

Newsletter

Juli 2017

Q2 2017

Sehr geehrte Leserinnen und Leser

Wie schnell die Zeit doch vergeht! Das zweite Halbjahr steht vor der Tür, obwohl wir doch erst gerade Weihnachten gefeiert haben und beim Versuch, den Osterhasen endlich zu fangen, wieder einmal kläglich gescheitert sind.

Organisatorisch hat sich nur insofern etwas geändert, als dass wir dabei sind, ein neues Portfoliomanagement- und Kundenbetreuungssystem zu implementieren, welches zur Effizienz und regulatorischen Konformität beitragen wird. Neu sind wir auch in der Lage Ihnen konsolidierte Berichterstattungen über mehrere Portfolios hinweg zu liefern und auf Wunsch auch nicht-bankfähige Vermögenswerte abzubilden. Sollten Sie dafür Interesse haben, stehen wir gerne zur Verfügung.

Kommen wir nun zum **Marktkommentar**. Im Prinzip könnten wir den Prolog, wie auch die Ausführungen (mit geringfügigen Änderungen) unseres letzten Berichts 1:1 übernehmen, womit auch unsere Ampel weitgehend unverändert bleibt:



Monetäre Ampel: Nach wie vor günstige Situation für die Märkte, aber nicht die Lösung des Problems

Ökonomische Ampel: Konjunkturell positive Signale, aber politische Unsicherheiten

Technische Ampel: Mittelfristige Korrektur in Sicht, aber (noch) keine Verkaufssignale; langfristig schwieriges Bild

Seit geraumer Zeit nun berichten wir darüber, dass wir in einer Übergangsphase von zinsgetriebenen Märkten hin zu solchen, die von ansteigenden Gewinnen (konjunkturell und/oder fiskalpolitisch bedingt) profitieren sollten. Uns ist bewusst, dass wir uns wiederholen, doch ist

diese Erkenntnis zentral, um die Marktsituation und ihre (endogenen) Gefahren beurteilen zu können.

Damit sollte unseren treuen Lesern klar sein, dass die grösste Gefahr in einem wachsenden Ungleichgewicht zwischen monetärer Politik und konjunktureller Entwicklung besteht. Rücken nämlich monetäre Faktoren wieder in den Vordergrund (was u.a. ein Grund war für die Korrektur Ende Juni), werden die Marktakteure nervös. Monetäre Straffung und konjunkturelle Schwäche passen nicht zusammen!

Wo stehen wir also...

Monetäre Entwicklung

Ausser in den USA, wo die FED das Zielband für die Leitzinsen, wie angekündigt, um 25 Basispunkte auf 1% bis 1.25% erhöht hat, hat sich an der gegenwärtigen Politik der Zentralbanken wenig geändert.

Dennoch rückte die Geldpolitik Ende Juni wieder etwas stärker in den Fokus. Auslöser war der auf den ersten Blick leicht verschärfte Ton über die zukünftige geldpolitische Ausgestaltung. So haben einerseits Draghis optimistische Aussagen zur Konjunktur und andererseits die Ankündigung des FED noch dieses Jahr mit dem Abbau der Wertschriftenbestände (im März noch als wahrscheinlich eingestuft) zu beginnen, Ängste einer geldpolitischen Wende geschürt. Der Rückgang der globalen Inflationserwartungen (auch reflektiert durch die Abnahme der langfristigen Anleihezinsen ab März) über alle Hauptmärkte hinweg sorgte ebenfalls für zusätzliche Nervosität (Auseinanderklaffen der Geldpolitik und Konjunktur?), was sich dann auch an den Aktienmärkten widerspiegelte.

Wie steht es nun mit der geldpolitischen Wende? Während die Aussagen der EZB kurzerhand relativiert und als Missverständnis taxiert wurden, ist es angesichts der konjunkturellen Entwicklung in der Eurozone nicht unrealistisch, davon auszugehen, dass eine schrittweise Drosselung der Anleihenkäufe (bevor die Zinsen erhöht werden) Ende Jahr vorgenommen werden kann (vgl. Newsletter April). Allerdings gibt es auch keinen Grund zur Eile. Dies wird davon

