

# Newsletter

April 2019

## Q1 2019

Sehr geehrte Damen und Herren

Es scheint als hätte sich der Osterhase, zumindest börsentechnisch, tatsächlich gegenüber dem Weihnachtsmann durchgesetzt! K.o. in der ersten Runde! Naja, ganz so drastisch war es nicht, schliesslich begann der Kursanstieg noch im Dezember, womit wir dem Osterhasen nur ein technisches K.o. zugestehen. Rache ist jedoch bekanntlich süss. Ob es bis Ende Jahr reicht, werden wir sehen.

**Organisatorisch** gibt es keine Änderungen, womit wir uns sogleich dem **Marktkommentar** widmen. Unsere Ampel bleibt ebenfalls bestehen:



**Monetäre Lage:** Stützend und konjunkturreisprechend, aber es lauern Gefahren. Wirkungsgrenze?

**Ökonomische Lage:** Solides Wachstum, aber politische Unsicherheiten belasten.

**Technische Lage:** Lfr. Trend (noch) intakt; keine typischen Anzeichen einer Trendumkehr. Mittelfristige Erholung fortgeschritten, aber intakt.

Hat sich etwas geändert? Nicht wirklich, weswegen wir uns diesmal nur auf die beiden Waagschalen unseres bekannten Marktgleichgewichtes (Konjunktur vs. Geldpolitik) konzentrieren. Für eine etwas detailliertere Übersicht empfehlen wir Ihnen unseren Newsletter vom vierten Quartal 2018, den Sie im Januar zugeschickt bekommen haben oder auf unserer Webseite finden.

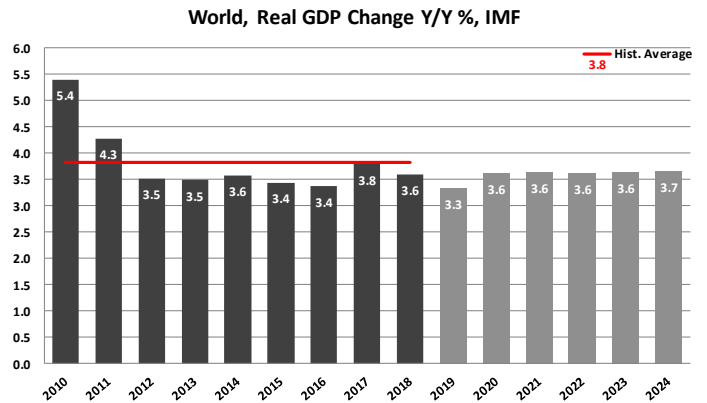
Wie Sie wissen, wurde das Gleichgewicht nach den Turbulenzen Ende 2018 wiederhergestellt. Eine Rezession ist nicht aufgetreten (und auch nicht in Sicht) und die **Zentralbanken** haben

den Marktteilnehmern verdeutlicht, dass die Geldpolitik geduldig sein kann. Die "erste Gefahr" (vgl. Newsletter Q4 2018), nämlich dass der monetäre Rückzug konjunkturell nicht begleitet ist, scheint also fürs Erste gebannt. Dies ganz einfach darum, weil die Notenbanken den Rückzug aufgrund der (mehrheitlich politisch induzierten, unsicherheitsbedingten) konjunkturellen Schwäche der letzten Monate hinausgeschoben haben. Das FED erwartet 2019 keine Zinserhöhungen mehr und auch der Abbau der Bilanz wird ab September gestoppt. Die EZB hat ihre Nullzinspolitik verlängert und versichert, dass noch genügend Instrumente zur Verfügung stehen, um die Konjunktur weiter zu stützen. Die SNB sieht ebenfalls keinen Grund ihre Politik zu ändern und hat angemerkt, dass noch Luft vorhanden ist, um die Zinsen weiter zu drücken (d.h. noch niedrigere Negativzinsen!).

Was das anscheinend unerschöpfliche Instrumentarium der EZB und SNB anbetrifft, so haben wir bekanntlich unsere Zweifel. Dies betrifft sowohl das Vorhandensein wie auch die Frage nach der Notwendigkeit. Schliesslich muss darauf geachtet werden, dass das weiterhin billige Geld auch den gewünschten Effekt (nämlich konjunkturelle Ankurbelung durch Investitionen) erzielt. Ansonsten werden grundlos die Banken (dies betrifft v.a. Europa) geschwächt (= Motor der Wirtschaft über Kreditvergabe), die Allokation von Kapital über die Finanzmärkte gestört, die Spekulation angeheizt und die Verschuldung erhöht. Gemäss den Berechnungen von David Stockman (ehemaliger Direktor des Office of Management and Budget) hat sich über das letzte Jahrzehnt die globale totale Verschuldung von rund USD 100 Bio. auf 250 Bio. erhöht, während das globale BIP von USD 58 Bio. auf "nur" 80 Bio. angestiegen ist. Die Schuldenquote ist damit von 1.7 auf 3.1 angestiegen, womit die Frage nach der Wirkung durchaus gerechtfertigt ist. Auf die Gefahr hin uns zu wiederholen, müssen wir festhalten, dass die Geldpolitik folglich gewisse Grenzen erreicht hat (gerne lassen wir uns aber diesbezüglich belehren!). Es stellt sich die Frage, ob es nicht besser (gewesen) wäre, auf wirtschaftspolitischer Ebene (Steuersenkungen, Infrastrukturausgaben etc.) einzugreifen, um

