

Newsletter

April 2017

Q1 2017

Sehr geehrte Leserinnen und Leser

Wir hoffen, dass Sie schöne Ostern verbracht haben! Natürlich hat der Osterhase auch uns wieder besucht und uns die seit Weihnachten mühselig abgearbeiteten Pfunde wie von magischer Hand zurückgeschenkt! Dabei haben wir uns doch strikte an Juvenal's weise Worte gehalten, uns aber scheinbar mehr auf das "mens sana" anstelle des "in corpore sano" fokussiert...Das darf auch mal so sein!

Organisatorisch hat sich in den letzten drei Monaten nicht viel getan, ausser, dass wir jetzt per Internettelefonie mit Ihnen kommunizieren, womit wir uns sogleich dem **Marktkommentar** widmen.

Seit unserem letzten, zugegebenermassen sehr ausführlichen Bericht, hat sich nicht viel geändert, womit unsere Ampel mit Ausnahme kleiner Anpassungen weitgehend unverändert bestehen bleibt:



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

Ökonomische Ampel: Konjunkturell positive Signale, aber viele politische Unsicherheiten

Technische Ampel: Korrektur in Sicht, aber keine Verkaufssignale; langfristig schwieriges Bild

Noch immer gilt, dass die Märkte sich seit Mitte/Ende 2016 weniger mit monetären als mit politischen Aspekten befassen. So stehen insbesondere die Wahlen in Europa (Frankreich, Deutschland und neu auch England) und Trump's Wahlversprechen (Obamacare, Infrastruktur, Steuern, Deregulierung, Importzölle) im Zentrum jeglichen Interesses. Wie häufig berichtet, befinden wir uns in einer Übergangsphase von zinsgetriebenen hin zu fiskalpolitisch (Infrastruktur-

turausgaben, Steuersenkungen etc.) getriebenen Märkten bzw. solchen, die von steigenden Unternehmensgewinnen profitieren sollten. Verbessert sich die Konjunktur, was im Moment auf internationaler Ebene schrittweise der Fall ist, rücken monetäre Entscheidungen in den Hintergrund. Dies gilt jedoch nur so lange, wie die konjunkturelle Entwicklung bzw. die Unternehmensgewinne den Erwartungen entsprechen. Werden diese enttäuscht, rücken monetäre Faktoren sehr schnell wieder in den Mittelpunkt mit entsprechenden Reaktionen an den Märkten. Bekanntermassen passen sich die Fakten selten den Erwartungen an und diese sind zurzeit sehr hoch gesteckt.

Entsprechend stellt sich die Frage, was sich an der monetären und konjunkturellen Situation seit unserem letzten Bericht geändert hat und was wir im Auge behalten sollten.

Monetäre Situation (und Devisen)

Bevor wir nun unseren Gedankengängen freien Lauf lassen, sollte festgehalten werden, dass sich an der Politik der EZB bisher nichts geändert hat (ab April monatliches Anleihen-Kaufprogramm von EUR 60 Mrd. bis Ende 2017). Änderungen gab es nur seitens der **FED**.

Weniger wichtig dabei sind die Anhebung des Zielbandes für den Leitzins um 25 Basispunkte auf 0.75% bis 1%, was als Vertrauensvotum für die US-Wirtschaft taxiert wurde, sowie die geringfügige Anpassung der Prognosen. Erwartet werden 2017 übrigens immer noch zwei weitere Zinsschritte, womit das Zinsumfeld weiterhin als nicht restriktiv bezeichnet werden kann.

Wichtiger erscheint uns die zuletzt angekündigte "Entblähung" ihrer Bilanz, welche gemäss Protokoll "im weiteren Verlauf des Jahres wahrscheinlich angemessen sein werde". In der Bilanzsumme von USD 4.5 Bio. befinden sich per Ende März rund USD 2.5 Bio. an Staatsanleihen (vgl. Newsletter Okt. 2016) und USD 1.8 Bio. an hypothekarisch gesicherten Wertpapieren (MBS). Durch die Reinvestition auslaufender

Fälligkeiten wurden diese Beträge ab Ende 2014 stabil gehalten. Eine Verkürzung der Bilanz (keine weitere Reinvestition) kommt, gerade aufgrund dieser immensen Grösse, einer Zinserhöhung gleich. Angemerkt sei, dass die FED die Änderung ihrer Reinvestitionspolitik in Abhängigkeit der wirtschaftlichen Entwicklung stellt.

