

Newsletter

Juli 2019

Q2 2019

Sehr geehrte Damen und Herren

Wir hoffen Sie haben den aussergewöhnlich warmen Juni gut überstanden und erfreuen sich der nun wieder etwas gemässigeren Temperaturen! Die Hitzewelle scheint dabei nicht nur das Klima, sondern auch die Börsen sowie die Kauflust der Investoren erfasst zu haben. Die Märkte haben ihren positiven Trend entsprechend fortgesetzt und den Dezember-Schock damit fast schon vergessen gemacht.

Organisatorisch gibt es nichts zu vermelden, womit wir uns sogleich dem **Marktkommentar** widmen. Unsere Ampel wurde angesichts der wieder offensiveren Notenbanken leicht angepasst:



Monetäre Lage: Mittelfristig stützend und konjunktorentsprechend. 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.

In unseren letzten beiden Berichterstattungen haben wir geschrieben, dass das Gleichgewicht zwischen Konjunktur und Geldpolitik wieder hergestellt wurde. Rezessionsängste wurden durch wieder geduldigere Zentralbanken ausgeglichen und die verpasste Weihnachtsrally schliesslich nachgeholt. Es stellt sich nun die Frage, wie es um dieses Gleichgewicht bestellt ist?

Gleichgewichtsübersicht

Monetär haben die Zentralbanken, zumindest verbal, bisher nochmals einen draufgesetzt. Zu-

erst hat die EZB bzw. Super Mario etwas überraschend (scheinbar selbst EZB intern) die Liquiditätskeule wieder ausgepackt und im Falle anhaltender Inflationsschwäche zusätzlichen Stimulus in Aussicht gestellt. Dabei soll die gesamte zur Verfügung stehende Flexibilität ausgenutzt werden, um das geldpolitische Mandat (Preisniveaustabilität und ausgeglichene Konjunkturlage) zu erfüllen. Unter "Flexibilität" versteht Draghi weitere Zinssenkungen sowie ein anscheinend "beträchtlicher Spielraum" für weitere Anleihen-Käufe. Dass wir bezüglich des vermeintlich unerschöpflichen Instrumentariums (konsolidierte Bilanz des Eurosystems bereits bei EUR 4.7 Bio.!) und letzten Endes hinsichtlich dessen Wirksamkeit unsere Zweifel haben, haben wir bereits im April vermerkt und wiederholen uns daher nicht nochmals. Draghi wies diese Bedenken ab. Um die Banken nicht weiter zu schwächen wird über eine Staffelung des Negativzinses oder über Freibeträge für die Deponierung der Gelder bei der EZB nachgedacht. All diese Massnahmen sollen in den kommenden Wochen geprüft werden, wobei diese, so sei angemerkt, eher früher als später erfolgen könnten.

Die FED, namentlich in der Person von J. Powell, fühlte sich herausgefordert und hat ihrerseits angesichts anhaltender Handelskrieg-Risiken und schwacher Inflation "angemessene Reaktionen" in Aussicht gestellt. Dabei wurde die Median-Zinsprognose von 2.4% für 2019 beibehalten, aber diejenige für 2020 von 2.6% (März-Prognose) auf 2.1% gesenkt. Dies impliziert eine Senkung des heutigen Zielbandes (2.25% bis 2.5%) von 25 Bp. Die Märkte erwarten eine solche im Juli (bereits vorweggenommen). Eine gewisse Enttäuschungsgefahr ist entsprechend vorhanden. Dennoch hat die FED damit einen Stimmungsumschwung signalisiert, was auch daran zu erkennen ist, dass von «geduldigem Abwarten» keine Rede mehr war. Gerüchte machen zudem die Runde, dass Trump, der immer wieder seinen Unmut gegenüber der FED-Politik äussert, mit einem China-Kompromiss bewusst abwartet bis die Zinsen tatsächlich wieder gesenkt werden. China müsste allerdings hierfür mitspielen!

Die Notenbanken sind also deutlich vom Versuch einer geldpolitischen Normalisierung abgekommen, womit wir keine andere Wahl mehr haben, als die entsprechende Ampel auf Grün zu stellen. Dass dies langfristig mit erheblichen Gefahren verbunden ist, haben wir in der Vergangenheit immer wieder ausgeführt.

