

Newsletter

Januar 2018

Q4 2017

Sehr geehrte Leserinnen und Leser

Willkommen im Jahr 2018 für welches wir Ihnen beste Gesundheit, Glück und Zufriedenheit wünschen!

Da es **organisatorisch** nichts Nennenswertes zu vermelden gibt, widmen wir uns sogleich dem **Marktkommentar**, wobei unsere Ampel unverändert bleibt:



Monetäre Lage: Nach wie vor günstige Situation für die Märkte, aber es lauern Gefahren

Ökonomische Lage: Global synchron verlaufende Konjunkturerholung

Technische Lage: Kurzfristige Korrektur angedeutet, aber mittelfristiger Trend noch intakt; langfristig schwieriges Bild

Ein neues Jahr hat also begonnen und so weichen die alten Hoffnungen und Sorgen neuen Erwartungen. Obwohl sich Hoffnungen in der Regel mit der Realität konfrontiert sehen, muss dies keineswegs negativen Ausgangs sein. Das hat das Jahr 2017 gezeigt. Trotz häufiger Crash-Hinweise der hiesigen Medienlandschaft ist das Börsenjahr sehr erfreulich verlaufen. Die Meinung "so kann es ja nicht ewig weitergehen", so fundiert und korrekt sie in ihrer Aussage auch sein mag, gibt leider keinen Hinweis auf den Zeitpunkt, an welchem die Realität die Hoffnungen zerstört und sich die Sorgenfalten beginnen zu vertiefen. Es dreht sich also, so wie immer, alles um die Erwartungen, womit wir keine Zeit mehr mit 2017 verlieren möchten und damit auf den üblichen Jahresrückblick schlicht und einfach verzichten.

Monetäre Entwicklung

Die gegenwärtige Politik der Zentralbanken

zeichnet sich durch einen insgesamt etwas restriktiveren Ton aus. Dies hat damit zu tun, dass im Rahmen der massiven monetären Expansion seit der Finanzkrise der übliche Transmissionskanal der Kreditvergabe zum Teil (u.a. durch regulatorische Vorgaben) geblockt wurde. Dadurch waren die Zentralbanken gezwungen, sich auf andere Kanäle zu konzentrieren, in erster Linie den Vermögenskanal (Preise von Vermögenswerten). Dass diese Strategie nicht ewig weiter geführt werden kann, wird den Zentralbanken immer mehr bewusst, da deren Auswirkung unweigerlich mit massiven Überbewertungen und Finanzexzessen verbunden ist. Das IMF schätzt, dass sich die Produktionslücke, d.h. BIP abzüglich Produktionspotential (Produktion, die bei vollständiger Auslastung aller Produktionsfaktoren erreichbar wäre), der 20 grössten Industrienationen im Mittel von -0.1% in 2017 auf +0.3% in 2018 und damit die Wirtschaft über Potential (Inflation?) entwickeln wird (vgl. Abschnitt über die Konjunktur). Es wird also immer schwieriger die hyper-akkommodative Politik der Zentralbanken zu rechtfertigen. Wo stehen wir?

Die **Federal Reserve** hat das Zielband für den Leitzins um 25 BP auf 1.25 bis 1.5%, erhöht, womit die eigene Prognose von 3 Zinserhöhungen eingehalten wurde. Folgende Projektionen wurden bekannt gegeben:

Variable	Median ¹				
	2017	2018	2019	2020	Longer run
Change in real GDP	2.5	2.5	2.1	2.0	1.8
September projection	2.4	2.1	2.0	1.8	1.8
Unemployment rate	4.1	3.9	3.9	4.0	4.6
September projection	4.3	4.1	4.1	4.2	4.6
PCE inflation	1.7	1.9	2.0	2.0	2.0
September projection	1.6	1.9	2.0	2.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	1.5	1.9	2.0	2.0	
September projection	1.5	1.9	2.0	2.0	
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	1.4	2.1	2.7	3.1	2.8
September projection	1.4	2.1	2.7	2.9	2.8

