

Newsletter

Oktober 2018

Q3 2018

Sehr geehrte Damen und Herren

Die Rückkehr tieferer Temperaturen markiert zugleich den Beginn des vierten Quartals. Der Herbst ist zurück und mit ihm die für diese Jahreszeit typische Melancholie. Das Bewusstsein der Vergänglichkeit ist aber nur von kurzer Dauer. Schliesslich erinnert uns die gelb und rot leuchtende Farbenpracht auch daran, dass das Abfallen der Blätter ebenfalls Raum für Neues schafft. Sonst gäbe es den Frühling nicht!

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



Monetäre Lage: Nach wie vor stützend und konjunkturersprechend, aber es lauern Gefahren

Ökonomische Lage: Globale Konjunkturerholung, aber Gefahr Handelskrieg

Technische Lage: Mittelfristiger Trend (noch) intakt; langfristig überdehntes Bild, aber noch keine Anzeichen einer Trendumkehr

Sowie nach jedem Herbst ein neuer Frühling erwacht, dürfte, sofern die Märkte ihrem typischen saisonalen Muster folgen, auch die markttechnische Melancholie langsam schwinden. Gründe hierfür gäbe es schliesslich genügend (vgl. frühere Newsletter), wobei der wichtigste die ansteigenden Unternehmensgewinne sind. Rückblickend lässt sich feststellen, dass trotz aller negativen Schlagzeilen und düsteren Ausblicke seit 2008 die Börsen deutlich besser dastehen. Warum? Ganz einfach weil die Unternehmensgewinne sich kontinuierlich verbessert haben und die Zentralbanken dafür sorgen, dass dem Markt (noch) nicht die Luft ausgeht. Nicht die Schlagzeilen oder die Bewertungskennzahlen treiben Aktien an, sondern die Gewinne! Jedoch

haben auch diese und damit die konjunkturelle Entwicklung zusammen mit der global akkomodativen monetären Politik ihren Preis. Dieser lautet Inflation und wird im Abschnitt "Logische Gefahr" behandelt. Dem entgegenwirken könnten die medial breit gehandelten Themen eines Handelskrieges zwischen den USA und China sowie des Sorgenkindes Italien, welche im Gegensatz zur herbstlichen Anfangsstimmung nicht von Vergänglichkeit geprägt zu sein scheinen. Diese bedrohen unser altbekanntes Gleichgewicht zwischen konjunktureller Erholung (und damit ansteigenden Unternehmensgewinnen) und (langsamem) monetärem Rückzug.

Wir sind in diesem Bericht also gezwungen, uns nochmals dem Inflationsthema zu widmen und etwas detaillierter auf den Handelskrieg einzugehen. Wieso wir zumindest kurz- bis mittelfristig nach wie vor positiv gestimmt sind, wissen Sie ja...

Logische Gefahr

Grundsätzlich sind wir nach wie vor der Meinung, dass die grösste Gefahr von einer unterschätzten Inflation (bzw. zu wenig restriktiven Zentralbanken) ausgeht (vgl. Newsletter Juli und Januar 2018). Eine Wirtschaft, die sich über Potential entwickelt, impliziert höhere Kosten für Inputfaktoren (Arbeit und Kapital), womit eher mit einer stärkeren Inflation zu rechnen ist. Dies würde zu "unerwartet" stark restriktiven Zentralbanken und damit zu einem konjunkturellen Abwürgen führen, begleitet von entsprechenden Marktreaktionen. Eine inverse Zinskurve wäre die Folge, welche auf eine kommende Rezession hindeuten würde. Dass ein solches Szenario nicht unrealistisch ist, deckt sich einerseits mit der Marktlogik und kann andererseits auch zwischen den Zeilen der Communiqués der Zentralbanken gelesen werden. So vermeldete Draghi (EZB), dass sich die Eurozone trotz Abkühlung weiterhin über Potential entwickle, er aber dennoch nur mit einem graduellen Anstieg der Inflation rechne. Gleichzeitig merkte er jedoch an, dass die zugrunde liegende Stärke der Wirtschaft und die Fiskalpolitik einiger Länder zu einem stärkeren Inflationsanstieg führen könnten

