

# Newsletter

Januar 2017

## Q4 2016

Sehr geehrte Leserschaft

Wir hoffen, dass Sie alle mit viel Freude und guter Gesundheit ins neue Jahr gestartet sind und wünschen Ihnen für 2017 nur das Beste!

Nachdem es bei uns organisatorisch keine Änderungen gibt, widmen wir uns dem **Marktkommentar**.

An unserer Marktsicht (zusammengefasst im Fazit) hat sich nicht viel geändert, womit unsere Ampel 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:** Langfristig schwieriges Bild, mittelfristig weiterhin positiv, kurzfristig überdehnt

2016 liegt nun hinter uns und hat das Prädikat "Jahr der grossen Überraschungen" durchaus verdient. So haben bekannterweise der Brexit sowie der Sieg von Donald Trump über Hillary Clinton für unerwartete Momente gesorgt, ohne welche uns allen höchst unterhaltsame und intensive abendliche Diskussionsthemen entgangen wären. Stellen Sie sich vor, wie langweilig das "gesellschaftliche Jahr" ansonsten gewesen wäre... Allgemein ist festzustellen, dass 2016 stark von der Politik (Brexit, Trump, Österreich, Italien) und deren medialen Ausschlagung geprägt war. Entsprechend wurden die Ängste der Anleger geschürt, weshalb die Volatilität der Finanzmärkte über das Jahr gesehen hoch war. So begann 2016 mit dem historisch schlechtesten Start überhaupt, hauptsächlich getrieben von der Befürchtung, China stehe vor einem sogenannten "Hard-Landing". Als diese politisch und medial induzierten, wirtschaftlich aber zur damali-

gen Zeit unberechtigten Ängste sich gelegt hatten, nahm die Aufholjagd ihren Lauf. Die Anleger mussten dabei aber immer wieder die sogenannte "Wall of Worry" überwinden, womit auch die oben genannten Apokalypsen letzten Endes ohne Wirkung blieben. Die wichtigste Erkenntnis 2016 ist, dass Konjunktur und geldpolitische Massnahmen, zumindest für den Moment, über sich anbahnende verstärkte Fiskalausgaben wieder in einem gewissen Gleichgewicht stehen. Damit befinden wir uns in einer Übergangsphase von zinsgetriebenen hin zu fiskalpolitisch (Infrastrukturausgaben, Steuersenkungen etc.) getriebenen Märkten bzw. solchen, die von steigenden Unternehmensgewinnen profitieren werden (vgl. Newsletter Oktober 2016) bzw. sollten. Dass dieses Zusammenspiel für nicht weniger Volatilität 2017 sorgen wird, erklärt sich von selbst.

Nun stehen wir also mit beiden Füßen im Jahr 2017 und schon wieder stehen grosse politische Entscheidungen vor der Tür. So steht Europa vor einem wichtigen Wahljahr (Deutschland, Frankreich, Niederlande), aber auch im Iran finden Präsidentschaftswahlen statt (weitere Annäherung an den Westen? Konfliktpotential USA?) und in China wird es zu Änderungen im Politbüro und dessen Ausschuss kommen. Und dann wäre noch Donald Trump, der seine Pläne zu Beginn des Jahres (Gefahr der Unberechenbarkeit) konkretisieren wird. Welchen Ausgang auch immer diese Entscheidungen finden werden, so ist aus Marktsicht das zuvor genannte Zusammenspiel zwischen Konjunktur, Geld- und/oder Fiskalpolitik entscheidend. Nähern sich diese Faktoren an, steigen die Börsen. Öffnet sich die Schere wieder, fallen sie. Wo stehen wir also und was ist zu erwarten?