abhängen, wie selbsttragend der Inflationsprozess (z.B. über Lohnsteigerungen) sein wird. Was die FED anbetrifft, so sind Sie seit April ebenfalls informiert. Während der Starttermin der "Bilanz-Entblähung" noch nicht festgelegt und in Abhängigkeit der wirtschaftlichen Entwicklung gestellt wurde, ist neu das Vorgehen erläutert worden. So wird die Notenbank die Reinvestition auslaufender Fälligkeiten schrittweise um USD 10 Mrd. bis 50 Mrd. pro Monat reduzieren. Diesen Betrag muss nun das Schatzamt der FED bar auszahlen. Im Endeffekt muss es sich also über umfangreichere öffentliche Anleihenauktionen als bisher zusätzlich verschulden, was die Zinsen nach oben treiben wird. Wie stark dieser Effekt ausfallen wird, ist nur den Göttern bekannt. Entscheidend ist, dass die Zinsen weiter steigen werden mit den entsprechenden Gefahren, falls sich Konjunktur bzw. die Unternehmensgewinne nicht wie gewünscht entwickeln. Während oben genanntes also durchaus Grund zur Sorge gibt, darf nicht vergessen werden, dass die FED sicherlich nicht zum Ziel hat, die konjunkturellen Fortschritte im Nu wieder ersticken zu wollen. Lässt es die Wirtschaft zu (aber nur dann), ist eine schrittweise Drosselung zu verkraften.

Zusätzlich muss festgehalten werden, dass wir auf globaler Ebene (Aktiven von Zentralbanken umfassen rund USD 14 Bio.) nicht vor einer unmittelbaren geldpolitischen Wende stehen, womit die Ampel nach wie vor grün ist. Drosselung alleine ist noch nicht gleichbedeutend mit restriktiver monetärer Politik.

Nun zur zweiten Seite der Medaille...

Konjunkturelle Entwicklung

Die OECD hat ihre Prognose für das reale Weltwirtschaftswachstum 2017 auf 3.5% erhöht (zuvor 3.3%). Diejenige für 2018 wurde mit 3.6% belassen. Diese Erhöhung der Prognosen ist, wie im Januar Newsletter vermutet, anders als in den Jahren zuvor, als noch mit einer höheren Erwartung ins Jahr gestartet wurde nur um diese dann schrittweise zu reduzieren. Dies ist grundsätzlich positiv zu werten. Solange die Erwartungen erfüllt oder gar übertroffen werden, ist die Gleichgewichtsformel zwischen Geldpolitik und Konjunktur einigermassen im Lot.

Während der optimistischere Ausblick nahezu alle grossen Volkswirtschaften betrifft (EU von 1.6% auf 1.8%, China von 6.5% auf 6.6%), wurde die Prognose für die USA von 2.4% auf 2.1% reduziert. Hauptgrund sei die erwartete USD-

Aufwertung. Diese ist damit praktisch deckungsgleich mit derjenigen der FED von 2.2%, welche aber von 2.1% (seit Dezember bestehend) erhöht wurde. Das IMF wiederum sieht ein reales Wachstum von 2.3%. Wer nun Recht hat und wie viel das Wachstum auf der Nachkommastelle beträgt, ist nicht entscheidend. Wichtig für uns ist die Erkenntnis, dass die wirtschaftliche Situation in den USA nicht so schlecht ist wie propagiert. Sicherlich waren die kürzlich veröffentlichten ökonomischen Daten nicht berauschend, verbleiben aber in einem insgesamt sich verbessernden Trend. Dies widerspiegelt sich auch im Einkaufsmanagerindex (ISM, Composite), welcher nach seinem Tief im April von 54.8 auf 57.8 im Juni angestiegen ist, angetrieben von Auftragseingang, Produktion und Beschäftigung. Zur Erinnerung: Im Dezember 2016 lag der Wert noch bei 54.5. Der US-Arbeitsmarktbericht zeigte sich schliesslich auch von seiner besten Seite und überraschte nach oben, wodurch im zweiten Quartal durchschnittlich 194'000 neue Stellen geschaffen wurden. Was uns in den USA viel mehr Sorgen bereitet, ist die (unberechenbare) präsidentiale Situation. Die Erwartungen bezüglich Steuersenkungen und Infrastrukturausgaben sind nach wie vor hoch, bisher ist aber noch nichts erfolgt. Vieles hängt von der Frage ab, wie einheitlich die Republikaner hinter Trump stehen. Auskunft darüber werden wir im September erhalten, wenn das Haushaltsbudget 2018 im Kongress verabschiedet und das Schuldendach erhöht werden muss. Vorsicht ist in diesem Zeitraum durchaus angebracht. Wie im April erwähnt, passen sich die Erwartungen immer den Fakten an. Dies kann positiv oder negativ sein.

Noch ein Wort zu China, dessen Entwicklung nach wie vor – trotz aller Schwarzmalerei – zufriedenstellend verläuft. Echtzeit-Messungen der industriellen Aktivität, wie der Güterverkehr auf Schienen, der Verkauf von Baggern und Elektrizitätsproduktion stimmen jedenfalls zuverlässlich.