als prognostiziert. Die FED ihrerseits steuert, nachdem sie ihre Wachstumsprognosen für 2018 (+3.1%) und 2019 (+2.5%) nach oben revidiert hat, ebenfalls nicht umsonst auf ein neutraleres Zinsniveau zu. In der Schweiz hat das Seco (Staatssekretariat für Wirtschaft) ihre Wachstumserwartungen deutlich von +2.2% auf +2.7% erhöht. Früher oder später wird sich die SNB ebenfalls Gedanken machen müssen, wie sich eine Überhitzung vermeiden lässt. Ob die Zentralbanken in der Lage sein werden die Inflationsgefahr (2019?) zu dämpfen, wird nur die Zukunft zeigen. Wir müssen jedenfalls wachsam sein...

Nicht zu vergessen ist dabei, dass der starke Ölpreis, welcher seit seinem Tief von Februar rasant in die Höhe stieg (gemessen am WTI über 180%), die Gefahr einer inflationären Überraschung erhöht. Ein bereits enger Markt (Iran Sanktionen, OPEC Produktionskürzungen, Infrastrukturengpässe im Permian Basin, Venezuela, stabile konjunkturelle Nachfrage etc.) droht noch enger zu werden. So werden z.B. die neuen Regeln der International Maritime Organisation (IMO), welche ab 2020 den Einsatz von schwefelhaltigem Schweröl als Treibstoff quasi verbieten (statt 3.5% Schwefelanteil nur noch 0.5% erlaubt), die Produktion ebenfalls belasten. Dies dürfte der Fall sein, weil die Transportindustrie es bisher "verpasst" hat, entsprechende Investitionen in Schiffs-Abgasreinigungen zu tätigen und die Raffinerien (noch) nicht entsprechend umgebaut wurden. Kommen weitere Produktionsausfälle hinzu (z.B. Libyen, Irak) droht die Situation zu eskalieren. Dies gilt umso mehr als an der Reservekapazität der OPEC gezweifelt werden darf und damit selbst ein Abbau der strategischen Ölreserven der USA evtl. nicht ausreichen würde, um die Produktionsausfälle zu kompensieren. Auch dies gilt es engstens zu verfolgen. Ein Ölpreisschock könnte die oben genannten Prozesse beschleunigen.

Aus dieser Sicht gibt es auch keinen Grund nicht an Gold und Silber festzuhalten, welche als Portfolioabsicherung gegen Inflation betrachtet werden sollten. Die zuletzt feststellbare Schwäche dürfte eher mit einem schwachen Renminbi zu tun gehabt haben als mit einem starken Dollar. Dies weil China Hauptimporteur der meisten Rohstoffe ist und ein sinkender Renminbi entsprechend mit einem Nachlassen der Inflation verbunden ist. Das Problem ist nur, dass China eine stabile Währung möchte, wie weiter unten zu erkennen sein wird.

Handelskrieg

Wir müssen an dieser Stelle nicht wiederholen, was Sie tagtäglich aus den Nachrichten erfahren, auch wenn dieses Tarif-Wirrwarr langsam aber sicher unüberschaubar wird.

