



10. APRIL 2018

NOTIZEN ZUM I. QUARTAL 2018

Zusätzlich zum Reporting erhalten Sie mit diesen Anlagenotizen Informationen zu Vermögensanlagen, Anlagephilosophien oder Markteinschätzungen, die wir interessant finden und die Sie hoffentlich bereichern. In unseren regelmäßigen Gesprächen können wir dies gerne vertiefen.

Die Finanzmärkte waren im ersten Quartal in keiner Weise langweilig. Auf der Aktienseite leiteten sie eine neue Phase im Börsengeschehen ein. Denn nach einem fulminanten Jahresstart korrigierte z.B. der amerikanische S&P 500 Anfang Februar mehr als 10%. Der deutsche DAX-Index folgte mit einem leicht geringeren Verlust. Dass die Anleger derzeit die US-Aktien jedoch weitaus attraktiver finden, zeigen die Indexstände zum Ende des Quartals: Während die europäischen Märkte deutlich unter ihren Jahresanfangsständen notierten, konnten die US-Märkte nur mit einem leichten Minus abschließen. Nach einer langen Zeit hoher Anlegerzuversicht, untermauert von zuletzt guten Wirtschaftsdaten und einer ungewöhnlich niedrigen Schwankungsbreite (Volatilität), unterliegen die Aktienbörsen seit Januar einem Wechselbad zwischen Angst und positivem, fundamentalen Wirtschaftsausblick. Höhere Volatilität wird uns in diesem Anlagejahr mit Sicherheit begleiten. Man muss sich vor Augen halten, dass die US-Märkte in den vorangegangenen 15 Monaten keine Korrektur über 2% in Kauf nehmen mussten. Wie ungewöhnlich dies ist, zeigt die Historie: Korrekturen von 10-15% erfolgen alle 12-18 Monate, eine 5% Abwärtsbewegung ist alle drei Monate zu erwarten und normal.

Volatilität konnte auch im Anleihesegment festgestellt werden. Während sich die deutschen Zinsen¹ per Saldo kaum veränderten, stieg ihre Rendite bis in den Februar von 0,28% auf 0,55% - dies ist ein prozentualer Anstieg von knapp 100%. Die Rendite der amerikanischen Staatsanleihen kannte ebenfalls vornehmlich einen Weg – nach oben. Dies entspricht bei einem Renditesprung von anfangs 2,5% auf 2,9% Ende März einem prozentualen Anstieg von knapp 20% bzw. einem äquivalenten Kursverlust. Bemerkenswert ist diese Entwicklung, da traditionell die Staatsanleihen bei Aktienmarktkorrekturen Kursgewinne verzeichnen konnten und damit die Schwankungen auf der Aktienseite teilweise kompensierten. Von dieser ehemals „normalen“ Reaktion der Anleihen, und dem damit eingebauten Risikopuffer dieser Anlageklasse, konnte man im I. Quartal nicht profitieren. Im Bereich der Rohstoffe bewegten sich die Kurse für Gold und Öl mehr oder weniger seitwärts in einem Preiskorridor, wobei Rohöl in USD derzeit bei \$65 Dollar notiert.

Man muss das Börsengeschehen im I. Quartal dieses Jahres als Paradigmenwechsel zu den vergangenen 18 Monaten sehen. Wir gehen im Folgenden noch darauf ein, was dies für die Anlagestrategie bedeutet.

¹ Hier die Umlaufrendite.



Paradigmenwechsel

Der globale Konjunkturzyklus, und auch der lange Aufwärtstrend, sind ohne Zweifel heute in einer Spätphase. Die rapide Zunahme der 1% Schwünge während eines Börsentages weist auf eine Übergangsphase hin. Man sollte nicht unterschätzen, dass der VIX, der Gradmesser für die Schwankungsbreite bzw. die Nervosität der Anleger ist, im letzten Quartal um 50% gestiegen ist.

Weiteres Anzeichen eines neuen Börsenumfeldes ist die veränderte Zentralbankpolitik nicht nur der FED (US Zentralbank), sondern auch der EZB und der Bank of England (BoE). Alle drei Institutionen ziehen die Zügel in der Geldpolitik an, indem sie ihre Anleihebestände sukzessive verkaufen oder den kurzfristigen Zins erhöhen. Dies führt traditionell zu einer Verringerung der Liquidität an den Märkten und wird daher kritisch gesehen.

