

Anlagekommentar

August 2019

Strategie in Kürze

«Don't fight the Fed», lautet eine über Dekaden gereifte Börsenweisheit. Diese warnt Anleger davor, sich mit der amerikanischen Notenbank Federal Reserve (Fed) anzulegen. So hat die Fed Ende Juli, erstmals seit der globalen Finanzkrise 2008, den Zinssatz erwartungsgemäss um 0.25% auf die Spanne von 2 bis 2.25% gesenkt. Dies sorgte im Vorfeld der Sitzung an den Aktienbörsen für gute Stimmung. So stieg beispielsweise der S&P500 in den USA Ende Juli erstmals in der Geschichte auf über 3'000 Punkte, was einem Plus von leicht über 20 Prozent im aktuellen Jahr entspricht, die Dividende miteingerechnet. Die positiven Kursavancen an den internationalen Aktienmärkten ist auch dem Umstand des wachsenden Anlagenotstandes respektive der Alternativlosigkeit zuzuschreiben. Weltweit ist das Volumen der Obligationen mit einer negativen Rendite auf rund USD 13'000 Mia. angestiegen. Im Juli haben zudem auch die Notenbanken in Australien, Südkorea, Südafrika und der Türkei die Zinsen gesenkt.

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat im Juli Zinssenkungen für den Herbst in Aussicht gestellt sowie die Prüfung für eine Wiederaufnahme der Anleihekäufe (Quantitative Easing / QE). Zudem wies die EZB auf die zu niedrigen Inflationsraten in Europa hin und dass sich der Ausblick, speziell für den Industriesektor, weiter verschlechtert habe. Somit kommt die Schweizerische Nationalbank (SNB), die bereits den tiefsten Leitzins weltweit aufweist, weiter unter Druck. Der Schweizer Franken notiert vis-à-vis dem Euro auf dem höchsten Stand seit rund zwei Jahren. Um auf die Schritte der grossen Zentralbanken zu reagieren, kann die SNB ebenfalls die Zinsen senken, oder am Devisenmarkt intervenieren. Da aber aus unserer Sicht bei diesen Massnahmen der Spielraum beschränkt ist, dürfte sich die Schweizer «Valuta» tendenziell aufwerten.

«Die Investoren bleiben auf die Notenbanken fixiert, was den Aktienkursen Support geliefert hat.»

«Die EZB ebnet den Weg für eine Zinssenkung im Herbst, was die SNB unter Druck setzt.»

Aus unserer Sicht gibt es diverse Anzeichen die uns vorsichtiger werden lassen. Unter anderem sind dies konjunkturelle Warnsignale wie die schwächeren Einkaufsmanagerindizes im aktuellen Jahr, die niedrige Inflation oder die fallenden Wachstumsprognosen. Auch der Handelskonflikt, trotz der Wiederaufnahme der Verhandlungen, zwischen den USA und China dürfte bis auf weiteres ungelöst bleiben. Hinzu kommen geopolitische Spannungen wie etwa jene zwischen den Vereinigten Staaten und dem Iran.

Was haben die obigen Ausführungen nun für Implikationen auf unsere Anlagepolitik? Wir haben im abgelaufenen Monat keine Änderung an unserer Positionierung vorgenommen. Folglich bleiben wir Aktien, unter Berücksichtigung der teilweisen Absicherung der Aktienquote, neutral gewichtet. Nach den starken Kursavancen der letzten Monate fehlt uns, zumindest kurzfristig, die Überzeugung Aktien aufzustocken, bei einem Kursrücksetzer von fünf Prozent und mehr, würden wir eine Aufstockung in Erwägung ziehen. Obwohl ein Blick in die Geschichtsbücher zeigt, dass sich Aktien in einem Zeitraum von drei bis sechs Monaten nach dem Start von Zinssenkungen meist positiv entwickelt haben. Dies trifft speziell auf die momentane Situation in den USA zu, wo es sich bei den Zinssenkungen nach unserem Empfinden um einen eigentlichen Versicherungsschritt des Fed handelt, um mögliche negative Auswirkungen von den gestiegenen globalen Risiken abzufedern. In ähnlichen Konstellationen in den Jahren 1995 und 1998 glückte es dem Fed recht gut, durch vorsorgliche Zinslockerungen den Konjunkturzyklus zu verlängern und den Aktienmärkten neuen Schwung zu verleihen.