Als erstes stellt sich die Frage nach dem Motiv der USA. Die immer wieder aufgeführten Beweggründe des Handelsdefizites und des technologischen "Diebstahls" sind vor dem Hintergrund der nicht gerade offenenherzigen Gesprächsbereitschaft durchaus zu hinterfragen. Anders als mit Europa (Erpressungstaktik scheint zu funktionieren), Mexiko und kürzlich Kanada (...hat funktioniert) könnten die USA mit China ein anderes Ziel verfolgen. So liegt die Vermutung nahe, dass die USA bzw. die politische Führungsschicht Angst vor dem immer stärker werdenden geopolitischen Rivalen China hat und dadurch versucht dessen Aufstieg einzudämmen. Die Tarife wären dann ein Mittel, um die Unternehmen dazu zu bringen die Produktion bzw. ihre Investition in Richtung USA zu verlagern. Vielleicht ist dies auch ein Grund, weshalb bis jetzt der unüberhörbare Widerstand der Industrie ignoriert wurde. Immerhin haben sich mehr als 60 US Industriegruppen (also tausende von Unternehmen) zur Koalition "Americans for free trade" zusammengeschlossen und den Kampf gegen diese Tarife aufgenommen. Entspricht das Obige der Realität, ist anzunehmen, dass die "Diskussionen" noch sehr lange anhalten werden. Unsere anfängliche Hoffnung auf Rationalität könnten wir entsprechend begraben. Dies ganz einfach darum weil kein Handeln von China dies ändern könnte, sondern nur ein angepasstes Verhalten der US-Firmen. Angesichts der Tatsache, dass US Unternehmen per Ende 2017 kumulierte USD 256 Mrd. an Direktinvestitionen in China getätigt haben und deren Tochtergesellschaften in China Umsätze von USD 223 Mrd. (2017), welche übrigens nicht vom berechneten Handelsdefizit abgezogen werden, erzielt haben, erscheint dies sehr unwahrscheinlich, wenn nicht unmöglich. Kommt hinzu, dass Investitionen der Logik der komparativen Vorteile folgen und eine Verlagerung in die USA (Fachkräftemangel, höhere Löhne, Risiko zukünftiger Zollaufhebung) ineffizient sein würde.

China seinerseits interessiert sich kaum für das amerikanische Motiv. Vielmehr verfolgt es weiterhin seine (bereits mehrmals beschriebene) Strategie den volkswirtschaftlich so wichtigen Binnenmarkt zu Lasten des nicht wirtschaftspolitisch beeinflussbaren Aussenhandels zu stärken. Aus dieser Sicht wird klar, dass die Tarife höchst-

tens dazu führen, dass China seine Ziele mit noch mehr Akribie verfolgt. Dies belegen die Zollsenkungen im Juni (auf 1449 Produktkategorien v.a. des täglichen Bedarfs) sowie die auf November angekündigten Senkungen. Diesmal sollen die Sätze um 2.7 Prozentpunkte für 1585 Kategorien reduziert werden. Es handelt sich dabei mehrheitlich um Produkte, welche der Produktion vorgelagert sind, also Maschinen, Baumaterialien, Textilien etc. Die Regierung gibt an, dass dadurch ihre Unternehmen und Konsumenten um rund CHF 8.6 Mrd. entlastet werden. Da deshalb mehr Geld für Ausgaben zur Verfügung steht, wird der Binnenkonsum gestärkt (bereits jetzt macht der Konsum über 60% der Wirtschaftsleistung aus). Gleichzeitig führt dies zu einer weiteren Öffnung Chinas mit dem positiven Effekt, dass die ausländischen Exporteure profitieren. Dies deckt sich ebenfalls mit dem Wunsch Chinas, den Renminbi als Reservewährung zu etablieren. Die Politik der USA, welche zurzeit inkompatibel ist mit einem USD als Reservewährung, sollte dabei unterstützen.

