

Problem USA

Schaut man sich den Preisverlauf der großen US-Indizes an, scheint kein Wässerchen die Hausse zu trüben. Die Volatilität ist gering, die Preise sind stabil. Uneinsichtige Griesgräme und notorische Nörgler finden immer wieder ein Haar in der Suppe – also ab in die Sommerfrische.

Gar nicht ins Bild passen wollen Meldungen über Probleme im US-Einzelhandel. Moment – Wie war das mit den Konjunkturindikatoren: Das Verbrauchervertrauen ist hoch wie selten. Eigentlich müssten die Konsumtempel voll sein mit kaufwilligen Trump-Wählern.

Das genaue Gegenteil ist der Fall. Shopping-Malls sind flächendeckend Sanierungsfälle. Bis auf ganz wenige Unternehmen (z. B. Walmart) sind Einzelhändler die großen Verlierer dieses Jahres. Aktienpreise sinken dramatisch, Anleiherenditen steigen, ebenso die Preise für Kreditaus-

fallversicherungen. Gläubiger werden nervös. Shoppingmallbetreiber sind häufig REIT's. Auch deren Marktpreise kollabieren förmlich. Und dann ist da der Verbriefungsmarkt. Das Kürzel CMBS weckt böse Erinnerungen.

Gleichzeitig sind stehen mit **GE** und **IBM** zwei Aushängeschilder der US-Wirtschaft heftig unter Beschuß. Als wäre dies noch nicht genug, denkt die FED öffentlich und lautstark über zwei weitere Zinserhöhungen und eine vorzeitige Auflösung des QE-Portfolios nach.

Die scheinbare Ruhe des Gesamtmarkts bekommt bei näherer Betrachtung gehörige Risse. Bekommt auch die Verbeugung vor der marktfreundlichen Wirtschaftspolitik der Trump-Administration Risse? Oder gelingt es, den Sommer im fortgesetzten Tiefschlaf durchzustehen?

http://halfgarten-capital.de/zeitgeist		
	Update: Optionsstrategie	2
	US-Einzelhandel und ShoppingMalls	3
	Die Verschuldungsfrage	4
	Sell-Side-Aktivitäten	4
	General Electric	5
	IBM	5
	Positionsübersicht	6

		Trend	
		strategisch	taktisch
Aktien	Europa	↗	↗
	USA	↗	↗
	China	↗	↗
	Japan	→	↗
Bonds	Dt. Staatsanleihen (10 J)	→	↗
	US-Treasuries	→	↗
	USD/EUR	↘	↘
	USD/AUD	→	↗
Rohstoffe	Agrarrohstoffe	↘	↗
	Industriemetalle	→	↗
	Edelmetalle	→	↗
	Öl	↘	↗

positive/negative Veränderungen zur Vorwoche.

Weekly Review

Mo	<p>➔ US-Aktien: Vaolatilität fällt unter 10 %</p> <p>Der Volatilitätsindex (VIX) ist auf ein historisch niedriges Niveau gefallen. Tiefer gehts nimmer. Damit sind sämtliche Aktienrisiken ausgepreist. Es liegt in der Natur der Sache, dass dies ein sehr fragiles Regime darstellt.</p>
Di	<p>➔ Trump entlässt FBI-Chef</p> <p>Der US-Präsident erfüllt die schlimmsten Befürchtungen und nutzt die Machtfülle für einen autokratischen Regierungstil im Sinne der Politik eines Erdogan oder Orban. Auch die Analogie zur reaktionären Wende in Polen wird immer offener.</p>
Mi	<p>➔ Australische Banken mit Zwangsabgaben</p> <p>Australische Großbanken müssen eine Kreditsteuer abführen. Damit will die Regierung die Kreditblase kontrolliert entspannen und gleichzeitig das Haushaltsdefizit des Landes reduzieren. Geplante Einnahmen: 6,2 Mrd. A\$.</p>
Do	<p>➔ Solarworld und Lokomore sind insolvent</p> <p>Während überall auf der Welt Solarenergie boomt, verabschiedet sich die Solarworld in die Insolvenz. Gleiches gilt für das ambitionierte CrowdFunding-Startup Lokomore, dass ebenfalls das Geld vieler gutgläubiger, progressiv eingestellter und in ihrer Selbstsicht gut informierter Bürger der deutschen Mittelschicht »umverteilt« hat.</p>
Fr	<p>➔ Cyberattake auf Windows-Rechner</p> <p>Die Liste der betroffenen Unternehmen und Institutionen ist erstaunlich lang: Telefonica, Renault, Deutsche Bahn, NHC, russische Ministerien. Ihnen gemein ist der Betrieb von Netzwerkkomponenten basierend auf veralteten Windows-Versionen. Der britische NHC betreibt ein Netz mit mehreren 10.000 Rechnern, mehr als 90 % arbeiten mit Windows XP, dass seit Jahren nicht mehr gepflegt wird. Das rächt sich nun.</p>