Es fällt auf, dass die FED die Wirtschaftsprognosen, insbesondere für 2018, deutlich erhöht hat, wobei eine weitere Verknappung des Arbeitsmarktes erwartet wird, was über die Löhne zu mehr Inflation führen sollte. Was die Zinsen

anbetrifft, so implizieren die Prognosen drei weitere Erhöhungen 2018, gefolgt von zwei Anpassungen 2019. Die tiefe Inflation (Kerninflation der G7 Länder bei 1.4% per Q3 2017 im vgl. zu 1.6% auf Jahresbasis, USA 1.7%) erlaubt es der FED, vorsichtig vorzugehen. Allerdings erwarten die Märkte durchschnittlich über die nächsten fünf Jahre eine Inflation von 1.8% (Breakeven-Inflationsrate per Mitte Dezember) und nehmen der FED damit die Zinsschritte nicht ganz ab. Genau hier liegt die grösste Gefahr, da eine positive Produktionslücke (OECD schätzt für 2017 -0.68% und 2018 +0.27%) höhere Kosten für die Inputfaktoren (Arbeit und Kapital) impliziert, womit eher mit einer stärkeren Inflation zu rechnen ist (evtl. verstärkt durch die Steuersenkungen in den USA). Die Markterwartungen könnten also durchaus auf Kollisionskurs mit der Geldpolitik sein. Wie bereits berichtet, hat die FED im Oktober mit der "Bilanz-Entblähung" begonnen, was die Zinsen zusätzlich nach oben treiben müsste. Zusammen mit den geplanten Zinserhöhungen könnte sich dies negativ auf die Märkte auswirken, v.a. wenn dieser Zinsanstieg nicht konjunkturell begleitet ist. Dann nämlich wäre die FED aus Marktsicht zu restriktiv. Die Geldpolitik befindet sich auf einem schmalen Grat. Erhöht sie die Zinsen hingegen nicht, droht ein inflationäres Überschies, was wiederum verbunden wäre mit einer noch (unerwarteten) restriktiveren FED und einem konjunkturellen Abwürgen (vgl. Abschnitt Konjunktur: Zinskurve). Die Inflation sollte also genauestens im Auge behalten werden.

Die **EZB** hat im Dezember den Leitzins bei 0% belassen und angemerkt, dass dieser noch lange nach dem Ende der Anleihenkäufe auf diesem Niveau verharren soll. Allerdings werden diese ab Januar von EUR 60 Mrd. auf EUR 30 Mrd. reduziert (bis Ende September 2018). Da aber Fälligkeiten weiter ersetzt werden sollen, wächst die Bilanzsumme weiter. Dies soll so lange erfolgen bis die EZB einen selbsttragenden Inflationsprozess (z.B. über Lohnsteigerungen) erkennt. Die nachfolgende Tabelle zeigt ihre Projektionen. Es fällt auf, dass die EZB die Wirtschaftsprognosen (v.a. deutlich für 2018) erhöht hat und ein solides und breit abgestütztes Wachstum erwartet. Allerdings zeigt sich auch, dass die Inflationserwartungen sehr neutral ausfallen (in etwa übereinstimmend mit den Markterwartungen), weswegen aus Sicht der EZB weitere monetäre Unterstützung notwendig ist. Die OECD schätzt die Produktionslücke 2017 bei -

0.51% und 2018 bei +0.49% (v.a. durch Deutschland angetrieben). Damit besteht auch hier die Gefahr einer stärkeren Inflation, welche die Markterwartungen auf den Kopf stellen könnte,

Variable	Dezember 2017			
	2017	2018	2019	2020
Real GDP	2.4	2.3	1.9	1.7
<i>September projection</i>	2.2	1.8	1.7	
Employment	1.7	1.3	1.0	0.8
<i>September projection</i>	1.5	1.0	0.8	
Unemployment rate	9.1	8.4	7.8	7.3
<i>September projection</i>	9.1	8.6	8.1	
HICP (Inflation)	1.5	1.4	1.5	1.7
<i>September projection</i>	1.5	1.2	1.5	
Compensation per employee	1.7	2.1	1.9	2.7
<i>September projection</i>	1.5	2.0	2.3	
Labour productivity	0.8	1.0	0.9	0.9
<i>September projection</i>	0.7	0.8	0.9	

wobei jedoch, aufgrund des niedrigeren Zinsniveaus, etwas mehr Luft nach oben vorhanden ist als in den USA. Allerdings hat die EZB das Problem, dass sie unterschiedliche Wirtschaften mit ihrer Politik abdecken muss. Anders ausgedrückt, Deutschland braucht im Gegensatz zu Italien, Spanien, Frankreich etc. keinen monetären Stimulus.