Vor diesem Hintergrund erscheint der Vorwurf, dass China als Ausgleich zu den Tarifen seine Währung gegenüber USD abgewertet hat, unglaubwürdig und ist nicht mit den gesteckten Zielen vereinbar. Vielmehr will sich China vom USD lösen, womit es sich nicht lohnt, den gegenüber den USA erzielten Handelsüberschuss mit allen Mitteln zu verteidigen. In diese Richtung gehen etwa die steigenden Rohöl- (über die Ostsibirien-Pazifik-Pipeline, deren Kapazität Anfangs Jahr erhöht wurde) und Erdgasexporte (ab 2019 über die Power of Siberia-Gasleitung) Russlands nach China. Da hierfür in Renminbi bezahlt wird, reduziert sich die USD-Abhängigkeit Schritt für Schritt. Denkbar wäre übrigens auch ein positiver Effekt für Gold. Da Russland auf zu viel Renminbi sitzen würde, wäre eine weitere Konversionsalternative notwendig. Gold erscheint hierfür ideal. Ebenfalls anzumerken ist, dass China seine Referenzwährungsstrategie auch durch den Einstieg in den Terminhandel am Rohölmarkt im März diesen Jahres vorantreibt. Dabei wird der Handel (in Shanghai) in Renminbi abgewickelt und ist auch ausländischen Investoren zugänglich. Es ist also davon auszugehen, dass China irgendwann damit aufhören wird, für seinen Energiebedarf in USD zu bezahlen.

China weiss aber auch, dass es für eine reduzierte Dollarabhängigkeit notwendig sein wird, die anderen asiatischen Märkte stärker zu binden, um deren Dollarsensitivität zu verringern. An-

sonsten droht vor dem Hintergrund der hohen asiatischen Dollarverschuldung ein Fiasko. Dass dies im Hintergrund vorangetrieben wird, zeigt sich dadurch, dass die anderen wichtigen asiatischen Währungen (Südkoreanischer Won, Taiwan Dollar etc.) seit nun fast 10 Jahren mit dem Renminbi konvergieren und die chinesischen Staatsanleihen in der Region innerhalb weniger Jahre den Status einer "risikofreien" Anlage erlangt haben.

Der geschilderte Sachverhalt ist natürlich stark theoretisch, aber zu glauben, dass alle diese Massnahmen rein zufälliger Natur sind, wäre auch naiv. Dementsprechend spielt das Motiv der USA für Chinas Ziele tatsächlich keine Rolle. Es kann davon ausgegangen werden, dass China seine Ziele so oder so vorantreiben wird, nur eben schneller oder langsamer.

Nun sollte die USA aber, trotz aller Angst eines Status- und Machtverlustes, auch wissen, dass eine solche Zielsetzung kaum zu erreichen wäre, da das Verhalten der Unternehmen sich wohl nicht ändern würde. Auch sollte es klar sein, dass Protektionismus in Zeiten wirtschaftlicher (allmählicher) Überhitzung nur die Preise weiter erhöht (Inflation) und zu einer Verarmung der Konsumenten führt. Zwar könnten US-Unternehmen versuchen chinesische Importe zu substituieren, um den Zöllen auszuweichen, aber eine vollständige Substitution erscheint nicht realistisch. Letzten Endes werden diese Kosten auf die amerikanischen Konsumenten überwältigt, während andere aufstrebende Länder von dieser Substitution profitieren würden und China den Wegfall durch monetäre oder fiskalpolitische Massnahmen (vgl. Zollsenkungen) kompensieren könnte. Da die Konsumenten und damit Wähler dies früher oder später realisieren werden, besteht Hoffnung, dass es letzten Endes doch noch zu einer Einigung kommt.

Märkte

Die Märkte scheinen sich über den Sommer hinweg darauf geeinigt zu haben, dass China nachgeben wird und die USA als Gewinner aus dieser Situation dastehen werden. So erklärt sich zum Teil der Renditeunterschied (v.a. seit Juni markant) zwischen den Börsen in den USA und Europa/Asien. Allerdings haben aber auch die rekordhohen Aktienrückkäufe (könnte sich bei stark anziehenden Zinsen als Problem erweisen) der US-Unternehmen, die bessere wirtschaftliche Entwicklung sowie die Tatsache, dass das Sorgenkind Italien die Situation in Europa belas-

tet, einen wesentlichen Beitrag geleistet.

