

Newsletter

April 2016

Q1 2016

Sehr geehrte Damen und Herren

Wir hoffen, dass Sie ein schönes Osterfest verbracht haben und dass der Osterhase Sie reich mit Schokolade und Süssigkeiten beschenkt hat!

Organisatorisch gibt es derzeit nichts zu vermelden, womit wir uns sogleich dem **Marktkommentar** widmen. Da sich fundamental, ökonomisch und technisch nicht viel geändert hat seit unserem letzten Newsletter, halten wir diesen diesmal bewusst etwas kürzer.

Neu eingeführt ist die untenstehende Ampel, welche viele von Ihnen von unseren Präsentationen kennen und Ihnen den unteren Sachverhalt kurz zusammenfassen soll:



Monetäre Ampel: Für die Märkte günstige Situation

Ökonomische Ampel: Stagnation bzw. "nur" leichtes Wachstum, aber auch keine Rezession in Sicht

Technische Ampel: Langfristig schwieriges Bild, mittelfristig positive Signale

Monetäre Situation

Wie der Osterhase, der über Ostern sein Versteck verlässt und Kinder mit Süssigkeiten überhäuft, haben auch die Notenbanken ihren Weg zurück aufs Parkett gefunden und "überhäufen" die Märkte mit noch mehr Liquidität. In **Europa** hat die EZB sowohl ihr monatliches Anleihekaufprogramm auf EUR 80 Mrd. (von zuvor EUR 60 Mrd.) wie auch den negativen Einlagenzins auf -0.40% (zuvor -0.30%) erhöht. Zudem soll das Programm, falls nötig, länger laufen als bis März 2017 und zwar so lange bis eine Inflation von nahe 2% erreicht wird. In den **USA** hat die FED bekanntlich den Zins im März auf 0.25% bis 0.5%

belassen und ihre Prognose für Ende 2016 von 1.4% auf 0.9% herabgesetzt, was das Gegenteil von bremsend ist. Zudem kauft sie wieder im Umfang von rund USD 20 Mrd. pro Monat Anleihen, um die Rückzahlung bestehender Anleihen zu kompensieren. **Japan** hat neben seinem bereits häufig erwähnten massiven monetären Eingriff nun auch noch einen negativen Einlagenzins von -0.10% eingeführt. Die für die Aktienmärkte sehr positive globale monetäre Situation dürfte also in absehbarer Zeit nicht beeinträchtigt werden.

Inwiefern diese Massnahmen mittel- bis langfristig die gewünschte Wirkung entfalten werden, steht auf einem anderen Blatt geschrieben. Das Grundproblem, und dies betrifft in erster Linie Europa und Japan, ist, dass der monetäre Wahnsinn den Anreiz wichtiger struktureller Reformen zunichtemacht. Das in letzter Zeit viel kritisierte China hat dies zumindest begriffen. Zhou Xiaochuan (Chinas Notenbankchef) machte deutlich, dass Geldpolitik Grenzen hat und strukturelle Reformen deshalb unumgänglich seien, um die Wirtschaft nachhaltig zu stärken. In Europa und Japan scheint man eher eine Politik des Aufschiebens zu verfolgen.

Ebenfalls fragwürdig ist die gewählte Politik der Negativzinsen (Eurozone, Schweiz, Dänemark, Schweden, Japan). Wie sollen die Kreditinstitute die politisch gewünschte verstärkte Kreditvergabe gewährleisten, wenn gleichzeitig der Negativzins ihre Ertragskraft stark schmälert? Wenn die Banken den Negativzins zudem weitergeben, verteuern sich sogar die Kredite. An den volkswirtschaftlichen Fakultäten der Universitäten lernen die Studenten, dass die Banken der Motor der Wirtschaft sind, welche durch Kreditvergabe den Investitionsprozess und damit die Wirtschaft beleben. Nun scheint man zu glauben, dass eine durch Negativzinsen (und Überregulierung) geschmälerte Ertragskraft der Banken eine erhöhte Kreditvergabe und damit einen konjunkturellen Impuls bewirkt. Für Platon und dessen Schüler Aristoteles war das Staunen der Beginn der Philosophie. Offensichtlich haben wir keine andere Wahl und werden jetzt zu Philosophen.

In der Eurozone gestaltet sich die Situation etwas weitgehender, da die EZB den Banken Kredite zum Nulltarif vergibt und ihnen zudem eine Gutschrift in Höhe des Negativzinses gewährt, wenn Sie diese wiederum zum Nulltarif weitergeben. Davon profitiert in erster Linie das italienische Bankensystem mit EUR 360 Mrd. an notleidenden Krediten (ca. 20% der Wirtschaftsleistung des Landes). Dies ist keine gesunde Umverteilung und fördert politische Entwicklungen à la Brexit.

Man kann nur hoffen, dass letzten Endes die monetären Bemühungen die gewünschte, noch bremsbare Inflation von rund 2% bewirken, da ansonsten ein über zu viel billigem Kredit gefördertes Überangebot zu einer gefährlichen Deflation führen kann.