Es stellt sich solgleich die Frage nach der **konjunkturellen** Lage. Dass das Wachstum im ersten Halbjahr 2019 auf globaler Ebene Schwächezeichen zeigt, aber aus unserer Sicht zur Zeit noch solide und die Rezessionsgefahr damit eher gering ist, haben wir letztes Mal besprochen sowie mögliche Szenarien aufgezeigt. Der IMF bestätigt dies indem er global von einem Wirtschaftswachstum von 3.3% für 2019 und 3.6% für 2020 ausgeht. Die EZB hat ihre Wachstumserwartung für die Eurozone 2019 um 10 Bp auf 1.2% erhöht, senkte allerdings ihre Prognose für 2020 um 20 Bp auf 1.4% ab, was aber immer noch einer Steigerung entspricht. Die FED sieht unverändert für 2019 ein Wachstum von 2.1% und erwartet 2020 2.0% (10 Bp höher als die März-Projektion). So schlecht kann die Konjunktur also nicht sein. Positiv ist auch, dass sich zuletzt erste Verbesserungen in China zeigten (z.B. Anstieg der Autoverkäufe und der Immobilienpreise), über dessen Massnahmen bereits berichtet wurde. Wie wichtig dies ist, muss nicht zusätzlich betont werden.

Allerdings mahnt der IMF davor, dass der US-China-Handelsstreit 2020 einen negativen Einfluss von geschätzten -0.5% auf seine Konjunkturprognose haben könnte. Mehrheitlich ist dieser Umstand auf Auswirkungen auf das Geschäftsklima (was sich auch in den Einkaufsmanagerindizes der Industrie widerspiegelt) und die negative Stimmung an den Finanzmärkten zurückzuführen. Und genau da liegt der Hund begraben. Die heutige wirtschaftliche Situation wäre solide, aber die Politik wirkt dem entgegen (weswegen die Ampel gelb ist). Die von Trump und seinen Handelskonflikten ausgehende Unsicherheit dämpft das Investitionsverhalten und damit die Produktivität und das Wachstum (wiederum an den Einkaufsmanagerindizes der Industrie erkennbar). Dies deckt sich auch einigermassen mit den Stellungnahmen der Notenbanken, welche von einer (erwarteten) soliden wirtschaftlichen Entwicklung sprechen, aber in den politischen Unsicherheiten und handelspolitischen Spannungen wachsende konjunkturelle Risiken erkennen. Dadurch wird klar, dass deren (bisher nur verbal vermittelte) Normalisierungs-Abkehr vorsorglicher Natur ist, um mögliche

Auswirkungen (auch in Form einer evtl. dadurch drohenden Rezession) so gut wie möglich abzufedern. Damit wird der "ersten Gefahr" (monetärer Rückzug konjunkturell nicht begleitet; vgl. hierzu die letzten beiden Berichterstattungen) begegnet.

Ob dies nun richtig war oder nicht, steht in den Sternen. Es entsteht jedoch der Eindruck, dass die Notenbanken ohne grosse Not gehandelt und sich selber in eine Ecke gedrängt haben, aus der sie nur schwer wieder herausfinden können. Was wenn sich die beteiligten Parteien in den Handelskonflikten dennoch einigen? In diesem Fall würde die Konjunktur wieder anlaufen und man riskiert eine Überhitzung mit den entsprechenden Folgen ("zweite Gefahr"). Dies gilt umso mehr sollte sich das Gerücht eines bewusst abwartenden Trumps bewahrheiten. Die evtl. Zinssenkung wäre dann vermutlich unnötig gewesen. Auch darf in diesem Zusammenhang die chinesische "Belt-and-Road" Initiative (Ziel ist ein integrierter eurasischer Wirtschaftsraum) nicht vergessen werden, welcher ein enormes Wirtschaftspotential zugesprochen wird. Man spricht nach vollständiger Implementierung von Zuwächsen im Handel von bis zu 6.2% auf globaler Ebene. Letzten Endes ist es aber auch denkbar, dass die Politik der Zentralbanken die handelspolitischen Konflikte sogar verstärkt (das Gerücht würde sich in diesem Falle nicht bewahrheiten), da hierdurch ein Währungskrieg entstehen kann. So hat Trump nicht lange damit gewartet seinen Unmut gegenüber der EZB-Politik und Draghis Feuerrede zu äussern. Zudem bleibt es fraglich, ob eine weitere geldpolitische Lockerung auch tatsächlich zu einer Wiederaufnahme wirtschaftsbelebender Investitionen führt, gerade im Falle anhaltender politischer Unsicherheiten. Besser wären wirtschaftspolitische Massnahmen (z.B. Steuersenkungen, Infrastrukturinvestitionen), welche ferner direkt und ohne grosse zeitliche Verzögerung wirken.

