

Anlagekommentar

September 2019

Strategie in Kürze

An Politiknachrichten mit signifikanter Bedeutung herrscht momentan wahrlich kein Mangel. Das übergeordnete Thema ist und bleibt der schwelende Handelskonflikt zwischen den USA und China und die damit verbundenen neu verhängten Zölle der US-Administration. In Grossbritannien macht der Versuch von Premierminister Boris Johnson, das Parlament auszuschalten und das Land auf Biegen und Brechen Ende Oktober aus der EU zu führen, Schlagzeilen. In Italien versucht der bisherige und designierte Ministerpräsident Giuseppe Conte, eine neue Regierung aus der Fünf-Sterne-Bewegung und den oppositionellen Sozialdemokraten der Partito Democratico zu schmieden. Argentinien kämpft unterdessen gegen einen erneuten Staatsbankrott. Ende August hat die Rating-Agentur Standard & Poor's (S&P), die Kreditwürdigkeit des südamerikanischen Landes mit einem partiellen Zahlungsausfall eingestuft. Begründet wird diese Tatsache, dass es bei der Rückzahlung von Schulden zu Verzögerungen gekommen ist.

Auf Stufe der globalen Konjunktur sind momentan nur schwerlich Lichtblicke auszumachen. An den Obligationenmärkten haben die angedeuteten geldpolitischen Interventionen zu einem weiteren Renditezerfall geführt. So müssen Anleger in der Schweiz bei zehnjährigen Eidgenossen inzwischen eine negative Rendite von rund einem Prozent in Kauf nehmen. Auch in Deutschland werfen solche Papiere schon lange nichts mehr ab, die Rendite ist dabei auf -0.70% gefallen und in den Vereinigten Staaten liegt diese bei 1.50%. Wir gehen davon aus, dass die US-Zentralbank Fed, im Lichte der jüngsten Konjunkturdaten, die Zinsen anlässlich ihrer nächsten Sitzung am 18. September wohl um weitere 25 Basispunkte senken dürfte. In Europa dürfte die EZB Mitte September einen Neustart der umstrittenen Anleihekäufe bekanntgeben.

«Die Politik hat die Börsen, zumindest momentan, fest im Griff.»

«Die Zentralbanken dürften einen spürbar expansiveren Kurs fahren.»

Aufgrund der vorherrschenden Unsicherheit bezüglich der weiteren wirtschaftlichen Entwicklung haben alle Obligationen, insbesondere Staatsanleihen der Industrieländer, hervorragend performt. Je länger die Laufzeit, desto besser die Renditeentwicklung. Inflationsgeschützte Obligationen verfügen grundsätzlich über eine lange Laufzeit und gehören folglich auch zu den Gewinnern dieser Entwicklung. Getreu dem Motto, «lieber den Spatz in der Hand als die Taube auf dem Dach», haben wir uns im August daher entschieden, einen Teil unseres Exposures in dieser Anlageklasse mit einer Duration von über zwölf Jahren zu reduzieren und den Gewinn mitzunehmen. Mit der frei gewordenen Liquidität haben wir den Anteil an Obligationen mit Schuldnern aus den Schwellenländern erhöht. Die Duration haben wir dabei kurz gehalten, um das Zinsänderungsrisiko zu minimieren.

In der jüngeren Vergangenheit hatten wir die Aktienquote Japan vis-à-vis der strategischen Asset Allocation taktisch neutral gewichtet. Aufgrund der relativen Schwäche und im Hinblick auf die bevorstehende MWST-Erhöhung, die eine wirtschaftsdämpfende Wirkung entfalten dürfte, haben wir im Anlageausschuss entschieden, die Quote Aktien Japan zu veräussern. Folglich sind wir Aktien Japan neu untergewichtet. Dagegen haben wir die Quote Aktien Welt via einer passiven Anlagelösung um denselben Anteil erhöht.

Summa summarum bleiben wir Aktien neutral gewichtet. Obligationen haben signifikant an Attraktivität eingebüsst, haben aber im Sinne eines Risikopuffers ihre Daseinsberechtigung. An unserem Goldübergewicht – der Goldpreis konnte im abgelaufenen Monat rund 8% an Wert zulegen – halten wir fest. Hauptverantwortlich dafür ist die aus unserer Sicht negative Realverzinsung, wodurch die relative Attraktivität von Gold zusätzlich zugenommen hat.