sicherzustellen, dass der realwirtschaftliche Impuls auch tatsächlich entsteht. China (Senkung der Steuern, Gebühren und Einfuhrzölle sowie Infrastrukturinvestitionen) und die USA (Steuer-senkungen, gelockerte Bankenregulierung, evtl. Infrastrukturmassnahmen) haben das verstanden, Europa mit seinen Austeritätsmassnahmen (die EZB soll dies schliesslich lösen!) eher nicht. Während es also aus konjunkturellen Überlegungen zwar "notwendig" war (um den politischen Unsicherheiten entgegenzuwirken), dass die Zentralbanken Geduld geübt haben und dies auch weiterhin tun, so muss nochmals erwähnt werden, dass die USA sich aufgrund des wieder einigermaßen ansehnlichen Zinsniveaus dies leisten kann, Europa, zumindest aus unserer Sicht, nicht. Hier wäre es eher notwendig gewesen, wirtschaftspolitische Impulse zu setzen. Nun besteht die Gefahr, dass man den Zeitpunkt verpasst hat, sich ein entsprechendes monetäres Munitionslager für den nächsten Einbruch aufzubauen. Eine Chance dem nachzukommen, würde sich im Falle eines "unerwarteten" Konjunkturaufschwungs ergeben, z.B. bei einer Einigung im Handelskonflikt USA/China, wenn gleichzeitig die wirtschaftspolitischen Massnahmen Chinas ihre Wirkung entfalten (erste Ergebnisse, auf Jahresbasis, erkennbar: Q1 BIP +6.4%, Industrieproduktion +8.5%). Dem entgegenwirken könnte ein eskalierender Handelskrieg mit Europa, der nach einer Beilegung mit China seitens Amerikaner vermutlich gleich aggressiv geführt werden wird. Und dann wäre ja auch noch unser Lieblingsthema "Brexit" (wir geben es zu, wir können dieses Wort nicht mehr hören!!!), wobei ein harter Ausstieg unwahrscheinlich erscheint.

Es stellt sich also die Frage, wie es um die **Konjunktur** steht. Während diese auf globaler Ebene zugegebenermassen in letzter Zeit nicht zu begeistern wusste (stark durch die politischen Störfeuer gebremst) und die Erwartungen zurückgenommen wurden, so ist das Wachstum auf globaler Ebene nach wie vor solide und eine Rezession weiterhin nicht in Sicht. In seinem April Ausblick senkt der IMF (International Monetary Fund) zwar seine Erwartungen, geht jedoch von einem nach wie vor soliden Wachstum auf globaler Ebene von 3.3% 2019 aus. In den nachfolgenden Jahren soll dieses dann wieder auf 3.6% ansteigen. Dies wäre nur leicht unter dem historischen Durchschnitt der letzten neun Jahre:



Als Hauptgründe für die Abschwächung 2019 nennt das IMF die Handelskonflikte (USA/China, USA/Europa, USA/Kanada/Mexiko), welche das Geschäftsklima belasten, sowie die 2018 angezogenen Finanzierungsbedingungen (Zinserhöhungen FED, Ende Anleihenkaufprogramm EZB etc.). Gleichzeitig soll danach die Konjunktur v.a. aufgrund der nun etwas entspannteren Finanzierungsbedingungen und der wirtschaftspolitischen Bemühungen Chinas wieder leicht anziehen.

Allerdings nicht in den Zahlen enthalten ist eine durchaus mögliche Einigung im Handelskonflikt zwischen USA und China, dem wohl wichtigsten Faktor für die konjunkturelle Weiterentwicklung. Eine Beilegung dieses Disputs (und falls gleichzeitig die Aufhebung der 2018 erhobenen Tarife erfolgt) würde das Geschäftsklima verbessern und dadurch das zurzeit aufgrund der politischen Unsicherheiten gedämpfte Investitionsverhalten und damit die Konjunktur ankurbeln. In einem solchen Szenario dürften die Erwartungen wieder erhöht werden. Dies gilt umso mehr, sollte China Erfolge mit seiner Wirtschaftspolitik erzielen, von dessen Konjunktur die ganze Welt (v.a. die exportortabhängigen Länder wie Deutschland und die Schweiz) abhängig ist.

