

Newsletter

Juli 2016

Q2 2016

Sehr geehrte Damen und Herren

Da wir auch diesmal nichts Neues in organisatorischen Belangen zu vermelden haben, bleibt uns nichts anderes übrig, als uns sogleich dem **Marktkommentar** zu widmen.

Es sei angemerkt, dass sich an unserer Marktsicht (zusammengefasst im Fazit) seit den letzten beiden Newslettern nichts Wesentliches geändert hat. Die letztmalig eingeführte Ampel ist immer noch gültig:



Monetäre Ampel: Für die Märkte günstige Situation

Ökonomische Ampel: "Nur" leichtes Wachstum, aber auch keine Rezession in Sicht

Technische Ampel: Langfristig schwieriges Bild, mittelfristig positive Signale

Deswegen möchten wir, anstatt uns ständig zu wiederholen, das Thema Anlagen kurz halten und stattdessen Bezug nehmen auf das aktuellste aller Themen sowie auf einzelne Aspekte der Marktpsychologie.

Brexit/Europa

Willkommen in der neuen Welt! Ein "Europa" ohne England ist, wieder einmal, nach z.B. 1992 (Austritt aus dem EWG) und 1534/38 (Trennung Englands von der römischen Kirche, Exkommunizierung und Bann), tatsächlich Realität geworden. Fakt ist, dass England schon mehrmals deutlich gemacht hat, sich nichts vorschreiben zu lassen - weder 1992 im Falle eines fixen Wechselkurses zur Deutschen Mark, noch 1534 als der Papst die Annullierung der Ehe zwischen Heinrich VIII. und Katharina von Aragon ablehnte und schon gar nicht in einem von Brüssel aus zentralistisch gelenkten Europa. Fakt ist aber auch, dass England zurzeit auf einer Welle des

Chaos reitet (trotz der Wahl von Theresa May als Premierministerin). Die Hauptprotagonisten des Brexit-Entscheids (Boris Johnson, Nigel Farage) sind unmittelbar nach der Wahl zurückgetreten, die Brexit-Gegner realisieren, dass sie hätten wählen sollen, ein zweites Referendum scheint ebenfalls nicht ganz vom Tisch zu sein und die eigentliche Entscheidung ist, ausser das Parlament stimmt dieser zu, gar nicht bindend. Dazu kommt, dass bisher sieben Immobilienfonds (GBP 18 Mrd.) die Rücknahme von Anteilen aufgrund unzureichender Liquidität eingestellt haben. Uns als Vermögensverwalter hat dies aber nur am Rande zu interessieren. Vielmehr ist es unsere Aufgabe, den Brexit in Bezug auf die globale wirtschaftliche Entwicklung und die Finanzmärkte zu analysieren. Die in den Medien aufgeführten Schreckensszenarien sind weder für Europa noch für England realistisch (grösste Gefahr ist die Ansteckungsgefahr, welche aber schwierig zu quantifizieren ist). Im Falle Englands sei daran erinnert, dass auch 1992 und 1534/38 der Untergang prognostiziert wurde, tatsächlich aber Zeiten des Wirtschaftsaufschwungs folgten (Pfundabwertung als Export- und Konjunkturspritze?). Im Falle Europas gilt es zu verstehen, dass England ein Nettoimporteur von Gütern aus der EU ist. 2015 hat Grossbritannien Waren im Umfang von EUR 302.5 Mrd. aus der EU importiert, aber nur ein Volumen von EUR 184.3 Mrd. in die EU exportiert. Es scheint also eher im Interesse der EU zu sein, eine einvernehmliche Lösung zu finden anstatt, wie im Wahlkampf angedeutet, ein Exempel zu statuieren. Auch aus Sicht des Arbeitsmarktes erscheint dies ebenfalls nicht empfehlenswert. Während nur 1.2 Mio. Briten in der EU leben, sind 3 Mio. Personen aus anderen EU-Staaten in Grossbritannien ansässig. Ganz interessant sind auch die Implikationen für die deutsche Automobilindustrie. Jedes siebte deutsche Auto wird in Grossbritannien abgesetzt, das nach China und den USA der drittgrösste Markt für die deutsche Automobilindustrie ist. Mehr muss nicht gesagt werden.

