

Anlagekommentar

Mai 2019

Strategie in Kürze

Die Stimmung bestimmt an den internationalen Finanzmärkten die Kurse. Wer genau wissen will wie, braucht lediglich die Kursentwicklung der letzten Monate genauer unter die Lupe zu nehmen. Hatten noch Ende 2018 negative Folgen von diversen geo- und handelspolitischen Scharmützeln, tieferen Wachstumsprognosen sowie ein weniger expansives geldpolitisches Umfeld zu Turbulenzen geführt, so scheinen sich diese Zweifel verflüchtigt zu haben. Tatsächlich haben sich die Notierungen in den letzten Monaten signifikant erholt und viele befinden sich auf Rekordniveau. Der Swiss Performance Index zum Beispiel, markiert schon seit gut acht Wochen ein Rekordniveau nach dem anderen. Seit Weihnachten hat er gut 20% zugelegt auf zuletzt 11'735 Zähler. Sollten wir bis in den Juli dieses Jahres in den USA nicht in eine Rezession schlittern, wovon zweifelsohne ausgegangen werden kann, befinden wir uns in der längsten Expansion seit 1854.

«Die Aktienkurse an der Wall Street und auch in der Schweiz eilen von Rekord zu Rekord.»

Swiss Performance Index



Nach einem enttäuschenden Jahresauftakt haben sich die Konjunkturdaten jüngst etwas verbessert. Zuversichtlich stimmt uns die Tatsache, dass die Massnahmen der chinesischen Regierung Wirkung zeigen, womit die Hoffnung genährt wird, dass die Konjunkturschwäche in den offenen Volkswirtschaften Europas überwunden werden kann. Eine Bestätigung hierfür in Form von harten Fakten ist jedoch noch ausstehend. Die aktuelle Situation stimmt uns zwar zuversichtlich, die globalen Aktienmärkte bringen jedoch mit den unerwartet deutlichen Avancen seit Jahresanfang aber schon eine gehörige Portion an Zuversicht zum Ausdruck.

Die Ende April publizierten Konjunkturdaten aus China signalisieren eine breit abgestützte Erholung, die durch die anstehende Senkung der Einkommens- und Mehrwertsteuer in den nächsten Monaten anhalten dürfte. Aufgrund dessen haben wir unser Untergewicht im Bereich Schwellenländeraktien geschlossen und haben die Quote auf neutral erhöht. Reduziert haben wir unser Aktienübergewicht in Japan auf neutral. Ein Auslöser hierfür war unter anderem die geplante Erhöhung der Mehrwertsteuer in der zweiten Jahreshälfte 2019.

Im Hinblick, dass uns historisch gesehen nun eher «volatile Aktienmonate» bevorstehen und die Aktienmärkte gut gelaufen sind, haben wir uns im US-Aktienbereich defensiver positioniert. Dies haben wir bewerkstelligt via Verkauf eines aktiv gemanagten Investments und haben neu eine Anlage mit partiellem Kapitalschutz implementiert. An der teilweisen Absicherung der Aktienquote halten wir nach wie vor fest.

Politik

Die europäischen Staats- und Regierungschefs haben sich am 10. April auf eine erneute, flexible Fristverlängerung bis zum 31. Oktober dieses Jahres geeinigt. Grossbritannien kann die Europäische Union aber bereits vor diesem Termin verlassen, sofern das umstrittene Austrittsabkommen vom britischen Parlament doch noch genehmigt wird. Damit erhält Grossbritannien genügend Zeit, um eine Kompromisslösung zu finden. Das Risiko eines ungeordneten «Brexit» bleibt auf absehbare Zeit tief. Die parteiübergreifenden Gespräche haben bisher noch nicht zu einer Lösung geführt, werden aber fortgesetzt. Sollten die Gespräche scheitern, so hat Premierministerin May signalisiert, dass sie bereit wäre, jene Lösung zu unterstützen, welche das Parlament bevorzugt. Aus unserer Sicht bleiben die Wahrscheinlichkeiten für die verschiedenen «Brexit-Szenarien» damit unverändert. Das Szenario eines weicheren «Brexit» stellt für uns das realistischste Szenario dar. Eine Kompromisslösung könnte folglich den Verbleib in der Europäischen Zollunion

«Das sogenannte Big Picture wird positiver.»

