

Newsletter

Juli 2018

Q2 2018

Sehr geehrte Damen und Herren

Wir hoffen Sie geniessen die WM in vollen Zügen! Man kann Fussball mögen oder nicht - selbst Teamintern ist die Frage nicht restlos geklärt -, aber zumindest ist es eine angenehme Abwechslung zu den politischen Dauerthemen, die uns tagtäglich begleiten. Es macht doch deutlich mehr Spass sich über ein knappes Abseits oder einen ungerechtfertigten Elfmeter aufzuregen als dieses tagtägliche politische Hick-Hack zu verfolgen! Geniessen Sie diesen Moment, schliesslich haben Sie ja u.a. auch darum unsere Dienste in Anspruch genommen.

Organisatorisch gibt es eigentlich nichts zu vermelden, ausser, dass wir die Revision unserer Selbstregulierungsorganisation VQF erfolgreich bestanden haben.

Kommen wir zum **Marktkommentar**, wobei unsere Ampel praktisch unverändert bleibt:



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

Ökonomische Lage: Global synchron verlaufende Konjunkturerholung, aber Gefahr Handelskrieg

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

Verfolgt man das tägliche Börsengeschehen wird einem schnell klar, dass die derzeitigen Schwankungen an den Börsen hauptsächlich auf das politische Damoklesschwert eines Handelskrieges zurückzuführen sind. Dazu gesellen sich Sorgen um den europäischen Zusammenhalt (Migrationspolitik? Separatismus? Italienfrage?) sowie weiteren politischen Störfeuern, welche nicht immer wieder wiederholt werden müssen und deren Einfluss zurzeit deutlich geringer ist

als die gegenseitigen Tarif-Drohgebärden, welche das Gros der Schlagzeilen ausmachen. Die Situation ist schlicht und einfach frustrierend, da wir davon ausgehen, dass ohne diesen Einfluss die Märkte höher ausgefallen wären bzw. ausfallen würden. Es stellt sich somit die Frage nach dem Warum.

Allgemeine Marktsituation

Nimmt man die Vogelperspektive ein, so spricht, zumindest kurz- bis mittelfristig, doch vieles für die Aktienmärkte:

- **Positive Gewinnentwicklung auf Unternehmensebene:**

Gemäss Thomson Reuters konnten in den USA per Q1 2018 die S&P 500 Unternehmen ihre Gewinne um 23.8% steigern. Auch in der Schweiz und in Deutschland vermochten die SPI bzw. DAX Composite Unternehmen ihre Gewinne im selben Zeitraum um 17.8% bzw. 4.2% zu steigern. Die Erwartungen für das restliche Jahr sind weiterhin positiv.

- **Grundsätzlich positive Konjunktorentwicklung:**

Trotz zuletzt schwächerer Daten, v.a. in Europa, bleibt der Ausblick positiv. Gemäss OECD (Bericht per Mai 2018) soll die Weltwirtschaft 2018 um 3.8% und 2019 um 3.9% wachsen und damit höher als noch 2017 erwartet (vgl. Newsletter Januar 2018). Dabei ist es zentral, dass diese Erwartungen einigermaßen erfüllt werden, um den häufig beschriebenen Übergang von zinsgetriebenen Märkten hin zu solchen, die von ansteigenden Gewinnen profitieren, sicherzustellen. Monetäre Normalisierung und konjunkturelle Schwächung passen schlicht und einfach nicht zusammen! Die vielzitierten Einkaufsmanagerindizes der Industrie (PMI) scheinen dies zu bestätigen und befinden sich für die Hauptmärkte (USA, EU, CH, China), trotz leichter Abschwächung, immer noch komfortabel über 50, was Wachstum signalisiert. Auch Anzeichen einer bevorstehenden Rezession (z.B. inverse Zinskurve) sind zurzeit nicht auszumachen.

- **Geldpolitik global gesehen immer noch akkomodativ:**

Die geldpolitische Normalisierung ist zwar "gestartet", verbleibt aber insgesamt gesehen unterstützend. Die FED hält an ihren Zinserhöhungen und dem langsamen Bilanzabbau fest, was jedoch im Einklang steht mit ihrer ökonomischen Erwartung und der derzeitigen wirtschaftlichen Realität. Die EZB wird ihr Anleihenkaufprogramm per Ende 2018 beenden, wobei das Zinsniveau noch lange auf seinem Rekordniveau verbleiben soll. Dementsprechend behält auch die SNB ihren Kurs bei und China unterstützt weiterhin durch gezielte Liquiditätszufuhr (z.B. Senkung der Mindestreserven).