Politik

Am 1. September haben die USA neue Zölle in Höhe von 15% auf chinesische Importe im Wert von USD 110 Mia. eingeführt, dabei sieht Chinas Regierung einen Wendepunkt im Handelsstreit. Der Grund liegt darin, dass die Zölle unter anderem für Kleider, Schuhe und Elektronikprodukte gelten und treffen daher mit voller Wucht die amerikanischen Konsumenten, die notabene im November 2020 Präsident Trump zur Wiederwahl verhelfen sollen. Gemäss jüngsten Berechnungen der Investmentbank JP Morgan, dürften die jüngst erhobenen Zölle jeden amerikanischen Haushalt zusätzlich USD 1'000 pro Jahr kosten. Trump ist sich dieses Problems bewusst und verschob daher eine weitere Tranche von Zöllen auf Laptops, Mobiltelefone und Spielwaren kurzerhand auf Dezember. Der Präsident will den Amerikanern wohl die Weihnachtslaune nicht verderben.

«Taktische Veränderung auf Portfolioebene im Obligationenbereich.»

«Wir haben uns im abgelaufenen Monat von unserem Aktien-Exposure in Japan getrennt.»

«Summa summarum bleiben wir Aktien neutral gewichtet.»

«Neue Zollrunde im Handelsstreit – hat Trump zu hoch gepokert?»

Doch der Frust in den USA wächst bereits. Unter US-Detailhändlern regt sich Widerstand gegen die immer neuen Salven des Präsidenten in Richtung Peking. Die Konkurrenz im Detailhandel ist gewaltig und Zölle können nur selten an den Kunden weitergegeben werden. Als Reaktion auf Trumps Zölle erhebt China zudem Abgaben auf US-Agrargüter und zielt damit direkt auf Trumps Kernwählerschaft, die Landwirte. Für Popularitätszuwächse dürfte dies kaum sorgen. Je länger der Handelskonflikt andauert, desto mehr muss man sich die Frage stellen, ob sich Trump nicht verspekuliert. Die amerikanische Wirtschaft wächst langsamer und das Handelsbilanzdefizit steigt weiter. Die Bekundungen des Präsidenten, dass für den Handelskonflikt vor allem China zahle, dürften ihm informierte Betrachter kaum mehr abkaufen. Die Behauptung tausende US-Unternehmen kehren China den Rücken, ist schwer nachvollziehbar. In Peking schwindet der Glaube an eine Einigung vor 2020. Zwar betonte das Handelsministerium jüngst, man wolle den Konflikt nicht weiter eskalieren lassen und sei gesprächsbereit. Eile hat man aber keine, obwohl auch in China die Konjunktur ins Stocken geraten ist. Chinas Wirtschaft hängt nicht mehr so stark an den Ausfuhren wie noch vor 15 Jahren und für eine Beilegung des Streits stellt das Reich der Mitte Bedingungen. So müssten sämtliche seit Beginn des Konflikts eingeführten Zölle abgeschafft werden – Forderungen auf die Trump vor den Wahlen kaum eingehen wird.

Konjunktur

Das brasilianische Bruttoinlandprodukt ist im 2. Quartal überraschend stark gewachsen. Das BIP-Wachstum betrug 0.4% gegenüber dem Vorquartal und 1% versus dem Vorjahr. Die Konsenserwartungen gingen lediglich von einem Anstieg von 0.2% bzw. 0.8% aus. Nach dem schwachen ersten Quartal, als die Wirtschaftsleistung noch um 0.1% schrumpfte, ist Brasilien damit an einer Rezession vorbeigeschrammt. Speziell die Investitionen haben mit einem Zuwachs von 3.2% vis-à-vis dem Vorquartal zum positiven Resultat beigetragen. Die Staatsausgaben fielen dagegen um 1% tiefer aus. Auch der Aussenhandel belastete das Wachstum aufgrund der rückläufigen Exporte. Das über den Erwartungen ausgefallene Wachstum sollte nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Binnennachfrage im historischen Vergleich weiterhin äußerst schwach ist. Die hohe Arbeitslosigkeit und Verschuldung der Privathaushalte bremsen die Konsumnachfrage. Dem Aussenhandel fehlt es aufgrund der global schwachen Konjunktur an Dynamik. So kommt Brasiliens Wirtschaft seit der Rezession 2015/16 nicht wirklich auf Touren. Das BIP-Wachstum dürfte sich im laufenden Jahr auf bescheidene 0.7% belaufen.

«Die Chancen auf eine Einigung im 2019 erachten wir als gering.»

«Brasiliens Wachstum überrascht positiv.»

