

Allgemeiner Marktkommentar und Anlagestrategie Nr. 11

Wilen, den 3. November 2018

Sehr geehrte Damen und Herren,

„Oktober ist einer der besonders gefährlichen Monate, um am Aktienmarkt zu spekulieren. Die anderen Monate sind Juli, Januar, September, April, November, Mai, März, Dezember und Februar“, schrieb Mark Twain 1894. Der Dow-Jones-Index war damals gerade von 50 auf unter 30 Punkte gefallen. Der Oktober ist oft der Monat mit der höchsten Volatilität an den Börsen. Die Bilanz für das Jahr 2018 sieht bisher so aus:

Wertentwicklung in Euro		
DAX	-11,40%	-11,40%
EURO STOXX 50	-6,50%	-6,50%
S&P 500 (USD)	1,40%	6,50%
Nikkei (JPY)	-4,10%	0,90%
Shanghai (CNY)	-21,40%	-20,60%
Gold (USD)	-6,70%	-2,00%

Ich war immer skeptisch, was das Ausmaß der Zinserhöhungen betrifft. Aus der einfachen Überlegung heraus, dass die hoch verschuldete Welt keine höheren Zinsen verkraftet, ohne in eine schwere Rezession zu stürzen. Die Grenze lag für mich bei einem Zinssatz von über 3 Prozent für zehnjährige US-Staatsanleihen. Inzwischen haben sie diese 3- Prozent-Hürde genommen. Noch ist nichts passiert, aber wir stehen auf

schwankendem Boden.

Unter Präsident Barack Obama haben die republikanischen Abgeordneten immer die Haushaltsdisziplin angemahnt und die höheren Ausgabenwünsche der Regierung mit ihrer Mehrheit im Kongress abgelehnt. Unter Präsidenten Donald Trump gibt es diese Bedenken nicht mehr. Donald Trumps erstes Haushaltsdefizit beträgt 779 Milliarden US-Dollar. Damit ist das Defizit um 113 Milliarden US-Dollar gegenüber dem letzten Haushaltsjahr gestiegen. Es ist jetzt das höchste Haushaltsdefizit seit sechs Jahren und beträgt 3,9 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP). Eigentlich sollten Regierungen in einer gut laufenden Wirtschaftsphase Haushaltsdefizite verkleinern und Puffer für die nächste Krise aufbauen. Für das nächste Jahr nimmt die überoptimistische Trump-Regierung jedoch ein Defizit von 1,1 Billionen US-Dollar in Kauf (5,1 Prozent des BIP). Um das in Perspektive zu setzen: Die EU hält ein Budgetdefizit von 2,4 Prozent in Italien – weniger als die Hälfte der US-Prognose – für viel zu hoch.

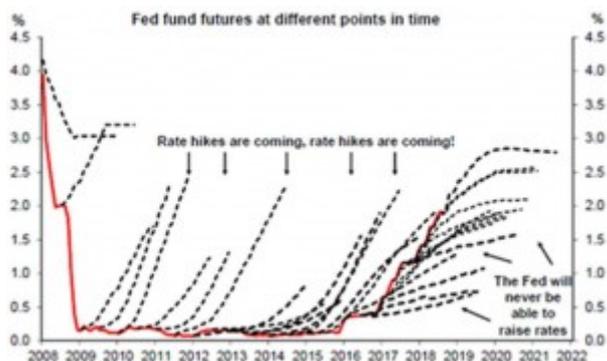
Der Handelsstreit zwischen den USA und China dürfte eine Strategie sein, um ein Abkommen zu erreichen, das beide Seiten zu Hause – und Trump vor allen bei seinen Wählern – als Sieg verkaufen können. Auch der Vertrag zwischen Mexiko, Kanada und den USA hat nach Meinung der Experten nur zu leichten Verbesserungen für die USA, vor allem im Agrarsektor, also für Trump-Wähler, geführt. Wir sollten aber nicht vergessen, dass die Welthandelsorganisation für 2017 für die EU und China einen durchschnittlichen Importzoll von 5,1 Prozent bzw. 9,8 Prozent ausweist. Für die USA sind es nur 3,4 Prozent. Gegen China sind per Ende 2017 600 Anti-Dumping-Maßnahmen in Kraft. Die USA kommen nur auf 74. Sollte der Handelsstreit aber nur vordergründig sein und es in Wahrheit darum gehen, dass China die militärische Überlegenheit der USA infrage stellt, werden wir mit einer lang dauernden strategischen Auseinandersetzung auf wirtschaftlicher und politischer Ebene zu rechnen haben. Ein Hinweis darauf ist, dass der neue