Diese Übergangsphase kann sehr unterschiedlich ablaufen: wiederkehrende Korrekturen, aber auch

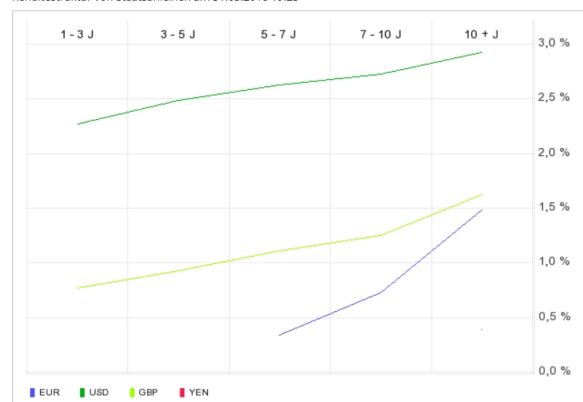


rasche, starke Kursgewinne im Sinne eines Melt-Up Szenarios sind denkbar. Hierfür spricht die Betrachtung des Kurs-/Gewinnverhältnisses (KGV) des US-Marktes. Das KGV ist durch einen starken Anstieg der geschätzten, diesjährigen Unternehmensgewinne auf ein durchschnittliches Niveau zurückgefallen. US-Aktien weisen derzeit dasselbe Bewertungsniveau auf wie im Frühjahr 2016 – die danach bis Anfang dieses Jahres um 46% stiegen.

Indikatoren unter Beobachtung

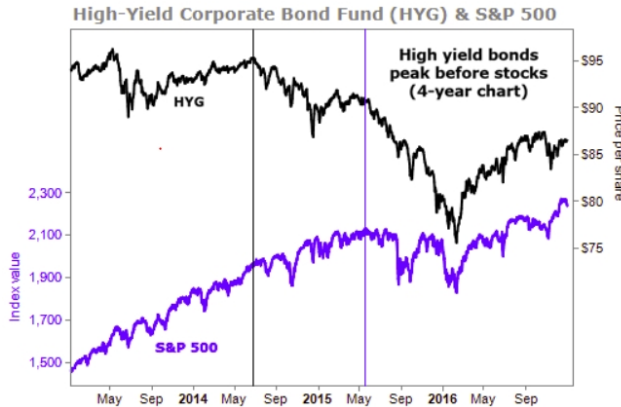
Es gibt viele Indikatoren, die wir in einer späten Haussephase wie derzeit laufend überprüfen, um vor einer größeren Korrektur gewappnet zu sein. In der Vergangenheit war das zuverlässigste Kriterium eine inverse bzw. negative Zinsstrukturkurve. Was ist darunter zu verstehen? Die Zinsstrukturkurve zeigt die Rendite eines Anleihesegments mit verschiedenen Laufzeiten. Ist sie negativ bzw. invers, sind die Renditen kurzfristiger Anleihen höher als die der langfristigen. Dies signalisiert einen negativen Wirtschaftsausblick. Hier sehen Sie den Vergleich der Zinsstruktur von amerikanischen (grün), britischen (hellgrün) und europäischen (blau) Staatsanleihen. Die europäische Linie zeigt nur die Renditen ab einer Laufzeit von 6 Jahren, da die kürzeren Laufzeiten eine negative Rendite aufweisen. Die Zinsstrukturkurve der angelsächsischen Länder ist danach wesentlich flacher als die der europäischen Länder, jedoch im Rahmen eines positiven Gefälles.

Renditestruktur von Staatsanleihen am 31.03.2018 19:23





Da die Entwicklung des amerikanischen Marktes traditionell alle anderen Anlagemärkte beeinflusst,

