

# Anlagekommentar

April 2018

## Strategie in Kürze

Der von den Vereinigten Staaten heraufbeschworene Handelskonflikt hat an den Märkten zu einem erneuten Anstieg der Volatilität geführt. Einigkeit herrscht grundsätzlich darüber, dass ein generell zunehmender Protektionismus die Inflation nach oben treibt und das Wachstum abschwächt. Obschon kaum abzuschätzen ist, ob die handelspolitische Auseinandersetzung zwischen den USA und China tatsächlich eskalieren wird und wie stark Europa tangiert ist, sind wir der dezidierten Meinung, dass die Märkte eher zu sensitiv reagiert haben. Folglich halten wir an der leichten Übergewichtung der Aktienquote fest.

Die US-Notenbank Fed hat wie erwartet den Leitzins um 25 Basispunkte angehoben und scheint gewillt, am eingeschlagenen Kurs festzuhalten. In Europa dreht sich die geldpolitische Debatte zunächst um den Zeitpunkt der Beendigung des laufenden QE-Programms. Eine erste Erhöhung der Einlagenzinsen dürfte frühestens Mitte 2019 erfolgen. Die Gefahr eines sich verschärfenden Handelskonflikts, der zu einer erhöhten Franken-Nachfrage führen könnte, wird die SNB wahrscheinlich davon abhalten, vor der EZB eine Zinserhöhung in Erwägung zu ziehen. Im Unterschied zu den Aktienmärkten haben die Obligationenmärkte kaum auf die handelspolitischen Unwägbarkeiten reagiert. Höhere Inflationserwartungen für die USA werden sich vor allem am langen Laufzeitenspektrum bemerkbar machen. Auch die Nettoverkäufe der US-Notenbank und das wachsende Staatsdefizit werden die langen Renditen nach oben drücken.

Mit Blick auf den möglicherweise eskalierenden Handelskrieg dürfte die Volatilität an den Märkten hoch bleiben. Auch die Tatsache, dass die US-Staatsverschuldung weiter in die Höhe schießt und manche Peripherieländer in Europa ein langfristig untragbares Schuldenniveau aufweisen, wird früher oder später zu einer Hinterfragung der Geldwertstabilität führen. In Zei-

«Die Lunte am Welthandel.»

«Divergierende Politik der Notenbanken.»

«Gold bleibt ein substanzieller Baustein in unseren verwalteten Portfolios.»

ten steigender Risikoaversion bietet Gold aufgrund der negativen Korrelations-eigenschaften guten Schutz, was für eine steigende Goldnachfrage spricht. Wir erachten unsere Goldposition nach wie vor als substanziellen Baustein in unseren verwalteten Portfolios und halten an der Position fest.

Nach einer starken Rally in der zweiten Jahreshälfte 2017 haben die Aktien aus dem Energiesektor, siehe auch folgende Abbildung, jüngst stark korrigiert und notieren aktuell auf den Unterstützungsniveaus des Vorjahres. Da wir nach dem fulminanten 2017 für das Jahr 2018 nicht mit zweistelligen Performancezahlen der traditionellen Aktienmärkte rechnen, nutzten wir Mitte März das tiefere Kursniveau sowie die erhöhte Volatilität um ein Engagement im Energiesektor aufzubauen. Die Transaktion erfolgte aktienquotenneutral, das heisst wir haben dagegen unsere passiv mit ETFs abgedeckte Aktienquote reduziert.

«Aufbau einer Position im Energiesektor.»

### iShares Stoxx Europe 600 Oil & Gas



### Politik

Der amerikanische Präsident Trump macht seine Drohung wahr und führt Importzölle auf Stahl und Aluminium ein. Diese Massnahmen und die Reaktionen darauf bergen Gefahren für das internationale Handelssystem. Der Freihandel oder vielmehr ein auf Regeln basierendes internationales Handelssystem sind ein wichtiger Grundpfeiler für die enorme Wohlstandsvermehrung und die Armutsbekämpfung der vergangenen Jahrzehnte.

«Importzölle auf Stahl und Aluminium treten in Kraft.»