Vertrag zwischen den USA, Kanada und Mexiko einen Paragraphen enthält, der den Vertragsparteien den Abschluss von Handelsabkommen mit sogenannten „Nichtmarktwirtschaften“ untersagt. Das zielt eindeutig auf China.

Festverzinsliche Wertpapiere

Die USA steuern mit ihrem hohen Defizit in unbekannte Gewässer. Noch ist nicht entschieden, ob sie dem japanischen Beispiel folgen und die öffentliche Schuldenquote auch in stratosphärische Höhen (Japan 245 Prozent des BIP) treiben. Der große Unterschied ist, dass die Japaner die größten Sparer und gleichzeitig einer der größten Kreditgeber der Welt sind. Die Amerikaner müssen hingegen Kapital importieren, um ihr Defizit zu finanzieren: Die Hälfte aller US-Staatsanleihen wird schon von Ausländern gehalten. Diese werden nicht endlos die ausufernden Budgetdefizite finanzieren. Das sollte zu weiteren Zinssteigerungen führen, bis die Zentralbank ihre Schleusen wieder öffnet, um das Defizit zu finanzieren. Da die US-Wirtschaft noch gut läuft, sieht die US-Notenbank in diesem Umfeld ausschließlich auf die Fundamentaldaten zur Wirtschaft. Die Zinserhöhungen dürften erst ausgesetzt werden, wenn die US-Aktienkurse 20 Prozent unter ihrem Höchststand liegen. Auch die Europäische Zentralbank (EZB) bleibt trotz der neuen, schwächeren Wirtschaftsdaten – z. B. ist der Einkaufsmanagerindex der Industrie zum neunten Mal gefallen und steht auf einem zweijährigen Tiefststand – dabei, aus der ultralockeren Geldpolitik aussteigen zu wollen. Vermutlich wird sie aber in den nächsten Monaten ihren Ausblick nach unten anpassen. Was dazu führen wird, dass die Finanzmarkt-Teilnehmer dann eine weniger starke Zinserhöhung erwarten und die Anleiherenditen wieder sinken.

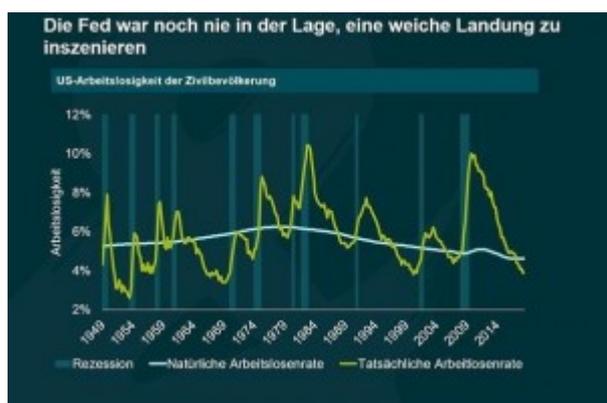
Allerdings gilt bei Zinsen: Prognosen sollte man nicht zu viel Beachtung schenken, wie die folgende Grafik deutlich zeigt. In der Vergangenheit haben die Marktteilnehmer die Geldpolitik, wie die Preise für Fed Fund Futures zeigen, nicht einmal andeutungsweise richtig eingeschätzt.



Quelle: Deutsche Bank

Von 2009 bis 2015 signalisierte der Markt, dass der Zinsanstieg kurz bevorsteht. Die Leitzinsen tendierten aber weiter gegen null. Seit 2016 wird der Zinsanstieg hingegen tendenziell unterschätzt.