Abbildung 1: Preisentwicklung des EuroStoxx (Index) mit Optionsvisualisierung (oben) und Profitabilitätsdiagramm der aktuellen Positionierung (10 Kontrakte) (schwarz): Tageslinie, (violett): Volatilität +10%-Punkte, (gestrichelt): Projektion 30. Mai.

Update zur Optionsstrategie auf den EuroStoxx Nach den deutlichen Preisaufschlägen zur Präsidentschaftswahl in Frankreich konsolidierte der EuroStoxx moderat. Unsere aktuelle Positionierung: Straddle(3500)[Juli], Strangle(3400/3600) + Put(3400)[Juni].

In Abb. 1 ist unten das Profitabilitätsdiagramm beigefügt. Derzeit profitieren wir von stagnierenden und leicht zurückgehenden Notierungen. Vernachlässigt man den Verfall der Optionsprämie, dann wirkt die Gesamtkonstruktion wie eine halbe Shortposition, äquivalent eines Shortengagements im Wert von 18.000 € pro Optionskontrakt. In gleichem Maße verliert der Spread täglich durch den Verfall der Optionsprämie an Wert. Aus der Abbildung ist ersichtlich, dass der Spread bei konstanten Notierungen pro Tag etwa 200 € pro Kontrakt Zeitwert abgibt. In den nächsten beiden Wochen darf der Index noch weitere 50 Punkte steigen, bevor Buchwertverluste auflaufen.

Unser Risiko liegt (wieder) auf der Preisoberseite.

Was wäre wenn ... wir einen Put(3700) zum Straddle(3500) hinzumischen würden? Tatsächlich würde sich der tägliche Preisabschlag auf 310 € erhöhen. Die leicht bärische Ausrichtung würde einer neutralen Ausrichtung weichen, die Empfindlichkeit für Volatilitätsschübe würde sich um ein Drittel vergrößern **und** im Falle leichter Preisrückgänge müssten wir die neu eröffnete Position sofort wieder schließen.

Für ein Hinzumischen spricht die Charttechnik, die einen dynamischen Aufwärtstrend zeigt. Auch Sentimeterhebungen deuten auf mindestens stabile Notierungen hin: Trotz (oder wegen) des dynamischen Trendverlaufs in Kombination mit gefühlt sehr hohen Notierungen ist die Mehrzahl der aktiven Marktteilnehmer pessimistisch eingestellt. Jeder hat das Mai-Muster im Hinterkopf, das bereits in den nächsten vier Wochen eine Kursschwäche ankündigt. Für eine zügige Anpassung spricht auch die Geldflußanalyse. So sind in den letzten Wochen Rekordsummen an langfristig orientiertem Kapital in europäische Fonds geflossen. Dies erklärt auch das aktuelle Phänomen der ausgezeichneten Korrelation zwischen Aktienpreisen und dem Außenwert des Euro: Immer wenn der *EuroStoxx* teurer wird, wertet der Euro zum US-Dollar auf.