Die **SNB** ist aufgrund der fragilen Lage am Devisenmarkt gezwungen, sich weitgehend an die Politik der EZB zu halten. Sie sieht daher keinen Grund ihre bisherige Politik zu ändern, auch weil die Produktionslücke in der Schweiz immer noch negativ ist (OECD: 2017 -2.5%) und sich die Wirtschaft auch 2018 (OECD: -2.3%) unter Potential entwickeln sollte und sie damit keinen starken Preisdruck erwartet. Dies bedeutet aber auch, dass, falls sich die Inflation schwächer als in der EU entwickeln sollte, die Realzinsen in der Schweiz höher wären, womit der Konsens eines mittel- bis langfristigen Anstiegs des EUR gegenüber CHF falsch sein könnte. Gleichwohl hat auch sie die Inflationserwartungen nach oben angepasst, v.a. aufgrund der gestiegenen Import- und Erdölpreise. Für 2017 erwartet sie 0.5% (vorher 0.4%), für 2018 0.7% (0.4%) und für 2019 unverändert 1.1% (~Preisstabilitätsziel). Für 2018 rechnet sie mit einem BIP Wachstum von 2% (2017 mit 1%). Auch in der Schweiz führt diese Politik zu Exzessen, wie z.B. im Wohneigentumsmarkt, wo die Preise (seit 2007 um 41.1%) stärker angestiegen sind als fundamental gerechtfertigt, oder am Aktien-Anlagevolumen (~ CHF 150 Mrd.) der SNB (vgl. Newsletter April 2017) zu erkennen ist.

Die **Bank of Canada** und die **Bank of England** haben (trotz Brexit) ihre Zinsen (1.25%

bzw. 0.5%) erhöht. Einzig die **japanische Notenbank** wird so schnell nichts an ihrer Politik ändern und zwar bis die Inflationsrate 2% (zurzeit bei 0.2%) erreicht.

In **China** verharret der Leitzins immer noch auf 4.35%, aber die Zinsen für die kurzfristigen Refinanzierungsgeschäfte wurden jeweils um 5 BP erhöht. Dies zeigt, dass die PBoC bereit ist, restriktiver vorzugehen (aber insgesamt immer noch akkomodativer als Mitte 2015, als der Leitzins bei 5.1% lag), um die Verschuldung (in erster Linie Staatsunternehmen, mit mehr als 100% vom BSP) zu senken und den Immobilienmarkt weiterhin "kontrolliert" abzukühlen. Allerdings wäre die Situation erst wirklich gefährlich, wenn es sich um Privatunternehmen handeln würde. Die Notenbank kann Finanzkrisen bei Staatsunternehmen (im Gegensatz zu Privaten) verhindern. So würde die PBoC (wie in Europa) vermutlich nicht davor zurückschrecken, durch den Kauf von Unternehmensanleihen unterstützend zu wirken.

Während die FED im Prozess restriktiverer monetärer Politik die Führungsrolle einnimmt, hat sich also auch der Ton bei anderen Zentralbanken (ausser Japan) etwas verschärft. Global betrachtet ist die monetäre Situation aber immer noch akkomodativ. Das zeigt sich auch an den Geldmengenwachstumsraten (M1: USA +8.39%, CH +8.12%, Europa +8.67%, China +12.7%, Japan +7.33%). Sicherlich dürften die Finanzierungsbedingungen am meisten in den USA und China verschärft werden, wobei China in einer ganz anderen Situation ist. Zusammen mit den höheren Aktienbewertungen scheint die USA damit am verwundbarsten zu sein. Allerdings sollte beachtet werden, dass die Marktkorrelationen so ausgestaltet sind, dass ein dortiger Ausverkauf sich global auswirken würde. Die Ampel steht insgesamt auf Gelb angesichts möglicher Inflationsgefahren (Kollision mit Markterwartung?). Dies rechtfertigt sich auch angesichts der geldpolitisch verursachten Exzesse. Wie sonst ist es zu erklären, dass qualitativ schlechte Anleihen, z.B. Italien, weniger rentieren als US Anleihen (auf 10J-Staatsebene 2% Vs. 2.6?). Wir bleiben dabei, der Anleihenmarkt bildet die grösste aller Blasen und zeigt die Gefahren für die Börsen, falls die Unterstützungen einbrechen sollten, wonach es zurzeit aber (noch) nicht aussieht.