In Indien hat sich das Wachstum im 2. Quartal weiter verlangsamt und ist auf 5% (YoY) zurückgegangen. Es handelt sich dabei um die niedrigste Wachstumsrate seit sechs Jahren. Die schwache Konjunkturdynamik war relativ breit abgestützt und lässt darauf schliessen, dass die Regierung und Zentralbank weitere Massnahmen ergreifen werden. Wir gehen von weiteren Zinssenkungen und gezielten Stimulierungsmassnahmen aus. Nichtsdestotrotz rechnen wir nicht mit einer grossangelegten Wachstumsbeschleunigung im zweiten Halbjahr und gehen von einem Wachstum im aktuellen Jahr von 6.4% aus.

«In Indien hat sich das Wachstum weiter verlangsamt.»

Aktienmärkte

Die globalen Aktienmärkte haben die seit Frühjahr bestehende überkaufte technische Situation hinter sich gelassen. Die gegenwärtig inverse Zinskurve ist ein Zeichen (von den Finanzmärkten inzwischen klar eingepreisten) Konjunkturabschwächung. Einer möglichen Rezession wird nun von den Zentralbanken entgegengetreten. Die im September 2019 und im vierten Quartal anstehenden Zinssenkungen dürften sowohl die Zinskurveninversion beruhigen als auch Teile der Weltwirtschaft stimulieren können.

«Hoffen auf die Zentralbanken.»

Die Unternehmensresultate haben speziell in den USA auf der positiven Seite überrascht. So konnten überdurchschnittlich hohe 77% der Firmen die Gewinnerwartungen übertreffen. Das Gewinnwachstum der Analysten wurde ebenfalls übertroffen, ebenso die Umsatzerwartungen, etwas weniger ausgeprägt in Europa. Für das Gesamtjahr 2019 sind nun die Resultaterwartungen der Analysten realistischer geworden, was sich in den USA und Europa in rund 5% gesunkenen Gewinnschätzungen zeigt. In den Schwellenländern sind die Gewinnschätzungen inzwischen sogar um 13% reduziert worden. All dies zeigt an, dass nun einiges an Negativem in den Preisen eskomptiert ist. Ferner sind wir auch davon überzeugt, dass sich der US-Präsident der Problematik seiner Wiederwahl bewusst geworden ist, denn sollten sich die Aktienmärkte und die US-Wirtschaft über zu hohe Zölle bei Konsumgütern wie Tablets oder Spielwaren stark abschwächen, wäre diese gefährdet. Es scheint, dass Obligationen in ihrer Antizipation von Rezessionsängsten übertrieben haben, weshalb uns eine Erholung der Aktienmärkte in den nächsten Wochen und Monaten nicht überraschen würde. Das stärkste Argument für Aktien sind die tiefen Zinsen. Historisch widerspiegelt sich dies in den immer noch ansprechenden Risikoprämien für Aktien, die in den letzten Monaten nochmals spürbar gestiegen sind. Sollten die Zinsen tatsächlich auf dem ungewöhnlich tiefen Niveau verharren, würde eine weitere Bewertungsexpan-

«Tiefe Zinsen sind weiterhin eine Hauptstütze für Aktien.»

sion an den Aktienmärkten nicht überraschen. Auch wenn der Konjunkturpessimismus an den Obligationenmärkten abnimmt, würden Aktien immer noch ein erhebliches Renditepolster aufweisen.

Obligationenmärkte

Ende August fand das traditionelle Notenbankertreffen in Jackson Hole, was in unmittelbarer Nähe zu den Nationalparks Grand Teton und Yellowstone liegt, statt. Doch warum ist Jackson Hole so wichtig? Dieses prestigeträchtige Symposium zur Geldpolitik, das von der Kansas City Fed 1978 eingeführt wurde, zieht in grosser Regelmässigkeit führende Vertreter von Zentralbanken aus der ganzen Welt an, um wichtige globale Wirtschaftsfragen zu erörtern.

Bei seiner Grundsatzrede beim diesjährigen Treffen in Jackson Hole, Wyoming, hob Fed-Chair Powell drei Faktoren hervor, die momentan auf den Märkten lasten: Langsames Wachstum, Unsicherheit in Bezug auf die Handelspolitik und gedämpfte Inflation. Wir erwarten daher, dass die Fed anlässlich ihrer nächsten Sitzung am 18. September die Zinsen um einen weiteren Viertelprozentpunkt senken wird, mit einer möglichen zusätzlichen Senkung im vierten Quartal am 30. Oktober oder 11. Dezember.