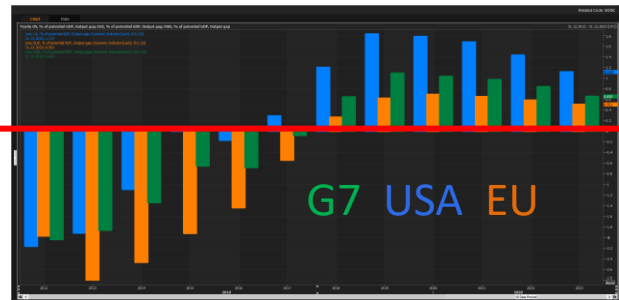
- **Technischer Trend immer noch intakt:**

Der mittelfristige Trend ist, trotz des mahnenden, aber noch nicht negativen langfristigen Bildes, weiterhin intakt. Typische Anzeichen einer Trendumkehr (wie Ablöseverhalten von Nachfrage zu Angebot, stark zunehmende Titelselektivität, divergierende Trendindikatoren, euphorische Stimmungslage etc.) sind jedenfalls (noch) nicht festzustellen.

- **Praktisch keine Alternativen:**

Die Bewertungen bleiben zwar hoch, aber eben nicht relativ. Letzteres gilt insbesondere für Europa und die Schweiz (weniger für die USA). Der SPI weist eine Dividendenrendite von rund 3.2% aus, also deutlich höher als die Null- oder negative Verzinsung der hiesigen Anleihen, welche zudem noch entsprechende, nicht zu unterschätzende Kursgefahren (bei steigenden Zinsen) aufweisen. Kommt hinzu, dass eine praktisch renditelose Anleihe mit einer Verzinsung von 0.5% ein KGV von 200 impliziert, was deutlich über der Aktienbewertung liegt. Immobilien weisen, solange die Zinsen in Europa und in der Schweiz auf diesem Niveau verbleiben, noch keine akute Gefahr auf. Steigen diese jedoch weiterhin an, dürfte die Kaufneigung gebremst werden. Werden Aktien also verkauft, ist eine Neuanlage sehr schwierig.

Blenden wir das Risiko eines harten Handelskrieges aus, dann sehen wir das grösste Risiko weiterhin darin, dass die Geldpolitik global zu wenig restriktiv ist (bzw. die Inflation unterschätzt wird), was sich anhand der Entwicklung der Produktionslücke (IMF Daten, = BIP – maximales Produktionspotential) zeigt:



Wir geben zu, dass die Graphik ziemlich klein ist, jedoch gross genug für die kommenden Schlussfolgerungen (vgl. Newsletter Januar und April 2018). Die Produktionslücke ist schliesslich näherungsweise geschätzt und damit nicht in Stein gemeisselt, weswegen aus unserer Sicht nur dessen Richtung entscheidend ist. Das IMF errechnet (die OECD kommt auf denselben Schluss), dass sich die Produktionslücke der G7 Staaten (zurzeit noch mit USA) bereits ab 2018 positiv und damit die Wirtschaft über Potential entwickeln wird. Eine positive Lücke 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. Wie im Januar beschrieben, würde sich dies auch in einer inversen Zinskurve niederschlagen, welche auf eine kommende Rezession hindeuten würde.

Dieser Befund deckt sich in etwa mit den PMIs der letzten Monate, welche in den Hauptmärkten einen deutlichen Anstieg der Lieferengpässe und der Einkaufspreise aufzeigen. Beides Zeichen von Knappheit, welche, sofern die Produktion nicht ausgeweitet wird (mehr Investitionen), zu einer höheren Nachfrageinflation führen wird. Ein Problem, welches (ohne Handelskrieg) 2019 auftreten könnte und damit genauestens verfolgt werden muss. Dies ist übrigens auch eines der Gründe weswegen sich Gold und Silber in den Depots befinden. Anzumerken ist, dass nur wenige Anleger sich für den Fall eines Inflationsanstiegs positioniert haben.

Überlegungen Handelskrieg

Nun ist es aber so, dass ein "harter" Handelskrieg dem entgegenwirken könnte, da hiermit die Konjunktur wieder gedämpft würde. Dies lehrt uns die Geschichte. Auch würden vermutlich die Zentralbanken ihren Normalisierungspfad (konjunkturentsprechend) aufgeben müssen (sonst droht die Gefahr zu restriktiv zu sein).

Die Auswirkungen eines eskalierenden Streits

sind jedoch keineswegs sicher, weswegen wir vorsichtig und auffallend oft das Wort "könnte" verwenden. So ist es beispielsweise möglich, dass das einseitige Vorgehen von Trump für Europa in China Türen öffnet (erste Annäherungsgespräche laufen bereits), was wiederum den Effekt schmälern könnte und für Europa sehr positiv wäre. Auch ist es möglich, dass Europa und USA gemeinsam China zu einem Umlenken zwingen, was deren zu Recht kritisierte wirtschaftspolitische Praktiken anbetrifft. Dazu zählen z.B. der Zwang technologisches Wissen auszuhändigen oder ausgeprägte industrielle Subventionen. Sie erkennen, dass der Begriff Handelskrieg verschiedene Definitionen zulässt, da die Wirkung stark davon anhängig ist, wer sich mit wem wofür streitet und wie reagiert. Und letzten Endes ist es auch denkbar, dass die von Trump gewählte Erpressungs-Taktik sogar erfolgreich ist, d.h. die gegenüber den USA geltenden höheren Tarife würden gesenkt werden, was positiv wäre.

