

Newsletter

April 2018

Q1 2018

Sehr geehrte Leserinnen und Leser

Wir hoffen, dass Sie alle durch den Osterhasen heimgesucht worden sind und Ihre Suche nach den zumindest für die Taille sündhaften Schätzen von Erfolg gekrönt war!

Da es **organisatorisch** keine Neuigkeiten gibt, widmen wir uns sogleich dem **Marktkommentar**, wobei unsere Ampel unverändert bleibt:



Monetäre Lage: Nach wie vor günstige Situation für die Märkte, aber es lauern Gefahren

Ökonomische Lage: Global synchron verlaufende Konjunkturerholung

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

Im Prinzip könnten wir unseren zugegebenermassen sehr ausführlichen Bericht im Januar ein zu eins übernehmen, weshalb der April Newsletter bewusst kurz gehalten wird. Es hat sich schlicht und einfach nichts an unserer Sichtweise geändert. Solange technisch kein mittel- bis langfristiges Verkaufssignal generiert wird (der Trend ist immer noch intakt), die Konjunktur weiterhin zulegt (erfolgt übrigens nicht ohne Schwankungen), was eine beginnende geldpolitische Normalisierung erlaubt, sowie keine "unerwartete" Inflation zu marktfeindlichen Massnahmen seitens Zentralbanken führt, verbleiben die mittelfristigen Aussichten, insbesondere für Aktien, intakt. Die grösste Gefahr liegt, wie im oben erwähnten Bericht beschrieben, in einer stärker als erwarteten Inflation als Folge einer sich schliessenden Produktionslücke.

Im Gegensatz zum Osterhasen, welcher für einen versöhnlichen Abschluss des ersten Quartals gesorgt hat, haben die Märkte nach dem Hoch Ende Januar vermehrt Ängste bei den

Investoren geschürt und bis zum Tief für Verluste von rund 10% an den Weltbörsen gesorgt. Was ist der Grund?

Marktsituation

Investoren werden durch Medien und dergleichen tagtäglich mit endlosen profanen Erklärungen bombardiert wieso Aktien, Obligationen, Währungen etc. sich bewegen und wieso (wieder einmal) das Ende des Bullenmarktes durch den Beginn eines Bärenmarktes besiegelt worden ist. Die Marktlogik wird dabei ausser Acht gelassen, schliesslich verkauft sich Angst besser als rationales Denken.

Lassen Sie uns entsprechend eines sogleich vorwegnehmen: Bullenmärkte sterben nicht aufgrund ihres Alters! Der Todesstoss kommt dann, wenn die Zentralbanken, in erster Linie die US-Notenbank (FED), beginnen, die Zügel deutlich anzuziehen (=Marktlogik). Dieser Zeitpunkt wird massgeblich durch eine (möglicherweise überraschende) Inflationsbeschleunigung bestimmt. Die Folge wäre eine inverse Zinskurve und letzten Endes eine Rezession. Ein durch Überhitzung (und folglich eine restriktivere FED) verursachtes Abklingen der konjunkturellen Erwartungen (und damit der Inflationserwartungen) könnte das lange Ende drücken, wobei das kurze Ende durch die restriktivere Geldpolitik höher liegen würde. Noch sind wir aber nicht so weit, womit es sich bei dieser Marktbewegung um eine "einfache" (durch passive und strukturierte Produkte verstärkte) Korrektur handelte.

Woran lag es also? Gründe gibt es viele! Separatistische Tendenzen in Europa (Spanien, Italien, UK), Handelskrieg USA/China, Überschuldung, Nordkorea, Stellvertretungskriege in Syrien und Jemen, Datensicherheit, Gefahrenherd USA/Iran, Russland, James Bond ähnliche Vergiftungen von Spionen etc. Während all diese Einflussfaktoren sicherlich ihre Berechtigung haben, werden diese medial abwechslungsweise missbraucht. Es ist also wichtig sich von diesen "Ursachen" nicht blenden zu lassen und über diese Verzerrungen hinweg zu sehen, auch wenn man diese durchaus ernst nehmen muss (ein Feuer kann sich schnell ausbreiten). Schliesslich gilt es anzumerken, dass

die Märkte nach vorne blicken (Diskontmechanismus von rund sechs Monaten). Dadurch wägen sie zu jedem Zeitpunkt die Wahrscheinlichkeit negativer Auswirkungen gewisser Ereignisse und Nachrichten auf die Kurse ab. Dies ist im Übrigen auch der Grund dafür, weshalb die Aktienmärkte zu den volkswirtschaftlichen Frühindikatoren zählen. Würden die Märkte also den oben erwähnten Ereignissen eine hohe Wahrscheinlichkeit für zukünftig bedeutende Schäden zuordnen, wäre die Reaktion stärker ausgefallen. Die Wahrheit ist, dass – zumindest sehen wir das aus den oben und unten genannten Gründen so – diese Korrektur als "simple" Reaktion auf technisch stark überkaufte und fundamental teils überbewertete Märkte (gewisse mehr als andere) sowie auf zu viel Optimismus zurück zu führen ist. Zu diesem Schluss zwingt uns die Marktlogik!