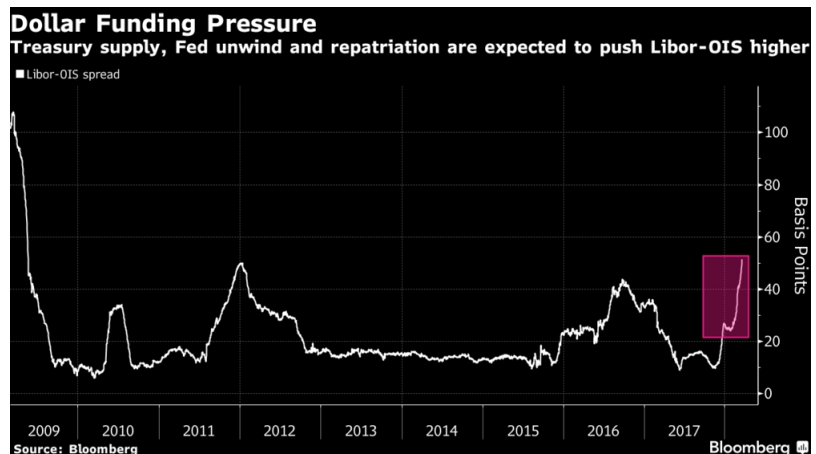


beobachten wir einen weiteren Indikator (linke Graphik), der für die Gesundheit der Unternehmen insgesamt steht: die Entwicklung der Hochverzinslichen Anleihen, der sogenannten „Junk Bonds“. Auch hier kann derzeit konstatiert werden, dass noch keine unmittelbare Gefahr für Wirtschaft und Börse besteht, auch wenn eine schwächere Entwicklung in den letzten Monaten zu sehen ist.

Indikatoren unter Beobachtung II

Im Frühjahr 2017 beschäftigte sich unser Strategiebrief NUNTIUM mit einem strukturellen Liquiditätsengpass im Eurodollar-Markt. Der Eurodollar ist Basis für den internationalen Handel und die globale Bankenliquidität. Zudem sind an seinen Zins Verbindlichkeiten und Derivate in Höhe von ca. \$ 200 Billionen gebunden. Innerhalb eines Jahres ist ein unverhältnismäßig hoher Anstieg sowohl des zugrunde liegenden Zinssatz LIBORs (von 1,15% auf 2,3%), als auch der Differenz zwischen dem LIBOR und einem weiteren für den Geldmarkt wichtigen Zins, dem OIS (Overnight Indexed Swap Rate), auf steigenden Liquiditätsstress und Kreditrisiken im internationalen Geldgefüge hin.

Die restriktive Geldpolitik der FED, die derzeit auch ihren Anleihebestand reduziert, aber auch die Repatriierung der US-Dollar großer US-Multinationals sind nur einige der Gründe. Wichtiger ist jedoch die Größenordnung dieses Anstiegs, wie die nebenstehende Graphik zeigt. Es ist sehr gut möglich, dass der US-Dollar durch diesen offensichtlich starken Liquiditätsengpass in den nächsten Wochen nicht unwesentlich steigt. Wir beobachten dies genau, denn wir sehen darin eine gute Investmentchance.



Der US-Dollar - das Maß aller Dinge?

Das vergangene Quartal hat, wie oben angesprochen, die lange geltende Abhängigkeit zwischen Aktien und Anleihen auf den Prüfstand gestellt. Dies eröffnet die Möglichkeit, dass auch weitere Abhängigkeiten zwischen den Anlageklassen aufgeweicht werden könnten. Wir denken hier an den wichtigsten Mitspieler im „Team Finanzmärkte“ – den US-Dollar. Eine Ursache für den Fokus auf dieser Währung liegt darin, dass der Kursverlauf dieser Währung viele andere Anlageklassen, aber auch exportabhängige Länder, beeinflusst. Die Erfahrung, dass eine starke Währung Gegenwind für



den jeweiligen Aktienmarkt ist, kann man z.B. derzeit an den europäischen Indizes beobachten. Dem entsprechend gilt, dass ein schwacher US-Dollar eine der Ursachen für die beeindruckende Stärke des US-Marktes im vergangenen Jahr war.

Der US-Dollar beeinflusst traditionell auch die Schwellenländer und die Rohstoffe wesentlich. Die Rohstoffpreise werden in US-Dollar gepreist, so dass eine Schwächephase in den Rohstoffen mehrheitlich auf einen starken US-Dollar zurückzuführen ist. Ebenfalls zur Schwäche neigen die Schwellenländer bei einer starken US-Währung, da ein wesentlicher Teil von Anleihen und Zahlungsströmen in US-Dollar abgewickelt werden. Gold hingegen weist dank seiner unterschiedlichen Funktionen keine so große Abhängigkeit zu der Leitwährung auf und ist daher ein guter Baustein zur Risikostreuung.

Warum diese Ausführungen? Die aktuelle einhellige Meinung der Finanzakteure ist eine weiter fallende US-Währung. Dies und die oben geschilderte Anspannung im Eurodollar-Markt führen uns zu der Annahme, dass der US-Dollar mit hoher Wahrscheinlichkeit in den nächsten Monaten erstarkt. Je nach Vehemenz kann dies zu starken Gegenbewegungen in den Schwellenländern, vielen Rohstoffen und gegebenenfalls sogar Anleihen führen. In einem solchen Szenario könnten Edelmetalle ihrer Funktion zur Risikostreuung gerecht werden.

