

# Newsletter

Januar 2020

## Q4 2019

Sehr geehrte Damen und Herren

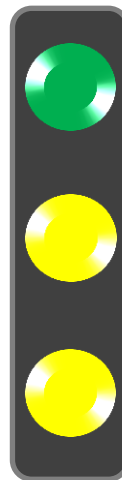
Wir hoffen Sie haben die Festtage im Kreise Ihrer Familien und Freunde genossen, sich erholt und sind nun bereit, dieses futuristisch klingende Jahr mit Elan und Freude anzugehen! Wir heissen Sie damit Willkommen im neuen Jahr 2020, welches gemäss der chinesischen Astrologie dem Tierkreiszeichen Ratte und dem Element Metall zugordnet wird oder kurzgefasst das Jahr der Metallratte ist. Während in unserem Sprachgebrauch "eine Ratte zu sein" nicht unbedingt als Kompliment gilt oder als solches verwendet werden sollte, zeigen sich die Chinesen diesbezüglich offener und gestehen ihr u.a. die Eigenschaften Intelligenz, Ehrgeiz und Beharrlichkeit zu. Metall steht für Stärke, Stabilität und Fortschritt. Glaubt man der chinesischen Astrologie, steht uns also ein gutes Jahr bevor! Nun sind wir keine Astrologen, nehmen dies aber gerne mit.

### Marktkommentar

#### Rückblick 2019

Das Jahr 2019 kann im Rückblick als ein sehr erfreuliches Jahr betrachtet werden, welches jedoch vor dem Hintergrund zahlreicher, teils unabwägbarer Unsicherheiten nicht ganz so einfach zu navigieren war. Die zwei dominierenden Faktoren waren die Zentralbanken und der Handelskrieg. Während die Politik der Zentralbanken eher "einfach" einzuschätzen war, wenn auch nicht ohne Risiko, und damit zusammen mit dem schwachen, aber anhaltendem Wachstum für einen intakten Bullenmarkt sorgte, war die sehr schwankungsanfällige Unsicherheit des Handelskriegs aufgrund der täglichen Tweets und Meinungsschwankungen schwieriger einzuschätzen. Diese war und ist weiterhin, gerade aufgrund der fragilen konjunkturellen Lage, mit erheblichen wirtschaftlichen Gefahren verbunden, insbesondere für Europa, dessen exportabhängige Hauptlokomotive Deutschland 2019 so gerade an einer technischen Rezession (zwei Quartale in Folge mit negativem Wachstum)

**Organisatorisch** sind keine Änderungen zu vermelden, was es uns erlaubt sogleich mit dem Marktkommentar zu beginnen. Unsere Ampel bleibt dabei gleich:



**Monetäre Lage:** Mittelfristig stützend und konjunkturrensprechend. Wirkungsgrenze?

**Ökonomische Lage:** Anhaltendes Wachstum (trotz Abschwächung); Chancen und Gefahren lauern gleichermaßen.

**Technische Lage:** Lfr. Trend (noch) intakt; keine typischen Anzeichen einer Trendumkehr. Kfr. sicherlich langsam etwas überdehnt.

vorbeigerutscht ist. Es war entsprechend wichtig die Risiken genau abzuwägen und für entsprechende Sicherheiten (defensive Werte mit starken Bilanzen und attraktiver Dividende, flexible Handelbarkeit, "intelligente" Diversifikation etc.) im Portfolio zu sorgen. Damit schlafen nicht nur wir, sondern auch Sie besser! Alles andere wäre fahrlässig gewesen. Schliesslich beruht der Aufschwung dieses Jahres stark auf der Hoffnung einer politischen Einigung zwischen den Streitpartnern USA und China (trotz angekündigtem "Phase One Deal" noch weit davon entfernt). Die Bewertungen müssen sich fundamental also noch beweisen.

Es stellt sich damit unweigerlich die Frage, wie es 2020 weitergeht...

#### Ausblick 2020

Die Frage wurde im Prinzip bereits im Oktober mit der Einführung unserer Szenario Analyse beantwortet. Diese haben wir bewusst, auch im Einklang mit unserer Philosophie, an einem Zeit-

rahmen von sechs bis zwölf Monaten ausgerichtet. Da sich in der Zwischenzeit nicht viel geändert hat und unsere letzte Analyse ziemlich ausführlich war, müssen wir uns nicht wiederholen, sondern nutzen diese Zeilen, um die Gedankengänge abzurunden und etwas aufzufrischen. Wir empfehlen Ihnen auch wegen der Szenario-Übersichtsgrafik den letzten Newsletter ([Oktober 2019](#)) nochmals zu überfliegen. Was gibt es Schöneres...