A propos Optimismus, so werden sich einige unter Ihnen bestimmt noch an unsere Ausführungen (vgl. Newsletter Oktober 2016) zum Zitat von Sir John Marks Templeton "*Bull markets are born on pessimism, grown on skepticism, mature on optimism and die on euphoria*" erinnern. Demnach schwenken die Märkte solange nicht in einen Bärenmarkt um, bis die Anleger voll investiert sind, da ja das finale Bullenmarkt-Hoch durch Euphorie gekennzeichnet ist. Davon kann zurzeit nicht die Rede sein. Laut Statistik von Thomson Reuters Lipper fanden 2017 in der Schweiz rund 58% der Neugelder ihren Weg in Obligationenfonds (???) und nur 13% wurden in Aktienfonds angelegt. Dieser nicht wirklich grosse Anteil kam zudem v.a. Ende 2017 zustande, womit der diesem Prozess zugrunde liegende Optimismus eher als kurzfristig zu bezeichnen ist und damit auch nicht stark genug war, sich den oben genannten Gefahrenherden zu widersetzen. Auf internationaler Ebene ist der allgemeine Optimismus ausgeprägter, hat aber sicherlich noch nicht ein euphorisches Niveau erreicht. Die monatlichen Umfragen des Reuters Global Asset Allocation Poll zeigen per Ende März 2018 für ein globales Balanced-Modell-Portfolio eine empfohlene Aktiengewichtung von 48.1%, wobei die europäischen Investmentfirmen mit einer angegebenen Gewichtung von 44.2% das Schlusslicht bilden (widerspiegelt die vorsichtige Natur des Zentraleuropäers und des Schweizer). Das Tief der letzten Jahre wurde per Ende Juli 2016 mit einem Wert von 42.9% registriert, also nicht unweit der aktuellen Angabe. Nur zum Vergleich: Der SMI weist ausgehend von diesem Tief bis zum Ende des ersten Quartals 2018 (also

inkl. der Korrektur) eine Rendite von 9.11% aus. Während solche Umfragen zu Modell-Portfolios nicht unbedingt als Ausgangspunkt zur Portfoliostrukturierung herangezogen werden sollten, geben sie dennoch interessante Hinweise.

Die obigen Ausführungen führen logischerweise zur Frage, wie denn ein Top, abgesehen von Euphorie, erkannt werden kann.

Die Entstehung eines Tops

Das Ende eines Bullen-Marktes (im Gegensatz zu einem Bären-Markt) bzw. die Bildung eines bedeutenden "Market Tops" (ohne exogenen Schock) ist ein Prozess und nicht, wie fälschlicherweise medial oft beschrieben, ein Ereignis. Zu vergleichen ist dies mit der Bildung eines Orkans, welcher im Unterschied zum plötzlich auftretenden Sommer-Gewitter, charakteristische Muster in seiner Entstehung aufzeigt noch bevor der finale Ausbruch erfolgt. So entwickelt sich ein Top i.d.R. während mehreren Monaten (Studien über die rund letzten 100 Jahre zeigen sich immer wiederholende Muster) und folgt dem Gesetz von Angebot und Nachfrage. Nur die internen Marktbedingungen, d.h. eine sich abschwächende Nachfrage und ein sich ausweitendes Angebot, können darüber Aufschluss geben. In den letzten Phasen eines alternden Bullen-Marktes, wenn Hochs fortwährend durch neue ersetzt werden, gelten immer mehr Aktien als überbewertet. Dies führt dazu, dass einerseits die Nachfrage nach Aktien abnimmt und andererseits das Angebot sich durch zusätzliche Gewinnmitnahmen verstärkt. Mit immer vorsichtiger werdenden Investoren, übertrifft das Angebot schliesslich die Nachfrage, womit die Preise fallen. Tiefere Preise führen zu noch zurückhaltenderen Käufern und ermutigen gleichzeitig die Verkäufer aggressiver zu Werke zu gehen, was zu zunehmend tieferen Preisen führt. Dieses Ablöseverhalten von Nachfrage hin zu Angebot, welches einem Bären-Markt vorausgeht, fängt typischerweise bei den "Small Caps" an, befällt irgendwann einmal die "Mid Caps" und endet schliesslich mit den "Large Caps" (markiert das Top; im Gegensatz hierzu war die aktuelle Korrektur von LCs angetrieben). Da die meisten Investoren nur die grossen Indizes (SMI, S&P 500, DAX etc.), welche von grosskapitalisierten Werten dominiert werden, betrachten, entsteht das Gefühl eines abrupten Bullen-Markt Endes. Dieser Prozess, welcher durch eine stetige Zunahme der Titelselektivität (d.h. immer weniger