Ist nun der Renditeunterschied v.a. auf die «USA gewinnt»-Meinung zurückzuführen, würde dies bedeuten, dass China nachgeben wird. Dies erscheint uns unrealistisch. China müsste in diesem Szenario die "Kosten" des US-Handelsdefizites (z.B. über Senkung der Exportpreise) übernehmen und ihre Politik zum Technologietransfer überdenken. Ersteres würde bedeuten, dass China (seinen Zielen entgegengesetzt), anstatt etwas reduzierte Exporte in die USA in Kauf zu nehmen, den Binnenmarkt schwächt. Dies hätte weitreichende Konsequenzen für exportierende Länder und wäre für die asiatischen und hiesigen Börsen wohl das schlechteste Szenario, insbesondere für Europa (Deutschlands Exportabhängigkeit). Was den Technologietransfer anbetrifft, so darf ebenfalls nicht vergessen werden, dass China für die Nutzung geistigen Eigentums, gemäss den Berechnungen des Peterson Institute for International Economics, 2017 USD 29 Mrd. bezahlt hat. Von Diebstahl zu sprechen scheint also etwas übertrieben.

Verbleiben also die Möglichkeiten, dass die amerikanischen Politiker wiedergewählt werden möchten oder dass die Tarife einfach bestehen bleiben.

Im ersten Fall würde man sich in irgendeiner Form einigen und das Ganze den amerikanischen Wählern als Sieg präsentieren. Das wirtschaftliche Umfeld würde keinen Schaden nehmen. Die chinesischen Märkte würden zur Aufholjagd ansetzen und Europa könnte, nach einer vorübergehenden Italienlösung (längerfristig werden die Probleme durch das neue Budget kaum gelöst), ebenfalls aufatmen.

Der letzte Fall ist zugleich der am schwierigsten einzuschätzende, weil aus ökonomischer Perspektive viele Effekte gleichzeitig, zum Teil entgegengesetzt, wirken. Die USA dürften zunächst, zeitlich begrenzt, besser dastehen, weil die Tarife

die Konkurrenzfähigkeit der chinesischen Firmen gegenüber den amerikanischen Pendanten und die US-Investitionstätigkeit in China schwächen. Der Renminbi sowie weitere asiatischen Währungen würden sich abschwächen (USD steigt), was verbunden wäre mit Ängsten einer erneuten Asienkrise (Dollarschulden) und konjunkturellen Sorgen. Wie die europäischen und chinesischen Börsen reagieren werden, ist schwierig einzuschätzen, sicher ist nur eine erhöhte Volatilität. Der genannte Renditeunterschied impliziert, dass ein solches Szenario bis zu einem gewissen Grad bereits eingepreist ist, was aber nicht heisst, dass eine negative Reaktion ausbleibt. Denkbar wäre auch, dass die europäischen Börsen von einer Einigung mit den USA (Fragen noch offen) sogar profitieren könnten (oder zumindest neutral reagieren), da nicht anzunehmen ist, dass Trump gleichzeitig einen Mehrfrontenkrieg längerfristig führen möchte. Die US Börsen dürften vermutlich weiter anziehen. Allerdings sollten US-Importsubstitutionen einer «Asienkrise» entgegen wirken, womit eine gewisse Stabilisierung eintreten wird. Zusätzlich wird China die oben beschriebene Politik noch mehr forcieren, also die Binnenkonjunktur weiter fördern (monetäre Entlastungen? fiskalpolitische Massnahmen?) und so den Wegfall vereinzelter US-Importe kompensieren. Jedoch wirken solche Massnahmen nicht sofort, sondern nur über eine zeitliche Verzögerung. Schliesslich dürfte auch Europa profitieren, da China sich entsprechend schneller öffnen würde. Leiden werden letzten Endes die USA, v.a. in Form einer schneller anziehenden Inflation und eines damit verbundenen Verlustes der unternehmerischen Konkurrenzfähigkeit, weswegen ja auch die Unternehmen auf die Barrikade gehen. Der Spiess dürfte sich dann umdrehen. Die US-Märkte, welche ein solches Szenario nicht eingepreist zu haben scheinen, dürften sich merklich abschwächen.