### Monetärer Ausblick

Die **US-Notenbank FED** hat sich im Dezember 2016 schliesslich dazu entschieden, zum zweiten Mal die Zinsen um 0.25% und damit das Zielband auf 0.5-0.75% anzuheben. Der Leitzins ist damit weit entfernt vom Niveau von 1.4%, welches Ende 2015 von der FED prognostiziert

wurde. Von restriktiver Geldpolitik kann also nicht gesprochen werden. Zwar wurden die Erwartungen im Vergleich zur September-Projektion etwas nach oben geschraubt, liegen aber immer noch viel tiefer als Ende 2015 erwartet:

Die Senkung der Prognosen verdeutlicht, dass

	2016	2017	2018
Dezember 2016	0.6%	1.4%	2.1%
September 2016	0.6%	1.1%	1.9%
Dezember 2015	1.4%	2.4%	3.3%

die FED von einem tieferen Gleichgewichts-Realzins (Nominalzins abzüglich Inflation) unter historischem Niveau ausgeht. Damit würde im Falle eines z.B. inflationären Überschusses (falls Geldpolitik zu expansiv wäre im Zusammenspiel mit der Fiskalpolitik) eine leichtere Zinsanhebung ausreichen, um entgegen zu wirken. Doch dies ist Zukunftsmusik. Wichtig ist zunächst, dass die Prognose drei Zinserhöhungen für 2017 impliziert, wobei nochmals betont wurde, dass solche nur behutsam und in Abhängigkeit der Wirtschaft erfolgen würden. Dass dies zu keiner besonderen Aufmerksamkeit seitens der Märkte geführt hat, liegt wohl auch daran, dass seit Trumps Wahl nicht mehr die Geld-, sondern die anstehende Fiskalpolitik den Ton angibt (Stichwort "Übergangsphase"). Der Markt erwartet eine Zunahme der Konjunktur sowie der Unternehmensgewinne, womit er steigende Zinsen nicht als Problem einschätzt. Das Problem entsteht erst dann, wenn die Zinsen ansteigen ohne eine Zunahme von Konjunktur und Inflation. Es ist allgemein noch zu früh für eine genaue Einschätzung der Lage, da viel von Trumps genaueren Plänen (insbesondere bezüglich Fiskalstimulus und Aussenpolitik) abhängig sein wird.

Die **Europäische Zentralbank (EZB)** hat erwartungsgemäss ihr Programm bis Ende 2017 verlängert, wenn auch unter einem reduzierten Anleihen-Kaufvolumen von monatlich EUR 60 Mrd. Sie bleibt damit expansiv, wobei jedoch das reduzierte Kaufvolumen (trotz Verlängerung) auch als Anzeichen für den Einstieg in die erwähnte Übergangsphase gedeutet werden könnte. Über die sich anbahnenden Infrastrukturprojekte haben wir bereits letztes Mal berichtet.

An der **Politik der Bank of Japan (BoJ)** und der **Peoples Bank of China (PBoC)** hat sich seit unserer letzten Berichterstattung nichts Wesentliches geändert.

Während die Geldpolitik insgesamt also stützend für die Märkte bleiben sollte, wird sie sich im Wesentlichen danach richten müssen, inwiefern

Konjunktur und Inflation nachhaltig ansteigen, um das "Zusammenspiel" nicht zu gefährden.

## Ökonomischer Ausblick

Die OECD erwartet folgende reale BIP-Jahreswachstumsraten:

	2016	2017	2018
Welt	2.94%	3.34%	3.59%
USA	1.53%	2.27%	3.00%
EU	1.66%	1.57%	1.66%
China	6.66%	6.43%	6.14%
Schweiz	1.64%	1.73%	1.89%