Verbleibt die Geldpolitik dann immer noch im Rückzugsmodus, müssten wir uns wieder mit der "zweiten Gefahr" (vgl. Newsletter Q4 2018) befassen, nämlich, dass ein konjunkturelles bzw. inflationäres Überschiessen (positive Produktionslücke) droht, welches zu unerwartet stark restriktiven Zentralbanken führen würde mit den entsprechenden Folgen für Konjunktur und Märkte (kann auch andere Gründe wie z.B. Spekulationseinhalt haben). Zuerst muss aber tatsächlich noch eine Einigung erfolgen, was gemäss den involvierten Parteien in wenigen Wochen möglich (aber keinesfalls sicher) sein soll. Lassen wir uns überraschen. Auch eine schnelle Beilegung des Handelskonfliktes USA/Europa würde dies befeuern. An dieser Stelle sei angemerkt, dass wir dieser "zweiten Gefahr" immer das grössere Risiko zugeordnet haben. Dies erklärt

sich dadurch, dass der "ersten Gefahr" monetär und wirtschaftspolitisch begegnet werden kann, was im Interesse aller Beteiligten liegt und letztlich auch erfolgt ist. Zudem war diese in den Erwartungen der letzten Monate immer präsent und besitzt daher nur ein geringes Überraschungspotential ausser bei einem plötzlichen starken Einbruch. Die "zweite Gefahr" wäre hingegen völlig unerwartet, da sie von vielen Wenn und Abers abhängig ist, und würde eine regelrechte Krise für Konjunktur und Märkte auslösen. Auch 1929 galt die Inflation als gedämmt und dennoch erhöhte die FED ab 1928 den Leitzins, um der Kreditspekulation Einhalt zu gebieten. So ganz an den Haaren herbeigezogen ist dieser Vergleich nicht.

Auf jeden Fall scheint der **Markt** eine Einigung zwischen den USA und China teilweise vorwegzunehmen und in einer abwartenden Haltung zu sein was zusätzliche Konjunkturimpulse anbetrifft. Angesichts der starken Börsenentwicklung seit dem Tief im Dezember erstaunen uns die hohen Cash Bestände der Investoren. Alleine in den USA sollen Schätzungen zufolge USD 8 Bio. an Bankeinlagen existieren sowie USD 1 Bio. in Brokerkonten brach liegen. Dieser Anteil dürfte in Europa (und der Schweiz) prozentual gesehen, aufgrund der eher vorsichtigeren hiesigen Mentalität, noch höher sein. Verstehen Sie uns nicht falsch: Es ist immer richtig Munition bereit zu halten (machen wir auch), um Marktsituationen ausnützen zu können, und eine gewisse Vorsicht walten zu lassen. Aber eine solch angezogene Handbremse, welche eine ständige Begleitererscheinung dieses Bullenmarktes zu sein scheint, erstaunt uns dann doch immer wieder. Natürlich werden nicht all diese Gelder ihren Weg zurück an die Märkte finden, dennoch steht eine enorme potentielle Nachfrage latent bereit. Nun werden Zyniker entgegenen, dass diese Gelder nie wieder investiert werden. Die menschliche Natur impliziert jedoch das Gegenteil. Schliesslich finden die Tauben ihren Weg immer wieder zurück! Wie Sie aus unseren vergangenen Ausführungen wissen, ist dann der psychologische Zeitpunkt (Euphorie) gekommen, an dem man

tatsächlich Vorsicht waltet lassen sollte. 1929, in der Tat!

## FAZIT

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass das Marktgleichgewicht intakt ist und damit auch die mittelfristigen Aussichten. Auf der einen Seite, egal ob volkswirtschaftlich richtig, falsch oder möglich (Hauptsache die Marktteilnehmer sind davon überzeugt!), sind die Zentralbanken bereit, die Konjunktur zu stützen und auf der andere Seite scheint selbst bei einem weiterhin anhaltenden US/China Konflikt (Status Quo) gemäss dem IMF (sowie der OECD) die Konjunktur gar nicht so schlecht zu sein, wie die Schlagzeilen dies suggerieren. Dafür bräuchte es eine weitere Eskalationsstufe (immer noch möglich, aber unwahrscheinlich). Auch ein eskalierender Handelsstreit mit Europa (1. Schritte wurden angedeutet) oder ein harter Brexit (immer unwahrscheinlicher) hätten Potential das Gleichgewicht zu stören. Aber eben, die Zentralbanken scheinen bereit zu stehen.