Wir werden sehen. Für uns ist es zunächst wichtig, dass das bekannte Gleichgewicht im Lot ist und bleibt und genau dafür sorgen die Notenbanken zurzeit. Was dies anlageseitig bedeuten kann, werden wir im nächsten Abschnitt erörtern.

Säkularer Bullenmarkt

2016 haben wir Sie erstmals mit dem Begriff des säkularen Bullenmarktes vertraut gemacht. Ein solcher hat zur Erinnerung 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 einem solchen Markt starke Korrekturen sowie individuelle auf Teilsektoren bezogene Bösenmärkte erfolgen. Dessen Ende bedeuten sie allerdings nicht. Die letzten beiden säkularen Bullenmärkte erfolgten zwischen 1949 bis 1966 und von 1982 bis 2000. Auch diese waren teils von starken, aber nur zwischenzeitlichen Konsolidierungen begleitet, wie z.B. die Ägypten-/Suezkanalkrise 1956 (-30% gemessen am S&P 500) und der berühmte berüchtigte Schwarze Montag 1987 (-35%). Der Verlauf solcher Märkte erfolgt in drei Phasen. Am Ende jeder Phase findet eine Konsolidierung statt, in welcher die Märkte sich an die neuen Gegebenheiten anpassen. In der ersten Phase sind die Märkte rein monetär angetrieben, während in der zweiten Phase, welche historisch gesehen die längste und stärkste Phase ist, die Konjunktur und damit die Gewinne der Unternehmungen anziehen und so die monetäre Antriebsfeder langsam ersetzen. Die dritte und letzte Phase ist i.d.R. begleitet von sehr viel Spekulation und Exzessen und markiert das Ende des säkularen Bullenmarktes. Auf heute bezogen, begann der erste Anstieg 2008 und endete im Mai 2015. Die anschließende Konsolidierungsphase wurde anfangs 2017 durchbrochen (der Anstieg startete 2016), womit die zweite Phase begann. Wir befinden uns also theoretisch in der zweiten Phase, wurden jedoch durch die politischen Unsicherheiten, welche auf die wirtschaftliche Entwicklung hemmend wirken, unterbrochen. Dadurch "mussten" die Notenbanken erneut (bisher nur verbal) eingreifen und den monetären Rückzug verschieben. Dies lässt nun zwei Schlussfolgerungen zu:

Szenarien

Die politischen Akteure finden einen für alle Seiten akzeptablen Kompromiss (welcher dann natürlich als grosser Sieg in den beteiligten Ländern verkauft wird). Die Wirtschaft nimmt dadurch ihre Tätigkeit wieder auf, die Notenbanken rudern zurück und die zweite Phase erfüllt ihre Erwartungen. Eine Überhitzung ("zweite Gefahr"), begleitet von Exzessen an den Finanzmärkten (dritte Phase), ist ein durchaus wahrscheinliches Ende in diesem Szenario. Oder aber der Handelskrieg dauert an und mündet in einem regelrechten Konflikt (Währungskrieg?), welcher die Notenbanken tatsächlich, nicht nur verbal, zum Handeln zwingt. Munition ist ja offenbar vorhanden. Gehen wir nun davon aus,

dass dies stimmt, so wären noch tiefere Zinsen die Folge, was vermutlich die spekulative, dritte Phase einleiten wird. Dies erscheint auf den ersten Blick unlogisch. Wieso sollten in so einem Umfeld, zumindest bis eine Rezession vor der Tür steht, die Aktienmärkte steigen?