Dazu möchten wir einen kurzen Blick auf die Entscheidungsfaktoren unserer Top-Down-Analyse werfen:

### **Konjunkturelle Lage**

Was die Konjunktur anbetrifft, so sind wir 2020 etwas optimistischer, aber bewusst vorsichtig. Während 2019 massgeblich durch den Handelskrieg, anfänglich abwartende Zentralbanken und die teils zaghafte (v.a. europäische) Wirtschaftspolitik etwas gedrückt war, sollten nun die Massnahmen der Zentralbanken (vgl. unten) zeitverzögert ihre Wirkung entfalten, unterstützt (evtl. sogar verstärkt) durch die zumindest temporäre Deeskalation des Handelskrieges USA/China (Phase I Abkommen) und die geplanten wirtschaftspolitischen Massnahmen (v.a. USA, Japan und China). Dies gilt insbesondere sollten die Unternehmen ihr Investitionsverhalten (in Form von "Capital Expenditures") wieder ankurbeln, was genauesten verfolgt werden muss. Es ist also weiterhin mit Wachstum zu rechnen, zwar anhaltend schwach, aber je nach Wirkungsstärke der getroffenen Stimuli könnte dieses sogar leicht nach oben überraschen.

Gleichzeitig gilt es zu berücksichtigen, dass trotz erstem Teilabkommen und angekündigten halbjährlichen Gesprächen zur Resolution der weiterhin bestehenden Differenzen (z.B. technologischer "Diebstahl", Subventionen und Wirtschaftsspionage etc.) die Gefahr einer weiteren Eskalation bei weitem nicht gebannt ist. Schliesslich betreffen die politischen Spannungen nicht mehr nur reine Handelsdifferenzen. Man denke dabei an Hong Kong, an Chinas Militarisierung des Südchinesischen Meers, wo ebenfalls amerikanische Kriegsschiffe kursieren, an Taiwan, an welches Beijing territoriale Ansprüche stellt, wofür aber gleichzeitig die USA als grösster Waffenlieferanten fungiert, oder an den Disput rund um Huawei. Sie erinnern sich an unsere Ausführungen im Oktober bezüglich des Risikos eines kalten Krieges auf technologischer Ebene.

Zudem wird die Einhaltung Chinas an das Abkommen seitens der Amerikaner genau beobachtet werden. China hat sich darin verpflichtet zusätzliche USD 200 Mrd. an Güter und Dienstleistungen in einem Zeitraum von zwei Jahren von den USA zu erwerben. Es ist anzunehmen, dass diese Importe nun bei einem anderen Handelspartner wegfallen, was durchaus hinterfragt werden darf. Auch darf nicht vergessen werden, dass immer noch US-Zölle von 25% auf USD 250 Mrd. chinesische Industriegüter und 7.5% auf USD 120 Mrd. weitere Güter bestehen bleiben. Dies alles könnte für Schwankungen sorgen. Mehr muss nicht gesagt werden. Dennoch gilt es anzunehmen, dass Trump im Wahljahr vermutlich die Füsse stillhalten wird. Das gleiche gilt für China, welches Interesse hat die getätigten (und geplanten) geld- und wirtschaftspolitischen Massnahmen (man spricht von 110 Stimuli seit Mitte 2018; über die Wichtigsten wurde in den vergangenen Newsletter berichtet) wirken lassen zu wollen, bevor man die Kriegskeule wieder schwingt. Schliesslich ist 2020 entscheidend, um die anvisierte Verdoppelung des Lebensstandards in der Dekade bis 2020 zu erreichen.

Weitere Risiken sind v.a. geopolitischer Natur und betreffen den Iran (weitere Vergeltungsmassnahmen?) sowie die Wahlen in den USA (was geschieht mit den Steuersenkungen sollten die Demokraten gewinnen? Impeachment?) und in Europa (grün-rot-rote Koalition in Deutschland?).

