für noch mindestens eine Zinserhöhungen in diesem Jahr. Den nächsten, insgesamt achten Zinsschritt seit der Finanzkrise, erwarten wir Ende September. Dabei dürfte das Zielband um 0.25% auf 2% bis 2.25% erhöht werden.

Die Bank of England hat im abgelaufenen Monat den Leitzins von 0.50% auf 0.75% erhöht. Nach dem letzten Schritt im November 2017 erhöhten die Währungshüter damit den Leitzins erst zum zweiten Mal seit der Finanzkrise. Der Notenbankchef, Mark Carney, warnte einen Tag nach dem Zinsentscheid nochmals eindringlich vor einem unregelmässigen Brexit. So sei das Risiko, dass Grossbritannien die EU im März 2019 ohne ein Abkommen verlasse, unangenehm hoch. Ein solch harter Brexit würde den Handel stören, die Wirtschaft verlangsamen und die Preise in die Höhe treiben, ein Ergebnis, das es laut Carney auf jeden Fall zu vermeiden gilt.

Die Probleme der Türkei sind schwerwiegend, weil das starke Wachstum mit ausländischem Kapital finanziert worden war und die Devisenreserven nicht ausreichen, um den kurzfristigen Verbindlichkeiten nachzukommen. Die externe Verschuldung der Türkei beläuft sich auf USD 450 Mia., was 50% des BIP entspricht. Die in den nächsten zwölf Monaten fälligen Kredite im Umfang von USD 120 Mia. übersteigen die Devisenreserven der türkischen Notenbank bei weitem. Dazu kommt das Leistungsbilanzdefizit von 6% des BIP, was zu einem permanenten Devisenabfluss führt. Rund die Hälfte der Fremdwährungsschulden – USD 220 Mia. – sind durch Banken, hauptsächlich aus dem EU-Raum, vergeben worden, wobei die Kredite in den meisten Fällen über türkische Tochtergesellschaften gewährt wurden. Deshalb erachten wir ein Übergreifen auf den europäischen Bankensektor als nicht realistisches Szenario. Auf der Handelsebene dürfte die türkische Währungskrise kaum grosse Spuren hinterlassen, da nur rund 1.5% der Exporte der Eurozone in die Türkei gehen.

Von grösserer Tragweite ist die Tatsache, dass auch andere Schwellenländer unter Druck stehen. Verantwortlich dafür sind die restriktivere US-Geldpolitik, der Handelskonflikt mit den USA und die in den vergangenen Jahren gestiegenen Auslandsverschuldungen. Mit Blick auf die Leistungsbilanzüberschüsse und die Devisenreserven stehen die asiatischen Länder auf einem solideren Fundament als in den 1990er-Jahren. Deshalb glauben wir auch nicht, dass die Schwellenländer generell in Mitleidenschaft gezogen werden.

«Fed bezeichnet die Wirtschaft erstmals seit 2016 als stark – nächster Zinsschritt Ende September wahrscheinlich.»

«Leitzinserhöhung der Bank of England.»

«Die Probleme der Türkei sind schwerwiegend.»

«Werden die Schwellenländer infolge der Türkei-Krise in Mitleidenschaft gezogen?»

Dass höhere US-Zinsen Kapitalabflüsse aus den Wachstumsmärkten auslösen, gleicht einem wiederkehrenden Muster. Allerdings sind in den vergangenen Monaten auch Währungen von Ländern mit hohen Leistungsbilanzüberschüssen wie Südkorea oder Thailand unter Druck geraten. Dies ist ein klares Indiz dafür, dass die Befürchtungen eines eskalierenden Handelskrieges mitspielen. Die Notenbanken in diesen Ländern sehen sich dazu veranlasst, die Zinsen zu erhöhen, um die Währung sowie die Inflation zu stabilisieren. In der Folge müssen die Wachstumserwartungen nach unten revidiert werden, was die konjunkturelle Dynamik auf globaler Ebene weiter beeinträchtigen wird.

Rohstoffe

Viele Marktteilnehmer halten den Verlauf des Kupferpreises für einen guten Vorlaufindikator. Nach Eisen und Aluminium ist Kupfer das am meisten verwendete Metall. Es wird in der Elektronik, in der Bauwirtschaft und im Transportwesen verwendet. Deshalb wird der Kupferpreis zugetraut, die allgemeine Stärke der Nachfrage in der Weltwirtschaft zu spiegeln, was ihm den Spitznamen «Dr. Copper» eingebracht hat. Von Juni bis August hat sich der Kupferpreis um rund 22% verbilligt, was zu den Sorgen um eine schwächer werdende Weltkonjunktur beigetragen hat.

«Kupfer als Frühindikator.»