Konjunkturelle Entwicklung

Die **OECD** hat ihre Prognosen für die für uns

wichtigen Volkswirtschaften wieder erhöht bzw. zumindest nicht gesenkt:

Real GDP growth
Year-on-year, %

	2016	2017		2018		2019
		November Projections	Difference from September Interim	November Projections	Difference from September Interim	
World	3.1	3.6	0.1	3.7	0.0	3.6
United States	1.5	2.2	0.1	2.5	0.1	2.1
Euro area ¹	1.8	2.4	0.3	2.1	0.2	1.9
Germany	1.9	2.5	0.3	2.3	0.2	1.9
France	1.1	1.8	0.1	1.8	0.2	1.7
Italy	1.1	1.6	0.2	1.5	0.3	1.3
Japan	1.0	1.5	-0.1	1.2	0.0	1.0
Canada	1.5	3.0	-0.2	2.1	-0.2	1.9
United Kingdom	1.8	1.5	-0.1	1.2	0.2	1.1
China	6.7	6.8	0.0	6.6	0.0	6.4
India ²	7.1	6.7	0.0	7.0	-0.2	7.4
Brazil	-3.6	0.7	0.1	1.9	0.3	2.3
Russia	-0.2	1.9	-0.1	1.9	-0.2	1.5

Dabei sind sie in der Richtung identisch zu den Prognosen der Zentralbanken. Wichtig ist die Erkenntnis, dass die Erhöhung im Gegensatz zu früheren Jahren steht, als noch mit höheren Erwartungen ins Jahr gestartet wurde, nur um diese dann schrittweise zu reduzieren. Solange die Erwartungen erfüllt oder sogar übertroffen werden, ist der Übergang von zinsgetriebenen Märkten hin zu solchen, die von ansteigenden Gewinnen (konjunkturell und fiskalpolitisch) profitieren sollten, im Lot. Diese Erkenntnis ist zentral, da für die Märkte eine Abweichung hiervon die grösste Gefahr darstellt. Monetäre Straffung und konjunkturelle Schwäche passen nicht zusammen!

Insgesamt verläuft die wirtschaftliche Entwicklung mehr als nur zufriedenstellend, wobei das Weltwirtschaftswachstum in einem solchen Gleichschritt wächst, wie wir es seit der Finanzkrise nicht mehr gesehen haben (deswegen grüne Ampel), ohne bereits gefährliche Überhitzungstendenzen aufzuzeigen. Gemäss OECD wäre dies Ende 2018, spätestens 2019, der Fall, d.h. die Ohren müssen gespitzt werden. Inflation lautet also das Schlagwort! Ein solches Szenario würde zu einer starken und schnellen Umkehr der Geldpolitik führen. 2017 war das Gegenteil der Fall, wo die Teuerungs- und Kerninflationsraten zuletzt zurückgegangen sind (Kerninflation G7 1.4% (vorher 1.6%), China 1.7% (1.9%)). Nebst dem technologischen Fortschritt, demographischen Entwicklungen und Globalisierungseinflüssen dürfte dies auch damit zusammenhängen, dass das billige Geld in vielen Sektoren zu Investitionen und damit zu einer Angebotserweiterung führte, welche preissenkend wirkte. Allerdings dürfte auch hier die grösste Gefahr liegen, da die Erwartungen diesbezüglich weiterhin tief sind und die Wirkung der inflationären

Transmissionskanäle nicht genau vorhergesagt werden kann. Werden diese "übertrifft", müssen die Zentralbanken schneller bremsen, begleitet von entsprechenden Marktreaktionen.

Die positiven OECD Prognosen, welche übrigens vom IMF in etwa bestätigt werden, widerspiegeln sich auch in den Einkaufsmanagerindizes und sind damit nicht unrealistisch.