So hat es beispielsweise China von einem bitterarmen Land zu einer Wirtschaftsleistung pro Kopf von USD 8'800 gebracht. China hinkt den USA aber noch meilenweit hinterher. Denn die Wirtschaftsleistung pro Kopf beläuft

«Wirtschaftsleistung pro Kopf ist in den USA viermal höher als in China.»

sich im asiatischen Land gerade einmal auf einen Viertel der amerikanischen. Beim Blick auf diese Ausgangslage beschleicht einem das Gefühl, dass sich Xi Jinping in dem Machtspiel mit Donald Trump etliche Jahre zu früh an den Pokertisch gesetzt haben könnte.

Die Wirtschaftsgeschichte lehrt auch, dass bei Handelskonflikten alle Seiten verlieren. In den 1930er Jahren löste das «Smoot-Hawley-Zollgesetz» einen Handelskrieg und eine Abwärtsspirale aus, was die Rezession in den Vereinigten Staaten verstärkte. Eine Reihe von amerikanischen Präsidenten, unter ihnen Ronald Reagan, George W. Bush und Barack Obama, musste erleben, dass Handelskonflikte alles andere als einfach zu gewinnen sind.

Die grosse Frage ist nun, wie sich der Handelsstreit zwischen den USA und China weiterentwickeln wird. Ob es zu einer vernünftigen Verhandlungslösung kommt oder sich der Konflikt in Richtung ausgewachsener Handelskrieg ausweitet, lässt sich deshalb nicht abschliessend beurteilen. Präsident Trump hat bereits die Zwischenwahlen im November im Blickfeld, wo den Republikanern der Verlust der Mehrheit in beiden Kammern des Kongresses droht. Der US-Präsident wird bis dahin versuchen politische Erfolge einzufahren, ansonsten droht er zu einer sogenannten «lame duck» zu verkommen. Aus unserer Sicht lassen der gesunde Menschenverstand und die Gewissheit, dass ein Handelskrieg nur Verlierer kennt, eine Verhandlungslösung als wahrscheinlich erscheinen.

Es lässt sich schwer abschätzen, wie die politische Zukunft Italiens aussieht. Keine der Parteien konnte die notwendige Mehrheit für eine Regierungsbildung erlangen. Schwierige Koalitionsverhandlungen stehen an. Aber weder die «Fünf-Sterne-Bewegung» noch die Lega Nord stellen für die Anleger eine attraktive Option dar. Es ist aus unserer Sicht sehr wahrscheinlich, dass eine dieser Anti-Establishment-Parteien an der künftigen Regierung beteiligt wird. Die Bereitschaft für weitere Reformen und Austerität nähme somit ab und die Gefahr des Status Quo zu.

### Konjunktur

Die Nervosität an den Finanzmärkten hat sich, zumindest bislang, noch nicht auf die US-Konjunkturindikatoren sowie die Realwirtschaft übertragen. Der ISM Manufacturing Index, der gemeinhin als aussagekräftigster Vorlaufindikator der US-Wirtschaft gilt, ist zwar von 61.0 auf 59.3 Punkte zurückgefallen, notiert damit aber immer noch nahe dem Höchststand seit vierzehn Jahren.

«Handelskonflikte bringen nur Verlierer.»

«Kommt es zu einem Handelskrieg?»

«Wahl in Italien bringt Unsicherheit.»

«US-Konjunkturindikatoren halten sich gut.»

Eine überraschende kräftige Aufwärtsrevision erfuhr das BIP-Wachstum im Schlussquartal 2017. Die US-Wirtschaft ist gemäss den jüngsten Angaben des Bureau of Economic Analysis (BEA) um 2.9% gewachsen, anstelle von 2.5% welche in der vergangenen Schätzung ausgewiesen wurde. Grund für das höhere Wachstum ist eine Aufwärtsrevision des privaten Konsums von 3.8% auf 4.0% sowie ein weniger starker Lagerabbau.

«Aufwärtsrevision des US-BIP.»

Die Stimmung in der Wirtschaft der Eurozone hat sich im März leicht eingetrübt. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Sammelindex zur Einschätzung der wirtschaftlichen Entwicklung ist zum dritten Mal in Folge gefallen. Gegenüber dem Vormonat bildete er sich von 114.1 auf 112.6 zurück.

«Stimmung in der Eurozone hat sich im März leicht eingetrübt.»

Dennoch gibt es auch positive Nachrichten aus der Eurozone. So hob beispielsweise die spanische Regierung ihre Wachstumsprognose für dieses Jahr deutlich an. Neu geht sie von einer BIP-Zunahme von 2.7% aus, nachdem sie zuvor noch mit einem Wachstum von 2.3% gerechnet hatte. Zudem soll die hohe Arbeitslosigkeit Ende 2018 von 16.5% auf 15% fallen.