Eine Rezession ist damit nicht angezeigt. Allerdings verbleiben wir der Ansicht, dass sich die konjunkturelle Entwicklung vor dem Hintergrund der massiven monetären Massnahmen der letzten Jahre immer noch auf dünnem Eis befindet (vgl. Newsletter Januar). Fehler seitens Zentralbanken hätten fatale Folgen für die Märkte, sollte die Konjunktur enttäuschen. Eine Normalisierung der Geldpolitik braucht fiskalpolitische Unterstützung. Während dies in Europa und China erfolgt, wartet die Welt gespannt auf

die USA. Sie erinnern sich an unsere Ausführungen im Januar bezüglich Europa, wo wir beschrieben haben, wie durch die starken Zinsrückgänge bzw. dem entsprechend gesparten Zinsaufwand – nebst der sonstigen Massnahmen à la EFSI, Bundesverkehrswegeplan etc. – eine starke fiskalpolitische Ankurbelung (ohne Anstieg der Defizite) stattfindet. Dies gilt umso mehr, als dass viele Mitgliedstaaten eine Staatsverschuldung zum BIP von 100% und mehr aufweisen. China gibt seinerseits weiterhin Mrd.-Summen für Infrastruktur aus, ihrem Plan folgend, die alte Seidenstrasse und damit den Welthandel wieder zu beleben. Entsprechend sicherte Präsident Xi Jinping eine Erstfinanzierung von über USD 100 Mrd. für den Ausbau von Häfen, Strassen, Bahnstrecken und weiterer Infrastruktur zu. Wie ernst es China damit meint, zeigte sich im April, als erstmalig ein Güterzug von der Barking Station im Südosten Englands seinen Weg über den Eurotunnel, Moskau und die Mongolei nach Yiwu an Chinas Ostküste fand. Die Reise dauerte 3 Wochen und damit rund einen Monat weniger als die Schiffsroute. Einfach nur erstaunlich! Während also die "Kommunisten" den freien globalen Handel fördern, diskutiert die kapitalistische USA über Handelsbeschränkungen.

Solche Beschränkungen könnte Europa, v.a. Deutschland, z.B. durch Steuersenkungen verhindern. Dies würde eine weitere fiskalpolitische Konjunkturstütze bedeuten. Daneben hätte es den positiven Effekt, dass über mehr Importe der seitens USA immer wieder (teils zu Recht) kritisierte Überschuss der Leistungsbilanz gesenkt werden würde. Es erscheint also immer noch möglich, die Einfuhr von Importzöllen auf vernünftigem Weg zu verhindern; lassen wir uns überraschen....

Technische Situation / Anlagen

Da sich an unserer Bewertung der Technischen Situation und der Anlagen, passend zur gleichge-

bliebenen Ampel nichts geändert hat, möchten wir uns hierzu nicht nochmals wiederholen. Stattdessen richten wir Ihr Augenmerk auf den im Nachtrag aufgeführten Chart. Dieser Chart zeigt Ihnen ausgehend von 1929 die Geschichte der säkularen Bären- und Bullenmärkte; ein Thema, welches wir im Oktober des letzten Jahres zum ersten Mal aufgenommen haben. Bleibt die obige "Gleichgewichtsformel" im Lot, stehen die Chancen gut, dass wir uns in einem solchen säkularen Bullenmarkt befinden. Solche Bullenmärkte haben i.d.R. eine Laufzeit von rund 14 bis 18 Jahren, wobei dies nicht gleichbedeutend ist mit einer unaufhörlichen Aufwärtsbewegung, welche in einem Guss erfolgt. Tatsächlich können auch in solchen Märkten starke Korrekturen, sowie individuelle auf Teilsektoren bezogene Bärenmärkte erfolgen. Vorsicht bzw. ein ausgeprägtes Risikomanagement sind also auch in solchen Märkten wichtig. Wir zeigen Ihnen nun diesen Chart, damit Ihnen die Bedeutung der obigen Formel bzw. deren mögliche Tragkraft deutlich wird.

Viele werden nun einwenden, dass das Bewertungsniveau zu hoch sei für einen solchen säkularen Markt. Betrachtet man die KGV aus rein historischem Blickwinkel, sind diese, mit Ausnahme weniger Sektoren, international tatsächlich eher hoch. Aber es muss ebenfalls festgehalten werden, dass diese nie ein guter Indikator für die zukünftige Marktentwicklung waren. Das Problem fängt bei diesem Bewertungsmaßstab schon damit an, welches "G" (Gewinne) verwendet werden muss (Rechnungslegungsnorm, Kern, vergangene oder zukünftige geschätzte Gewinne etc.). Daneben beeinflussen viele Faktoren wie Zinsen (heute besonders wichtig!), Steuern, Inflation und/oder Regulierung wie hoch ein angemessenes KGV sein sollte. Das Ganze ist also relativ zu betrachten. Ausserdem ist ja die Möglichkeit vorhanden, dass die Gewinne steigen und damit das KGV sinkt, womit wieder unsere Lieblingsformel im Zentrum steht.

