

# Anlagekommentar

Dezember 2018

## Strategie in Kürze

Nach den signifikantesten Kursrücksetzern seit Jahren im Oktober, kam es im November zu Stabilisierungstendenzen. Die amerikanischen Aktienindizes konnten rund 2% an Terrain wettmachen, während sich der MSCI Schwellenländerindex gar um 4% verteuerte. Viele Faktoren deuten jedoch weiter darauf hin, dass die Risiken erhöht bleiben. In Europa ist ein geordneter «Brexite» noch nicht in trockenen Tüchern. Nachdem das britische Kabinett und die EU das Regelwerk verabschiedet haben, steht die Abstimmung im britischen Unterhaus an, dessen Ausgang und folglich die politische Zukunft von Theresa May völlig ungewiss ist. Gegen Italien hat die EU-Kommission den Weg für ein Defizitverfahren geebnet. Wir sind aber nicht der Meinung, dass es tatsächlich zu einer milliardenschweren Geldstrafe kommt. Positiv aufgenommen – zumindest kurzfristig – haben die globalen Aktienindizes den «Waffenstillstand» zwischen den Vereinigten Staaten und China. Die drohenden Zollerhöhungen von 10% auf 25% seitens der USA per 1. Januar 2019 werden vorläufig ausgesetzt und die Verhandlungen wieder aufgenommen. Für die Finanzmärkte könnte das eine willkommene Atempause darstellen.

Die Konjunkturdaten aus Europa, China und Japan sind mehrheitlich am unteren Ende der Erwartungen ausgefallen. Auch in den USA zeichnet sich für 2019 ein leicht schwächeres Wachstum ab. An dieser Stelle ist sicherlich die Frage angebracht, ob das schwächere Wachstum und ein damit einhergehender Margendruck schon vollumfänglich in den Gewinnschätzungen eskomptiert sind. Wir gehen davon aus, dass Unternehmen deren Rentabilität weniger stark von konjunkturellen Faktoren beeinflusst werden und die solide Bilanzen aufweisen, momentan die bessere Anlage sind als stark zyklische, kapitalintensive Unternehmen. Wir halten temporär an unserer generell positiven Markteinschätzung fest und haben folglich die Aktienquote moderat übergewichtet. Die Teilabsicherung der Aktienquote bleibt jedoch bestehen, zum Schutz vor weiteren Kursrücksetzern.

«Die Politik beeinflusst die weitere Kursentwicklung massgeblich.»

«Wir halten an unserem moderaten Übergewicht sowie der Teilabsicherung der Aktienquote fest.»

## Politik

Die Demokraten haben bei den Zwischenwahlen in den USA – wie von uns prognostiziert – eine knappe Mehrheit im Repräsentantenhaus errungen und damit die umfassende Kontrolle der Republikaner im Kongress gebrochen. Die gefürchtete «Blue Wave» blieb jedoch aus. Das Land erhält wieder ein «divided government», wie während der letzten sechs Amtsjahre von Präsident Obama. Auch hier ist ein Blick in die Geschichtsbücher äusserst interessant. Seit dem 2. Weltkrieg wurden in den Vereinigten Staaten 18 «Midterms» abgehalten. In allen Zwischenwahlen zogen die Märkte im Nachgang signifikant an. Im Schnitt legte der S&P 500 in den zwölf Monaten nach den Wahlen um 17% zu. Die grosse Frage stellt sich nun, ob sich die beiden Kammern gegenseitig blockieren, oder ob sie versuchen zusammenzuarbeiten und einen gemeinsamen Nenner zu finden. Wir orten in den Bereichen Infrastruktur sowie Gesundheitswesen das Potenzial, Reformen voranzutreiben.

Im Handelsstreit zwischen den USA und China gibt es zumindest vorläufig gute Neuigkeiten. An den Gesprächen zwischen Präsident Trump und Xi Jinping am G-20 Gipfel in Buenos Aires Anfang Dezember, hat man sich auf eine temporäre «Feuerpause» geeinigt. Die drohenden Zollerhöhungen von 10% auf 25% seitens der USA per 1. Januar 2019 werden vorläufig ausgesetzt. Als Gegenleistung für den Verzicht wird China ab sofort amerikanische Landwirtschaftsprodukte sowie Güter aus dem Energie- und Industriebereich kaufen. So soll das US-Handelsdefizit gegenüber China reduziert werden.