«Wir haben Schwellenländeraktien im abgelaufenen Monat auf die neutrale Quote erhöht.»

«Aufgrund der positiven Kursavancen im 2019 habe wir unsere Portfolios im US-Aktienbereich defensiver ausgerichtet.»

«UK – Brexit auf Halloween verschoben.»

darstellen. Diese würde Grossbritannien zwar eine unabhängige Handelspolitik verunmöglichen, gleichzeitig aber andere wichtige Anliegen der «Brexit-Befürworter» wie die Steuerung der Zuwanderung oder die regulatorische Autonomie erfüllen.

«Third time's a charm», sagt man in Amerika, wenn etwas nach zwei erfolglosen Versuchen noch einmal in Angriff genommen wird. Beim dritten Mal wird es dann schon klappen. Diese Losung mag sich auch Joe Biden zugerufen haben. Nach zwei eher kläglich gescheiterten Versuchen 1988 und 2008 sowie einem Verzicht im Jahr 2016, den er später allerdings bereute, hat er beschlossen, sich noch einmal um das Amt des Präsidenten zu bewerben. Mit 36 Jahren im Senat und 8 Jahren als Vizepräsident unter Barrack Obama verfügt er über eine enorme politische Erfahrung. Ähnlich wie bei Bernie Sanders spricht das relativ hohe Alter – Joe Biden ist 76-jährig – gegen einen Wahlsieg. Das grössere Handicap ist hingegen, dass die Demokraten eigentlich für die Erneuerung und Förderung von Frauen und Minderheiten stehen. Zuerst muss er sich ohnehin im demokratischen Vorwahlkampf durchsetzen. Aus unserer Sicht hat er aber aufgrund seiner gemässigten Art sowie politischen Erfahrung, grosse Chancen Präsidentschaftskandidat der Demokraten zu werden.

Ende April wurde bekannt, dass US-Präsident Donald Trump und die oppositionellen Demokraten – der Chef der Demokraten im Senat Chuck Schumer sowie die Oppositionschefin im Repräsentantenhaus Nancy Pelosi – eine Grundsatzvereinbarung über ein gigantisches Investitionsprogramm zur Modernisierung der US-Infrastruktur getroffen haben. Vereinbart worden ist eine Summe von zwei Billionen US-Dollar, die unter anderem in die Sanierung von Strassen, Brücken, Tunneln und Bahnstrecken sowie die Modernisierung des Stromnetzes fliessen sollen. Allerdings ist noch nicht bekannt wie das Infrastrukturprogramm finanziert werden soll. Das werden sicherlich die nächsten Monate weisen. Man darf sich zweifelsohne auf lange und zähe Verhandlungen einstellen.

Konjunktur

Die umfangreichen Konjunkturdaten aus dem Reich der Mitte sind deutlich besser ausgefallen als erwartet und sie werfen die Frage auf, ob die für später erhoffte konjunkturelle Belebung bereits eingetreten ist. Vor allem die Zahlen aus der Industrie haben die Erwartungen signifikant übertroffen. Das Wachstum der Industrieproduktion beschleunigte sich deutlich von 5.3% auf 8.5%. Der industrielle Ausstoss nahm damit so stark zu wie zuletzt vor vier-einhalb Jahren. Selbst in der Automobilindustrie, welche in den vergangenen

«Mit 36 Jahren im Senat und 8 Jahren als Vizepräsident unter Barrack Obama kennt Joe Biden den Politikbetrieb wie kein anderer.»

«Kommt es in den USA zu einem gigantischen Infrastrukturprojekt über USD 2 Bio.?»

«Erfreuliche Konjunkturdaten aus dem Reich der Mitte.»

Monaten einen deutlichen Einbruch in der Produktion erlitten hatte, resultierte wieder ein positives Wachstum von 2.6%. Auch im Einzelhandel lief es besser als erwartet. Die Detailhandelsumsätze nahmen um 8.7% zu und damit so stark wie zuletzt im September 2018.