Wir haben letztes Mal über die hohen Cash Bestände der Investoren im Allgemeinen berichtet und möchten dies mit ein paar weiteren Fakten untermauern. Das Deutsche Aktieninstitut gibt an, dass 2018 16.2% der Deutschen in Aktien investiert waren (nur 7.1% direkt). Eine Untersuchung der EZB im April 2017 über die finanzielle Situation der Haushalte in Europa zeigte, dass im Durchschnitt 8.8% der Haushalte direkt Aktien halten. Für die Schweiz sind aktuelle Zahlen nicht erhältlich. Ältere Studien (Deutsches Aktieninstitut, Universität Zürich) gehen von einer Aktienquote von 20% aus (vermutlich Fonds + Aktien). Auswertungen von Swissquote deuten auf 11.5% direkte Aktienbesitzer hin. In den USA bewegt sich diese Quote bei rund 25%. Fakt ist, dass die Anzahl Aktionäre, besonders in Zentraleuropa, tendenziell gering ist. Kommt hinzu, dass selbst bei Aktienhaltern die entsprechende Quote im Gegensatz zu Cash eher tief ist. So zeigen die Kundendaten der St. Galler Kantonalbank, dass die Aktienquote rund 33% beträgt. Da die Obligationenquote in den letzten 10 Jahren von 20 auf 4% gefallen ist (negative Renditen), wird klar, dass der Rest oder besser gesagt der Hauptteil in Cash ist. Während diese Zahlen von Land zu Land abweichen, sind sie als Indikation durchaus repräsentativ. Entsprechend sind auch in den USA die Cash Bestände relativ hoch, was die im April erwähnten USD 8 Bio. an Bankeinlagen sowie USD 1 Bio. in Brokerkonten belegen.

Sollten nun die Zinsen in Europa und Japan noch weiter ins Negative fallen, dann ist es durchaus denkbar, dass der Schwellenwert, ab dem die Banken die Negativ-Zinsen an die Kunden (bzw. auf Kontoguthaben) weitergeben, sinken wird. Bis 2018 haben Schweizer Banken CHF 6.3 Mrd. an Strafzinsen an die SNB verrichtet. Steigt diese "Abgabe" weiter an, dann dürfte es wohl nur noch eine Frage der Zeit sein bis die Sparer endgültig bestraft werden. Dies würde entsprechend dazu führen, dass nach Alternativen gesucht wird. Bloomberg berichtete im März dieses Jahres, dass das Volumen umlaufender Anleihen mit negativer Rendite bei rund USD 13 Bio. liegt (!!!). Entsprechend dürften Anleihen keine Alternative sein, ausser man nimmt grössere Risiken in Kauf. Man darf also von Anlagenot-

stand reden, womit es durchaus realistisch anzunehmen ist, dass diese Gelder bis zu einem gewissen Grad ihren Weg in die Aktienmärkte finden werden, um den negativen Zinsen auszuweichen. Auch in den USA dürften bei fallenden Zinsen die Aktienquoten zunächst ansteigen. Der obige Sachverhalt macht klar, dass die potentielle Nachfrage enorm scheint. Zweiter Profiteur wird vermutlich Gold sein (vgl. Preisanstieg von rund 11% seit Mai Tief; mehr im Fazit).

Zweifellos dürften also erneute Zinssenkungen mit entsprechenden, vermutlich unfreiwilligen Exzessen verbunden sein, womit wir dann in der dritten Phase wären. Dessen Ende könnte mit einer neuen Bankenkrise, vermutlich ausgehend von Europa, und mit einer Verarmung der Kleinsparer verbunden sein. Nicht unrealistisch, wenn man bedenkt wie hoch die Belastung durch die negativen Zinsen ist. Die Wirtschaft würde vermutlich in eine Rezession verfallen (verstärkt durch die Handelskonflikte). Wenn die Notenbanken es bis dahin verpassen die Geldpolitik zumindest teilweise zu normalisieren, droht Ungemach. Das Ende des säkularen Bullenmarktes wäre dann endgültig.

Nun haben beide Szenarien ihre Berechtigung und es wird dementsprechend wichtig sein die wirtschaftliche, monetäre, politische und technische Situation des Marktes genauestens zu verfolgen. Aufgrund der unabwägbaren politischen Komponente ist es unmöglich, einem Szenario eine grössere Wahrscheinlichkeit zuzuordnen und dies schwankt je nach Tweet. Es sollte nicht vergessen werden, dass der Aktienmarkt ein Frühindikator ist, womit der technischen Analyse des Marktes eine enorme Bedeutung zufällt. Um das letzte Top eines Bullenmarktes zu ermitteln, gibt es verschiedene technische Instrumente, auf welche wir im September eingehen werden. Dass dies natürlich nicht mit einem perfekten Timing verbunden ist, erscheint klar. Dennoch liefern die technischen Hilfsmittel wichtige Hinweise, ab wann angefangen werden sollte die Aktienquote stark zu reduzieren! Verpassen Sie also die nächste Ausgabe nicht...