Während dies im Markt kaum auf Interesse gestossen ist (aufgrund der konjunkturellen Erwartungen), besteht durchaus die Gefahr, dass die monetäre Politik in den USA sich auf Kollisionskurs mit den hohen Erwartungen an Trump's Massnahmenkatalog befindet. Enttäuscht dieser zeitlich und/oder inhaltlich, rückt das Geldpolitische wieder ins Zentrum, was nichts Gutes erahnen lässt (steigende Zinsen ohne Zunahme der Konjunktur?). Wir möchten darauf hinweisen, dass die Märkte Trump die hinausgeschobene Reform von Obamacare verziehen haben. Was geschieht jedoch, wenn z.B. das Steuerpaket verschoben wird oder Trump eine weitere Niederlage einstecken muss? Diese Frage muss gestellt werden. So nachsichtig werden die Märkte vermutlich nicht mehr sein.

Was Europa anbetrifft, so hat sich zwar die Politik der **EZB** nicht geändert, es erscheint jedoch nicht unrealistisch, dass sich die monetäre Situation der Eurozone an einem Wendepunkt befindet. Die ökonomischen Daten waren in den vergangenen Wochen vielversprechend. Auch die Jahresinflation (gemessen am Verbraucherpreisindex) liegt per Februar bei 2% (Kerninflation bei 1%). Zudem darf nicht vergessen werden, dass Europa den höchsten Leistungsbilanzüberschuss der Welt hat. Es ist also durchaus realistisch anzunehmen, dass die EZB die Politik der Negativzinsen noch 2017 aufgibt bzw. damit beginnt, die Anleihenkäufe zurückzufahren ("Tapering"). Allerdings ist mit den bevorstehenden Wahlen (Frankreich, Deutschland) nicht davon auszugehen, dass dies vor September erfolgen wird. Auch ist nicht anzunehmen, dass die EZB die kurzfristigen Zinsen erhöht, bevor sie mit dem "Tapering" beginnt. Eine Zinserhöhung würde einen stärkeren EUR bedeuten, die Inflation unter Druck bringen und nicht zuletzt würde eine unerwünschte Verschärfung der Finanzierungsbedingungen den gegenwärtig herrschenden positiven ökonomischen Impuls abwürgen. Des Weiteren hat Mario Draghi festgehalten, dass bisher kein Inflationsdruck zu beobachten sei und damit die Teuerung (auch aufgrund der bisher verhaltenen Lohnsteigerungen) kein Grund sei, die Politik zu ändern (nur wenn dieser Prozess selbsttragend sei). Eile

scheint damit nicht zu herrschen.

Während auf internationaler Ebene keine monetäre Bremsung, ausser der (noch) leichten Bremsung in den USA, stattfindet und damit monetär noch nichts für eine Umkehr des Bullen-Marktes spricht, muss diese Entwicklung aus den genannten Gründen genauestens verfolgt werden.

Was das Währungspaar USD/EUR anbetrifft, so lässt der obige Sachverhalt vermuten, dass bis September der Zinsunterschied noch für den USD sprechen und dieser anschliessend an Bedeutung verlieren sollte. Dies gilt umso mehr, sollte sich der Ausblick für das globale Wachstum verbessern. Die Kursbewegung der letzten Monate scheint dies vorwegzunehmen. ABER (bewusst gross geschrieben) ein erwartungsgerechtes Fiskalprogramm (Steuern, Investitionen), die viel diskutierte Border-Tax (gehandelt werden Steuereinnahmen im dreistelligen Milliardenbereich; sinkende Importe = bessere Handelsbilanz) sowie die vom FED angedeutete "Entblähung" ihrer Bilanz (Senkung der Geldmenge) würden den USD wieder bzw. darüber hinaus stärken. Die Kursentwicklung als möglicher Vorreiter rückt damit weiter ins Zentrum unseres Interesses.