Gegen einen zügigen Umbau sprechen die Saisonalität, die hohe Bewertung europäischer Aktien, die »Reife« des Trends, zunehmende Fragezeichen hinter der Stabilität der US-Aktienhausse und die Tatsache, dass wir uns mit einer moderaten Shortausrichtung des Optionsspreads sehr wohl fühlen. Schließlich ist die aktuelle Portfoliopositionierung profitabel und gleichzeitig ausgesprochen defensiv. Konstruktionsbedingt ist der Optionsspread volatilitätssensitiv. Da steigende Volatilitäten regelmäßig mit sinkenden Notierungen einhergehen, hedgt die aktuelle Positionierung elegant das Volatilitätsrisiko.

Fazit. Der dynamische Aufwärtstrend des *EuroStoxx* trotz bislang den saisonalen Muster. Wir sind wachsam und bauen bei einer erneuten Bestätigung des positiven Gesamtmarkts trendfolgend den Straddle(3500)[Juli] in einen Strangle(3500/3700) + Put(3500)[Juli] um. Mit dem Umbau würde der *EuroStoxx* -Spread insgesamt wieder Neutral ausgerichtet sein, kurzfristig von zurückgehenden Notierungen profitieren und perspektivisch den Preisbereich 3500 bis 3700 adressieren. Um die Sensitivität gegenüber einem Volatilitätsanstieg zu reduzieren, wird der Put(3400)[Juni] parallel zur Eröffnung des Put(3700)[Juli] per Limitorder zurückgekauft.

US-Einzelhandel und Shopping-Malls

Die Digitalisierung und der Trend hin zu einer »Online-Economy« trennt im Einzelhandel die Spreu vom Weizen. Der komentenhafte Aufstieg von *Amazon*, *Alibaba* & Co. fordert seinen Tribut in der Fläche. Betroffen sind REITs, Einzelhandelsunternehmen und unqualifizierte Mitarbeiter.



Abbildung 2: Preisverlauf von JC Penney seit 2008

In der vergangenen Woche berichtete *JC Penney* über den Verlauf des ersten Quartals. Der Preisverlauf seit 2008 sagt alles: Der Aktienpreis ist von 40 auf 4 Dollar gefallen.

Bis 2012 schüttete der Einzelhändler sogar noch Dividenden aus. Daran ist überhaupt nicht mehr zu denken. Man hangelt sich von Monat zu Monat und versucht mit kurzfristigen Aktionen den Cash-Flow positiv zu halten. Der scharfe Preisverfall ist neben Befürchtungen über den Verlauf des bevorstehenden Sommergeschäfts auch der Sorge um die Kreditwürdigkeit zuzuschreiben.

Dabei gehört das Unternehmen zu den Ersten, die den digitalen Handel für sich entdeckt haben. Ähnlich wie die hiesige *Otto-Group* hat *JC Penney* seine Wurzeln im Kataloggeschäft. Bereits 1980 konnten Kunden den Katalog online einsehen. Die Analogie geht noch weiter: Um die Jahrtausendwende sprangen beide Konzerne auf den Online-Zug auf – und scheiterten grandios. Danach trennten sich die Wege: *Otto* entwickelte sich zum ShoppingMall-Betreiber, *JC Penney* diversifizierte sich im Einzelhandel. Heute stehen beide vor ähnlichen Herausforderungen. *Otto* startet aus der *Pol-Position*, *JC Penney* steht hingegen mit dem Rücken zur Wand.

JC Penney ist keine Ausnahme. Im US-Einzelhandel eskaliert gerade eine krisenhafte Entwicklung. Diese manifestiert sich auch in der Aktienpreisentwicklung der Platzhirsche:

Name	Kürzel	Preisentwicklung		
		2 Monate	YTD	YOY
Macy's	M	-18,5 %	-33 %	-54 %
Dillards	DDS	-19,5 %	-27 %	-31 %
JC Penney	JCP	-17,1 %	-44 %	-55 %
Nordstrom	JWN	-15,9 %	-8 %	-9 %
Kohl's	KSS	-9,1 %	-16 %	-18 %
The Gap	GPS	+ 10 %	+8 %	+8 %

Interessanterweise kann sich *The Gap* vom allgemeinen Preistrend abkoppeln. Das Unternehmen berichtet am Montag über das erste Quartal 2017.



Abbildung 3: Preisverlauf von THE GAP (24 Monate)

THE GAP bietet aktuell attraktive Prämien für einen Optionsverkauf. Wir prüfen ein Engagement.