Bei den ausländischen Investitionen erhöhte sich das Wachstum von 3.4% auf 8.7%. Auch die Wachstumsrate des BIP im ersten Quartal 2019 fiel etwas höher aus als erwartet. Chinas Wirtschaft verzeichnete gegenüber dem Vorjahr ein Wachstum von 6.4%, während die Konsenserwartungen bei 6.3% lagen. Im Schlussquartal 2018 hatte die Expansionsrate ebenfalls 6.4% betragen. Damit haben sich die Befürchtungen, Chinas Wirtschaft könnte sich wegen dem Handelsstreit mit den Vereinigten Staaten abkühlen, nicht bewahrheitet. Vor dem Hintergrund der zahlreichen Stimulierungsmassnahmen der Regierung rechnen wir im zweiten Halbjahr mit einer leichten Wachstumsbelebung. Angesichts der überraschend guten Zahlen für das erste Quartal 2019 könnte die Belebung aber schwächer ausfallen als bisher angenommen. Darüber hinaus bleibt auch eine gewisse Unsicherheit über die Verlässlichkeit der Daten. In den ersten Monaten des Jahres sind die chinesischen Zahlen notorisch unzuverlässig, wegen der unterschiedlichen Lage des chinesischen Neujahrs, welche eine adäquate Saisonbereinigung erschwert.

Die US-Wirtschaft ist im ersten Quartal 2019 laut ersten offiziellen Schätzungen der Behörden entgegen den Erwartungen stark gewachsen. Annualisiert hat das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) zu Jahresbeginn um 3.2% zugenommen, nach einem Jahreswachstum 2018 von 2.9% und 2.2% in 2017. Mit einem so hohen Wert war angesichts des 35 Tage währenden «Government Shutdown» und aufgrund der anhaltenden handelspolitischen Spannungen, der Wachstumsverlangsamung im Rest der Welt und der Finanzmarktvolatilität im vierten Quartal 2018 nicht unbedingt zu rechnen. Da sich der Ausblick inzwischen bereits wieder gebessert hat – der Internationale Währungsfonds rechnet ab Jahresmitte mit einer leichten weltweiten Wachstumsbeschleunigung – werden die auch in den USA aufgekommenen Konjunkturängste zumindest kurzfristig wieder in den Hintergrund treten.

Es macht momentan den Anschein, als ob der US-Wirtschaft und der Federal Reserve nach einem ansehnlichen Wachstum der letzten Jahre, Zinserhöhungen und einer Wachstumsverlangsamung eine sogenannte weiche Landung gelingen wird. Im Juni dürfte damit der aktuelle Wirtschaftsaufschwung in den USA, der im Juni 2009 begann, die Dauer von 120 Monaten erreichen und mit der bisher längsten Expansion der Nachkriegszeit gleichziehen, die von März 1991 bis Februar 2001 dauerte. Eine Wachstumseuphorie erachten

«Chinas BIP ist im Q1 2019 um 6.4% gewachsen.»

«Starke US-Konjunktur im ersten Quartal 2019.»

«In den USA dürfte eine sogenannte weiche Landung gelingen.»

wir allerdings fehl am Platz. Zur starken Expansion im ersten Quartal beigetragen haben hauptsächlich volatile Posten wie der Lageraufbau der Unternehmen, höhere Exporte sowie umfangreiche Staatsausgaben auf lokaler und Gliedstaatenebene. Die Konsumausgaben und Anlageinvestitionen sind eher verhalten ausgefallen. Das lässt die Vermutung offen, dass die US-Wirtschaft ihre Expansion zwar fortsetzen wird, aber über das ganze Jahr hinweg das hohe Tempo drosseln wird.