In den **USA** bleibt der ISM PMI (Nov. 58.2) seit 15 Monaten über der wichtigen Wachstumsschwelle von 50, angetrieben von Auftragseingängen und Produktion. Die Daten zeigen, dass dort ein gewisser Kapazitätsdruck herrscht, ausgelöst durch Arbeitsrückstände, was eine direkte Folge des engen US-Arbeitsmarktes ist. Damit ist ein stärkerer Anstieg der Löhne möglich, womit die Inflation wieder ins Blickfeld rückt (!). Anzumerken ist, dass eine (unerwartet) stärkere Inflation durch die Steuersenkungen und mögliche Infrastrukturmassnahmen (Berichte gehen von USD I Bio. aus) verschärft werden könnte. Während wir sicherlich nicht gegen Steuersenkungen sind, muss beachtet werden, dass eine Wirtschaft die nahe am Produktionspotential operiert theoretisch keinen weiteren Stimulus benötigt. Ein solcher könnte die Nachfrage erhöhen, zu Überhitzungen (noch engerer Arbeitsmarkt) und letzten Endes zu einer aggressiveren FED führen, was die Märkte unter Druck setzen würde. Im Prinzip ist die Trump-Agenda ideal für eine Wirtschaft, die unter ihrem Potential arbeitet, aber weit weniger für eine solche mit geringen Unterkapazitäten. Weniger Regulierung und tiefere Unternehmenssteuern sollten die Angebotsseite verstärken und damit zu höherem Wirtschaftswachstum führen. Wirken die Massnahmen aber stärker auf die Einkommensseite, bestehen Gefahren. Wie im Januar 2017 Newsletter beschrieben, wird eine Belebung der Nachfrage ohne Ausweitung des Angebots zu einer höheren Inflation führen. Grundsätzlich positiv ist, dass das Wachstum der Produktion insbesondere bei Ausrüstungs- und Maschinenherstellern festzustellen ist, was auf steigende Investitionen und ein dadurch höheres Angebot hindeutet. Es wird also wichtig sein, die Kapitalausgaben der Unternehmen genauestens zu verfolgen. Zudem gilt es zu berücksichtigen, dass v.a. die Reichsten, welche eine niedrigere Konsumneigung aufweisen, von den Senkungen profitieren sollten, womit die Nachfrage evtl. nicht so stark angekurbelt wird. Der Teufel muss also noch nicht an die Wand gemalt werden.

In der **Eurozone** befindet sich der Markt Einkaufsmanager Index der Industrie bei 60.1 (Nov.)

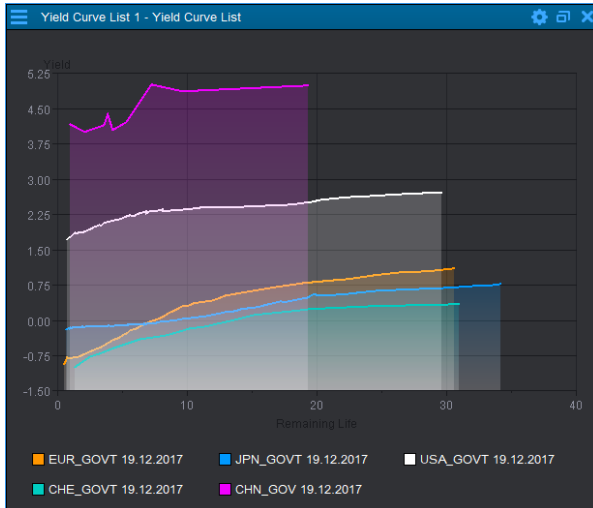
und damit seit nun 53 Monaten über 50. Wie in den USA, ist dieser Wert v.a. angetrieben durch Auftragseingänge und Produktion. Infolge der kräftigsten Ausweitung der Einkaufsmenge seit über 7½ Jahren wurden massive Kapazitätsengpässe der Lieferanten festgestellt. Dadurch konnten diese ihre Preise so stark erhöhen wie seit 6 Jahren nicht mehr. Auch hier stellt sich also wieder die Frage nach der Inflation.

In der **Schweiz** liegt der CS/Procure November Einkaufsmanager Index bei 65.1 und notiert damit auf dem höchsten Stand seit Juli 2010. Dabei wirkten sich die Abwertung des CHF (aber nicht gegen USD) und die robuste weltweite Konjunktur positiv auf die Auftragseingänge und Produktion aus. Wie in Europa steigen auch in der Schweiz die Einkaufspreise nach wie vor stark (wenn auch schwächer als im Oktober), auch weil die Importpreise zulegen.