Alles in allem erklärt sich so unser vorsichtiger Optimismus (deswegen bleibt die Ampel gelb). Dies widerspiegelt sich auch in den Einkaufsmannager Indizes der Industrie, welche sich seit Oktober stabilisiert haben (China und Schweiz wieder leicht über 50; USA und Eurozone wieder näher an 50 als auch schon), aber sicher noch keine Euphorie versprühen. Der Dienstleistungssektor befindet sich in den genannten Regionen einigermassen stabil über 50.

### **Monetäre Lage**

Dass die Zentralbanken auf globaler Ebene akomodativ sind (Ampel bleibt grün), wissen Sie aus den vergangenen Berichterstattungen und aus dem vorherigen Abschnitt. Zusammengefasst haben 2019 Konjunktursorgen insgesamt 49 Zentralbanken weltweit dazu veranlasst die Zinsen 71-mal zu senken!!! An der lockeren geldpolitischen Haltung wird sich vorerst (ausser bei einer "unerwarteten" Inflation durch Überhitzung oder Ölpreisschock) nichts ändern,

weswegen wir auf eine detaillierte Ausführung verzichten.

An der längerfristigen Wirksamkeit haben wir bekanntlich unsere Zweifel, aber auch dies müssen wir nicht wiederholen. Und dass Europa so langsam von monetär auf wirtschaftspolitisch umschalten sollte, ist ebenfalls bekannt.

Eines möchten wir jedoch ergänzen. Die Zusammensetzung der stimmberechtigten Mitglieder des Federal Open Market Committee (FOMC) sollte 2020 noch akkomodativer sein als bisher. Hinzukommt Mr. Neel Kashkari (FED Minneapolis), welcher eine bekennende und reulose Taube ist ("Dove"). Hingegen scheidet Ms. Esther George (FED Kansas City), ein fanatischer Falke ("Hawk"), aus dem Gremium.

### **Technische Lage**

Am Ende des Tages bestimmt sich die Richtung des Marktes durch den unermüdlichen Kampf zwischen Angebot und Nachfrage. Und diese Kräfte, welche anhand von Preis, Volumen, Marktbreite und Momentum gemessen werden, bestätigen einen (noch) intakten langfristigen Trend. Typische Anzeichen einer (langfristigen) Trendumkehr (wie Ablöseverhalten von Nachfrage zu Angebot, stark zunehmende Titelselektivität, divergierende Trendindikatoren etc.) fehlen weiterhin. Allerdings tauchen am Horizont vereinzelt dunkle Wolken auf, welche im Moment eher kurzfristiger Natur sind. Über die einzelnen Regionen zusammengefasst, scheint die Marktbreite v.a. bei den Small und Mid Caps die zuletzt erreichten Hochs nicht bestätigt zu haben. Auch gewisse Oszillatoren beginnen erste Anzeichen einer Pause/Korrektur zu liefern. Bleiben die typischen Anzeichen einer langfristigen Trendumkehr bis dahin aus, ergeben sich so aus technischer Sicht eher gute Kaufgelegenheiten. Das Fundamentale muss aber ebenfalls mitberücksichtigt werden und stimmen. Nicht umsonst halten wir uns an die Regel: "Denke wie ein Fundamentalist, handle wie ein Techniker". Die Analysen müssen sich bestätigen.

### **Überprüfung Szenario-Analyse**

Aus dem oben präsentierten Sachverhalt wird schnell klar, dass sich an unserer Szenario Analyse vom Oktober (gültig sechs bis zwölf Monate) nichts geändert hat.

*Szenario III "Starker Konjunkturerinbruch"* verbleibt bei einer Restrisiko-Wahrscheinlichkeit von 10%.

Dem *Szenario II "Unerwartete Inflation"* ordnen wir weiterhin 25% zu. Anzumerken ist, dass dessen Wahrscheinlichkeit durchaus zunehmen könnte. Dies gilt einerseits, wenn die Konjunktur tatsächlich zulegen sollte. Wir haben letztes Mal folgendes festgelegt: "Hinkt die geldpolitische Normalisierung dann der Konjunktorentwicklung hinterher - historisch betrachtet ist ein zaghaftes oder verspätetes monetäres Handeln nicht unrealistisch - droht eine Überhitzung ("Produktionslücke")." Nun hat Jerome Powell dies im Dezember bekräftigt, indem er folgende Aussage traf: "A significant move up in inflation that's also persistent before raising rates to address inflation concerns: That's my view." D.h. die FED würde die Inflation zuerst heiss laufen lassen, sollte diese das Zielband erreichen. Ob sich dann eine Überhitzung noch kontrollieren lässt und nicht einen plötzlich viel stärkeren Zinsanstieg nach sich zieht, ist eine durchaus berechtigte Frage. Dass je nach Bemessungsgrundlage die Inflation nicht so tot ist wie viele glauben, müssen wir nicht wiederholen. Die Folgen bleiben klar. Ein Grund mehr Gold zu halten. Die gilt auch vor dem Hintergrund, dass das US Budget- und Handelsdefizit weiterhin anschwellt, was früher oder später den USD unter Druck bringen könnte. Andererseits gilt es auch die Situation im Iran genauestens zu verfolgen, die schnell ausarten kann und über einen Ölpreisanstieg ebenfalls schnell zu einer höheren Inflation führen könnte. Wir bleiben für Sie am Ball.