Mit Ausnahme der USA werden keine grossen Wachstumssprünge erwartet. Dies liegt im Wesentlichen daran, dass die OECD in der Eurozone und China von einem Wachstum unter Vorjahreswert ausgeht. Um dies abschliessend zu beurteilen, ist noch zu vieles unklar, wie z.B. ob die USA Importzölle einführen oder nicht. Die Auguren haben sich allerdings in der Vergangenheit häufig in ihren Wachstumsprognosen geirrt und diese meistens nach unten korrigiert. Die jüngsten Konjunkturdaten sprechen aber eine leicht andere Sprache, womit es gut möglich ist, dass dieser Prognosen-Senkungszyklus gebrochen wird und nach oben überrascht. So scheinen die international auf Jahresbasis angestiegenen Produzentenpreise, die ein guter Indikator für die künftige Konjunktorentwicklung sind, dies anzudeuten: China per Dez 2016 + 5.5% (stärkster Anstieg seit Sept 2011), USA per Nov 2016 +1.3% (höchster Anstieg seit Nov 2014) und Eurozone per Nov 2016 + 0.1% (erster Anstieg seit Jun 2013!). Es ist ebenfalls möglich, dass die Steuersenkungspläne der USA zu einem internationalen Steuerwettbewerb führen mit entsprechend positiven Auswirkungen auf das Investitionsverhalten. Wir werden das Ganze natürlich genauestens weiter verfolgen. Widmen wir uns nun den einzelnen Regionen bzw. Ländern mit Hauptfokus USA, da, ob wir wollen oder nicht, die hiesigen Märkte in amerikanischer Hand sind.

Wie erwähnt, ist die kommende Lage in den **USA** unklar wenn nicht sogar unberechenbar. Auf der einen Seite hat Trump eine erfolgsversprechende Fiskalpolitik angekündigt (Senkung der Unternehmenssteuern von 35% auf 15%, Senkung der privaten Besteuerung, Infrastrukturausgaben von USD 1 Bio. über einen Zeitraum von 10 Jahren, Aufhebung "Obamacare" und Deregulierung), auf der anderen Seite mit

Importzöllen (Handelskrieg?) und weiteren Eingriffen in den Aussenhandel gedroht. Vieles von dem ist weder beschlossen noch klar. Der Markt scheint sich dennoch festgelegt zu haben und ordnet den positiven Kräften mehr Gewicht als den negativen Drohungen zu. An dieser Stelle muss darauf hingewiesen werden, dass der Markt erfahrungsgemäss eine Tendenz zur Überreaktion aufweist, wenn es darum geht, Richtungsänderungen im ökonomischen Grundgerüst (i.P. die oben erwähnte Übergangsphase) zu diskontieren. Gerade auf der fiskalpolitischen Seite bestehen jedoch durchaus Herausforderungen:

- Die Infrastruktur soll nicht nur staatlich, sondern durch eine öffentlich/private Partnerschaft (wie z.B. die Ankündigung der Softbank USD 50 Mrd. in den USA zu investieren) gefördert werden. Solche Vereinbarungen können aber viel Zeit in Anspruch nehmen. Ausserdem müssen entsprechende Projekte zuerst noch definiert werden. Das Ganze scheint also eher ein Thema für 2018 zu werden.
- Gemäss Berechnungen des Tax Policy Center Ende Dezember würden Trumps Steuer-senkungspläne innert 10 Jahren die Staatseinnahmen um USD 9.5 Bio. und um zusätzliche USD 15 Bio. in den darauffolgenden 10 Jahren (und dies ohne Berücksichtigung höherer Zinskosten) reduzieren. Angesichts einer bestehenden Staatsverschuldung von rund USD 20 Bio., eine immense Summe! Eine Anpassung dieser Pläne scheint unausweichlich zu sein.
- Während eine niedrigere Besteuerung repatriierter (10%?) Firmengelder einen starken Impuls setzen dürfte (man spricht von USD 2.4 Bio. Auslandsgelder), muss eingesehen werden, dass die Senkung der allgemeinen Unternehmensbesteuerung (Wirkung 2018?) bei einem durchschnittlichen Effektivsteuersatz von 27% weniger stark wirken dürfte, wie vom nominalen Steuerbetrag ausgehend.

Anzumerken ist, dass dieser Katalog sicherlich nicht abschliessend ist. Er verdeutlicht jedoch, dass der Markt vieles vorweg nimmt, was durchaus noch verworfen werden könnte. Es besteht also ein gewisses Enttäuschungspotential.