Chinas offizieller (PBoC) Einkaufsmanagerindex der Industrie liegt bei 51. Der Wert hält sich über 50 und signalisiert damit weiterhin Wachstum. Auftragseingänge und Produktion wuchsen weiterhin, wenn auch nur bescheiden. Wie in Europa und den USA, stiegen die Lieferantepreise stark an, was die Unternehmen zu Kosteneinsparungen zwang, sprich Beschäftigungsabbau (seit März 2017 bemerkbar). Dies zeigt sich auch an den Produzentenpreisen, welche mit 5.8% im November (auf Jahresbasis) immer noch wachsen. Insgesamt hat sich der Optimismus für die nächsten 12 Monate eingetrübt. Will aber China die anvisierte Verdoppelung des Lebensstandards 2020 erreichen, muss das jährliche Wachstum bis dahin auf einem Niveau von 6.5% aufrechterhalten werden. Ob dies erreicht wird, steht in den Sternen und ist durchaus zu hinterfragen. Sicher ist, dass die globale konjunkturelle Erholung stark von Chinas Konjunktur abhängt, weswegen die Situation genauestens verfolgt werden muss. Als Problem könnte sich die neue Parteistrategie erweisen, welche vorsieht, die Staatsunternehmen zu verschlanken, d.h. weniger Schulden, geringere Produktion und damit weniger sinkende Preise und höhere Profitabilität. Dabei soll gleichzeitig eine (erlaubte) Zunahme der privaten Verschuldung (Unternehmen, Konsum) die Konjunktur stimulieren. Gelingt dieses Vorhaben nicht, könnten 2018 negative Überraschungen anstehen. Allerdings ist auch nicht anzunehmen, dass Xi Jinping seine Regentschaft durch eine unnötige Konjunkturkrise beflecken will.

Trotz möglicher Gefahren - darauf hinzuweisen ist schliesslich unsere Arbeit - ist eine Rezession

derzeit nicht in Sicht (was auch in den oben erwähnten PMIs widerspiegelt wird). Historisch betrachtet hat eine flache oder inverse Zinskurve i.d.R. (mit sechsmonatiger Vorlaufzeit) auf eine bevorstehende Rezession (und eine dadurch ausgelöste Aktienbaisse) hingedeutet:



Die **Schweiz**, die **Eurozone** und **Japan** geben zurzeit diesbezüglich keinen Anlass zur Sorge. Die Situation in **China** sieht auf den ersten Blick gefährlich aus, wobei jedoch nicht vergessen werden darf, dass diese durch den Staat herbeigeführt ist. Die PBoC erhöhte zwar die kurzfristigen Zinsen, schreitet gleichzeitig aber immer wieder ein, um durch gezielte Liquiditätszufuhr, die Situation wieder zu entspannen. Zudem sind die langfristigen Zinsen in den letzten Monaten wieder angestiegen, aufgrund diverser Aussagen seitens PBoC, so dass das Wachstum nach oben überraschen könnte. Dennoch muss die Situation genauestens verfolgt werden.

In den USA ist die Zinskurve zwar nach wie vor steigend, könnte aber 2019 abflachen. Ein durch Überhitzung (und folglich eine restriktivere FED) verursachtes Abklingen der konjunkturellen Erwartungen (und damit der Inflationserwartungen) könnte das lange Ende drücken, wobei das kurze Ende durch die restriktivere Geldpolitik höher liegen würde. Auch abflachende Investitionsausgaben könnten einen Hinweis geben. 2018 scheint die Gefahr jedoch limitiert zu sein, wobei eine abflachende Kurve auch als Vertrauensbeweis der FED in Punkto Konjunktur und Inflation gedeutet werden könnte. Die Aktienmärkte diskontieren die zukünftige Entwicklung in ca. 6 Monaten, so dass im Falle einer möglichen Rezession, z.B. Mitte 2019, ab Ende 2018 Gefahren lauern könnten.