Noch ein Wort zur **Schweiz**: Während der EUR gegenüber dem USD an Terrain gewinnt, ist die Entwicklung gegenüber CHF seit dem Hoch 2016 von fast 1.12 rückläufig und wieder unter 1.07 per Mitte April. Technisch entspricht dies einer Situation mit sukzessiv tieferen Hochs und Tiefs, also einem klassischen Abwärtstrend. Bei rund 1.0680 schien die **SNB** bis Januar 2017 einzugreifen, d.h. sie verkaufte Schweizer Franken und kaufte dafür Euros, um eine weitere Aufwertung zu verhindern. Gleichzeitig schienen die Attacken auf diese Grenze von einem immer tieferen Niveau aus zu folgen. Schliesslich wurde, wie eine Armee, die im Belagerungszustand ist und zeitnah von der überlegenen Streitkraft überrannt wird, diese Grenze fallen gelassen. Die SNB hat jedoch bei rund 1.064 zurückgeschlagen, womit wir uns wieder auf dem genannten Niveau von 1.0680 befinden. Wir erinnern uns alle daran was im Januar 2015 geschehen ist, als die SNB kapitulierte und die Unterstützung bei rund 1.2 fallen liess. Wir können nun nicht voraussehen, ob dies wieder der Fall sein wird. Sicher erscheint jedoch, dass sogenanntes informiertes Geld die Eurozone wieder einmal Richtung Schweiz verlässt. Auch dies liegt im Zentrum unseres Interesses. An Zinssteigerungen in der Schweiz ist, zumindest solange wie die Zinsen in der Eurozone tief bleiben, nicht zu den-

ken. Die Aussage von Frau Dr. Mächler (Mitglied des SNB Direktoriums), dass der Franken weiter stark überbewertet sei und rund 10% über seinem langfristigen Durchschnitt liege, bestätigt dies. Doch auch diese Politik fordert ihren Tribut. Während nämlich die SNB Euros kaufte, verwendete sie diese, um u.a. weltweit Aktien zu kaufen. Dadurch ist sie effektiv zu einem der weltgrössten "long-only" Hedge Fonds geworden. Kommt es nun zu einem grösseren Crash (was zurzeit nicht angezeigt ist), würden die eingefahrenen Verluste immens sein. An die Folgen eines solchen Szenarios ist nicht zu denken. Ein Grund mehr, die Situation genauestens zu verfolgen. Eine aufgrund der Umfragen realistische Niederlage von Marine Le Pen in Frankreich könnte dem entgegenwirken, die Wahlen in Italien (Frühjahr 2018?) hingegen bergen ein beträchtliches Risiko.

Ökonomische Situation

Wie bereits beschrieben, sind die konjunkturellen Erwartungen in den USA an Trumps Wahlversprechen enorm. Da nichts Weiteres diesbezüglich bekannt ist, möchten wir uns hier nicht wiederholen. Wir verbleiben mit dem Hinweis, dass die Erwartungen und die Realität nicht immer im Einklang stehen müssen. Das kann sowohl im Guten, wie auch im Schlechten enden. Vorsicht ist jedoch, wie zu anfangs erklärt, durchaus angezeigt.

Nicht auf Hoffnung beruhend ist hingegen die Tatsache, dass international ein Konjunkturaufschwung festzustellen ist. Dies widerspiegelt sich auch in den entsprechenden Indikatoren. Da sich seit unserem Bericht nichts Wesentliches geändert hat, halten wir den nachfolgenden Abschnitt bewusst kurz.

So ist der Einkaufsmanager-Index der Industrie in der Eurozone im März 2017 auf 56.2 (Vorjahreswert bei 51.6) angestiegen, was industrielles Wachstum widerspiegelt. Insbesondere wurden neue zyklische Hochs in den zukunftsweisenden Aufträgen erreicht. Das gleiche gilt für China mit einem Wert von 51.8 (Vorjahreswert 50.2). Selbst in Japan liegt der Wert von 52.4 (Vorjahr 49.1) über der Wachstumsgrenze von 50, was sich auch durch starkes Exportwachstum in Richtung China erklären lässt.