Jedes Jahr zu Halloween zeigt das Analysten-Team von M&G einige furchterregende Charts aus der Finanzwirtschaft. In diesem Jahr bemüht sich die US-Notenbank mit Blick auf den boomenden Arbeitsmarkt und Börsen auf Rekordniveau, mit der Anhebung der Leitzinsen eine weiche Landung vorzubereiten. Aus der folgenden Grafik von M&G lässt sich allerdings erkennen, dass dies in den letzten 70 Jahren noch nie gelungen ist.



Aktien

2018 ist für amerikanische Unternehmen ein besonderes Jahr. Die Gewinne der US-Unternehmen können um bis zu 20 Prozent steigen. Allerdings trägt hierzu die Trump-Steuerreform einen großen Teil bei. Wie üblich extrapolieren die Analysten den

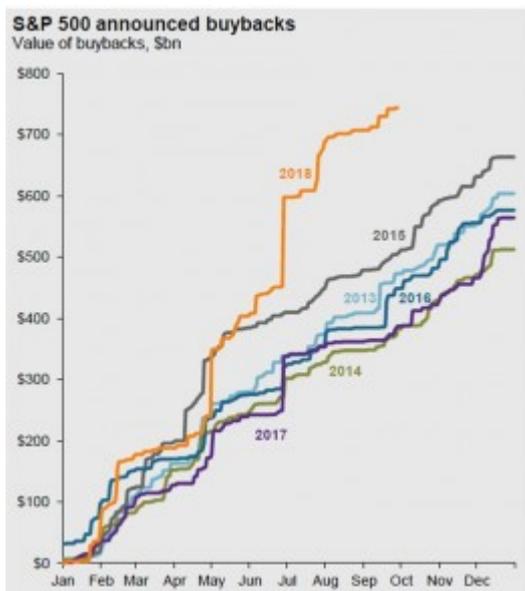
Trend und erwarten weitere Gewinnsteigerung von 16 Prozent für die nächsten drei Jahre. Diese Ergebnisprognosen sind zu optimistisch. Denn erstens passen die bescheideneren Konjunkturerwartungen derselben Analysten nicht ins Bild und zweitens haben die Unternehmen bereits historisch hohe Gewinnmargen erreicht. Trotzdem erwarten Analysten von mehr als 80 Prozent der Unternehmen eine Margenausweitung. Mit Blick auf den steigenden Lohndruck und die steigenden Energie- und Rohstoffpreise halte ich das für unrealistisch. Deshalb sind die eingangs erwähnten Zinsen für US- Staatsanleihen auch so wichtig für die Aktienkurse:

1. Je höher die Zinsen sind, desto attraktiver werden Anleihen im Verhältnis zu Aktien. Dies drückt die Bewertung von
2. Die höheren Zinskosten führen zu niedrigeren Gewinnen bei
3. Unternehmen mit schlechten Bilanzrelationen geraten zusätzlich unter Druck, da sich ihr Risiko in höheren Aufschlägen und Zinsen bei der Aufnahme von Krediten niederschlägt.
4. Käufer, die auf Kredit Aktien erworben haben (in den USA über 600 Milliarden US- Dollar), müssen höhere Zinsen zahlen, was den Verkaufsdruck erhöht.
5. Konsumenten schränken ihre Ausgaben ein, da Konsumentenkredite deutlich teurer werden. Die Nachfrage nach Konsumgütern geht zurück.
6. Schuldner, die sich in US-Dollar verschuldet haben, werden von den steigenden Zinsen und vom im Moment steigenden US-Dollar zweifach

Wie sensibel der Markt ist, zeigt sich bei den Reaktionen auf geringer als erwartete Gewinnsteigerungen. So fiel die Fresenius-Aktie um gut 12 Prozent, während die ebenfalls im DAX notierte Tochter Fresenius Medical Care, die etwas stärker von den Prognosekürzungen betroffen war, um beinahe 20 Prozent einbrach. Auch Continental fiel nach einer Korrektur der