Politik

US-Präsident Donald Trump und der Kongress haben einen neuen Haushaltsstreit vermieden. Es wurde eine Einigung über die Anhebung der Schuldenobergrenze erzielt. Damit ist die Finanzierung des Haushalts bis zum 30. September 2021 gesichert. Die Sprecherin des US-Repräsentantenhauses, Nancy Pelosi, und der Fraktionsführer der Demokraten im US-Senat, Chuck Schumer, bestätigen die Vereinbarung. Ein Haushaltsstreit hatte um den Jahreswechsel zu einem Regierungsstillstand (Government shutdown) geführt, der 35 Tage andauerte. Zahlreiche Bundesbehörden und Einrichtungen mussten vorübergehend geschlossen werden.

Wie erwartet ist der «Brexit-Hardliner» Boris Johnson neuer Premierminister Grossbritanniens und hat sich bei der May-Nachfolge in einem parteiinternen Votum gegen seinen Rivalen Jeremy Hunt durchgesetzt. An seiner ersten Rede bestätigte Johnson, dass Grossbritannien die EU «ohne Wenn und Aber» am 31. Oktober verlassen werde. Obwohl die Zeit bis dahin sehr kurz

«Viele Anleger folgen momentan dem Motto – there is no alternative to equities – was sich rächen kann.»

«Wir haben im abgelaufenen Monat nichts an unserer Positionierung verändert.»

«USA heben Schuldenobergrenze an.»

«Theresa May tritt ab, Boris Johnson fängt an.»

bemessen ist, versprach er Neuverhandlungen, was die EU bis anhin strikt ablehnte. Johnson machte Brüssel deshalb schon vorsorglich für ein Scheitern der Verhandlungen und einen chaotischen «No-Deal-Brexit» verantwortlich. Wir dürfen uns zweifelsohne auf spannende drei Monate gefasst machen.

Konjunktur

Das US-BIP ist im zweiten Quartal auf ein Jahr hochgerechnet um 2.1% gewachsen. Damit hat die US-Wirtschaft nach einem kraftvollen Jahresauftakt weniger stark an Fahrt verloren als allgemein befürchtet wurde und die Erwartungen der Marktbeobachter von 1.8% übertroffen. Das Wachstum wurde von einem starken privaten und staatlichen Konsum getragen. Die privaten Konsumausgaben zogen nach einem schwachen Winterhalbjahr wieder spürbar an und wachsen mit einer annualisierten Rate von 4.3% so kräftig wie seit Ende 2017 nicht mehr. Massiv zugelegt haben vor allem die Ausgaben für dauerhafte Konsumgüter (+12.9%). Die Dienstleistungsausgaben erhöhten sich um 2.5%. Alles in allem sorgte der Privatkonsum für einen Wachstumsimpuls von fast 2.9%. Der staatliche Verbrauch profitiert von Nachholeffekten nach dem Regierungsstillstand Anfang Jahr. Dieser dürfte rund 0.4% oder knapp die Hälfte des Wachstumsbeitrages von staatlicher Seite ausgemacht haben. Das Wachstum gebremst haben die Unternehmensinvestitionen (-0.1%), die zum ersten Mal seit drei Jahren sanken, die Lagerbereinigung (-0.9%) sowie der Aussenhandel (-0.7%), der unter dem Handelskonflikt und der sich abschwächenden Weltwirtschaft litt.

Bis zuletzt haben die meisten Konjunkturindikatoren aus der Eurozone enttäuscht und damit die Hoffnungen auf eine wirtschaftliche Belebung untergraben. Entsprechend ist der Druck auf die EZB zusätzlich gestiegen, zumal mit den eingetrübten Konjunkturaussichten auch die Wahrscheinlichkeit für eine höhere Inflationsrate in der Eurozone abgenommen hat.