Die Verschuldungsfrage. Das langsame Sterben der Einzelhandelsunternehmen hat branchenübergreifende Konsequenzen. Zum einen sind die Betreiber von ShoppingMalls betroffen. Zum anderen Banken und das Kreditverbriefungssegment.

Die *Bank of America* hat jüngst ihr Kreditengagement im US-Einzelhandel veröffentlicht: 50 Mrd. \$. Das entspricht etwa 25 % des Eigenkapitals der Bank. Dies ist jedoch nur die Spitze des Eisbergs. Der Economist schätzt in seiner aktuellen Ausgabe, dass der US-Einzelhandel mit etwa 1 Billionen US-Dollar verschuldet ist¹. Einzelhändler und ShoppingMall-Betreiber nutzen das gesamte Spektrum des US-Kreditmarkts. Neben Krediten bei Großbanken nutzen die Firmen intensiv Kreditlinien von Regionalbanken. Wie üblich, sind viele Kredite in restrukturierter Form im Umlauf. Beliebt sind auch *Commercial Mortgage Backed Securities* (CMBS). Spätestens hier klingeln bei Veteranen sämtliche Alarmglocken: Die Subprimekrise von 2008 lässt grüßen.

¹ Sorry, we're closed, Economist, 13. Mai 2017, Seite 58 ff.

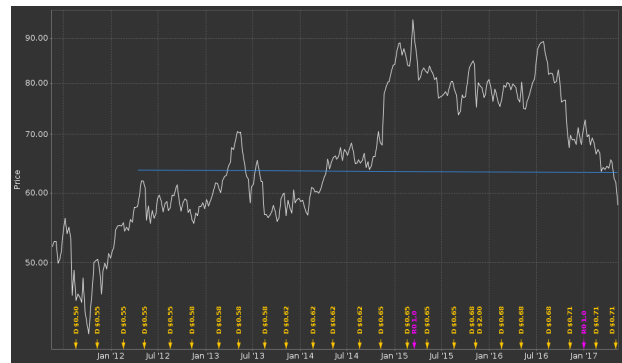


Abbildung 4: Preisverlauf der Macerich (6 Jahre)

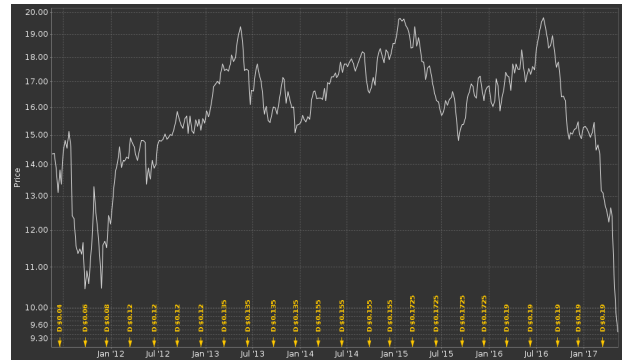


Abbildung 5: Preisverlauf der DDR (6 Jahre)

Zumal sich die Aktienpreise der ShoppingMall-Betreiber im freien Fall befinden. *Macerich* betreibt ShoppingMalls im Mittleren Westen (also dem Trump-Kernland). Trotz des bereits dramatischen Preisverfalls ist die Aktie mit einem KGV von 51 und einem Buchwert von 2,1 extrem hoch bewertet. Die *DDR*, an der auch die *Otto-Group* beteiligt ist, betreibt ShoppingMalls und ist außerdem ins Kreditgeschäft eingestiegen. Der REIT ist also Gläubiger seiner Mieter. Der Aktienpreis hat sich auf Jahressicht halbiert.

Interessanterweise hat die Trump-Administration bisher kein Auge auf die Entwicklungen im US-Einzelhandel geworfen. Trump hat medienwirksam Kohleminenarbeitern staatliche Hilfen zugesichert. Im US-Einzelhandel sind 300 mal mehr Menschen beschäftigt, hauptsächlich im untersten Lohnsegment. Diesen kehrt die US-Regierung weiterhin den Rücken zu und lässt die Kräfte des Spätkapitalismus wirken. Das bedeutet: Bis Juli 2018 werden im Onlinehandel 150.000 neue Stellen geschaffen. Gleichzeitig fallen 400.000 Stellen im Einzelhandel weg. Für 250.000 meist unqualifizierte, wenig mobile Menschen muss ein Ersatz gefunden werden.