Gewinnzahlen deutlich. Heidelberg- Cement, das aufgrund von Wetterbedingungen und hohen Energiekosten eine vorsichtige Gewinnwarnung herausgab, ist am selben Tag um 7 Prozent gefallen. Die Aufzählung ist längst nicht vollständig, man könnte auch Osram, Zalando und Talanx noch aufzählen. Die Kursbewegungen nach unten häufen und verstärken sich in dem Ausmaß, in dem der Markt nervöser wird. In diesem Markt sind es gar nicht die Aktienverkäufe, sondern die mangelnde Kaufbereitschaft, die die Kurse fallen lässt. Davon sind natürlich vor allem Unternehmen betroffen, die in dieser Phase ihre Aktionäre über einen schlechteren Geschäftsgang unterrichten müssen.

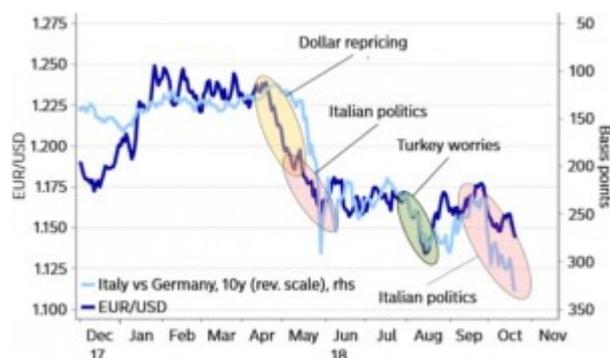
Die Unternehmen kaufen im Moment in hohem Maße eigene Aktien zurück – in den USA wurde sogar ein neuer Rekord erzielt: Gemäß Gavekal Research entsprechen die Rückkäufe mittlerweile 3 Prozent der Gesamtmarktkapitalisierung des amerikanischen Aktienmarkts. Es stellt sich daher die Frage, ob diese Transaktionen nicht der Hauptgrund für die derzeit gute Wertentwicklung amerikanischer Aktien sind.



Auf den ersten Blick sieht dieses Financial Engineering gut aus, da es den Gewinn pro Aktie erhöht. Beunruhigend ist nur, dass die meisten Rückkäufe über höhere Schulden der Unternehmen finanziert werden. Das birgt im Umfeld steigender

Zinsen für den Gewinn der Unternehmen eine zusätzliche Gefahr. Historisch ist außerdem festzustellen, dass die Unternehmen dann Aktien zurückkaufen, wenn die Bewertung der Aktien ihren Höhepunkt erreicht hat.

Währung



Quelle:

Nordea Markets

Die Zinserhöhungen in den USA und Italien sind die Ursache für die Schwäche des Euro. Die Kurse der italienischen Staatsanleihen und der Euro/US-Dollar-Kurs bewegen sich im Tandem: Es geht nach unten. Der Chart zeigt deutlich wie der Euro auf politische Risiken reagiert. Das im Moment wichtigste Risikobarometer ist der Renditeaufschlag (Spread) der italienischen Staatsanleihen gegenüber deutschen Bundesanleihen. Er weitet sich immer mehr aus und der Euro wertet jedes Mal ab.

Rohstoffe

Die Sanktionen bzw. Strafzölle des US-Präsidenten haben auch auf die Rohstoffe erheblichen Einfluss. Die Absicht des Präsidenten ist es, mit seiner Sanktionspolitik Importe zu erschweren, um die heimische Wirtschaft zu stärken. Brasilien ist ein sehr wichtiger Agrargut-Produzent, unter anderem ist es der größte Sojabohnen-Exporteur der Welt. Jetzt schätzen Analysten, dass Brasilien in diesem Jahr ca. 1 Million Tonnen Sojabohnen von den USA importieren wird. Und dafür gibt es

einen Grund: der Handelskrieg zwischen China und den USA. Als Antwort auf die neuen US-Zölle hat China, unter anderem einen Zoll von 25 Prozent auf US-Sojabohnen erhoben. Jetzt importieren die Chinesen die Sojabohnen aus Brasilien. Im August sind ungefähr 85 Prozent der brasilianischen Sojabohnenexporte nach China gegangen. Dies hat dazu geführt, dass die Preise für brasilianische Sojabohnen inzwischen 2 Dollar über denen der USA liegen. Für Brasilien eine einfache Rechnung: Sie exportieren ihre Sojabohnen nach China und decken den Inlandsbedarf mit billigeren Sojabohnen aus den USA. Ein Beispiel dafür, was in unserer stark vernetzten Welt plötzliche Änderungen der regulatorischen Vorschriften und Zölle anrichten können.