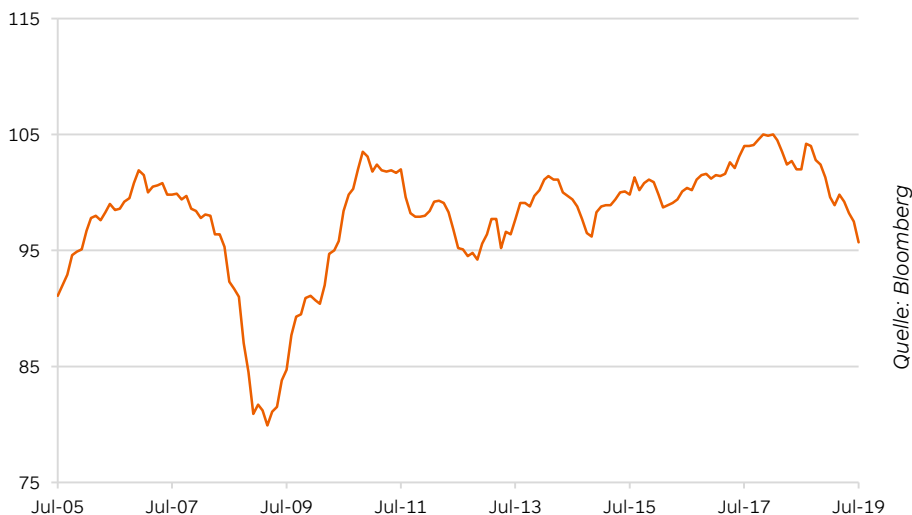
Weiterhin im Sinkflug befindet sich auch das Ifo-Geschäftsklima. Der Ifo-Index, der Meldungen aus rund 7'000 Unternehmen aus dem verarbeitenden Gewerbe, dem Dienstleistungssektor, dem Handel und dem Baugewerbe berücksichtigt, fiel im Juli von 97.5 auf 95.7 Punkte und trübt sich damit signifikanter ein als erwartet (97.2 Punkte). Insgesamt handelt es sich bereits um den vierten Rückgang in Folge, der das wichtige deutsche Konjunkturbarometer auf den tiefsten Stand seit April 2013 drückt.

«US-Wachstum robuster als prognostiziert.»

«Die meisten Konjunkturindikatoren enttäuschen immer noch in der Eurozone.»

«Ifo signalisiert weitere Wachstumsabschwächung.»

Ifo-Geschäftsklimaindex



Besonders deutlich eingetrübt hat sich das Geschäftsklima im verarbeitenden Gewerbe, welches sich laut Ifo-Institut im freien Fall befindet. Mit Ausnahme des Baugewerbes werden aber allmählich auch die anderen Wirtschaftsbereiche in Mitleidenschaft gezogen. Im 2. Quartal dürfte die deutsche Wirtschaft wohl geschrumpft sein und der Start in das 3. Quartal verlief auch nicht viel besser.

Auch die vierteljährliche Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken (Bank Lending Survey) lieferte Argumente für ein Eingreifen der Zentralbank. So haben sich die Konditionen für die Vergabe von Unternehmenskrediten im zweiten Quartal dieses Jahres entgegen den Erwartungen verschärft. Die im Juli durchgeführte Umfrage ergab, dass per Saldo 5% der Banken die Richtlinien für Firmenkredite angezogen haben, dies insbesondere aufgrund von Sorgen über den künftigen Konjunkturverlauf und geringeren Risikoappetit der Banken.

Aktienmärkte

Die Berichtssaison für das zweite Quartal ist derzeit in vollem Gange und liefert bis anhin ein ähnliches Bild wie in den vergangenen Quartalen. Eine Mehrzahl der Unternehmen vermag die Analystenerwartungen zu übertreffen. Von den 65% der Unternehmen (Stand Ende Juli 2019) des S&P500, die bereits ihre Zahlen für das zweite Quartal veröffentlicht haben, konnten 78% die Gewinnerwartungen und 60% die Umsatzprognosen der Analysten übertreffen. Dabei sind die Umsätze um 4% gewachsen und die Gewinne haben 2.8% angezogen. In beiden Bereichen liegt der positive Überraschungsanteil

«Verschärfte Kreditkonditionen für Unternehmen in Europa.»

«US-Berichtssaison ist in vollem Gang.»