Während wir nicht abstreiten, dass bei richtiger Umsetzung das fiskalpolitische Massnahmenpaket durchaus Konjunktur, Unternehmensgewinne und damit auch die Aktienmärkte positiv beeinflussen kann (Ebenen des Übergangsprozesses), so muss man auch die Gefahren (höhere Zinsen,

starker USD, protektionistische Massnahmen, höhere Schulden) sehen, welche den Nutzen mindern können. So ist es durchaus denkbar, dass ein für die US-Exporte zu starker USD und höhere Zinsen die Konjunktur 2017 zunächst bremsen, bevor Fiskalmassnahmen ihre Wirkung entfalten.

Zusammen mit den höheren Schulden, sind protektionistische Eingriffe unsere grösste Sorge. Die USA würden sich erhebliche Probleme mit einem solchen Vorgehen, insbesondere gegenüber China, schaffen. Man muss verstehen, dass 2016 die chinesischen Investitionen in den USA zum ersten Mal diejenigen der USA in China übertrafen. Die Tatsache, dass China der grösste Obligationär der USA ist und zudem die USA stark vom komparativen Kostenvorteil Chinas (billigere Importe) profitiert hat, dürfte Trump im Zaun halten. Man muss kein Weiser sein, um zu verstehen, dass Importzölle gegenüber China nicht förderlich wären. Wir bleiben daher unserer optimistischen Natur treu und gehen davon aus, dass man sich auf rationaler Ebene finden wird.

Noch ein Wort zu Rezessionsängsten in den USA: Schafft es die neue Administration tatsächlich die Nachfrage zu beleben, es aber keine Ausweitung des Angebots gibt, wird eine höhere Inflation die Folge sein. Dies würde zu einer restriktiveren Geldpolitik (Zinsen von 3% in 2019?) führen, die, wie vergangene Zinsanhebungszyklen gezeigt haben, häufig der Auslöser einer Rezession ist. Reagieren aber die Unternehmen auf die erhöhte Nachfrage mit Investitionen, sollte Produktivitätswachstum den Inflationsanspruch dämpfen. Gerade niedrigere Steuern könnten die Investitionen ankurbeln mit positiven Folgen für die Produktivität. Es wird also wichtig sein, die Kapitalausgaben der Unternehmen genauestens zu verfolgen. Zurzeit ist jedenfalls keine Rezession angezeigt.

Zu **Europa** hat sich unsere Meinung seit unserem letzten Bericht nicht geändert. Einerseits mahnen die strukturellen Probleme (schlechte demographische Entwicklung, schwaches Bankensystem, hohe Schulden und dysfunktionale Institutionen) langfristig eher zu Vorsicht, andererseits geben das langsam ebenfalls eintretende Zusammenspiel zwischen monetärer und Fiskalpolitik (vgl. Newsletter Oktober 2016) und die zuletzt günstigen (kurzfristigen) Konjunktursignale Hoffnung. Genauso scheint es die EZB zu sehen, welche für 2017 1.7% prognostiziert, gestützt v.a. auf sich verbessernde Bedingungen am Arbeitsmarkt. Zudem ist in Europa viel Luft

vorhanden, um Konsum und Konjunktur zu stützen. Den durch die starken Zinsrückgänge reduzierten bzw. gesparten Zinsaufwand können die Staaten, nebst der im Oktober beschriebenen Massnahmen, nun in Infrastruktur und Konsumförderung (Umverteilung) investieren. Und dann wäre ja noch die EZB, welche bis Ende 2017 aktiv bleibt. Erwähnenswert ist, dass China einen EUR 10 Mrd. schweren Fonds aufgelegt hat für Investitionen in Infrastruktur, hochtechnologische Fertigung und Konsumgüterbranche in Mittel- und Osteuropa. Auch wenn die Summe nicht gerade bahnbrechend ist (und für Europa mehr Abhängigkeit bedeutet), so stellt dies eine weitere Stütze dar. Eine Überraschung ist also durchaus möglich.