Im Endeffekt haben beide Parteien ein Interesse daran, eine vernünftige Lösung zu finden, sollte der Austrittsbrief in Brüssel eintreffen. Bestra-

fungsaktionen (welche mit erheblichen Problemen für die EU verbunden wären) erscheinen aufgrund des Gesagten nicht angebracht. So gesehen sollte der Brexit also ein "Non-Event" sein. Sowieso dürfte der geringe Anteil Grossbritanniens am Welthandel (rund 3%) keine schwerwiegenden Konsequenzen erlauben. Dies zeigt sich auch an den Reaktionen der Börsen, welche sich nur kurz beeinflussen liessen. Ein Brexit könnte sogar fördernd sein in dem Sinne, dass die Politik der Zentralbanken wieder mehr abgestimmt sein wird (US Zinserhöhung erscheint immer unwahrscheinlicher). Eine global divergierende Notenbankenpolitik könnte sowohl für die Märkte als auch für die Konjunktur sehr gefährlich sein.

Schliesslich war der Brexit eher eine gute Gelegenheit für Positionserhöhungen, ganz einfach darum, weil solch panikartige Reaktionen i.d.R. nur von kurzer Dauer sind. Wie Warren Buffet einmal sagte, *"The most common cause of low prices is pessimism – sometimes pervasive, sometimes specific to a company or industry. We want to do business in such an environment, not because we like pessimism, but because we like the prices it produces. It's optimism that is the enemy of the rational buyer."* So war es schliesslich der "Brexit"-Optimismus, der die Börsen ins Schwanken geraten liess, während der übertriebene "Brexit"-Pessimismus die Börsen schon wieder steigen liess.

Viel beängstigender ist das italienische Referendum im Oktober dieses Jahres, welches über Matteo Renzis Verfassungsreform entscheiden soll. Indirekt damit verbunden ist der Streit zwischen Renzi und Brüssel über eine Aufweichung der EU-Bail-in-Regeln (Bankenrettung), was letzten Endes auch zur Frage nach dem Verbleib Italiens in der Eurozone führen könnte. Italienische Banken weisen notleidende Kredite im Umfang von EUR 360 Mrd. (ca. 20% des BIP!) aus. EUR 200 Mrd. davon sollen von praktisch insolventen Schuldern stammen, wobei noch nicht einmal die Hälfte abgeschrieben worden ist. Sollte Brüssel nun auf die EU-Bail-in-Regeln pochen, so müssten zunächst Aktionäre und Gläubiger (vor dem Steuerzahler) dafür gerade stehen. Das Problem ist nun, dass in Italien viele Bankaktien und –obligationen von Kleinsparern gehalten werden. Die Folgen einer Bankinsolvenz wären damit verheerend. Sollte Italiens Regierungschef eine Ausnahmeregel mit der EU aushandeln, könnte das Referendum, von welchem Renzi's Zukunft abhängig ist (Rücktrittserklärung im Falle einer Ablehnung angekündigt), durch-

kommen, wodurch Italiens Problem noch etwas länger aufrechterhalten werden könnte. Falls nicht, lauern die Oppositionsparteien auf Neuwahlen (ebenfalls im Falle eines Rücktritts Renzi's angekündigt), insbesondere die 5-Sterne-Bewegung um Beppe Grillo, womit die Frage über ein EU-Verbleib im Zentrum stehen würde.

Man kann nur hoffen, dass Europa und das mächtige Technokratentum in Brüssel endlich begreifen, dass dieses politische Konstrukt reformiert werden muss.

Marktpsychologie

Nicht nur die negativen Schlagzeilen über Europa dominieren heutzutage praktisch jedes Tischgespräch, sondern wir befinden uns in einer allgemeinen "das Ende ist nah"-Stimmung. Angetrieben von medialen Schlagzeilen und Äusserungen diverser illustrierter Gestalten, wie G. Soros, C. Icahn etc., ist die Verunsicherung vieler Anleger gross. Trotz unseres Respekts für die vorgeannten Auguren, glauben wir auch, dass der Markt als Ganzes viel intelligenter ist als wir alle, weswegen es nicht schlecht ist, das Denken dem Markt zu überlassen, wie wir ja auch im Falle Brexit gesehen haben. Grundsätzlich muss man solche beängstigenden Schlagzeilen und Äusserungen mit einer Prise Humor nehmen und verstehen, dass diese Personen in einer ganz anderen Position sind als der typische, kleinere und eher langfristige Investor. Dass die meisten dieser Personen i.d.R. einen Hedge Fonds oder ein anderes Investitionsvehikel führen, bedeutet auch, dass sie teuer dafür bezahlt werden, grosse Wetten einzugehen. Damit verbunden ist nun der Anreiz dem Investor zu beweisen, dass sie etwas wissen, von dem alle anderen nichts wissen.