Allgemein verzeichnet ganz Asien einen augenfälligen Konjunkturaufschwung, begleitet durch eine starke Zunahme chinesischer Importe (im Jahresvergleich per Februar 2017 +38.1%!). Wie häufig von uns angemerkt, kann also die Situation

in China nicht so schlecht sein, wie medial immer wieder propagiert. Dies zeigt sich auch an der BIP Jahreswachstumsrate von 6.9% per Q1 2017. Korrekt ist, dass in China der volkswirtschaftlich so wichtige Binnenmarkt zu Lasten des nicht wirtschaftspolitisch beeinflussbaren Ausserhandels bewusst gestärkt wird (vgl. Newsletter Oktober 2015).

Auch in den USA liegt der Einkaufsmanager-Index der Industrie zwar mit 57.2 leicht tiefer als im Vormonat (57.7), jedoch immer noch deutlich höher als der Vorjahreswert von 51.8.

Insgesamt ist die Konjunktur also auf einem einigermaßen guten Pfad und sollte zusammen mit dem immer noch, auf globaler Ebene, lockeren monetären Umfeld die Börsen stützen. Allerdings, wir wiederholen uns leider wieder, steht die konjunkturelle Entwicklung auf dünnem Eis (vor dem Hintergrund der massiven monetären Massnahmen der letzten Jahre eher schwaches Wachstum) und braucht neben einem weiterhin monetären lockeren Umfeld auch fiskalpolitische Unterstützung, welche v.a. die Investitionen auf Unternehmensebene ankurbeln müsste. Nur dann kann bzw. darf eine langsame Normalisierung der Geldpolitik vorgenommen werden. Es gilt also weiterhin das Zusammenspiel dieser beiden Faktoren (Stichwort "Übergangsphase") genauestens zu verfolgen.

Unsere grössten Sorgen, nebst einer zu frühen geldpolitischen Bremsung, sind mögliche, nicht unrealistische Importzölle in den USA. Nicht unrealistisch, weil die angekündigten, aber noch nicht konkreten Steuersenkungen und Infrastrukturausgaben finanziert werden müssen. Dies kann und wird einerseits durch die (einmalige) Repatriierung von Firmengeldern im Ausland erfolgen sowie eben möglicherweise durch (dauerhafte) Importzölle. Das letzte Mal als 1930 unter Präsident Hoover Importsteuern in den USA eingeführt wurden, war die Weltwirtschaftskrise von 1933 die Folge. Eine Importsteuer sollte theoretisch über sinkende Importe und einer dadurch besseren Handelsbilanz zu einem stärkeren Dollar führen. Während dies keineswegs sicher ist, würde eine solche Aufwertung aber weltweit zu erheblichen Problemen führen. Sie erinnern sich (vgl. Newsletter April 2015), dass die Auslandschulden in USD (ausserhalb der USA) rund USD 10 Bio. betragen. Eine USD-Aufwertung würde zu einer Zunahme dieser Schulden in Lokalwährung führen. Dies war 1997/98 der Auslöser für die Asien-Krise. Auch wären internationale Gegenmassnahmen denkbar, welche wiederum den zuletzt

wieder angestiegenen Welthandel abwürgen würden.

Wie im Januar beschrieben, bleiben wir unserer optimistischen Natur treu und gehen davon aus, dass man sich auf rationaler Ebene finden wird. Dass solche Zölle gegenüber China für die USA nicht förderlich und dass eine Verteuerung der Konsumgüter nicht im Sinne Trumps Wähler wären, lassen dies zu.

Technische Situation / Anlagen

Auch an dieser Stelle hat sich seit unserer letzten Berichterstattung nicht viel geändert. Noch immer gehen wir vom Ende des 35-jährigen Anleihen-Bullenmarkts aus und noch immer favorisieren wir Aktien, v.a. aufgrund der relativen Bewertung (im Vergleich zu Zinsen und Anleihenrenditen). Auch hat sich unsere Meinung zu den Edelmetallen und Rohstoffen nicht geändert.