In den eigentlichen Verhandlungen über den erzwungenen Technologietransfer, den Umgang mit geistigem Eigentum sowie um die weitere Marktöffnung Chinas für ausländische Unternehmen wurden keine Erfolge erzielt. Die Gespräche laufen aber weiter und müssen innert 90 Tagen zu einem erfolgreichen Abschluss gebracht werden, ansonsten treten die nun ausgesetzten Zollerhöhungen von 10% auf 25% Anfang März in Kraft. Faktisch ist die Deadline damit um zwei Monate nach hinten verschoben worden. Für die Finanzmärkte ist dies dennoch eine willkommene Atempause. Die Hoffnung, dass die USA und China doch noch zu einer umfassenden Übereinkunft kommen werden, dürfte zumindest kurzfristig für gute Stimmung an den Märkten sorgen. Die Zeitlimite von 90 Tagen ist angesichts der komplexen Verhandlungsmaterie aber knapp bemessen. Aus unserer Sicht ist es auch denkbar, dass die Frist zeitlich nach hinten verschoben wird. Einen allfälligen Verhandlungserfolg dürfte Präsident Trump mit Blick auf die Präsidentschaftswahlen 2020 wohl für sich verbuchen. Für ein «happy end» ist es zu früh, für eine kleine Feier dürfte es aber reichen.

«Rally nach den US-Midterms.»

«Waffenstillstand zwischen den USA und China.»

«Die Zeitlimite von 90 Tagen ist angesichts der komplexen Verhandlungsmaterie knapp bemessen.»

## Konjunktur

Die offiziellen chinesischen Einkaufsmanagerindizes sind im November schwächer als erwartet ausgefallen. Der PMI Manufacturing trübte sich weiter von 50.2 auf 50.0 Punkte ein und notiert damit exakt auf der Marke, welche die Trennlinie zwischen Expansion und Kontraktion markiert. Der Aktivitätsindikator erreichte damit den niedrigsten Stand seit zweieinhalb Jahren. Der wichtige Teilindex für die Auftragseingänge fiel zum sechsten Mal in Folge. Aber auch im Dienstleistungssektor, der mittlerweile mehr als die Hälfte der chinesischen Wirtschaft ausmacht, hat sich die Situation weiter verschlechtert. Der PMI Services ermässigte sich von 53.9 auf 53.4 Punkte und lag damit ebenfalls unter den Erwartungen. Er liegt damit aber weiterhin beträchtlich oberhalb der wachstumskritischen Schwelle von 50 Punkten. Der Einkaufsmanagerindex für die Gesamtwirtschaft, der PMI Composite, sank von 53.1 auf 52.8 Punkte. Das Wachstum der chinesischen Wirtschaft scheint im 4. Quartal weiter an Kraft einzubüssen. Vor allem die chinesische Industrie bekommt die abnehmende Nachfrage aus dem Ausland und die Wirkung der US-Strafzölle mehr und mehr zu spüren. Gleichzeitig entfalten die verschiedenen Stimulierungsmassnahmen der chinesischen Regierung bislang noch keine ausreichend stabilisierende Wirkung.

«Anhaltende Verlangsamung im Reich der Mitte.»

Erfreulicher stellt sich die wirtschaftliche Verfassung in Brasilien dar. Das BIP-Wachstum ist im 3. Quartal vis-à-vis dem Vorquartal um kräftige 0.8% gestiegen, die höchste Wachstumsrate seit Anfang 2017. Allerdings überzeichnet dies wohl die tatsächliche wirtschaftliche Dynamik, denn Ende Mai hatte ein landesweiter Protest der Lastwagenfahrer für deutliche Einbussen gesorgt und das BIP im 2. Quartal um lediglich 0.2% ansteigen lassen. Dennoch stimmt die wirtschaftliche Erholung zuversichtlich. Die Investitionen nahmen gegenüber dem Vorquartal mit 6.6% so stark zu wie seit neun Jahren nicht mehr. Auch das Vertrauen der Konsumenten hat sich merklich verbessert. Im November stieg der Index der Konsumentenstimmung von 86.1 auf 93.2 Punkte und erreichte damit den höchsten Stand seit vier Jahren. Der Teilindikator für die aktuelle Situation nahm von 71.9 auf 74.6 Punkte zu, während jener für die Erwartungen markant von 96.6 auf 106.4 Punkte anstieg. Ähnlich wie in den USA nach den Präsidentschaftswahlen vom November 2016 macht sich auch in Brasilien mit dem neugewählten Präsidenten Bolsonaro ein starker Vertrauenseffekt bemerkbar. Der bisher schwache Aufschwung in Brasilien könnte dadurch an Schwung gewinnen.