Nachdenkenswert

Als defensive Aktien, und in der Regel wichtiger Baustein von Depots, gelten die Produzenten von Verbrauchsgütern. Freude hatten Anleger jedoch mit diesen Werten schon länger nicht: viele von ihnen sahen ihren Höchstkurs im Frühjahr letzten Jahres oder gar im Frühjahr 2015. Als sichere Dividendenzahler werden sie von Anlegern geschätzt und seit einigen Jahren gerne als Anleiheersatz gekauft. Ein Grund der nachhaltigen Kursschwäche könnten die Zinssteigerungen in den letzten Monaten gewesen sein, die Anleihen relativ gesehen attraktiver gemacht haben.

Ganz ist dies jedoch nicht nachzuvollziehen, haben doch viele der Blue Chips durch ihre Marken eine relativ hohe Preissetzungsmacht und sollten bei inflationären Entwicklungen ihre Gewinne recht gut aufrechterhalten können. Auf der anderen Seite kann eine relativ hohe Bewertung dieses Segmentes und die geringen Wachstumsaussichten in Verbindung mit dem Höhenflug der Technologieaktien durchaus als Kursbremse gewirkt haben. Wir können uns im Rahmen des jetzigen Börsengeschehens gut vorstellen, dass die lange Korrekturphase dieser Branche bald beendet ist.

Märkte und Einschätzungen

Mr. Market, wie er so gerne benannt wird, ist berüchtigt dafür, dass er Anleger am liebsten überrascht, wenn es sich für ihn besonders lohnt, d.h. wenn er möglichst viele Marktteilnehmer in die Irre führen kann, d.h. in Situationen, in denen die überwältigende Zahl der Anleger auf eine bestimmte Entwicklung setzt. Diese sogenannten extremen Positionierungen finden sich derzeit in vielen Anlagelassen:

- Ø Im Bereich der Währungen geht man von einem weiter fallenden US-Dollar aus,
- Ø der seit neun Monaten merkbare Trend zu steigenden Zinsen soll sich nach Einschätzung der institutionellen Anleger weiter fortsetzen und
- Ø ein seit dem Sommer dynamischerer Anstieg des Ölpreises wird sich weiter fortsetzen.



Unterbrechungen dieser Trends und relativ schnelle gegenläufige Bewegungen halten wir, auch unter dem Aspekt des höher steigenden LIBORs, daher für sehr wahrscheinlich. Diese sogen. Makro-Bewegungen sind ideal, um davon zu profitieren.

Das Wesentliche

Sich ändernde Rahmenbedingungen im Anlageumfeld bedingen eine opportunistischer werdende Strategie. Ein Bestandteil dieser Strategie ist das Ausnutzen von Bewertungsdiskrepanzen auch in nicht traditionellen Anlageklassen. Dies erfordert vielfach Geduld und das Vorhalten einer Liquiditätsreserve. Weiterhin wird der Fokus auf langfristig orientierten Investments besonders hoher Qualität liegen. Opportunistische Positionen sollten tendenziell kurz- bis mittelfristiger Natur sein und sich durch ein angemessenes Risiko-/Gewinnverhältnis auszeichnen. Marktverwerfungen sind besonders gute Möglichkeiten Geld zu verdienen.

Strenges Risikomanagement wird weiterhin im Vordergrund stehen durch drei Elemente: (1) eine breite Streuung in den verschiedenen Anlagesegmenten, (2) Positionsgrößen abhängig von der potentiellen Schwankungsbreite eines Instruments und (3) die Einhaltung von Stop-Loss-Marken. Wir sind uns sicher, hiermit die bewegten Gewässer mit guter Balance zu durchschiffen.

Wir halten es trotz einer aktuellen Schwäche der langjährig marktprägenden Technologiewerte für gut möglich, dass die relative Stärke der US-Aktienmärkte in den nächsten Monaten anhält. Nicht zuletzt werden die Quartalsgewinne, und auch die Dividenden, stark ansteigen. Dies sollte ein gutes Fundament für die Entwicklungen der nächsten Monate darstellen. Dies alles wird jedoch mit den jüngst erfahrenen höheren Marktschwankungen einhergehen.

Es grüßt Sie das Team der Ars Pecuniae GmbH

Renia Costello