Aktienmärkte

Mit dem Support der moderaten Geldpolitik der wichtigsten Zentralbanken und der Hoffnung auf eine wieder anziehende Weltkonjunktur haben die Börsen in den vergangenen Monaten ausserordentlich stark zulegen können. Unter Berücksichtigung der Dividendenzahlungen liegen alle wichtigen Aktienmärkte 15% - 20% über den Schlusskursen von Ende 2018. Die Frage stellt sich nun, ob die Märkte nicht bereits wieder zu optimistisch sind. Nun, eine einfache Antwort gibt es hier wohl nicht. Die Konjunkturerwartungen sind vor allem mit Blick auf China grösstenteils berechtigt. Dies hat uns im abgelaufenen Monat auch dazu veranlasst, Schwellenländeraktien auf die neutrale Quote anzuheben. Vor allem die staatlichen Massnahmen zur Eindämmung der Aktivitäten der Schattenbanken und die eingeführten oder angedrohten Schutzzölle führten 2018 im Reich der Mitte zu einer Verschlechterung des Investitionsklimas. Die Regierung hat aber jüngst signifikante Änderungen implementiert. So wurde die Geldpolitik gelockert und Ende 2018 zahlreiche Steuererleichterungen für Privathaushalte und Unternehmen verabschiedet. Der Fiskalimpuls soll gemäss Prognosen gemessen am BIP rund 2% erreichen. Die Stimmungsverbesserung kommt in den anziehenden Detailhandelsumsätzen sowie in den höheren Investitionen zum Ausdruck. Diesen positiven Aspekt werden die mit China eng verflochtenen Länder und nicht zuletzt auch Europa zu spüren bekommen.

In den für die Aktienmärkte massgebenden Gewinnschätzungen haben diese Hoffnungen bislang kaum ihren Niederschlag gefunden. Allerdings lässt sich aber feststellen, dass die Geschwindigkeit der Abwärtsrevisionen in den letzten Wochen merklich abgenommen hat. Dieses Phänomen ist auch in den Vereinigten Staaten auszumachen, wobei es dort eher den mehrheitlich überraschend positiven Quartalsabschlüssen zuzuschreiben ist. In den USA stehen der steigende Kostendruck im Blickfeld und insbesondere das Lohnwachstum. Für eine Entspannung könnte die wieder steigende Produktivität sorgen, die es erlaubt, den Lohndruck zumindest teilweise abzufedern. Das klarste Argument für Aktien sind nach wie vor die tiefen Zinsen. Dies manifestiert sich in den historisch immer noch ansprechenden Risikoprämien für

«Die berechtigten Konjunkturerwartungen in China haben uns dazu veranlasst, Schwellenländeraktien auf die neutrale Quote anzuheben.»

«Die Gewinnerwartungen stabilisieren sich.»

Aktien. Die Kurs-Gewinn-Verhältnisse sind im Zuge der positiven Kursavancen und tieferen Gewinnschätzungen allerdings wieder merklich angestiegen, allen voran in den USA und der Schweiz. Die tieferen Bewertungen in Europa und den Schwellenländern sind aus unserer Sicht vor allem auch auf die höhere Gewichtung zyklischer Sektoren zurückzuführen.

Obligationenmärkte

Die Fed zeigt, wie schnell sich doch die Geldpolitik wenden kann. Zinserhöhungen sind in den USA 2019 nicht mehr vorgesehen und die Reduktion der vom Fed gehaltenen Anleihen soll im September beendet werden, d.h. die US-Zentralbank wird ab Herbst wieder Nettokäufer von US-Staatsanleihen. Der Obligationenmarkt reagiert umgehend darauf und auch auf die Mitteilung der Europäischen Zentralbank, es werde 2019 ebenfalls in der Eurozone keine Zinserhöhung geben. Daraus resultiert, dass in der Eurozone und der Schweiz wieder klar negative Regierungsobligationenrenditen dominieren und auch in den USA die Staatsanleihen inzwischen wieder tiefer notieren. Daher haben die besser rentierenden Unternehmensanleihen wieder Auftrieb, denn die Frage muss gestellt werden, wo es denn überhaupt noch Rendite gibt. Die fallende Inflation verstärkt diese Suche zusätzlich, wovon sogenannte Hochzins-Obligationen profitieren.

Die Bank of Canada (BoC) hat ihren Leitzins im April wie erwartet bei 1.75% belassen. Nach insgesamt fünf Zinsschritten seit Sommer 2017 scheint das Ende der Fahnenstange nun erreicht zu sein. Die BoC hat die Wachstumsprognose für 2019 von 1.7% auf 1.2% gesenkt. Begründet wird dies mit einer Verlangsamung im Energiesektor, negativer Auswirkungen der Unsicherheit über die globale Handelspolitik und einem schwächeren Immobiliensektor und Privatkonsum. Für das zweite Halbjahr wird die BoC tendenziell positiver.