*Szenario I "Durchmogeln"*, also der heutige Status Quo, scheint nach wie vor am wahrscheinlichsten (65%) zu sein, da die anderen beiden Szenarien doch noch gewisse Entwicklungen voraussetzen. Es bleibt uns nichts anderes übrig als flexibel zu bleiben und dies muss sich auch im Portfolio widerspiegeln, dass für alle Eventualitäten gewappnet sein sollte.

### **FAZIT**

Wir halten uns damit an den Begriff der "intelligenten" Diversifikation. Dieser richtet sich an den im letzten Newsletter beschriebenen Umstand, dass Investoren ihre hochbewerteten Aktien (v.a. Technologie- und Luxusgüter) mit hochbewerteten Obligationen absichern. Das Portfolio ist somit vollends von der gegenwärtigen Geldpolitik abhängig. Das ist vor dem Hintergrund von Alternativszenario II gefährlich und bietet keine Diversifikation. Die Lage kann sich

schliesslich immer schneller ändern als wir wollen. Da auch ein Konjunkturreinbruch (Szenario III) zurzeit unrealistisch erscheint, verbleibt nur der wertzerstörende Charakter (Negativrendite). Und auch unter Szenario I bieten diese damit keinen wirklichen Mehrwert. Diversifikation muss daher durch ein Umdenken bzw. über eine andere Portfolioausgestaltung erreicht werden. Wir setzen in diesem Zusammenhang weiterhin auf Erdölförderer (mit einer durch Mittelflüsse gesicherten attraktiven Dividende; Szenario II) und Gold (diversifizierender Investitionscharakter; alle Szenarien).

Aktien verbleiben damit das primäre Anlageinstrument, allerdings ist kurzfristig, wie sich aus der technischen Lage ableiten lässt, etwas Vorsicht geboten. Der Fokus ist aufgrund der weiterhin bestehenden Unsicherheiten auf die relativ zur Null-/Negativrendite der Obligationen (ausser bei entsprechenden Bonitätsrisiken) immer noch unterbewerteten Dividendenaktien gerichtet. Stabilisiert sich die Konjunktur weiterhin und/oder legt sogar zu, wird die Beimischung zyklischer Werte (Industrie, Rohstoffherzeuger, Banken) graduell erhöht. Dies erscheint uns unter Berücksichtigung unserer vorsichtig optimistischen Haltung, wohlwissend, dass Gefahren lauern, vernünftig, nicht mehr und nicht weniger.

Unsere Ausführungen zum Begriff der "intelligenten" Diversifikation erinnern uns daran, dass die Märkte sich zwar in sehr, sehr langen Zyklen, aber doch bewegen. Dies führt zwangsläufig dazu, dass dasjenige, was jetzt sehr populär ist, in der Zukunft irgendwann einmal unpopulär werden wird und dass naheliegenderweise das, was jetzt offenkundig unpopulär ist, wieder an Popularität gewinnen wird. Und obwohl die Zyklen sehr lange andauern, wird das Populäre am Ende immer schneller unpopulär (und umgekehrt) als man vielleicht erkennen oder zugeben kann. Entsprechend muss man versuchen im Rahmen seiner Philosophie aus bewährten Denkmustern auszubrechen, letzten Endes um sein Kapital zu schützen indem man es intelligent diversifiziert. Wir halten uns in diesem Zusammenhang an die weisen Worte von John Magee (Pionier der technischen Analyse, †1987): "I will never forget that I am not in the market primarily to prove - to my broker, my friends, my wife, etc. - that I am smarter than everybody else, but to protect and if possible to augment my capital".

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.