Da die meisten den Luxus nicht haben mehr zu wissen als alle anderen, lohnt es sich umso mehr in unruhigen Zeiten ruhig zu bleiben, die Fakten zu analysieren und den Markt in seiner unendlichen Weisheit als Kristallkugel zu verwenden, bevor Positionen verkauft werden, die während Jahren aufgebaut worden sind. Schliesslich können wir alle es nicht besser wissen als der Markt selber.

Wir verstehen die Angst die durch solche Schlagzeilen/Äusserungen entstehen kann, aber Emotionen können in diesem Geschäft gefährlich sein. Nach jedem "Crash" steigt i.d.R. die Angst, dass der Markt nun endgültig abstürzen wird, wodurch man in der Retrospektive versucht, sich gegen eine Wiederholung zu schützen. Nur

ist es aber leider so, dass Angst zu den falschen Entscheidungen führt. So wurden z.B. diejenigen die am 24.06.2016 aus dem Markt ausgestiegen sind, um sicherzustellen, nicht noch einmal erwischt zu werden, erneut kalt erwischt, da der Markt im Anschluss wieder stieg. Dies erinnert uns an die "Mythologie" der Mayas, nach der die Erde schon vier Mal zerstört (und fünfmal erschaffen) wurde. Immer wieder zogen die Mayas ihre Lehren daraus, aber leider jedes Mal für die vorhergehende Bedrohung. Zuerst gab es Überschwemmungen und die Überlebenden zogen im Anschluss auf höhere Ebenen, suchten Schutz in den Wäldern und bauten Schutzwände. Danach kam aber das Feuer, wodurch die Menschen weg von den Wäldern zogen und Häuser aus Stein bauten. Nur wurde die Erde im Anschluss von Erdbeben heimgesucht. So geht die Geschichte weiter. Sie verstehen worauf wir hinaus wollen.

Investoren, die sich von Angst leiten lassen, vergessen, dass der Markt nicht die Vergangenheit widerspiegelt, sondern die Zukunft diskontiert. Wenn alle "künftigen" Probleme bekannt sind (Überalterung der Gesellschaft, Überschuldung, Bankenkrise, Rezession etc.), dann ist auch ein grosser Teil dieser Gefahren in den Aktien eingepreist. Kurzfristige Fluktuationen erfolgen i.d.R. zu schnell, als dass sie realwirtschaftliche Zusammenhänge widerspiegeln; sie sind meist von Emotionen getrieben. Es lohnt sich i.d.R. eine langfristige Perspektive einzunehmen und die Situation aus der Vogelperspektive zu betrachten. D.h. jetzt aber nicht, dass wir sorglos sind, sondern nur, dass bekannte Probleme bereits eingepreist sind und dass ausschlaggebende Gründe für einen Bärenmarkt (v.a. Rezession und bremsende Notenbankenpolitik) zurzeit nicht gegeben sind, weswegen es auch nicht angebracht ist, in Panik zu verfallen.

Anlagen

Wie versprochen wollen wir uns nun nicht schon wieder wiederholen, aber es stellt sich generell die Frage, wieso die Aktien-Märkte trotz der stark erhöhten Volatilität nicht stärker gefallen sind. Die Tatsache war, ist und bleibt