Was **China** anbetrifft, so entwickelt sich deren Volkswirtschaft, zwar gebremst durch die Transition hin zu einer Konsumgesellschaft (vgl. Newsletter Oktober 2015), gut. Entsprechend nahmen die Gewinne in der Industrie um 9.4%, die Investitionen (exkl. ländliche Haushalte) um 8.3%, die Industrieproduktion um 6.1% und die Einzelhandelsumsätze um 10.8% auf Jahresbasis per November 2016 zu. Zusätzlich wurden die Exporte durch den schwachen Renminbi gestützt. Aus weltkonjunktureller Sicht viel wichtiger ist, dass auf Jahresbasis die Importe in China, trotz Währungsentwicklung, um 6.7% zugenommen haben. Dies verdeutlicht nochmals, dass Importzölle seitens USA nicht hilfreich wären. Am wenigsten für die USA selber, da dies höhere Zinsen und eine Verschlechterung des Lebensstandards (höhere Importkosten) bedeuten dürfte. Insgesamt erscheint die Situation in China also nicht so schlecht zu sein. Entsprechend ist auch das BIP auf Jahresbasis im dritten Quartal um 6.7% gestiegen. Selbst, wenn die Zahlen verschönert wären und China "nur" mit 5% wachsen würde, ist zurzeit kein "Hard-Landing" auszumachen. In den letzten fünf Jahren hat China USD 20 Bio. in Infrastruktur investiert, was die Pläne der USA lächerlich erscheinen lässt. Und es ist, wie in vergangenen Newslettern häufig beschrieben, noch reichlich Munition vorhanden.

## Markt-Ausblick

**Anleihen:** Das Risiko renditeloser Anleihen erscheint uns, im Vergleich zu Qualitätsaktien, insbesondere bei längeren Laufzeiten, wo schon kleine Zinssteigerungen zu hohen Verlusten führen können, wesentlich höher. Da ein kon-

junkturreller Einbruch, der wieder zu niedrigeren Zinsen führen könnte, zurzeit nicht erwartet ist, rechnen wir auch nicht mit steigenden Anleihen-Kursen. Gegenreaktionen sind zwar immer möglich, dennoch sind weiterhin sinkende Kurse zu erwarten. Um es deutlicher auszudrücken, der Bullen-Markt in Anleihen ist vorbei. Die Kombination einer erwarteten besseren Konjunktur, diverser fiskalpolitischer Massnahmen und einem voraussichtlich (langsamen) Rückzug der monetären Politik sprechen für höhere Anleihenrenditen und damit sinkende Kurse. Die folgende Grafik für die USA zeigt, welches Ausmass dies langfristig haben kann:



Quelle: Raymond James, Januar 2017

Die Situation für Europa ist aufgrund der Anleihenkäufe der EZB etwas besser. Aber ansteigende Inflation und die Korrelation zum US-Markt, sprechen auch hier früher oder später für steigende Renditen. Und wo dieses Risiko nicht besteht, muss man mit negativen Renditen leben (z.B. Japan). Die Zeit der Kursgewinne mit Anleihen ist vorbei, womit nur noch Kurs- und Kreditrisiken verbleiben.

**Aktien:** Vieles wird von Trumps Plänen, die USA und dessen Arbeitsmarkt zu stärken, abhängen, was auf verschiedenste Weise mit unterschiedlicher Wirkung (national und international) erfolgen kann. So kann dies über Importzölle oder durch Exportsubventionen und/oder Steuersenkungen erreicht werden. Die grundsätzliche Haltung, dass Exportunternehmen zu den grossen Verlierern 2017 gehören dürften, ist damit ebenso unklar wie, dass binnenwirtschaftlich ausgerichtete Unternehmen die grossen Profiteure sein dürften. Es ist also zu früh, um sich diesbezüglich festzulegen. Zentral für die Marktentwicklung im Allgemeinen ist das beschriebene Zusammenspiel. Nimmt die Konjunktur nicht wie gewünscht Fahrt auf, wird es zu Schwankungen kommen. Dass dabei das monetäre Umfeld,