Ob es an der Zeit ist, vorsichtig auf eine Intervention der Trump-Administration zu setzen?

Sell-Side-Aktivitäten



Abbildung 6: Preisverlauf der Quintis (6 Jahre)

Im Marktbericht 12/17 gingen wir ausführlich auf den Sandelholz-Plantagen-Betreiber **Quintis** ein, der von einem Short-Selling-Hedge-Fund attackiert worden war. Damals äußerten wir noch Zweifel an der Stichhaltigkeit der vorgetragenen Argumente.

Tatsächlich erholten sich die Notierungen in den folgenden Wochen graduell. Das Unternehmen veröffentlichte positive Daten über den Export des Holzes nach China. Alles deutete auf einen Fehllarm hin. Am 10. Mai platzte die Bombe: **Nestle** kündigte die Zusammenarbeit mit **Quintis** auf.

Innerhalb von drei Handelstagen ging der Preis für **Quintis**-Aktien von 1,05 auf 0,34 A\$ zurück. Falls **Glaucus** die Aktie weiterhin geshortet hat, wäre dies ein sehr erfolgreiches Engagement. Vermutlich hat der Hedge-Fund seine Positionen aber längst geschlossen. In diesem Fall muss sich der Fondsmanager wohl kritischen Fragen stellen.

DBK sorgt für Preisverfall bei GE. Am Freitag veröffentlichte die **Deutsche Bank** eine Studie, wonach **GE** überbewertet sei, wegen unzureichender Rückstellungen für Pensionsansprüche und drohenden Steuernachzahlungen einen negativen Cash-Flow ausweisen muss und außerdem ein latentes Führungsproblem hat.

Die neue Bewertung: »Sell«, Kursziel 24 \$. Derzeit notiert die Aktie bei 28 \$.

Tatsächlich underperforms die Aktie seit langem. Der Vergleichssektor (Industrials) weist seit Jahresbeginn Preisaufschläge von durchschnittlich 6 % auf. Die **GE**-Aktie ist derzeit 9 % günstiger zu haben.

Auch charttechnisch wurde in der vergangenen Woche viel Porzellan zerschlagen. Der fragile Aufwärtstrend seit September 2015 wurde bereits nach 12



Abbildung 7: Preisverlauf der General Electric mit Trendlinien

Monaten gebrochen. Mit viel gutem Willen kann eine Tradingrange von 28 bis 31 \$ konstruiert werden, deren Unterseite bislang nur touchiert wurde.

Angesichts des bevorstehenden umsatzschwachen Sommerquartals macht die »Ansaage« der **Deutschen Bank** natürlich Sinn: Es ist wahrscheinlich, dass man **GE**-Aktien im weiteren Jahresverlauf zu 24 \$ erstehen kann. Das wäre dann das Low aus dem Oktober 2015. Quergedacht für die **DBK** ein guter Zeitpunkt für einen strategischen Positionsaufbau. Vor diesem Hintergrund könnte sich die ungewöhnliche »Ansaage« als Aktion der »Buy-Side« entpuppen, die auch uns in ein Engagement hieven könnte.

Zum Abschluß werfen wir einen Blick auf die in der Vorwoche besprochene **IBM**.



Abbildung 8: Preisverlauf der IBM

Deren Aktien sind in der vergangenen Woche noch preiswerter geworden. Seit dem Top im Februar summiert sich der Preisabschlag auf 20 %. Auf dem aktuellen Preisniveau würden wir *unter normalen Umständen* eine Stillhalterstrategie aufsetzen. Dies jedoch weiterhin nicht zielführend. Optionshändler preisen auch jetzt nur maximale Preisveränderungen um 15 % in den nächsten 90 Tagen ein. Optionen sind folglich viel zu preiswert.