über den jeweiligen 5-Jahresdurchschnitten. Bei den Aussagen zu den Geschäftsaussichten überwiegt allerdings die Unsicherheit aufgrund des Handelskonflikts und der globalen Wachstumsabschwächung. Interessant ist in diesem Zusammenhang die Tatsache, dass S&P500-Unternehmen mit einem stärkeren globalen Engagement deutlich schwächere Ergebnisse berichten, als solche mit einem lokalen US-Fokus – der Handelskonflikt lässt grüssen. Die bislang gemeldeten und die erwarteten Gewinne aller S&P500-Unternehmen dürften im zweiten Quartal um 2.6% im Vergleich zum Vorjahresquartal zurückgehen. Für die Unternehmen, die mehr als 50% ihres Umsatzes in den USA erzielen, wird hingegen ein Gewinnwachstum von 3.2% erwartet. Dagegen dürfte bei Unternehmen, die weniger als 50% des Umsatzes in den Vereinigten Staaten erzielen, ein Gewinnrückgang von 13.6% resultieren.

Obligationenmärkte

Die Obligationenmärkte profitierten in den letzten Wochen massiv von den vor allem von der US-Zentralbank in Aussicht gestellten und nun auch eingetretenen Zinssenkung sowie der Kommunikation der Europäischen Zentralbank, welche noch negativere Zinsen oder eine Wiederaufnahme von Anleihenkäufen durch die EZB im kommenden Herbst signalisierte. Besonders gut entwickelten sich die Unternehmensanleihen von geringerer Qualität aufgrund der Reduktion der Risikoaufschläge. Da es hier zu Übertreibungen kommen könnte, ist auch bei Obligationen eine Orientierung hin zu Qualität und zudem Marktliquidität wichtig. Eine Ausrichtung auf zu lange Laufzeiten könnte sich bei einer weniger euphorischen Marktantizipation der von den Zentralbanken geplanten Zinslockerungen rächen. Interessanter erscheinen Unternehmensanleihen guter Qualität angesichts der enorm gesunkenen Renditen von Regierungsobligationen.

Wir gehen davon aus, dass die EZB im September, an der zweitletzten Sitzung unter der Präsidentschaft von Mario Draghi, den Einlagesatz um 10 Basispunkte auf -0.50% senken wird. Um die Belastung für das Bankensystem zu begrenzen, wird dieser Zinsschritt mit der Einführung von Freibeträgen für die Banken begleitet werden. Aufgrund der Äusserungen von Mario Draghi dürfte die EZB ausserdem ihre Ende 2018 eingestellten Anleihenkäufe reaktivieren. Die Geldpolitik bleibt damit noch über Jahre ausgesprochen expansiv.

«Die verrückte Welt in Kombination von tieferen Zinsen und Geldschwemme.»

«Die EZB dürfte die Zinsen im Herbst wohl senken.»

Rohstoffe

Die anhaltenden geopolitischen Spannungen zwischen dem Iran und den westlichen Staaten, sichtbar in Angriffen des Iran auf westliche Öltanker im Persischen Golf, belegt Unsicherheiten bezüglich des Ölangebotes. Dieser Aspekt sowie die von der OPEC und Russland verlängerte Produktionskürzung kann den Ölpreis zurzeit trotz weiter gestiegener US-Produktion relativ stabil halten. Daher dürfte die Lagerveränderung neben der Geopolitik auch in den kommenden Wochen der treibende Faktor sein.

«Geopolitik und Lagerveränderung sind die Katalysatoren des Ölpreises.»

Der Gold-Silber-Quotient ist in den vergangenen Monaten bis auf einen Wert von 93 angestiegen. So viele Feinunzen Silber konnte man also für den Gegenwert von einer Unze Gold kaufen – was dem höchsten Wert seit 27 Jahren entsprach. Für viele Anleger dürfte dies die Initialzündung gewesen sein, Silber-Positionen aufzubauen oder aufzustocken. Der Silberpreis verteuerte sich daraufhin innerhalb von drei Wochen um 10%.

«Anleger haben Silber entdeckt.»

Silber YtD.