Titel partizipieren) begleitet wird, lässt sich durch diverse technische Instrumente beobachten, deren Ausführung den Rahmen dieser Berichterstattung sicherlich sprengen würde. Werden solche Signale gegeben (zurzeit nicht der Fall!), sollte man das stetige Fortschreiten des Prozesses dazu verwenden, um graduell einzelne Positionen zu reduzieren (solche, die bis anhin nicht vom Trend profitiert haben, sollten - sofern die fundamentalen Aussichten nicht das Gegenteil verlangen – komplett verkauft werden). Wir sagen bewusst "reduzieren", da die Antizipation des genauen Zeitpunktes eine Unmöglichkeit ist. Dies führt uns zu einer der wichtigsten Grundregeln des Investitionsverhaltens. Der Versuch genau am Top zu verkaufen führt i.d.R. dazu, dass die grössten Gewinne (verpassen der Euphorie, weil man zu früh verkauft) ausgelassen werden. Sind nachträglich die Bildung des Tops (verschiedene nachträgliche Indikatoren, welche den vorangegangenen Prozess bestätigen) bzw. der Trendwechsel klar identifiziert, ist immer noch genügend Zeit, um mit den verbleibenden Positionen die Flucht zu ergreifen. Psychologisch gesehen fällt dies mit dem Zeitpunkt zusammen, an welchem Sie sich gewünscht hätten, verkauft zu haben. Dies mag absurd klingen, dennoch sind statistisch gesehen die Gewinne so höher, als wenn Sie im Versuch der Antizipation Ihr Portfolio viel zu früh liquidieren. Seien Sie ehrlich zu sich selbst und stellen Sie sich die Frage, wie oft Sie rückblickend, beeinflusst durch die medialen Schlagzeilen, Ihre Investitionen liquidiert hätten. Eines ist sicher, Sie hätten es aus heutiger Sicht klar bereut. So geht es übrigens vielen Anlegern, welche in den letzten Jahren zugewartet haben im Glauben, dass es "ja so nicht weitergehen könne".

Fazit

Während wir mittelfristig positiv in die Zukunft blicken, sind wir uns, wie bereits häufig beschrieben, der diversen Gefahren, insbesondere der, der Überhitzung bzw. Inflation, sehr be-

wusst. Auch die Möglichkeit eines harten Handelskriegs, dem wir (sowie der Markt) eine geringe Wahrscheinlichkeit zuordnen, wird von uns genauestens verfolgt. Wichtig ist und bleibt ein Portfolio entsprechend zu strukturieren, d.h. auf Diversifikation, Dividenden, Marktliquidität bzw. Handelbarkeit und Gewichtung zu achten, um eben auch Überraschungen gut verkraften zu können (was sich übrigens an den Renditen zeigt). Demzufolge halten wir auch an den Edelmetallpositionen (Schutz vor Inflation und Geopolitik) fest. Was Obligationen anbetrifft, so erscheint uns die Wahrscheinlichkeit eines Szenarios sinkender Zinsen als sehr gering, was für viele Anleger negative Überraschungen zur Folge haben wird. Wie am oben erwähnten Beispiel der hohen Investitionsquote 2017 in Obligationenfonds deutlich wird, sind viele Anleger hinsichtlich des begonnenen Zinszyklus (und der vermutlich anstehenden Inflation) falsch positioniert. Nicht zu vergessen ist, dass solche Zyklen i.d.R. eine Zeitspanne von 22 bis 37 Jahren aufweisen. Verluste sind diesbezüglich vorprogrammiert.

Auch gibt es eine Reihe langfristiger Probleme, wie z.B. Überschuldung, abnehmende Globalisierung, Überalterung etc. auf welche wir häufig hingewiesen haben, welche uns langfristig Kopfschmerzen bereiten. Auch die Tatsache, dass Europa (im Gegensatz zu den USA) ihre bewusste (v.a. regulatorische) Schwächung des Bankensystems in der nächsten Rezession bereuen wird, bereitet uns erhebliche Sorgen. Dies sind jedoch die Probleme von morgen.

Wie so häufig lautet die Prämisse anlagepolitisch flexibel zu bleiben und schnell auf geänderte Rahmenbedingungen (z.B. tatsächliche Eskalation zu einem Handelskrieg) zu reagieren. Es gilt alle wirtschafts-, fiskal- und geldpolitischen Entscheidungen und Prozesse genauestens zu verfolgen und entsprechend zu berücksichtigen.

Wir befinden uns in einem Markt, der aufgrund von Angst und Twitter-Nachrichten handelt anstelle fundamentaler und technischer Überlegungen. In solchen Zeiten und passend zu den obigen Ausführungen möchten wir Sie zum Abschied an die weisen Worte von Warren Buffett (US-amerikanischer Grossinvestor) erinnern: "Be fearful when others are greedy and be greedy when others are fearful".

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.