Anlagen / Technische Situation

Soll dieser Bullenmarkt fortgesetzt werden, so muss die Konjunktur monetäre Sorgen verdrängen. Der bisherige Verlauf (vgl. Newsletter Juli 2017) entspricht demjenigen eines säkularen Bullenmarktes, wie dies z.B. von 1946 bis 1966 und von 1982 bis 2000 der Fall war. Solche dauern in der Regel 15 Jahre und mehr. Der erste Anstieg begann 2008 und endete im Mai 2015. Die anschließende Konsolidierungsphase wurde anfangs 2017 durchbrochen (Anstieg begann 2016), womit wir jetzt in der zweiten Phase (von drei) wären. Die erste Phase war und ist generell rein monetär angetrieben, während in der zweiten Phase, welche historisch gesehen die längste und stärkste Phase ist, die Konjunktur sowie die Gewinne der Unternehmungen langsam anziehen. Wie lange diese dauern wird, kann nicht vorausgesagt werden, aber wenn sie endet, sollte technisch gesehen eine neue Konsolidierungsphase, wie 2015, beginnen, deren Ende den Beginn der dritten Phase markieren würde. Diese letzte ist in der Regel begleitet von sehr viel Spekulation und Exzessen. Im letzten säkularen Bullenmarkt begann diese 1995 und dauerte damit fünf Jahre. Die ersten von Ihnen werden jetzt versucht sein auszurechnen, wann die Konsolidierung erfolgen und die letzte Phase beginnen wird. Lassen Sie es sein! Auch ohne Konsolidierungsphase und trotz des langjährigen Anstiegs sind auch in solchen Märkten Bärenphasen möglich, so z.B. 1956 Ägypten- / Suezkanalkrise (-30%), 1962 die Stahlkrise (-30%), 1987 der allgemein bekannte Crash (-35%) und 2011 die PIIGS-Krise (-20%). Im Durchschnitt verloren solche Marktabschnitte seit 1929 rund -20%. Vorsicht ist also auch in solchen Märkten angebracht, was auch der Grund ist, weswegen wir uns in diesem Bericht v.a. den Gefahren gewidmet haben, nicht weil wir von Natur aus Pessimisten sind.

Technisch gesehen liegt eine kurzfristige Korrektur in den Karten. Der mittelfristige Trend ist aber, wenn auch fortgeschritten, intakt. Langfristig mahnt das Bild nach wie vor zur Vorsicht.

Insgesamt geben weder die monetäre noch die konjunkturelle Seite Grund zur (grossen) Sorge für 2018, zumindest für die erste Jahreshälfte, wobei das Zusammenspiel zwischen langsam endender monetärer Lockerheit und gefestigter Konjunktur entscheidend sein wird. Die PMIs und die Zinskurve dürften gute Indikatoren für allfällige Gefahren sein. Aktien erscheinen angesichts dieses Überganges nach wie vor die geeignetere Anlageform zu sein. Die Bewertungen (P/E NTM: S&P500 19.91, SPI 19.61 / SMI 18.22,

Eurostoxx 50 15.41) sind zwar hoch, aber nicht relativ (Dividendenrendite vs. YTM). Ausserdem dürften die Bewertungen durch die Konjunktur und den damit verbundenen Unternehmensgewinnen gestützt werden. Dies wird sich zwar in Zukunft durch steigende Zinsen ändern, was aber im Moment eher limitiert sein dürfte, ausser die Inflation springt stärker an als erwartet. Auch muss die Gefahr zu optimistischer Gewinnschätzungen seitens Analysten berücksichtigt werden. Gemäss I/B/E/S Daten erwarten Analysten ein langfristiges Gewinnwachstum von 14% pro Jahr sowohl in den USA als auch in Europa, was sich als sehr ambitiös erweisen könnte. Als Sektoren scheinen vor dem Hintergrund steigender Zinsen und der konjunkturellen Entwicklung v.a. die Finanz- und Industrierwerte interessant zu sein. Auch der Energiesektor müsste von den angestiegenen Ölpreisen profitieren, zumindest solange die US-Produktion den OPEC-Effekt sowie (evtl. unterschätzte) Produktionsausfälle (Nigeria, Venezuela, Irak, Libyen) und damit letztlich die Nachfrage nicht übertrifft.

Obligationen erscheinen weiterhin aufgrund des negativen Ertrags/Risiko-Profiles ungeeignet. Dies gilt umso mehr, sollte sich die Inflation stärker als erwartet entwickeln (stark kursgefährdet). Vergessen Sie nicht, dass die Bereitschaft der Anleger, sich mit renditelosen Anleihen mit 0.5% Verzinsung einzudecken, ein P/E von 200 impliziert. Wenn nun von hoch bewerteten Aktien bei einem P/E von 20 (und einer durchschnittlichen Dividendenrendite von 3%) die Rede ist, erscheint dies doch stark relativ. Allgemein gesehen sind US Unternehmensanleihen gegenüber europäischen vorzuziehen, da die europäischen Bondmärkte das Ausmass einer möglichen Reduktion der Anleihenkäufe seitens EZB noch nicht vollumfänglich eingepreist haben. Eine negative Reaktion ist damit nicht auszuschliessen.