Welchen Ausgang die derzeitigen Diskussionen nehmen werden, können wir nicht voraussagen. Dazu tragen auch die sich immer wieder ändernden Aussagen aller Beteiligten bei, die von "es wird nicht nachgegeben" bis zu "in diesem Falle würden wir uns flexibel zeigen" reichen, wie am Streit rund um die deutschen Autobauer zu erkennen ist. Wir wissen nur, dass, wie im April ausgeführt, der Diskontmechanismus der Märkte zu einer viel stärkeren Reaktion (auf globaler Ebene) geführt hätte, wenn der Markt diesem Damoklesschwert eine hohe Wahrscheinlichkeit für zukünftig bedeutende Schäden zuordnen würde. Feuer können sich jedoch schnell ausbreiten, womit allen Ausgängen Rechnung getragen werden muss. Einerseits darf die Möglichkeit einer Einigung bzw. Lösung im drohenden Handelskonflikt nicht ausgeblendet werden, da das eigentliche Marktumfeld (vgl. oben) positiv wäre, andererseits muss die Gefahr sehr genau verfolgt werden. Was dies für die Portfolios bedeutet, kann dem Fazit entnommen werden.

Bevor wir uns verabschieden, möchten wir noch eine kleine Anmerkung zum Italien-Problem von uns geben, welches zuletzt wieder etwas aus den Schlagzeilen gerückt ist, aber im Falle eines effektiv stark konjunkturendämmenden, harten Handelskrieges schnell wieder aufkeimen könnte. Ein Realzins (2017 bei 2.4% gemäss Weltbank) über dem erwarteten realwirtschaftlichen Wachstum von 1.4% 2018 zeigt, dass die Geldpolitik der EZB für Italien eigentlich zu restriktiv ist und

damit die Investitionen in Realkapital unrentabel sind. Zusammen mit dem für Italien zu starken EUR ist es daher nicht unrealistisch anzunehmen, dass im Falle eines zusätzlich (politisch) abgeschwächten Welthandels eine Rezession in Italien droht. Dies würde den Schuldenberg vergrössern und die Probleme rund um die notleidenden Bankenkredite verstärken. Wie Europa dies lösen und stemmen will ist uns ein Rätsel. Noch ist es aber nicht soweit.

Fazit

Das gegenwärtige Marktumfeld wäre eigentlich positiv und sollte, zumindest mittelfristig, für Rückenwind sorgen. Dennoch drücken politische Machtkämpfe in Form eines möglichen Handelskriegs auf die Stimmung und drohen aus Rücken- mögliche Gegenwinde zu formen. In welcher Art und Weise dies erfolgen wird, ist höchst unklar: Während sowohl eine Einigung als auch eine Eskalation möglich sind, wird es bei letzterer sehr wichtig sein genau zu analysieren in welchem Ausmass diese erfolgt, bevor voreilige Rückschlüsse und Verkaufsaktionen getroffen werden. Schliesslich beginnt auch wieder die unternehmerische Berichterstattung, wobei die positiven Erwartungen erstens ablenken müssten und zweitens – sofern diese erreicht werden – die Börsenstimmung wieder verbessern dürften.

Für uns bedeutet dies alles wieder einmal anlagepolitisch flexibel und für alle Ausgänge gewappnet zu sein. Dies widerspiegelt sich in den Portfoliostrukturen indem wir weiterhin auf Diversifikation (Verteilung der Risiken), Dividenden (Sicherheit) und Handelbarkeit (schnelle Reaktionsfähigkeit) setzen. Zudem halten wir weiterhin an Energie-Titeln, welche zurzeit entgegenwirken, und Edelmetallen fest. Letztere bieten Schutz vor geopolitischen Risiken sowie Inflation (vgl. Produktionslücke) und sollten, falls der Handelskrieg eskaliert, von vermutlich ausbleibenden Zinserhöhungen profitieren. Zudem werden Schwankungen weiterhin gezielt genutzt, um das Risiko in den Portfolios zu reduzieren.

Im Wissen, dass sich unsere an dieser Stelle immer aufgeführten Zitate grösster Beliebtheit erfreuen, möchten wir Sie auch dieses Mal nicht enttäuschen. Während so viele Zitate passen würden, welche wir in der Vergangenheit verwendet haben, verabschieden wir uns mit den weisen Worten von Mr. Partridge, einem Börsenhändler, welcher aufgrund seiner Gewieftheit oft "Old Turkey" genannt wurde, aus *Reminiscences of a Stock Operator* von Edwin Lefèvre (1923): "What do you think I ought to do? Old Turkey would cock his head to one side, contemplate his fellow customer with a fatherly smile, and finally, he would say very impressively: "Well, this is a bull market, you know!" as though giving a priceless talisman wrapped up in a million-dollar accident insurance policy." In diesem Sinne sollte man nicht allzu schnell alles auf den Kopf stellen, was aber nicht heisst, dass man sich nicht vorbereiten sollte, um im Extremfall schnell reagieren zu können.

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.