Dies ist jedoch Zukunftsmusik. Für den Moment profitieren wir von einer ansteigenden globalen Liquidität. Wichtig ist, dass die globale monetäre Entwicklung wieder im Einklang steht, nachdem die FED im Ton wieder akkomodativer geworden ist und die Zinserwartungen gesenkt hat. Damit hat sich die für die Märkte wichtige monetäre Verfassung wieder stark verbessert. Ein monetärer Krieg zwischen einer bremsenden USA und einer expansiven restlichen Welt ist damit zurzeit nicht mehr zu erwarten.

Ökonomische Situation

Dass sich die globale Konjunktur in einer Sackgasse befindet, aber von einer Rezession nicht auszugehen ist, haben wir schon in unserem Newsletter in Januar 2016 beschrieben. Wir nutzen daher diesen Abschnitt dazu, Sie auf die zunehmende Bedeutung der Währungen als Börseneinflussfaktor aufmerksam zu machen. Es ist deutlich zu beobachten, dass Börsen mit schwacher Währungsentwicklung steigen (z.B. China und USA seit ihren Tiefs im Januar/Februar), während diejenigen mit aufgewerteter Währung (Schweiz, Europa, Japan) stark hinterher hinken. Die Währungsentwicklung ist damit zusammen mit der monetären Entwicklung der wichtigste Börsenfaktor. Während die Gewinnentwicklung der Unternehmen aufgrund der konjunkturellen Schwäche volatil und schwach bleiben dürfte, können die Gewinne über eine schwache Heimwährung und einem damit positiven Translationseffekt (Umrechnung der Auslandsgewinne) massgeblich beeinflusst werden. Dies dürfte auch der Grund sein, wieso die US-Börsen nicht weit entfernt sind von ihren Hochs. Immerhin erwirtschaften rund 40% der S&P 500

Unternehmungen ihre Gewinne im Ausland.

In der Abschlusserklärung des kürzlich abgehaltenen G20-Finanzministertreffens in Shanghai hiess es, dass man enger in der Währungspolitik zusammenarbeiten und sich keinen Abwertungswettbewerb liefern wolle. Dies spricht für mehr Stabilität, jedoch darf man nicht vergessen, dass Währungen heute unberechenbarer geworden sind, weil die fundamentalen Einflussfaktoren (v.a. Handelsbilanz) vor dem Hintergrund der monetären Manipulationen in den Hintergrund geraten sind. Selbst Zentralbanken können nur versuchen einen Einfluss auszuüben, eine Garantie gibt es jedoch nicht. Hohe Barbestände und/oder die Refinanzierung am Kapitalmarkt zu sehr niedrigen Zinsen führen dazu, dass europäische und japanische Unternehmen weniger Bankkredite nachfragen, womit der schwache konjunkturelle Aufschwung gebremst wird. Dadurch sinken die Importe und die Handelsbilanz verbessert sich, was währungsaufwertend ist. Deshalb haben sich EUR und JPY gegenüber USD aufgewertet. Allerdings sollte der extreme monetäre Eingriff der EZB eine weitere Euro-Aufwertung verhindern, so dass tendenziell mit einer Weiterführung des EUR/USD-Trendkanals zwischen rund 1.05 und 1.15 gerechnet werden kann. Der Schweizer Franken sollte durch die Eingriffe der Nationalbank gegenüber EUR einigermaßen stabil bleiben (zw. 1.07 und 1.11). Auch die aktuelle Aufwertung gegenüber USD sollte sich abschwächen und um die Parität schwanken. Mehr verrät uns die Kristallkugel nicht.

Fehlt noch ein Nachtrag zur konjunkturellen Entwicklung in Europa. Während der zuletzt starke EUR die Exporte etwas dämpfen dürfte, sollten die Binnenmarkimpulse, schon alleine durch den niedrigen Ölpreis (im Gegensatz zum Förderland USA) und die niedrigen Zinsen, mehr als nur dagegen steuern, womit eher konjunkturelle Überraschungen möglich sind. Dies wird durch die negativen Zinsen unterstützt, weil dadurch das Sparen entfällt. Aber, wir weisen wieder darauf hin, dass diese Politik gefährlich ist, da eine geringe Sparquote auch bedeutet, dass weniger Kapital für zukunftsichernde Investitionen zur Verfügung steht.

Technische Situation

Die Lage bleibt nach wie vor schwierig zu beurteilen. Auf der einen Seite bleibt die technische Deterioration des Marktes, d.h. die Anzahl der Titel, welche sich in einem individuellen Bären-

markt (Kurszerfall von mind. 20%) befinden, selbst im vom schwachen Dollar angetriebenen NYSE Composite Index, trotz leichter Besserung, hoch. Zudem zeichnet das langfristig technische Bild eine bedrohliche Situation, doch dies kann noch sehr lange dauern. Auf der anderen Seite, ist besonders mittelfristig das technische Bild gut und liefert sogar Kaufsignale. Auch gilt es zu bedenken, dass i.d.R. ein Bullen-Markt an Euphorie stirbt und nicht, wenn von allen Seiten mit Angst das Ende erwartet wird. Von grenzenloser Euphorie ist jedenfalls im Moment nichts zu spüren. Kurzfristig befinden wir uns tendenziell in einer überverkauften Situation, womit leichte Rückschläge zu erwarten sind. Technisch muss also die Lage weiterhin genauestens verfolgt werden, insbesondere die genannte technische Deterioration. Zurzeit liefert diese aber noch keinen Grund die gewählte Strategie über Bord zu werfen.