Ende August sind die Zinsen in den USA, der Schweiz und Deutschland auf historische Tiefststände gesunken. Wir erachten den Renditerückgang zwar als übertrieben, sehen aber in der kurzen Frist wenig Gründe für eine rasche Gegenbewegung. Angesichts der anhaltenden geopolitischen Risiken, allen voran der ungelöste Handelskonflikt zwischen den USA und China, aber auch der drohende ungeordnete Brexit, dürfte die Nachfrage nach sicheren Staatsanleihen hoch halten. Die erwartete Leitzinssenkung in den USA und das Massnahmenpaket der EZB, beides im September, wird dem tiefen Renditeniveau zusätzlichen Support liefern. Mittelfristig rechnen wir indes mit einer Entspannung im Handelskonflikt und einer Stabilisierung der globalen Konjunktur. Beide Aspekte sollten für steigende Renditen sorgen.

Rohstoffe

Die geopolitischen Konflikte haben zweifelsohne zugenommen: Handelskonflikt USA vs. China, anhaltende Spannungen im Persischen Golf, der Streit zwischen Japan und Südkorea sowie nicht zuletzt die Ausrichtung des neuen britischen Premierministers Boris Johnson auf einen «harten Brexit». Diese Aspekte haben den Goldpreis im abgelaufenen Monat um 8% auf USD 1'520 pro Feinunze verteuert. Gold bleibt eine gute Versicherung für Anleger, die sich Sorgen um geopolitische Risiken, Rezession und Inflation machen.

«Warum ist Jackson Hole so wichtig?»

«Die nächste Zinssenkung in den USA wird mit hoher Wahrscheinlichkeit am 18. September erfolgen.»

«Wir erachten den Renditerückgang zwar als übertrieben, sehen aber in der kurzen Frist wenig Gründe für eine rasche Gegenbewegung.»

«Der Goldpreis konnte im abgelaufenen Monat um 8% an Wert zulegen.»

Der Ölpreis, WTI -6% im August, wurde durch eine Verlangsamung der Nachfrage in den Industrieländern beeinträchtigt. Industrielle Rohstoffe kämpfen weiterhin wegen der Verlangsamung des Wirtschaftswachstums in China und dürften sich erst erholen, wenn der chinesische Stimulus verstärkt wird.

«Öl (WTI) verbilligte sich im August um 6%.»

Währungen

Die wachsende Verunsicherung der Investoren hat sich in den letzten Monaten auch darin geäußert, dass der Schweizer Franken gegenüber dem Euro weiter zugelegt hat. So hat der Franken die psychologisch wichtige Marke von CHF 1.10 je Euro unterschritten. Dies ist auf die zuletzt weltweit gestiegene Unsicherheit zurückzuführen. Noch Anfang Mai lag der Wechselkurs bei über 1.14.

«Der Franken legt vis-à-vis dem Euro zu.»



Auf die politischen Fallstricke wurde im aktuellen Anlagekommentar bereits dezidiert hingewiesen. Vor diesem Hintergrund wird die Schweizerische Nationalbank weiterhin am Devisenmarkt intervenieren, um den Wertgewinn des Frankens zu verzögern. Ein Vorpreschen der SNB gegenüber der EZB erwarten wir nicht, eine Zinssenkung der SNB wäre bei einer Annäherung des Frankens an die Parität zum Euro ein realistisches Szenario.

«Geldpolitisch stehen uns spannende Monate bevor.»

Marktübersicht 30. August 2019

Aktienindizes (in Lokalwährung)	Aktuell	1 Mt (%)	YtD (%)
SMI	9'895.65	-0.24	21.18
SPI	12'060.92	-0.03	22.69
Euro Stoxx 50	3'426.76	-1.06	17.89
Dow Jones	26'403.28	-1.32	15.14
S&P 500	2'926.46	-1.58	18.34
Nasdaq	7'962.88	-2.46	20.90
Nikkei 225	20'704.37	-3.72	4.75
MSCI Schwellenländer	984.33	-4.85	4.15

Rohstoffe

Gold (USD/Feinunze)	1'520.38	7.54	18.55
WTI-Öl (USD/Barrel)	55.10	-5.94	21.34

Obligationenmärkte

US Treasury Bonds 10J (USD)	1.50	-0.52	-1.19
Schweizer Eidgenossen 10J (CHF)	-1.02	-0.26	-0.77
Deutsche Bundesanleihen 10J (EUR)	-0.70	-0.26	-0.94

Währungen

EUR/CHF	1.09	-1.12	-3.26
USD/CHF	0.99	-0.36	0.85
EUR/USD	1.10	-0.85	-4.23
GBP/CHF	1.20	-0.42	-3.88
JPY/CHF	0.93	1.95	4.00
JPY/USD	0.01	2.37	3.16

Autor: Christof Wille, Dipl. Private-Banking-Experte NDS
Redaktionsschluss: 30. August 2019

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.