zumindest für 2017, weiterhin günstig ist, sollte für die Märkte stützend sein. Die jüngsten Konjunkturdaten scheinen den momentan herrschenden Optimismus (aber noch kein Überoptimismus) zu rechtfertigen. Insbesondere die zuletzt international gestiegenen Produzentenpreise sprechen für eine verbesserte Gewinnsituation der Unternehmen.

Grundsätzlich ist die Euphorie der Anleger, was die USA anbetrifft, aber sehr gross und damit auch das Enttäuschungspotential. Die Erwartungshaltung an die Schweiz und Europa ist tendenziell tief, womit positive Überraschungen eher möglich sind.

Die Bewertungen in den USA sind mittlerweile (auch bezogen auf anziehende Zinsen) stattlich. Diese Aussage bezieht sich auf die Gewinne und den Buchwert; im Vergleich zu Zinsen und Anleihenrenditen sind Aktien (Gewinnrendite S&P 500 von 3.83%) nach wie vor günstig. So weist der S&P 500 ein KGV (letzte 12 Monate) von rund 21 auf. Ob dies zu einem Problem wird oder nicht, wird davon abhängig sein, wie der Übergangsprozess verläuft und in welchem Typ von Bullen-Markt wir uns befinden. Investoren gehen tendenziell davon aus, dass Märkte nur steigen können, wenn die Zinsen fallen und die Bewertungen anziehen. Das mag zwar für einen zinsgetriebenen Bullen-Markt stimmen, gilt aber nicht für einen Fiskal- bzw. Gewinngetriebenen Markt. In einem solchen startet man i.d.R. mit einer hohen Bewertung und endet mit einer tiefen Bewertung. Steigen die Unternehmensgewinne, so sinkt die Bewertung, ohne dass die Preise sinken. Dies war z.B. im Bullen-Markt bis 2000 der Fall. An dessen Ende hatten viele Investoren vergessen, dass die Gewinne die treibende Kraft waren, "nutzten" die niedrigen Bewertungen aus und wurden kalt erwischt. Der Rest ist bekannt. Gestaltet sich also der erwähnte Übergangsprozess positiv, dann stehen die Chancen gut, dass wir uns effektiv in einem säkularen Bullenmarkt, wie von 1949 bis 1996 oder von 1982 bis 2000, befinden.

Die US-Börsen brauchen also steigende Unternehmensgewinne, um sich weiterhin positiv zu entwickeln. Hier kommen wieder Trumps Massnahmen zum Zuge, welche die Schätzungen der Analysten in die Höhe treiben. Die operativen Gewinnschätzungen für den S&P 500 liegen bei rund USD 131. Bei einem Stand von 2238.83 per 30.12.2016 errechnet sich damit ein KGV von rund 17. Tatsächlich ist es so, dass einige Massnahmen von Trump bereits 2017 durchaus einen positiven Effekt herbeiführen könnten. Da

aber vieles noch nicht klar ist, bleibt die Möglichkeit bestehen, enttäuscht zu werden. So ist es u.a. denkbar, dass die Gewinnmargen, welche in den letzten Jahren stark zugenommen haben, sich abschwächen. Mit einem Arbeitsmarkt, welcher nahe an der Vollbeschäftigung ist, ist es nicht unwahrscheinlich, dass künftig ein grösserer Teil des Produktivitätswachstums an die Arbeitnehmer geht bzw. die Löhne steigen. Dieser Trend sollte sich bei protektionistischen Massnahmen (Handelsbarrieren und/oder Einwanderungsbeschränkungen) verstärken. Damit wären die Prognosen der Analysten vielleicht zu optimistisch, falls die Massnahmen schwächer als erwartet ausfallen. Zunächst überwiegt aber die "Freude" über die angekündigten Massnahmen.