«Spanische Regierung hebt Wachstumsprognose an.»

### Aktienmärkte

Enttäuschend – so kann die Kursentwicklung des ersten Quartals kurz zusammengefasst werden. Nach einem fulminanten Jahresanfang setzten Inflationssängste und ein möglicher Handelskrieg den weltweiten Aktienmärkten stark zu. Während die Schweiz per Ende März rund 5.5% an Wert einbüsst, verbilligte sich der S&P 500 um 0.7%. Positiv notiert der MSCI Schwellenländer mit +1.3%, siehe auch die Tabelle Marktübersicht.

«Enttäuschende Kursentwicklung im ersten Quartal 2018.»

Eine Stütze, speziell für den US-Aktienmarkt, sind die kontinuierlichen Aktienrückkäufe. 2017 addierten sich die Buy-backs auf USD 530 Mia., für dieses Jahr wird ein Rekord von USD 800 Mia. erwartet.

«Aktienrückkäufe als Stütze.»

Regional favorisieren wir Europa im Vergleich zu den USA. Hauptargument ist hierbei die Bewertung, welche sich in einem weitaus vernünftigeren Rahmen bewegt als in den Vereinigten Staaten. Die geografische Diversifizierung darf in einem herausfordernden Umfeld nicht vernachlässigt werden. Folglich halten wir an der neutralen Gewichtung der Schwellenländer und Japans fest.

«Wir favorisieren Europa.»

Die grosse Frage stellt sich nun, was in den kommenden Wochen realistisch von den Aktienmärkten erwartet werden kann. Fakt ist, dass sich die fundamental-ökonomischen Daten weiterhin vorteilhaft präsentieren. Ohne eine

«Wir bleiben moderat optimistisch für die Aktienmärkte gestimmt.»

Verschärfung des Handelskonflikts gehen wir davon aus, dass die Weltwirtschaft ein anhaltend robustes Wachstum an den Tag legen wird. Diese Tatsache ist beruhigend und sollte den Aktienmärkten einen gewissen Halt geben.

### Obligationenmärkte

Die US-Notenbank hat im März den Leitzins um 25 Basispunkte auf 1.5% bis 1.75% angehoben, was von uns so erwartet wurde. Der Entscheid fiel einstimmig. Es war die insgesamt sechste Zinserhöhung seit der grossen Finanzkrise 2008. Der Fokus lag deshalb auf den Prognosen der Mitglieder des Offenmarktausschusses (FOMC). Wie jedes Quartal gaben die aktuell fünfzehn Mitglieder ihre Einschätzung zum Leitzins ab. Besonders gespannt waren die Finanzmärkte auf den sogenannten Dot Plot. Dabei handelt es sich um eine Punktwolke die anzeigt, mit welchem Zinsniveau die einzelnen FOMC-Mitglieder am jeweiligen Jahresende rechnen. Daraus lässt sich die Zahl der erwarteten Zinsschritte ableiten. Die neue Zinsprognose der Notenbank zeigt, dass der geldpolitische Ausschuss im Mittel (Median) für dieses Jahr unverändert von insgesamt drei Zinsanhebungen ausgeht.

An der Pressekonferenz wurde der Fed-Chef Jerome Powell nach den Auswirkungen der protektionistischen Handelspolitik der US-Regierung befragt. Laut Powell seien die Zölle Bestandteil der Diskussion gewesen. Die bisher beschlossenen Massnahmen hätten die US-Wirtschaft aber noch nicht negativ tangiert. Das Thema Handelskrieg sei aber zweifelsohne ein Risiko, welches an Bedeutung gewonnen habe.

Ein möglicherweise erschwerter Handel führt zu stagflationären Tendenzen, das heisst geringerem Wachstum und höherer Inflation. Für die USA wäre das Szenario von steigenden Preisen realistisch und in Europa, wegen der hohen Überschüsse, dass das Wachstum unter Druck gerät. Was würde das für Obligationen bedeuten? In den USA wird die mindestens anfängliche Schwächephase dazu führen, dass Zinserhöhungen für weniger wahrscheinlich gehalten werden. Auf der anderen Seite steigt die Inflation, so dass mehr Zinserhöhungen nötig würden. Netto ist schwer zu sagen was bleibt, aber die Risikoprämie für Inflation, das heisst die Steilheit der Zinskurve, sollte auf jeden Fall zunehmen. Sollte sich das Risikoszenario entfalten, sind Produkte auf die US-Inflationserwartungen interessant und auch Obligationen mittlerer Laufzeit können attraktiv sein, zumal der Fokus des Marktes aktuell noch immer auf den erwarteten Zinserhöhungen der Fed liegt.