Devisenseitig sind Überraschungen möglich. Während vor einem Jahr die Erwartungen an den USD sehr hoch waren und an den EUR tief, ist die Situation heute umgekehrt. Der USD muss vor dem Hintergrund der Steuersenkungen (sowie evtl. Infrastrukturmassnahmen), repatriierten Geldern und eines höheren Zinsniveaus weniger Hürden überwinden. Gleichzeitig dürfte aber ein stärkerer USD zu global (insbesondere Schwellenländer; Auslandsschulden in USD ~ 10

Bio.) restriktiveren Finanzierungsbedingungen führen. Umgekehrt gestaltet sich die Situation im EUR. Dies zeigt sich auch an den spekulativen Positionen, welche im Dollar "net short" und im EUR "net long" sind. Allerdings ist vor dem Hintergrund politischer Unsicherheiten (Parlamentswahlen 2018 USA, Wahlen in Italien etc.) die Situation schwierig einzuschätzen. Auch die Inflationsentwicklung (bzw. die Realzinsen) dürfte ausschlaggebend sein. Nicht zu vergessen ist ebenfalls, dass die Amerikaner angesichts ihres hohen Anteils an im Ausland generierten Unternehmensgewinnen (> 40%) auch nicht wirklich ein Interesse an einem starken Dollar haben.

Fazit

Solange kein mittelfristiges technisches Verkaufssignal generiert wird, die Konjunktur weiterhin zulegt und damit eine beginnende geldpolitische Normalisierung erlaubt sowie keine "unerwartete" Inflation (durch Überhitzung) mit einer marktfeindlichen Reaktion seitens Zentralbanken droht, bleiben die mittelfristigen Aussichten, insbesondere für Aktien, intakt. Das Schlagwort für 2018 lautet Inflation, dessen Entwicklung (anhand der genannten Indikatoren), voraussichtlich v.a. für die zweite Jahreshälfte, genauestens verfolgt werden muss. Übrigens scheinen Gold und Silber über die letzten Monate hinweg diesen Sachverhalt vorwegzunehmen und könnten damit auch weiterhin nach oben überraschen. Positionen sind also gerechtfertigt (zusätzlich zur Absicherung geopolitischer Ereignisse). Nach wie vor gilt, dass nur eine konjunkturelle Abkühlung, welche wiederum tiefere Zinsen implizieren würde, für steigende Anleihenpreise sorgen könnte. Dies ist zurzeit nicht angezeigt, womit Aktien unsere favorisierte Anlageklasse bleiben. Wie erwähnt bedeutet dies aber nicht, dass keine Korrekturen und damit Schwankungen auftreten können. Deswegen halten wir die Portfolios, trotz Bevorzugung einzelner Sektoren, bewusst breit diversifiziert, legen nach wie vor Wert auf Dividenden und bleiben flexibel im vollen Bewusstsein, dass Unvorhergesehenes unsere Meinung ändern kann.

In Anlehnung an unsere Ausführungen möglicher voraussehbarer (Überhitzung, Inflation) und unvorhergesehener (das wissen nur die Götter) Gefahren sowie unserer Philosophie breit abgestützter Portfolios, möchten wir Sie an die weisen Worte von Benjamin Graham (US-amerikanischer Wirtschaftswissenschaftler, Investor und Autor, † 1976) erinnern: "The essence of investment management is the management of risks – not the management of returns. Well-managed portfolios start with this precept." Während die meisten Investoren auf der Suche nach der höchsten Rendite oft die damit einhergehenden Risiken ausblenden und sich im Anschluss über Verluste wundern, sollte immer bedacht werden, dass das "management of risks" die vermutlich wichtigste Regel für ein langfristig erfolgreiches Abschneiden ist. Risikokontrolle steht für eine sorgfältige Interessensabstimmung kombiniert mit einem Gleichgewicht zwischen Gier und Angst. In erster Linie ist es die Bereitschaft, Geld zu halten, wenn Gelegenheiten knapp sind und die Wahrscheinlichkeit nicht zugunsten einer bestimmten Investition spricht. Das bedeutet schliesslich nichts anderes als dass das Risiko verteilt werden muss (Diversifikation) und Sicherheiten (heute v.a. in Form von Dividenden) Bestandteil eines jeden Portfolios sein sollten. Es muss nicht immer alles mitgemacht werden...

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.