Positionsübersicht

Kontoübersicht	Summe	Währungszusammensetzung ²			U505637
Kontostand:	90,000 €	62,000 €	6,700 \$	33,000 \$A	Marginnutzung: 53,000 €
Cash:	38,000 €	75,000 €	-50,000 \$	14,000 \$A	Leverage: 1.9
Aktien:	71,000 BAS	5,200 €	58,000 \$	19,000 \$A	
Optionen:	0 BAS	0 €	0 \$	0 \$A	Stand: 14.5.17

Offene Positionen							U505637
Bezeichnung	Anzahl	Eröffnung		Aktuell		Wertentwicklung	Zahlungen Dividende ("p.a.") Zielrendite (%)
		Datum	Preis	Preis	Buchwert		
<i>Anlageschwerpunkt Stillhalter</i>		Kapital: 140,000 €		Investitionsgrad: 0.1		(13,000 €)	
<i>Anlageschwerpunkt Themen & Trends</i>		Kapital: 63,000 €		Investitionsgrad: 0.2		(9,600 €)	
Jardine Matheson (Aktie)	206	19.02.16	60.23	65.40	6,932	1,065 \$	2.4% p.a. (530 \$)
Mediobanca (Aktie)	567	03.07.15	8.84	9.20	5,216	204 €	1.7% p.a. (290 €)
<i>Anlageschwerpunkt Buy & Hold</i>		Kapital: 32,000 €		Investitionsgrad: 0.8		(26,000 €)	
High Yield Bonds (ETF)	200	17.02.16	77.45	88.10	17,620	2,129 \$	6.2% p.a. (1,100 \$)
Asia-Pacific Bonds (ETF)	2000	08.04.16	4.99	5.00	10,000	30 \$	8.4% p.a. (910 \$)
Chimera (Aktie)	800	21.04.16	14.98	17.90	11,635	2,334 \$	19.4% p.a. (1,600 \$)
<i>Anlageschwerpunkt Spreads</i>		Kapital: 45,000 €		Investitionsgrad: 15.8		(710,000 €)	
<i>Straddle::EuroStoxx</i>		eff. Prämieinnahme:		13,000 €		Buchertrag: 2,200 €	
ESTX50 – put 3400.0 (Jun/17)	-4	29.03.17	108.45	11.20	136,000	3,890 €	2.9%
ESTX50 – call 3400.0 (Jun/17)	-4	11.04.17	111.25	202.00	136,000	-3,630 €	3.3%
ESTX50 – put 3600.0 (Jun/17)	-4	25.04.17	117.85	59.00	144,000	2,354 €	3.3%
ESTX50 – call 3500.0 (Jul/17)	-4	30.04.17	106.15	54.00	140,000	2,086 €	2.8%
ESTX50 – put 3500.0 (Jul/17)	-4	30.04.17	93.55	143.00	140,000	-1,978 €	2.8%
MSCI UK (ETF)	-300	12.10.16	29.90	33.90	-10,170	-1,200 \$	0.0% p.a.
MSCI Australia (ETF)	600	12.10.16	20.75	21.85	13,110	657 \$	0.0% p.a.

Bezeichnung	Anzahl	Kauf		Verkauf		Kapital-	Ergebnis	
Abgeschlossene Positionen								U505637
Bezeichnung	Anzahl	Datum	Preis	Datum	Preis	Kapital-	abs .	Ergebnis rel. p.a.
						bindung		

²Es sind nur die drei Basiswährungen aufgeführt. Positionen in anderen Währungen (JPY, CAD, SGD, etc.) sind ausgelassen.

Disclaimer. Die Autoren übernehmen keinerlei Gewähr für die Aktualität, Korrektheit, Vollständigkeit oder Qualität der bereitgestellten Informationen. Haftungsansprüche gegen den Autor, welche sich auf Schäden materieller oder ideeller Art beziehen, die durch die Nutzung oder Nichtnutzung der dargebotenen Informationen bzw. durch die Nutzung fehlerhafter und unvollständiger Informationen verursacht wurden, sind ausgeschlossen. Der Nachdruck, die Verwendung der Texte, die Veröffentlichung Vervielfältigung ist nur mit ausdrücklicher Genehmigung der Autoren gestattet.