Rohstoffe

Die Rohstoffmärkte stehen einmal mehr unter dem starken Einfluss der Ölpreisentwicklung. Der zunehmende Angebotsausfall von Venezuela, der bisher schon den Ölpreis Richtung Norden trieb, wird nun ergänzt durch das Risiko einer Angebotsreduktion aus Libyen. Seit Beginn des Jahres bestehen bekanntlich US-Sanktionen gegen Venezuela, die zusammen mit Stromausfällen die Ölexporte etwa halbiert haben. Die politische Instabilität in Libyen hat mit dem Rebellenangriff auf die Hauptstadt Tripolis zugenommen und erhöht das Risiko von Produktionsausfällen. Zudem ist in den Vereinigten Staaten der Engpass bei der Pipeline- bzw. Transportkapazität noch nicht behoben, was die Exporte und damit das globale Ölangebot zusätzlich limitiert. Wie man der nachfolgenden Grafik entnehmen kann, haben die oben

«Die Suche nach Rendite wird wieder anspruchsvoller.»

«Die BoC belässt den Leitzins wohl längere Zeit unverändert.»

«Diverse Faktoren begünstigen eine höhere Ölpreisnotierung.»

genannten Faktoren dem Ölpreis Support gegeben und die Notierung seit Beginn des Jahres um 40% in die Höhe getrieben.

Ölpreis (WTI)



Währungen

Die Zinsdifferenz zwischen den Vereinigten Staaten auf der einen und der Eurozone und Japan auf der anderen Seite sprechen immer noch für den US-Dollar. Auch die bisherigen Wachstumsdifferenzen zwischen der Konjunktur der USA und jener der Eurozone oder Japans hält die «US-Valuta» hoch. Die vom Marktkonsens erwarteten Konjunkturänderungen bleiben ebenfalls positiv für den US-Dollar, was Schwellenländer belasten könnte. Für eine glaubwürdige Erholung des Euro wäre eine Serie von europäischen Wirtschaftsdaten, die besser ausfallen als vom Markt prognostiziert, nötig. Zudem darf nicht ausser Acht gelassen werden, dass sich die politische Stabilität in den USA mit dem Abschluss der «Mueller-Untersuchung» gegen den US-Präsidenten, bei der bisher nichts Substanzielles gegen Trump zum Vorschein kam, wieder verbesserte. Die politische Stabilität Europas andererseits bleibt weiterhin fragil, sowohl wegen der recht chaotischen Situation der britischen Innenpolitik als auch angesichts mangelnder Führung in wichtigen Staaten der Europäischen Union.

«Für eine glaubwürdige Euro-Erholung braucht es eine Serie von Wirtschaftsdaten die über dem Marktkonsens liegen.»

Marktübersicht 30. April 2019

Aktienindizes (in Lokalwährung)	Aktuell	1 Mt (%)	YtD (%)
SMI	9'769.74	4.38	18.75
SPI	11'735.16	4.39	19.38
Euro Stoxx 50	3'514.62	5.47	18.43
Dow Jones	26'592.91	2.66	14.79
S&P 500	2'945.83	4.05	18.25
Nasdaq	8'095.39	4.78	22.39
Nikkei 225	22'258.73	4.97	12.28
MSCI Schwellenländer	1'079.24	2.12	12.27

Rohstoffe

Gold (USD/Feinunze)	1'283.53	-0.38	0.77
WTI-Öl (USD/Barrel)	63.91	6.27	40.74

Obligationenmärkte

US Treasury Bonds 10J (USD)	2.50	0.10	-0.18
Schweizer Eidgenossen 10J (CHF)	-0.30	0.09	-0.05
Deutsche Bundesanleihen 10J (EUR)	0.01	0.08	-0.23

Währungen

EUR/CHF	1.14	2.41	1.57
USD/CHF	1.02	2.42	3.79
EUR/USD	1.12	-0.03	-2.20
GBP/CHF	1.33	2.44	6.09
JPY/CHF	0.91	1.85	2.06
JPY/USD	0.01	-0.52	-1.63

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