«US-Notenbank erhöhte den Leitzins zum sechsten Mal seit der Finanzkrise 2008.»

«Gemäss Fed-Chef Jerome Powell hat das Risiko eines Handelskrieges zugenommen.»

«Während die Aktienmärkte bereits Angst vor reduzierten Wachstumserwartungen haben, glaubt der Obligationenmarkt noch an Zinserhöhungen.»

## Rohstoffe

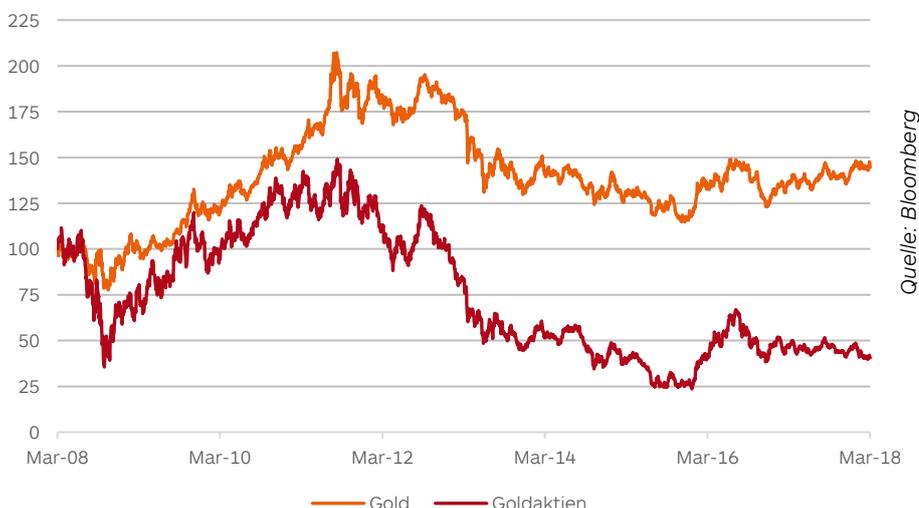
Seit 2014 bewegt sich die Feinunze Gold in einer Bandbreite von USD 1'100 bis USD 1'350. Aufgrund der sich ausbreitenden Unsicherheit mit Blick auf den möglicherweise eskalierenden Handelskrieg wird die Volatilität an den Aktienmärkten hoch bleiben. Wenn sich der Konflikt tatsächlich hochschaukelt, werden Stagflationsängste um sich greifen. Auch die Tatsache, dass die US-Staatsverschuldung weiter in die Höhe schiesst und manche Peripherieländer in Europa ein langfristig untragbares Schuldenniveau aufweisen, wird früher oder später zu einer Hinterfragung der Geldwertstabilität führen. In Zeiten steigender Risikoaversion bietet Gold aufgrund der negativen Korrelationseigenschaften guten Schutz, was für eine steigende Goldnachfrage spricht. Auf der Angebotsseite dürfte die Goldförderung aufgrund der gesunkenen Investitionen leicht abnehmen. Die Chancen eines Ausbruchs über die Marke von USD 1'350 stehen demnach gut. Für einen weiteren Anstieg des Goldpreises auf mittlere bis lange Sicht könnte die Schwäche der «US-Valuta» sorgen. Die kürzlich beschlossene Steuerreform und die Erhöhung der Staatsausgaben lassen eine deutliche Ausweitung des Haushaltsdefizits erwarten, was eine schwere Bürde für den «Greenback» bedeutet. Zudem dürfte mit einer steigenden Inflation die Realverzinsung sinken.

Wenn man von einem steigenden Goldpreis ausgeht, muss man sich auch Goldaktien anschauen. Wie man der nachfolgenden Grafik entnehmen kann, haben Goldaktien (rote Linie) über die letzten zehn Jahre 60% an Wert eingebüsst, während sich Gold (orange Linie) um 45% verteuerte, das entspricht folglich einem Performanceunterschied von 105%.

«Gold – Ausbruch über die USD 1'350 Marke?»

«Goldaktien erachten wir als interessante Beimischung in einem diversifizierten Portfolio.»