Wir bleiben jedenfalls unserer optimistischen Natur treu, schliesslich will Trump wiedergewählt werden, muss China sein Volk bei Laune halten (anvisierte Verdoppelung des Lebensstandards) und zu Guter Letzt möchten die Europäischen Politiker die Guillotine vermeiden. D.h. jedoch nicht, dass wir leichtfertig sind. Die Unsicherheit verbleibt und dem tragen wir auch Rechnung, indem wir unsere Anlagepolitik weiterführen. Wichtig ist und bleibt ein Portfolio entsprechend zu strukturieren, d.h. auf Diversifikation, Dividenden, Marktliquidität bzw. Handelbarkeit und Gewichtung zu achten. Anders gesagt ist die Verwaltung der Risiken, nicht der Renditen, die oberste Prämisse. Selbstverständlich gehört hierzu auch die notwendige Flexibilität auf geänderte Tatsachen zu reagieren.

Was unsere anlagetechnischen Präferenzen anbetrifft, so gibt es keine Änderung, womit wir uns auch nicht wiederholen!

Ziel dieses regelmässigen Newsletters ist es Ihnen einen kleinen, ausgewählten Einblick in die Faktoren, Instrumente und sonstigen Hilfsmittel zu gewähren, welche wir heranziehen, um die Richtung des Marktes, die Portfolioallokation und mögliche Gefahren/Chancen zu bestimmen. Sie sollen hiermit verstehen, wie wir unsere Meinung bilden und was uns tagtäglich beschäftigt bzw. wir genauestens verfolgen müssen. Gleichzeitig sind wir uns bewusst, dass unser Geschäft, nicht nur aufgrund der aktuellen politischen Lage,

sondern ständig von Unsicherheiten geprägt ist. Schliesslich basiert dessen Natur auf Wahrscheinlichkeiten und nicht auf Sicherheiten. Dem müssen wir ständig Rechnung tragen, in dem wir uns auf die Verwaltung der Risiken konzentrieren und uns anlagepolitisch flexibel zeigen. Risikokontrolle steht für eine sorgfältige Interessensabstimmung kombiniert mit einem Gleichgewicht zwischen Gier und Angst. Flexibilität bedeutet die Bereitschaft, sich an geänderte Rahmenbedingungen anzupassen (und nicht an Tweets!). Das Marktumfeld bestimmt die Anlagepolitik und nicht umgekehrt. Wir verabschieden uns daher mit den weisen Worten H.G. Wells (britischer Schriftsteller und Pionier der Science-Fiction-Literatur, †1946) aus *der Zeitmaschine* (1895): "Very simple was my explanation, and plausible enough - as most wrong theories are!". Dies ganz im Wissen, dass unsere Meinung sich entsprechend den Marktbestimmungsfaktoren auch ändern kann und muss.

Freundliche Grüsse

Dr. Gianluigi Socchi

Igor Socchi

Philipp Wille

#### Disclaimer

Dieses Dokument wurde von der GLSO Finanz AG (nachfolgend «GLSO») mit grösster Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. GLSO gibt jedoch keine Zusicherung bezüglich der Richtigkeit oder Vollständigkeit dessen Inhalts und lehnt jede Haftung für Verluste infolge der Verwendung dieser Informationen ab. Die in diesem Dokument geäusserten Meinungen sind diejenigen der GLSO zum Zeitpunkt der Redaktion und können jederzeit und ohne Ankündigung ändern. Das Dokument dient ausschliesslich Informationszwecken und ist ohne Rücksicht auf die Bedürfnisse oder die Finanzlage eines bestimmten Anlegers erstellt worden. Es stellt weder eine Anlageempfehlung noch ein Angebot zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar und entbindet den Empfänger nicht von seiner eigenen Beurteilung. GLSO empfiehlt dem Empfänger, allenfalls unter Beizug eines unabhängigen professionellen Beraters, die Informationen in Bezug auf die Vereinbarkeit mit seinen eigenen Verhältnissen, die jeweiligen finanziellen Risiken sowie auf juristische, regulatorische, steuerliche und andere Konsequenzen zu prüfen. Dieses Dokument darf ohne schriftliches Einverständnis der GLSO weder stellenweise noch vollständig vervielfältigt werden. Es richtet sich ausdrücklich nicht an Personen, denen der Zugang zu solchen Informationen unter der geltenden Gesetzgebung aufgrund ihrer Nationalität oder ihres Wohnsitzes untersagt ist. Mit jeder Anlage sind Risiken, insbesondere diejenigen von Wert- und Ertragsschwankungen, verbunden. Die bisherige Performance einer Anlage und historische Finanzmarktszenarien stellen keine Garantie für zukünftige Performanceentwicklungen dar. Bei Anlagen in Fremdwährungen besteht zusätzlich das Risiko, dass die Fremdwährung gegenüber der Referenzwährung des Anlegers an Wert verliert. Der Anleger kann unter Umständen Verluste erleiden.