Die Schweiz (SPI KGV von rund 18) und Europa (Euro Stoxx 50 KGV von rund 17.3, DAX KGV von rund 16.7) und Japan (Nikkei 400 KGV von rund 16) weisen im Vergleich zu den USA niedrigere Bewertungen auf. Da der Übergangsprozess sich in diesen Ländern erst andeutet (oder im Falle Japans noch gar nicht), bleiben dort die Zinsen die Antriebsfeder (QE noch im vollen Gange), womit die niedrigen Bewertungen helfen. Unabhängig davon rechnen auch in der Schweiz und in Europa die Analysten mit einem Gewinnwachstum (+8.7% bzw. +13.5%). Dies hängt in erster Linie mit der Erholung der Finanzwerte (Vorausnahme steigender Zinsen), der Rohstofftitel (sollten von Infrastrukturinvestitionen profitieren) und der zyklischen Werte (Vorausnahme besserer Konjunktur) zusammen. Gerade in Bezug auf die Finanzwerte bestehen jedoch, zumindest was Europa anbetrifft, gewisse Zweifel (Italien-Problem? Deutsche Bank?). Unsicherheiten bestehen allerdings auch in Bezug auf die stattfindenden Wahlen und möglichen Importzöllen seitens USA. Gehen wir nun davon aus, dass Trump von solchen absieht, dann dürften die Schweiz und Europa zusätzlich über Exporte profitieren. Werden allerdings solche Massnahmen implementiert, wären Binnenmarkt orientierte Titel vermutlich besser.

Zusätzlich könnten Aktien generell von einer möglichen Erhöhung der Aktienquote grosser Staatsfonds profitieren. So möchte der norwegische Staatsfonds seine Quote auf 75% (Parlament stimmt im Juni 2017 ab) erhöhen. Dies würde einem Volumen von CHF 131 Mrd. entsprechen. Die Schweiz macht 5.3% des Aktienvermögens aus. Hauptpositionen sind Nestlé, Roche und Novartis. Aber auch Titel wie z.B. Cembra, Implenia, Zurich und UBS sind prominent vertreten. Bleibt das Gewicht gleich, bedeu-

tet dies Zukäufe im Umfang von rund CHF 7 Mrd. alleine in der Schweiz.

An der technischen Situation hat sich seit unserem letzten Newsletter nicht viel geändert, womit wir von weiteren Ausführungen absehen.

**Devisen:** Die Märkte scheinen sich für den USD entschieden zu haben. Dies hängt natürlich mit den erwarteten Massnahmen von Trump zusammen: steigt die Inflation, steigen die Zinsen und so auch der USD. Aber, steigt die Inflation auch in Europa und Japan, wodurch die Zentralbanken restriktiver werden, erhalten auch der EUR und JPY Rückenwind. Zudem muss berücksichtigt werden, dass Trumps Massnahmen auch ein höheres Defizit bedeuten, was i.d.R. nichts positives für eine Währung ist. Allerdings sind die Schuldenberge in Europa und Japan auch nicht besser. Die Erwartungen an den USD erscheinen uns, zumindest kurzfristig, allgemein zu hoch, auch wenn aus konjunktureller Sicht vieles für die USA spricht. Es bleibt uns also nichts anderes übrig als die politischen Entscheidungen abzuwarten. Zuviel hängt davon ab, als dass wir jetzt Prognosen erstellen könnten.