«Gute Daten aus Brasilien.»

### Aktienmärkte

An den internationalen Aktienmärkten ist es in der letzten Novemberwoche zu kräftigen Kursavancen gekommen. Allen voran verzeichneten die US-Börsenindizes starke Zugewinne. Der Leitindex S&P 500 verbesserte sich im Wochenvergleich um satte 5%. Aber auch in Japan (+3.3%), in Europa (+1.2%), in der Schweiz (+1.8%) und den Schwellenländern (+2.4%) zeigten die Aktienkurse klar nach oben. Die Rede von US-Notenbank Präsident Jerome Powell löste an den Aktienmärkten Begeisterung aus. Weniger Gegenwind als befürchtet und dazu noch von der wichtigsten Notenbank der Welt hörten die Investoren natürlich gerne. Allerdings warnen wir vor zuviel Zuversicht. Das Fed wird den Zinserhöhungszyklus nur dann früher als bislang kommuniziert beenden, wenn die US-Wirtschaft tatsächlich einen Gang zurückschaltet und die Inflation weiterhin moderat bleibt. Eine sich verlangsamende US-Wirtschaft zum Zeitpunkt einer generell zur Schwäche neigenden Weltwirtschaft kann an den Aktienmärkten durchaus auch zu handfesten Wachstumsängsten führen, insbesondere dann, wenn in Europa und China Stabilisierungszeichen ausbleiben sollten. So weit ist es allerdings noch nicht. Wir sind optimistisch, dass die US-Wirtschaft auch im nächsten Jahr mit einer Rate von real 2.5% weiterhin ansprechend wachsen und der Weltwirtschaft eine weiche Landung gelingen wird. Wir rechnen jedoch auch im kommenden Jahr mit einer erhöhten Volatilität.

«Jerome Powell beflügelt die Aktienmärkte – zumindest kurzfristig.»

### Obligationenmärkte

Nur kurz nachdem Präsident Trump eine erneute Attacke gegen Fed-Chair Jerome Powell geritten hatte, signalisierte Powell, dass die Geldpolitik auf einen moderateren Kurs einschwenken werde. An den Finanzmärkten ist die Aussage wohlwollend zur Kenntnis genommen worden. Auftrieb erhalten wird die Debatte darüber, ob das Fed dem Druck nachgegeben hat und nun den Wünschen der Politik folgt. Wir gehen jedoch nicht davon aus, dass sich Powell stark von den Bauchgefühlen des Präsidenten beeindrucken lässt. Dies hat er auch mehrmals, zumindest indirekt, klargemacht. Für die moderateren Töne dürften vielmehr die volatilen Finanzmärkte und die sich in einigen Bereichen der US-Wirtschaft abzeichnenden Schwächesignale ausschlaggebend sein. Auffallend war in den letzten Tagen der plötzliche Anstieg der Risikoprämien am US-Anleihenmarkt, der aufgrund des erheblichen Volumenwachstums in den letzten Jahren und der erhöhten Verschuldung des US-Unternehmenssektors gewissermassen die Achillesferse der US-Wirtschaft ist. In diesem Zusammenhang sei daran erinnert, dass Powell am letzten Notenbankgipfel bemerkte, dass Exzesse vor den letzten beiden Rezessionen hauptsächlich an den Finanzmärkten und nicht bei der Inflation auftraten. Überdies bestätigte er, dass eine zu vorsichtige Geldpolitik höhere

«Ist das Fed wirklich noch unabhängig?»

Kosten zur Folge hätte als eine zu forsche Vorgehensweise. Die Herausforderung besteht darin, dass die Notenbanken im Grunde genommen kaum wissen, ob ihr Restriktionsgrad angemessen ist. Das Fed orientiert sich am sogenannten neutralen Zinssatz, der im September von den Fed-Mitgliedern bei 3% angesiedelt wurde. Die jüngste Aussage von Powell lässt vermuten, dass die Schätzung für den neutralen Zins nun nach unten revidiert, resp. der angemessene Restriktionsgrad früher erreicht wird. Als wichtige Orientierungshilfe wird aber auch immer wieder die Veränderung der Realzinsen ins Feld geführt. Letztere sind vor den beiden letzten Rezessionen um rund zwei Prozentpunkte angestiegen. Im gleichen Ausmass sind die Realzinsen seit Mitte 2016 gestiegen, was bedeuten würde, dass die Geldpolitik möglicherweise jetzt schon restriktiver wirkt als allgemein angenommen.