Kupferpreis in USD



Der gesunkene Kupferpreis ist schwer nachvollziehbar, da drohende Arbeitskonflikte im wichtigen Kupfer-Export-Land Chile einen Preisauftrieb hätten vermuten lassen. Die Nachfrage scheint zudem robust zu sein, weil die Lagerhaltungen, die von externen Beobachtern nachvollzogen werden können, abnehmen. Dieser Umstand würde auf eine Preissteigerung hindeuten.

Der Niedergang der Kupfernotierung wirkt deshalb umso alarmierender. Die Reaktion am Kupfermarkt dürfte tatsächlich auf den sich hochschaukelnden Handelskonflikt zwischen China und den Vereinigten Staaten zurückzuführen sein. Die weltweite Nachfrage nach dem Industriemetall fällt rund zur Hälfte in China an. Die schwächere Kupfernotierung ist damit vor allem eine Aussage über die Erwartungen in Bezug auf die chinesische Wirtschaft. Es kommen Wechselkursbewegungen hinzu, die eine Stärkung des Dollars gegenüber der chinesischen Währung gebracht haben, was in China die Nachfrage nach dem Metall, das in Dollar abgerechnet wird, dämpft. «Dr. Copper» dürfte zurecht Warnsignale von sich geben, diese sind jedoch in diesem Ausmass übertrieben.

Währungen

Die «US-Valuta» hat vis-à-vis dem Euro von Mitte April bis Mitte August um rund 10% zugelegt und aus unserer Sicht dazu beigetragen, dass Schwellenländer wie Argentinien oder die Türkei aufgrund ihrer hohen Dollarschulden und Leistungsbilanzdefizite in Schwierigkeiten geraten sind. Der amerikanische Notenbankchef Jerome Powell, versuchte anlässlich der Notenbankkonferenz in Jackson Hole im Grand Teton National Park im US-Gliedstaat Wyoming, den US-Dollar verbal zu besänftigen. Er hat weitere, graduelle Zinserhöhungen angedeutet, allerdings auch betont, die derzeit vorteilhafte Entwicklung der amerikanischen Wirtschaft auf keinen Fall gefährden zu wollen. Diese «taubenhaften» Äusserungen führten zumindest kurzfristig zu einer Verbilligung des US-Dollar und hievten das EUR/USD-Währungspaar über die psychologische und charttechnische Unterstützung von 1.15.

Die Frage stellt sich nun wie nachhaltig diese Bewegung ist. Ohne eine klare Verbesserung der europäischen Wirtschaftslage gegenüber der starken amerikanischen Wirtschaft ist es nicht auszuschliessen, dass der Euro versus dem US-Dollar und auch gegenüber dem Schweizer Franken nach einer Konsolidierungsphase nochmals Richtung Süden tendiert. Das könnte erneut Kapitalflüsse Richtung Vereinigte Staaten auslösen. Für die Türkei-Krise und wegen der Eskalation des Handelsstreits unter Druck geratenen Schwellenländerwährungen werden die Verhandlungen zwischen den USA und China um Zölle und Technologiethemata von höchster Bedeutung sein. Der Währungsvolatilitätsindex der neun global wichtigsten Währungspaare stieg im August um 20% an, was für Währungen ein enorm hoher Wert darstellt.

«Dr. Copper sendet Warnsignale aus – diese sind jedoch aus unserer Sicht überzogen.»

«Jerome Powell versucht die Stärke des USD zu besänftigen – dies ist auch im Sinne von Trump, der keine starke US-Valuta favorisiert.»

«Wie nachhaltig ist die Kursbewegung von über 1.15 im Währungspaar EUR/USD?»

Marktübersicht 31. August 2018

Aktienindizes	Aktuell	1 Mt (%)	YtD (%)
SMI	8'973.56	-2.19	-1.15
SPI	10'740.34	-1.45	-0.10
Euro Stoxx 50	3'392.90	-3.70	-0.35
Dow Jones	25'964.82	2.56	6.73
S&P 500	2'901.52	3.26	9.94
Nasdaq	8'109.54	5.85	18.32
Nikkei 225	22'865.15	1.44	1.52
MSCI Schwellenländer	1'055.96	-2.68	-6.99

Rohstoffe

Gold (USD/Feinunze)	1'203.62	-1.68	-7.61
WTI-Öl (USD/Barrel)	69.80	1.51	15.52

Obligationenmärkte

US Treasury Bonds 10J (USD)	2.86	-0.10	0.46
Schweizer Eidgenossen 10J (CHF)	-0.10	-0.08	0.05
Deutsche Bundesanleihen 10J (EUR)	0.33	-0.12	-0.10

Währungen

EUR/CHF	1.12	-2.91	-3.93
USD/CHF	0.97	-2.16	-0.55
EUR/USD	1.16	-0.76	-3.36
GBP/CHF	1.26	-3.40	-4.65
JPY/CHF	0.87	-1.48	0.89
JPY/USD	0.01	0.74	1.48

Autor: Christof Wille, Dipl. Private-Banking-Experte NDS
Redaktionsschluss: 31. August 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.