Gemäß den September-Zahlen des World Gold Council haben die Gold-Käufe der Zentralbanken im ersten Halbjahr 2018 ein 3-Jahres-Hoch (8 Prozent über dem Vorjahr) erreicht. In diesen Zahlen sind die Käufe der Bank von China nicht enthalten. Diese veröffentlicht ihre Käufe nicht. Die Analysten von Macquarie schreiben, dass die Zentralbanken dieses Jahr mit 264 metrischen Tonnen die größten Käufer von Gold waren. Der Preis von Gold ist zwar seit dem letzten Tiefpunkt von 2015 um ca. 150 US-Dollar gestiegen, sollte in diesem Umfeld aber weit höher notieren. Auch 2000 gab es sehr hohe Short-Positionen auf Gold. Als damals die Investorenstimmung in den USA drehte, mussten sie eingedeckt werden. Gold ist daraufhin in den folgenden zwölf Jahren um 650 Prozent und Goldminen um ca. 1600 Prozent gestiegen. Ich erwarte für die Zukunft eine deutliche Preisentwicklung nach oben, wenn es wieder zu einer Flut von Eindeckung der bestehenden Short-Positionen kommt.

Portfoliostrategie

An den Märkten werden zurzeit kurze Erholungsphasen immer wieder von neu aufkommenden Krisenängsten ausgebremst. Im Ergebnis bleibt die Lage für Risikoanlagen problematisch, da neben den wirtschaftlichen vor allem auch die politischen

Risiken nicht rasch gelöst werden können. Die sicheren Häfen dürften daher auf der Gewinnerseite stehen. Im Oktober hat sich unsere defensive Haltung bei Aktien bewährt. Allerdings haben sowohl die Goldminen als auch der Goldanteil im Musterportfolio noch keinen positiven Beitrag im Portfolio geleistet. Der Goldpreis konnte im Oktober die Marke von 1.200 US-Dollar zwar überschreiten, allerdings erholten sich Edelmetallaktien nicht im selben Maße: Nur ein Teil der Aktien konnte an der positiven Entwicklung des Goldpreises – wenn auch unterproportional – teilhaben. Das beste Ergebnis lieferte Agnico Eagle, die anders als erwartet statt eines kleinen Verlusts einen kleinen Gewinn erzielen konnten. Außerdem hat die Geschäftsführung das Ziel für die Jahresproduktion leicht erhöht: Ab 2020 will die Gesellschaft um 20 Prozent wachsen. Auch Newmont Mining konnte mit einem positiven Gewinn pro Aktie überzeugen. Goldcorp erwirtschaftete einen Verlust und eine um 6 Prozent niedrigere Produktion als erwartet. Der darüber hinaus negative freie Cashflow sorgte dafür, dass die Aktie nach der Veröffentlichung 19 Prozent verlor. Trotzdem liegt die Gesellschaft im Plan, da der Turnaround erst für das vierte Quartal dieses Jahres geplant war. Das echte Wachstum wird erst 2019 folgen, wenn die Peñasquito-Mine wie geplant wieder ihre volle Produktionskapazität erreicht. Positiv zu vermerken ist, dass sich das Management entschlossen hat, jetzt eigene Aktien zurückzukaufen, denn so sollte eine Gesellschaft ihren Aktienrückkauf steuern: wenn die eigene Aktien auf einem niedrigen Kurs notieren, die Aktie unter Buch- und Nettoinventarwert notiert, die Industrie von Analysten gemieden wird und Anleger in Panik verkaufen, bevor das projektierte Produktionswachstum und damit ein besserer Cashflow einsetzt. David Garafalo, der CEO der Gesellschaft, bestätigte in der Analystenkonferenz: „An increase in proven and probable gold reserves to 53.5 million ounces, plus strong project delivery of expansions at Peñasquito, Musselwhite and Porcupine underpin our plan for a 20 percent increase in gold production, a 20 percent increase in gold reserves and a 20

percent reduction in AISC by 2021.“ Wir empfehlen daher, die Positionen weiter zu halten.