Gold vs. Nyse Arca Gold Miners Index



Goldunternehmen erachten wir im historischen Vergleich als attraktiv bewertet. Zudem haben diese ihre Hausaufgaben gemacht. Kosten wurden gesenkt, unrentable Projekte verkauft oder eingestellt und Schulden abgebaut. Beim aktuellen Goldpreis verdient die Grosszahl der Unternehmen Geld und generiert einen positiven Cashflow. Disziplin und Mehrwert für die Aktionäre zu generieren, haben höchste Priorität, was in der Vergangenheit nicht immer der Fall war. Ein weiterer positiver Punkt ist die Minenproduktion – diese macht rund 70% des Angebots aus und hat 2016 den Höchststand erreicht. Wir sind davon überzeugt, dass bei einer aufkommenden Dynamik im Goldpreis die Goldaktien überproportional profitieren werden und halten aufgrund der hohen Schwankungsanfälligkeit folglich eine homöopathische Dosis.

#### Währungen

Zinssätze spielen für die Prognose von Devisenkursen eine gewisse Rolle, aber der Blick in die Vergangenheit zeigt, dass der Zusammenhang nicht eindeutig ist. Es ist des Öfteren vorgekommen, dass der Euro-Dollar-Kurs gestiegen ist, also der Dollar schwächer geworden ist, obwohl die US-Zentralbank an der Zinsschraube fester gedreht hat, während das Zinsumfeld andernorts unverändert oder weniger dynamisch blieb – und umgekehrt.

Unter diesem Aspekt ist es nicht überraschend, dass die «US-Valuta» in den vergangenen 15 Monaten bis zu 16% ihres Wertes im Verhältnis zum Euro und bis zu knapp 10% zum Franken verloren hat, obwohl die Zinsdifferenz zwischen den USA und Europa in dieser Zeit grösser geworden ist. Schliesslich hat der US-Dollar im Vorfeld der nun laufenden Zinserhöhungen deutlich zugelegt und diese Bewegung praktisch vorweggenommen. Eine Gegenbewegung war also zu erwarten. Zudem ist es aufgrund der enormen Defizite im amerikanischen Haushalt und der Leistungsbilanz, der verringerten Berechenbarkeit der US-Politik und der Erwartung, dass auch die europäische und die japanische Zentralbank bald geldpolitisch restriktiver werden müssen, zu beachtlichen Mittelflüssen aus den USA nach Europa und Japan gekommen. Angesichts der strukturellen Gegebenheiten müsste eine überraschend schnelle und starke Zinserhöhung in den Vereinigten Staaten oder ein Rückschlag in der Weltwirtschaft zu befürchten sein, um den US-Dollar nachhaltig zu stärken.

«Bei einem anziehenden Goldpreis werden Goldaktien überproportional profitieren – wir halten eine homöopathische Dosis.»

«Zinssätze und deren Zusammenhang mit der Entwicklung von Devisenkursen.»

«Eine Krise oder eine überraschende Zinserhöhung würde eine Erstar-  
kung des US-Dollar bringen.»

## Marktübersicht 30.03.2018

Aktienindizes	Aktuell	1 Mt (%)	YtD (%)
SMI	8'740.97	-0.51	-5.55
SPI	10'189.89	-0.67	-5.22
Euro Stoxx 50	3'361.50	-2.15	-3.71
Dow Jones	24'103.11	-3.59	-1.96
S&P 500	2'640.87	-2.54	-0.76
Nasdaq	7'063.45	-2.79	2.59
Nikkei 225	21'159.08	-3.47	-6.36
MSCI Schwellenländer	1'169.27	-2.00	1.24

## Rohstoffe

Gold (USD/Feinunze)	1'325.50	0.55	1.74
WTI-Öl (USD/Barrel)	64.94	5.35	7.48

## Obligationenmärkte

US Treasury Bonds 10J (USD)	2.74	-0.12	0.33
Schweizer Eidgenossen 10J (CHF)	0.03	-0.07	0.18
Deutsche Bundesanleihen 10J (EUR)	0.50	-0.16	0.07

## Währungen

EUR/CHF	1.18	2.14	0.52
USD/CHF	0.96	1.25	-1.84
EUR/USD	1.23	0.87	2.46
GBP/CHF	1.34	3.16	1.82
JPY/CHF	0.90	1.50	3.94
JPY/USD	0.01	0.22	5.87

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