Anlagen

Auch hier hat sich nichts verändert. Die Verzinsung von Anleihen befindet sich entweder in einer Seitwärtsbewegung auf sehr tiefem Niveau oder ist weiterhin sinkend. Selbst Hochrisiko-Anleihen bieten im Verhältnis zu Ihrer Bonität unbefriedigende Renditen. Wie in unserem Newsletter im Januar detailliert beschrieben, ist das Umfeld prinzipiell Anleihen-freundlich, die Risiken, die aber dahinter stehen, sind enorm. Wir können Sie nur dazu ermuntern, die entsprechende Passage (S. 3, Newsletter Januar 2016) nochmals zu lesen. Auf eine baldige Baisse zu setzen wäre dennoch verfrüht, weil die konjunkturelle Lage in Europa und Japan keine Zinssteigerungen zulässt und nun auch die USA etwas zurückgerudert sind. Auch die Geldmarktsätze befinden sich auf historischen Tiefs.

Nebst den monetären Eingriffen sind dies alles Faktoren die positiv für die Aktienmärkte sind, erstens weil Dividendenrenditen (3% bis 6%) bedeutend höher als die Null- oder Negativverzinsung der Anleihen sind und zweitens weil der Aktienkurs i.P. durch das Abdiskontieren zukünftiger Gewinne ermittelt wird, d.h. je niedriger der Zins, desto höher der Kurs. Auch wenn das konjunkturelle Umfeld schwach ist, spricht nichts dafür, dass die Gewinnentwicklung so schlecht ist, dass der Zinseffekt zunichte gemacht werden würde. Im Prinzip gilt, dass solange die extreme monetäre Politik anhält, es keine Rolle spielt, dass Aktien im Verhältnis zu Gewinn und Substanzwert, unter normalen Gesichtspunkten

teuer sind. Historisch gesehen ist der Einfluss der Zinsen und der Liquidität höher als derjenige der Gewinne. Dass Aktien im Vergleich zu Anleihen nach wie vor stark unterbewertet sind, zeigt sich z.B. am Ölpreis, der binnen 1 ½ Monate von seinem Februar-Tief um rund 45% angestiegen ist. Dies ist auch an den Preisen für Unternehmensübernahmen erkennbar, welche deutlich höher lagen als der Börsenkurs (vgl. u.a. Syngenta und Gategroup).

Fazit

Wie im Januar beschrieben, nutzen wir Avancen um Risiko zu reduzieren, Aktien bleiben aber die favorisierte und alternativlose Anlageform.

Wenn auch zur Zeit mittlere und klein kapitalisierte Gesellschaften die besseren Renditen abwerfen, so legen wir das Schwergewicht dennoch auf grosskapitalisierte, dividendenstarke Unternehmen, welche i.d.R. aufgrund ihrer Kapitalstärke zuletzt verkauft werden und eine hohe Marktliquidität aufweisen. Gerade Substanztitel ("Value Stocks"), welche in den vergangenen Monaten stark unter Druck waren, dürften vor dem Hintergrund bilanzieller Stärke profitieren. Dies würde mit dem beschriebenen "Deteriorationsprozess" zusammenpassen. Es ist schon erstaunlich, dass man in der Schweiz die unternehmerischen Fortschritte der letzten drei Jahre dieser Gesellschaften (vgl. SMI) praktisch umsonst bekommt.

Vor dem Hintergrund, dass die anhaltende Politik der Notenbanken nur eine Problemverschiebung ist, dürfte Gold langfristig wieder interessanter werden. Auch die bevorstehenden Wahlen in Grossbritannien ("Brexit", 23.06.2016) könnten Gold einen Auftrieb geben. Das nicht ganz unmögliche Ausscheiden des zweitgrössten Nettozahlers Europas könnte für Europa zu erheblichen Problemen (schon alleine durch Ansteckungsgefahr) führen. Andererseits könnten sich langfristig auch Vorteile ergeben und zwar dann, wenn man sich weg von diesem zentralgesteuerten und marktwirtschaftsfeindlichen Beamtenstaat, hin zu einem schlankeren Gebilde entwickelt mit mehr Autonomie der Einzelstaaten. Die Zukunft wird darüber entscheiden.

Im Wissen, dass das medial oft propagierte Ende genauso unsicher ist wie der zur Zeit so gescholtene Anfang, verabschieden wir uns mit den weisen Worten von Benjamin Franklin aus dem Jahre 1789: "In this world nothing can be said to be certain, except death and taxes".

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.