Fazit

Solange technisch kein Verkaufssignal generiert wird, die Konjunktur einigermaßen stabil verläuft und keine Rezession angezeigt sowie monetär nicht ungerechtfertigt gebremst wird, verbleiben die Rahmenbedingungen für Aktien zumindest mittelfristig positiv. Auch die relativ zu Anleihen (nicht absolut) immer noch günstige Bewertung sollte stützen. Zudem erscheint uns das Risiko niedrig verzinsten Anleihen höher im Vergleich zu Qualitätsaktien. Dies gilt umso mehr für lange Laufzeiten, wo schon kleine Zinserhöhungen zu hohen Verlusten führen können. In Anlehnung an unsere alles bestimmende Gleichgewichtsformel könnte nur eine konjunkturelle Abkühlung mit wiederum tieferen Zinsen für steigende Anleihenpreise sorgen. Aktien bleiben damit unsere favorisierte Anlageklasse. Da jedoch, wie beschrieben, die

konjunkturelle Erholung immer noch auf dünnem Eis steht, ist eine Beimischung kurzfristiger (Unternehmens-) Anleihen möglich. Zusätzlich erachten wir im Hinblick auf die politische Unsicherheit in den USA sowie auch Italien (Neuwahlen im Herbst?) eine Position in Edelmetallen gerechtfertigt. Nach wie vor gilt die Prämisse der Flexibilität. Ändern sich die Rahmenbedingungen, welche das goldene Gleichgewicht aus dem Ruder bringen könnten, muss anlagepolitisch entsprechend agiert werden.

Im Wissen, dass auch säkulare Bullenmärkte durch teils heftige Korrekturen heimgesucht werden, verabschieden wir uns mit den weisen Worten von Richard Russel, † 2015, Herausgeber der *Dow Theory Letters*: "People forget that what prolongs a secular bull market is the phenomenon known as the correction. A rocket-rise type of bull market, one with little or no corrective action, always ends up as a short bull market! Thus, seasoned investors tend to welcome corrective action during secular bull markets. They know that the more corrections and the longer and more often a bull market is held back, the bigger that bull market will be and ultimately the higher that bull market is fated to climb!"

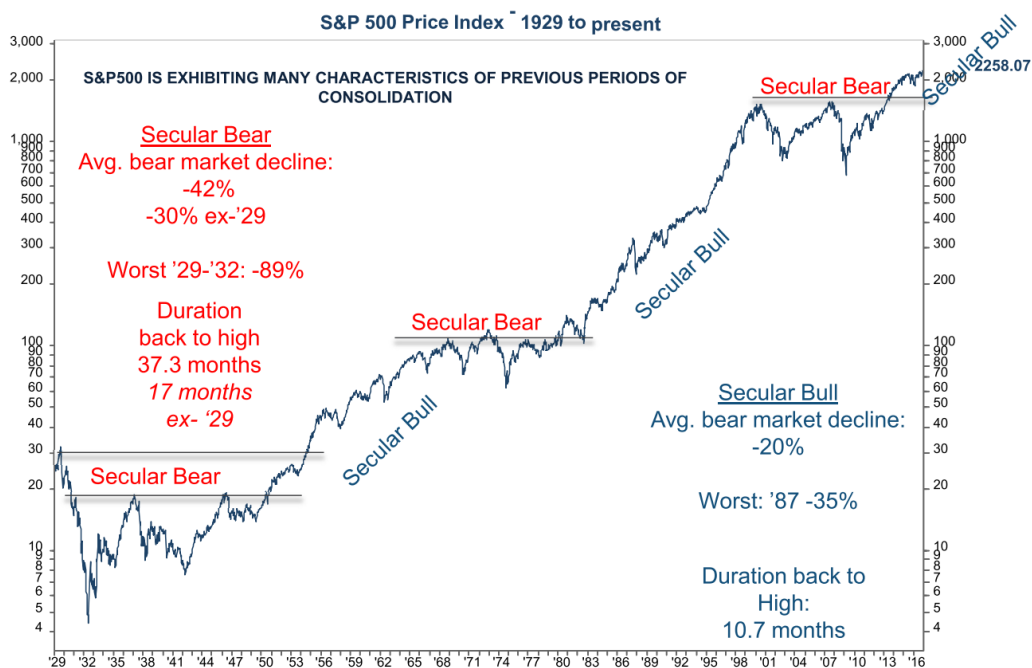
Freundliche Grüsse

Dr. Gianluigi Socchi

Igor Socchi

Philipp Wille

Nachtrag: Chart Säkulare Bären- und Bullenmärkte seit 1929



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.