Im Juli haben Silber-ETFs, als börsengehandelte Fonds, signifikante Zuflüsse verzeichnen können. Im Juli betragen die Zuflüsse 1'900 Tonnen Silber, im Juni waren es lediglich 470 Tonnen. Trotz dem jüngst starken Anstieg hat der Silberpreis seit Jahresbeginn erst 5% zugelegt, während sich der Goldpreis um 10% verteuerte. Das Gold-Silber-Verhältnis hat sich wieder etwas angeglichen. Mit einem Wert von 86 liegt der Quotient aber noch deutlich über dem Niveau der Vorjahre und vor allem immer noch weit über dem langjährigen Durchschnitt, der bei etwa 63 liegt. Ein weiteres Argument für den Silberpreis bietet die charttechnische Situation. Der Silberpreis ist aus seinem mehrjährigen Abwärtskanal ausgebrochen

und hat Raum nach oben, sollte die Marke von USD 16.60 nachhaltig durchbrochen werden. Zusätzlichen Grund zum Optimismus liefern die Zentralbanken, von denen eine neuerliche Lockerung der Geldpolitik erwartet wird.

Wir bei der Factum AG beobachten die Entwicklung des Silberpreises mit Argusaugen, sehen jedoch momentan von einem Investment ab. Der Silberpreis kann sehr volatil sein und eignet sich folglich nicht für risikoaverse Anleger. Wenn Anleger einen sicheren Hafen suchen, hat Gold gegenüber Silber aus unserer Sicht klar die Nase vorn.

Währungen

Was momentan an den Währungsmärkten auffällt, ist die im historischen Kontext tiefe implizite Volatilität. Das bedeutet, dass die Devisenmärkte eine extrem geringe Schwankung der Devisenkurse erwartet, vor allem in den Währungen der G7-Staaten. Dies erklärt sich dadurch, dass sowohl von der US-Zentralbank wie von der EZB monetäre Lockerungen erwartet werden. Allerdings ist das Wirtschaftswachstum in den USA klar ausgeprägter als jenes der Eurozone. Andererseits können die Vereinigten Staaten die Zinsen mehr senken als die Europäische Zentralbank, denn das Fed hat ja die US-Leitzinsen in den letzten Jahren von 0.25% auf 2.50% erhöht. Doch Mario Draghi hat klar zum Ausdruck gebracht, dass die EZB nicht an einem höheren Euro interessiert ist, was prompt Kritik von Donald Trump auslöste. Wir gehen davon aus, dass die Volatilität in den Währungsmärkten zwangsläufig ansteigen wird, auch weil die Brexit-Thematik in die heiße Phase geht. Die jüngste Erstarkung des Schweizer Franken wie auch des japanischen Yen zeigt, dass wohl geldpolitisch nicht alles rund läuft, sondern Risiken bestehen, wenn solche sogenannten «sicheren Häfen» gesucht werden.

«Silber eignet sich nicht für risikoaverse Anleger – wenn ein sicherer Hafen gesucht wird ist Gold klar zu bevorzugen.»

«Die im historischen Kontext aktuelle tiefe implizite Volatilität ist auffällig.»

Marktübersicht 31. Juli 2019

Aktienindizes (in Lokalwährung)	Aktuell	1 Mt (%)	YtD (%)
SMI	9'919.27	0.21	21.47
SPI	12'064.45	0.73	22.73
Euro Stoxx 50	3'466.85	-0.05	19.15
Dow Jones	26'864.27	1.12	16.69
S&P 500	2'980.38	1.44	20.24
Nasdaq	8'175.42	2.16	23.95
Nikkei 225	21'521.53	1.16	8.80
MSCI Schwellenländer	1'037.01	-1.15	9.46

Rohstoffe

Gold (USD/Feinunze)	1'413.78	0.30	10.24
WTI-ol (USD/Barrel)	58.58	0.19	29.00

Obligationenmärkte

US Treasury Bonds 10J (USD)	2.01	0.01	-0.67
Schweizer Eidgenossen 10J (CHF)	-0.76	-0.23	-0.51
Deutsche Bundesanleihen 10J (EUR)	-0.44	-0.11	-0.68

Währungen

EUR/CHF	1.10	-0.83	-2.17
USD/CHF	0.99	1.81	1.21
EUR/USD	1.11	-2.61	-3.41
GBP/CHF	1.21	-2.48	-3.47
JPY/CHF	0.91	0.99	2.01
JPY/USD	0.01	-0.82	0.77

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