### Rohstoffe

Noch vor wenigen Wochen notierte der Fasspreis für die Erdölsorte West Texas Intermediate bei über USD 76 pro Fass. Ein wichtiges Argument dafür waren die Sanktionen der Vereinigten Staaten gegen Iran, die Anfang November in Kraft getreten waren. Seit Oktober kennt der Ölpreis nur eine Richtung – nämlich abwärts.

«Der Erdölpreis – extreme und unerwartete Preisausschläge haben Tradition.»

Erdölpreis (WTI) YtD.



Für eine bessere Versorgung des Ölmarktes verantwortlich waren die Förderung in den USA, die höher ausfiel als erwartet, ein etwas weicherer Ansatz Washingtons in Bezug auf die Iran-Sanktionen und das Lavieren der Organisation erdölexportierender Länder (OPEC). Die Aussicht auf eine Unterversorgung ist gekippt. Die OPEC wird sich Anfang Dezember in Wien treffen. Saudiarabien, der grösste und wichtigste Produzent innerhalb der Organisation, macht sich bereits für eine

Drosselung der Produktion stark. Was dem Ölpreis normalerweise Auftrieb verliehen hätte, vermochte diesmal den Abwärtssog am Erdölmarkt nicht zu stoppen.

Extreme und unerwartete Preisausschläge haben im Erdölmarkt Tradition. Zunächst sind das Angebot und die Nachfrage kurzfristig eher starr, was bedeutet, dass es bei einer Änderung dieser Faktoren zu grossen Preisbewegungen kommen kann. Zudem ist der Ölpreis schwankungsanfällig, weil die Beziehung zwischen Kassakurs und der Notiz an den Terminbörsen komplex ist. Neben Angebot und Nachfrage fliessen die Ölvorräte, die Weltkonjunktur, Wechselkurse, das Zinsniveau, die Preisabsicherungen von Unternehmen und Ländern, die Geopolitik in die Rechnung mit ein.

### Währungen

Nicht nur die politischen Wirren Europas – die Modalitäten des EU-Austritts Grossbritanniens und das italienische Budgetdefizit lasten weiterhin auf der europäischen Gemeinschaftswährung. Auch die europäischen Wirtschaftsdaten konnten jüngst nicht überzeugen. Nach der Schwäche der deutschen ist nun auch die italienische und französische Industrieproduktion durch schwächeres Wachstum aufgefallen. Es würde nicht überraschen, wenn der Euro zur US-Valuta und zum Schweizer Franken, zumindest kurzfristig, zur Schwäche neigen würde – ausser die amerikanische Konjunktur wird signifikant weniger expansiv, was die Zinserwartungen in den USA nach unten ändern würde. Dies könnte aber wohl eher im späteren Jahresverlauf 2019 zum Marktthema werden.

«Es gibt diverse Faktoren, die für die Entwicklung des Erdölpreises verantwortlich sind.»

«Nicht nur politische Wirren lasten auf der europäischen Gemeinschaftswährung.»

## Marktübersicht 30. November 2018

Aktienindizes (in Lokalwährung)	Aktuell	1 Mt (%)	YtD (%)
SMI	9'037.76	0.17	-0.34
SPI	10'540.95	-0.89	-1.96
Euro Stoxx 50	3'173.13	-0.69	-6.45
Dow Jones	25'538.46	2.11	5.59
S&P 500	2'760.17	2.04	5.10
Nasdaq	7'330.54	0.50	7.26
Nikkei 225	22'351.06	1.96	-0.07
MSCI Schwellenländer	994.72	4.13	-12.02

## Rohstoffe

Gold (USD/Feinunze)	1'220.52	0.47	-6.32
WTI-ol (USD/Barrel)	50.93	-22.02	-15.71

## Obligationenmarkte

US Treasury Bonds 10J (USD)	2.99	-0.16	0.58
Schweizer Eidgenossen 10J (CHF)	-0.10	-0.09	0.05
Deutsche Bundesanleihen 10J (EUR)	0.31	-0.07	-0.11

## Währungen

EUR/CHF	1.13	-0.88	-0.37
USD/CHF	1.00	-1.05	2.42
EUR/USD	1.13	0.04	-5.73
GBP/CHF	1.27	-1.13	-3.34
JPY/CHF	0.88	-1.43	1.79
JPY/USD	0.01	-0.46	-0.70

Autor: Christof Wille, Dipl. Private-Banking-Experte NDS  
Redaktionsschluss: 4. Dezember 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 Vermogensverwaltungsgesellschaft. 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.