Hinweise zu den Anlagen finden Sie im Fazit!

FAZIT

Die aktuelle Situation ist mit vielen politischen Wenn und Abers verbunden. Wichtig für uns ist, dass das Gleichgewicht zwischen Geldpolitik und Konjunktur intakt ist und bleibt. Die Konjunktur ist dabei nicht so schlecht wie häufig dargestellt wird, leidet aber unter den politischen Unsicherheiten. Um dies auszugleichen und vorsorglich einer weiteren Abschwächung (und einer dadurch möglichen Rezession) entgegenzuwirken, haben die Notenbanken wieder Bereitschaft signalisiert die Liquidität weiter zu fördern. Zudem sollte nicht vergessen werden, dass China mit einer Senkung der Steuern, Gebühren und Einfuhrzöllen sowie mit Infrastrukturinvestitionen ebenfalls, aber fiskalseitig, stimuliert. Wir werden die Einflussfaktoren des Gleichgewichts weiterhin mit Argusaugen verfolgen!

Es gibt also keinen Grund, zumindest mittelfristig oder bis sich eine Rezession andeutet, nicht an der Anlagepolitik festzuhalten bzw. die Party bereits zu verlassen. Unser Fokus bleibt auf Aktien, Edelmetallen und Cash. Aktien dürften beim aktuellen und im Falle eines weiter sinkenden Zinsniveaus profitieren. Die Dividendenrendite bleibt im Vergleich zur Null-/Negativrendite der Obligationen (ausser man nimmt entsprechende Bonitätsrisiken auf sich) attraktiv. Auch sind sie im direkten Vergleich nicht als überbewertet einzustufen, wie schon mehrfach ausgeführt wurde. Zudem besteht eine gewisse Alternativlosigkeit, welche sich durch die Massnahmen der Notenbanken weiter akzentuieren könnte. Trotz Rückschlägen bleiben Aktien also das bevorzugte Anlageinstrument. Vor dem Hintergrund der anhaltenden Unsicherheiten legen wir den Fokus weiterhin auf defensive Werte mit starken Bilanzen, hoher Dividende und guter Handelbarkeit. Diversifikation bleibt ebenfalls wichtig. Lösen sich die Unsicherheiten, dann würden wahrscheinlich Industrieaktien (erneuter Konjunkturaufschwung) und Bankaktien (vermutlich keine Zinssenkungen mehr, geringeres Risiko von Kreditausfällen) wieder in

den Vordergrund rücken, womit in diesem Falle Umschichtungen zu erwarten sind. Edelmetalle (v.a. Gold) scheinen weiterhin in jedem Szenario eine valable zusätzliche Alternative zu sein. Kommt es zu einem grösseren Konjunkturabschwung, begleitet von zunehmenden Unsicherheiten an den Finanzmärkten (Achtung vor Ausfällen von Unternehmensanleihen), dann sind weitere Umschichtungen in Gold zu erwarten. Dass die tiefen (und evtl. noch tieferen) Zinsen und die sowieso heikle geopolitische Lage (Iran) helfen, muss nicht weiter ausgeführt werden. Sollte die Konjunktur wieder an Schwung gewinnen (Einigung in den Handelskonflikten), dann greift früher oder später der Inflationsschutz. Deswegen bleibt Gold in unseren Portfolios. Cash bleibt ebenfalls ein Bestandteil der Anlagepolitik, allerdings muss auf die Negativzinsbelastung, sofern die Weitergabeschwelle weiter sinkt, geachtet werden. Wir bleiben für Sie am Ball mit der notwendigen Flexibilität um auf sich ändernde Rahmenbedingungen reagieren zu können!

Auf die Gefahr hin, dass diejenigen von Ihnen, welche schon länger zu unseren treuen Lesern gehören, sich über ein wiederholtes Zitat beklagen, verabschieden wir uns dennoch mit den zum säkularen Bullenmarkt passenden Worten von Sir John Marks Templeton (Britischer Investor, †2008): "*Bull markets are born on pessimism, grown on skepticism, mature on optimism and die on euphoria*".

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.