(vorläufig), dass es zurzeit einfach nicht viele gute Alternativen zu Aktien gibt. Wir wären viel beunruhigter, wenn die Investoren ihre Aktien verkaufen und den Gewinn in 10-jährige Staatsobligationen mit 5-7% Zins reinvestieren könnten. Dann müsste der wirtschaftliche, monetäre und technische Hintergrund neu evaluiert werden. Tatsache ist aber, dass dies schlichtweg nicht möglich ist. Gemäss Berechnungen der NZZ (13.05.2016) beträgt die Dividendenrendite des SMI nominal 3.5% und real (nach Berücksichtigung Teuerung) sogar über 4%, da die Teuerung in der Schweiz negativ ist. Im Vergleich hierzu rentieren 10-jährige Schweizer Staatsanleihen per 11.07.2016 nominal mit -0.61%, wodurch Verluste vorprogrammiert sind, sollte die Anleihe bis zum Verfall gehalten werden. Das Gegenargument bleibt die Bewertung von Aktien, welche keine höheren Kurse erlauben würde. Dies stimmt unserer Ansicht nach nicht ganz, schon alleine weil die Höchstbewertungen früherer Bullenmärkte noch nicht erreicht sind. Ausserdem darf nicht vergessen werden, dass die Bewertung ein relatives Vergleichsinstrument ist. Solange die Rahmenbedingungen (historisch tiefes Zinsniveau) so bleiben, bietet das gegenwärtige Umfeld wenig Anreize aus Aktien auszuweichen. Wir wollen damit nicht sagen, dass das Bewertungsniveau günstig ist, aber der Markt braucht auch nicht tiefe Bewertungen, um zu steigen. Auch muss beachtet werden, dass Bewertungen nicht statisch sind. Gehen die Gewinne der Unternehmen nach oben, so sinkt die Bewertung (KGV) ohne, dass die Preise sinken müssen. Verlieren Aktien hingegen an Attraktivität gegenüber anderen Anlageformen, müssten Massnahmen getroffen werden.

Ein weiterer Grund ist sicherlich der hohe Pessimismus gegenüber Aktien. Dieser ist zurzeit scheinbar so hoch, dass Verkaufswellen kein bedeutendes Momentum (zunehmende Abwärtsspirale) generieren können (vgl. Buffet).

Fazit

Solange sich die Zinsen auf diesem historisch extrem tiefen Niveau befinden und der Markt keine starken Zinserhöhungen erwartet, sind Aktien (wie auch Rohstoffe) relativ zu Zinsanlagen attraktiv und sollten damit von den monetären Massnahmen der Zentralbanken, zumindest kurz- bis mittelfristig, profitieren. Deswegen sehen wir keinen Grund unsere Haltung zu ändern. Entscheidend wird sein, dass die Zentralbanken mittelfristig keine Fehler machen: zu frühes starkes Bremsen in den USA, während die restlichen Notenbanken monetär unterstützen. Dies würde schon alleine durch einen stärkeren Dollar (Schuldenproblematik Schwellenländer) zu Verwerfungen führen. Im Prinzip haben die Notenbanken keine andere Wahl als ihre Politik weiterzuführen. Überlassen sie die Wirtschaft dem freien Marktwirtschaftsmechanismus, droht eine globale Rezession. Eine monetäre Bremsung wird erst möglich sein, wenn die Konjunktur anspringt, was ohne fiskalpolitische Massnahmen (wie Infrastrukturinvestitionen, Steuersenkungen) schwierig sein wird. Wie soll die Konjunktur anspringen, wenn alle gleichzeitig abwerten und exportieren wollen? Wir hoffen, dass die Politik einsehen wird, dass die Notenbanken die Konjunkturprobleme nicht im Alleingang lösen können. Eher langfristiger Natur (kurz- bis mittelfristig überwiegt das monetäre) zwingen uns das verhaltene globale Wirtschaftswachstum, die langfristig strukturellen Probleme (Überschuldung - sollte bei fiskalpolitischen Massnahmen verstärkt werden, Überalterung, abnehmende Globalisierung bzw. Rückgang Welthandel etc.) und die technische Deterioration (Umschichten der Investoren auf grosskapitalisierte Werte auf globaler Ebene) schon seit geraumer Zeit, das Gewicht auf "Large Caps" mit solider Dividendenentwicklung zu legen.

In Anlehnung an die grosse Weisheit Sokrates, verabschieden wir uns mit den Worten "Ich weiss, dass ich nicht weiss". Damit wollen wir nicht sagen, dass wir nichts wissen, sondern hinterfragen sinngemäss, was man zu wissen meint. Man kann von Ansichten vorläufig überzeugt sein, ein sicheres Wissen findet man aber nur im Markt.

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.