Technisch gesehen, weisen verschiedene Oszillatoren auf eine mittelfristig bis langfristig übergekaupte Situation hin, welche - passend zu der so oft gezeigten Saisonalität - auf eine etwas stärkere Korrektur hinweist. Verkaufssignale werden jedoch (noch) nicht angezeigt. Der mittelfristige Trend ist immer noch intakt. Langfristig ziehen vereinzelte dunkle Wolken übers Land und mahnen zur Vorsicht (Stichwort "Übergangsphase"), aber es fehlen entsprechende (technische) Bestätigungen. Gemäss Saisonalität könnte der Startpunkt einer solchen eher kurzfristigen Korrektur auf internationaler Ebene Anfangs/Mitte Mai/Juni sein. Als Auslöser kommen konjunkturelle Rückschläge, ungerechtfertigtes Bremsen seitens Zentralbanken oder Trumps Wahlversprechen in Frage. Auch die in den USA und teils in Europa zu beobachtende technische Deterioration (gemessen an der Anzahl der Titel die 20% oder mehr gegenüber ihrem 52-Wochenhoch verloren haben) mittlerer und kleiner Marktkapitalisierungen (d.h. dass solche Werte überproportional an Wert verloren haben) per Ende März könnte ein Vorbote für eine solche Korrektur sein. I.d.R. verkaufen Investoren zuerst kleinere Werte. Die Schweiz hält diesem Prozess, so wie immer in den letzten Jahren, noch stand. Auffällig ist jedoch, dass viele Fonds im Small- und Mid-Cap Segment ein sogenanntes Soft-Closing (d.h. keine neuen Investoren) verhängt haben. Dies ist i.d.R. dann der Fall, wenn sich diese aufgrund der geringeren Marktliquidität ihrer Anlagen auf eine Korrektur vorbereiten und befürchten, dass im Falle grosser

Rückgaben, diese nicht mehr sinnvoll bewältigen zu können. Die teilweise Illiquidität solcher Werte führt schliesslich dazu, dass im Fonds zuerst die liquiden, d.h. handelbaren Titel verkauft werden. Dies zum Nachteil der verbleibenden Investoren, welche auf den schwer handelbaren Titeln sitzen bleiben. Bei wenig gehandelten Titeln drücken grössere Verkäufe den Kurs zusätzlich nach unten.

Fazit

Solange technisch kein Verkaufssignal generiert wird, die Konjunktur eingermassen stabil verläuft und keine Rezession angezeigt sowie monetär nicht ungerechtfertigt gebremst wird, bleiben die Rahmenbedingungen für Aktien (mittelfristig) positiv.

Damit aus diesem Bullenmarkt ein säkularer Markt wird (vgl. Newsletter Oktober 2016), brauchen die Börsen Unternehmensgewinne (und damit Konjunktur und fiskalpolitische Unterstützung). Die Erwartungen der Analysten und damit der meisten Marktteilnehmer sind allgemein sehr hoch (Enttäuschungspotential?). Umso wichtiger ist es also, dass die konjunkturelle Erholung anhält, womit wir wieder bei der genannten Übergangsphase wären. Es wird also entscheidend sein, die Gewinnsituation der Unternehmen auf aggregierter Basis zu verfolgen. Auch wird darauf geachtet werden müssen, welcher Anteil des Gewinns auf Inflationsverzerrungen zurückzuführen ist. In der konventionellen Buchhaltung findet keine Adjustierung statt, welche die gestiegenen Kosten des Kapitalersatzes berücksichtigen. Inflation bläht den Umsatz auf, während Abschreibungen und die Herstellungskosten zu historischen Preisen abgezogen werden. Dies lässt die Gewinne grösser aussehen, als dass sie tatsächlich sind.

Wie so häufig lautet die Prämisse anlagepolitisch flexibel zu bleiben und schnell auf geänderte Rahmenbedingungen zu reagieren. Es gilt alle wirtschafts-, fiskal- und geldpolitischen Entscheidungen und Prozesse, welche das zurzeit vorherrschende Gleichgewicht zwischen Konjunktur (-erwartungen) und monetären Bedingungen aus dem Ruder bringen könnten, genauestens zu verfolgen und entsprechend zu berücksichtigen.

Im Wissen, dass sich die Fakten selten den Erwartungen anpassen, verabschieden wir uns mit den Worten von Mark Twain (amerikanischer Schriftsteller, 1835-1910): "Nicht das, was du nicht weisst, bringt dich in Schwierigkeiten, sondern das, was du sicher zu wissen glaubst, obwohl es gar nicht wahr ist."

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.