**Energie/Gold:** Unsere Meinung hierzu kennen Sie bereits weitgehend. Die Entscheidung der OPEC, die Energieproduktion zusammen mit Nicht-Opec-Ländern (v.a. Russland) um 1.8 Mio. b/d (barrels per day) zu kürzen, hat den Ölmärkten Auftrieb gegeben. Auch wenn historisch gesehen diese Entscheide nicht immer eingehalten wurden, scheint selbst eine geringere Kürzung (z.B. 1.1 Mio. b/d) angesichts des globalen Nachfrage-Wachstums von 1.3 Mio. b/d, zurzeit ausreichend zu sein, um stützend zu wirken. Selbst eine (erwartete) Erhöhung der US-Produktion von 0.2 Mio. b/d kann daran kurzfristig nichts ändern. Zudem sollten weitgehende Infrastrukturmassnahmen die Nachfrage nochmals erhöhen. Auf lange Frist bleiben wir vorsichtig, da die Fracking-Technologie weltweit an Beliebtheit gewinnt, wodurch ein Produktionssprung die Preise wieder unter Druck setzen könnte.

Was Gold anbetrifft sind wir der Meinung, dass auf dem aktuellen Preisniveau ein gewisser prozentualer Anteil, z.B. um die 5%, als Absicherung vor den bestehenden Gefahren und Unsicherheiten nicht schaden kann.

Gefährlich bleibt v.a. ein starker USD. Mehr muss nicht gesagt werden.

## Fazit

Aufgrund der relativen Bewertung bleiben Aktien unsere bevorzugte Anlageklasse. Dies würde sich je nach Ausgestaltung der politischen Leitplanken sogar noch verstärken. Wichtig wird sein, die beschriebene "Übergangsphase" (kann Konjunktur die monetäre Antriebsfeder ersetzen?) im Auge zu behalten. Die Märkte und die Zinsen scheinen dies vorwegzunehmen, womit Finanzwerte und Infrastrukturtitel zu den Favoriten gehören. Da vieles noch unklar ist (Trump's Unberechenbarkeit, Wahlen etc.), rät es sich aber das Portfolio breit diversifiziert zu halten. Flexibilität wird für 2017 das Schlagwort sein, da sich aufgrund der politischen Entscheidungen die Rahmenbedingungen schnell ändern können. Dies betrifft in erster Linie die sektorielle Ausrichtung des Portfolios. Aufgrund ihres langfristigen Einflusses auf die Depotrendite (und ihres eher berechenbaren Prognosewertes) legen wir nach wie vor viel Wert auf Dividenden. Angesichts der langfristig strukturellen Probleme (Überschuldung - sollte bei fiskalpolitischen Massnahmen verstärkt werden -, Überalterung, abnehmende Globalisierung etc.) und dem langfristig (noch?) schwierigen technischen Bild, empfiehlt es sich, das Portfolio konservativ auszugestalten (gut kapitalisierte Firmen) und auf liquide Titel (Handelbarkeit) zu setzen, nicht zuletzt auch um eine gewisse opportunistische Flexibilität zu bewahren und schnell Umwälzungen vornehmen zu können. Des Weiteren sollte auch ein Mix an Export und binnenwirtschaftlich orientierten Unternehmen gewählt werden, um den möglichen politischen Entscheidungen (Importzölle Ja/Nein? Importe China?) Rechnung zu tragen. Sicher scheint, dass das Ende des 35-jährigen Anleihen-Bullenmarktes seinen Anfang genommen hat, womit wir nicht zu Anleihen-Ankäufen raten. Bestehende Positionen können eventuell bis zum Verfall gehalten werden, sofern mit einem Kurszerfall gelebt werden kann. Des Weiteren raten wir zu einer vernünftigen Goldposition.

Passend zu unserer opportunistischen und flexiblen Haltung was die künftigen Entwicklungen anbetrifft, verabschieden wir uns mit folgender Anekdote: "Dear optimists, pessimists and realists, while you were arguing about the glass of water being half full or half empty, I drank it! ...The Opportunist". Damit wollen wir ausdrücken, dass auch wir nicht wissen, welche Entscheidungen getroffen und wie diese umgesetzt werden. Wir können uns höchstens darauf vorbereiten, was im Anschluss getan werden muss. Das haben wir getan. In der Zwischenzeit lassen wir andere darüber debattieren, während wir einen Fuss bereits in der Tür haben.

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.