		Kurs/Kauf	Kurs/Ist	Wert-	Wert-			Wertzuwachs
		Euro	Euro	zuwachs	zuwachs		Kurs/Verk.	nach Realisation
			31. Okt	in Euro	in Prozent		Euro	in Prozent
Dignity PLC	Montag 5.Feb.	8,59				Montag 4. Juni	11,87	38,26%
General Electric		12,30				Montag 4. Juni	11,95	-2,85%
Agnico-Eagle Mines		36,00	35,36	-0,64	-1,78%			
Shire PLC		35,52	53,17	17,65	49,69%			
Transocean LTD	Montag 9.April	8,00				Montag 30. April	10,20	27,50%
ANHEUSER-BUSCH INBEV N.V.	Montag 4. Juni	82,32				Montag 6. Aug.	86,73	5,36%
Goldcorp		11,88	7,97	-3,91	-32,91%			
Agnico-Eagle Mines	Dienstag 14.Aug.	33,68	35,36	1,68	4,99%			
Totaler Wertzuwachs bei gleich großer Anlage in jedem Titel								17,07%

Mit freundlichen Grüßen

Ottmar Beck

Dax: -11,40% – Euro Stoxx 50 P: -6,50% – SMI: -3,83% – REX: 0,87% – SBI: -1,70% – Gold(in US\$): -6,70%

per 31.10.2018

Diese Veröffentlichung dient ausschließlich der Information und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe von Kauf-, Verkaufs- oder Zeichnungsaufträgen dar. Sie sind auch keine Entscheidungshilfen in rechtlichen, steuerlichen, wirtschaftlichen oder anderen Belangen. Alle Informationen beruhen auf Quellen, die wir als zuverlässig erachten. Sie dienen lediglich der Information und begründen kein Haftungsobliegen. Anlagen können plötzlichen und erheblichen Wertverlusten unterworfen sein, mit der Folge, dass der

Anleger möglicherweise nicht den investierten Gesamtbetrag zurückerhält. Bei Aktien bestehen gegenüber festverzinslichen Wertpapieren neben höheren Renditechancen auch wesentlich größere Risiken; ein Totalverlust kann nicht ausgeschlossen werden. Die individuellen Anlageziele, die Finanzlage oder die besonderen Bedürfnisse einzelner Empfänger wurden nicht berücksichtigt. Nutzer, die den Kauf der auf diesen Seiten beschriebenen Wertpapiere in Erwägung ziehen, sollten im Hinblick auf die Ausstattung der Wertpapiere und Risiken, die mit diesen Wertpapieren verbunden sind, vor Erwerb der Wertpapiere die allein rechtlich verbindlichen endgültigen Angebotsbedingungen lesen, die in den endgültigen, offiziellen Verkaufsprospekt, gegebenenfalls aktualisiert durch Nachträge, einbezogen sind. Alleinige Grundlage für den Anteilerwerb sind die Verkaufsunterlagen zu den Sondervermögen. Verkaufsunterlagen zu allen Sondervermögen sind kostenlos bei der Kapitalverwaltungsgesellschaft und der zuständigen Depotbank erhältlich.

Datenschutzerklärung

Die zum Bezug unseres Informationsbriefs anzugebenden Daten (Name, E-Mail-Adresse) werden bei uns gespeichert und zur elektronischen Versendung unseres Newsletters an Ihre E-Mail Adresse verwendet. Die gespeicherten persönlichen Daten unterliegen den datenschutzrechtlichen Bestimmungen und dienen nur der Aufrechterhaltung des Service. Sie werden nicht ohne Ihre Einwilligung an Dritte weitergegeben. Sollten Sie sich vom Bezug unseres Informationsbriefs abgemeldet haben, werden Ihre Daten gelöscht.