FAZIT

Es ist es definitiv verfrüht, die Party komplett zu verlassen. Einerseits wäre das gegenwärtige Marktumfeld eigentlich zumindest kurz- bis mittelfristig positiv (nicht zu vergessen, dass sich die Saisonalität ab Mitte/Ende Oktober ebenfalls verbessert) und andererseits ist der Ausgang des gegenwärtigen Damoklesschwertes noch völlig offen und mit sehr viel "Wenn" und "Aber" verbunden. Die verschiedenen Risiken beeinflussen jedoch die Ausgestaltung der Portfolios, welche bereits seit längerem eine defensivere Ausrichtung haben. Dies ist übrigens nicht gleichzusetzen mit einer hohen Obligationenquote. Angesichts der steigenden und in Zukunft vermutlich noch stärker steigenden Zinsen (weswegen wir uns stark auf Finanzwerte ausgerichtet haben) wäre eine solche Strategie sehr gefährlich. Auch die immer sehr beliebten Immobilien dürften durch stetig steigende Kreditkosten immer mehr unter Druck geraten. Dies bedeutet

lediglich, dass der Fokus auf starke Bilanzen, Diversifikation, Handelbarkeit und Dividenden noch mehr verstärkt wird. Dass dies richtig ist, zeigen die zuletzt unter Druck geratenen Small und Mid Caps, wobei erstere technisch gesehen im Q3 ein mittelfristiges Verkaufssignal ausgelöst haben. Es wird daher wichtig sein genau zu beobachten, ob dies der momentanen Unsicherheit geschuldet ist oder ob eine Ausbreitung auf das mittlere Segment und letzten Endes auf die Large Caps erfolgen wird. Startet ein solcher Prozess, wäre dies ein Anzeichen, dass sich das Ganze noch lange hinausziehen könnte, sprich die Tarife bleiben bestehen. Instrumente, um einen solchen Verlauf zu messen, gibt es genügend und wurden auch schon vorgestellt und beschrieben.

Eine gewisse Absicherung dürften Energiewerte und Edelmetalle (physisch und Minen) geben. Erstere werden vermutlich mit ansteigenden Gewinnen aufgrund des gestiegenen Ölpreises und einem damit verbundenen langsamen Vertrauensgewinn seitens Investoren anziehen. Dies wird solange der Fall sein bis es zu einem konjunkturellen Abwürgen oder Abschwächung (Inflation oder intakt bleibende Tarife?) kommt. Im Falle der zuletzt geschassten Edelmetalle rechtfertigen sich Positionen (nebst dem wie immer geltenden Investitionsgrund der geopolitischen Absicherung) im Hinblick auf das Inflationsrisiko, das durchaus ernst genommen werden muss und praktisch ein Bestandteil eines jeden Ausgangs zu sein scheint (kann aber je nachdem zwischenzeitlich gedämpft oder verstärkt werden).

Die präsentierten Gedanken sind keinesfalls abschliessend. Die geschilderten Prozesse können sich über lange Zeit hinziehen und, sollten weitere Faktoren hinzukommen, schnell ändern. Die Idee war, Sie mit unseren theoretischen Gedanken vertraut zu machen. Wie immer in unserem Geschäft stellt sich die Frage nach der Wahrscheinlichkeitszuordnung. Während wir dies bereits zum Teil im Text zum Ausdruck gebracht haben, muss berücksichtigt werden, dass eine Wahrscheinlichkeit nur so wahrscheinlich ist wie sie wahrscheinlich oder eben nicht wahrscheinlich zutrifft. D.h. wir müssen für alle Fälle gewappnet sein.

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.