

Newsletter

Juli 2020

Q2 2020

Sehr geehrte Damen und Herren

Wir hoffen, dass es Ihnen und Ihren Familien weiterhin gut geht! Was für eine verrückte Zeit! Während der im März kurz bevorstehende Weltuntergang, wie einst Hannibal, immer noch "ante portas" seinen langen Schatten wirft, erhellt sich mit Blick auf die Börse und durch den Einzug des Sommers die allgemeine Stimmung. Schliesslich besitzt die Sonne die Eigenschaft den Schatten verschieben zu können! Sie hat die Macht diesen zu verlängern, zu verkürzen oder gar verschwinden zu lassen. Was es am Ende sein wird, wissen nur die Götter! Nun ist es leider so, dass wir keine Kristallkugel und prophetischen Kräfte besitzen, womit wir uns schlicht und einfach an unsere Indikatoren und Analysen halten müssen...

Organisatorisch gibt es weiterhin nichts

Weltbewegendes zu vermehren und das ist auch gut so!

Dies gilt im Prinzip auch für unsere Ampel. An der gegenwärtigen Lage hat sich seit unserer letzten Berichterstattung nicht viel verändert, womit alles beim Alten bleibt:



Monetäre Lage: Stützend wie noch nie, entsprechend der konjunkturellen Lage. Wirkungsgrenze? Lfr. Folgen?

Ökonomische Lage: Eine zumindest technische Rezession hat uns erreicht; Monetäre und wirtschaftspolitische Massnahmen stützen. Dauer?

Technische Lage: Lfr. Trend (noch) intakt; keine typischen Anzeichen einer Trendumkehr.

Marktkommentar

Viel Neues muss nicht geschrieben werden. Warum? Weil sich an der Aussagekraft unserer Analysen nichts geändert hat. Wir sehen uns daher gezwungen, die zentralen Elemente nochmals zu wiederholen:

These des säkularen Bullenmarktes

Wir haben im Rahmen der letzten Berichterstattung (sowie oftmals in der Vergangenheit) dargelegt, weshalb wir weiterhin von einem säkularen Bullenmarkt ausgehen. Korrekturen, auch stärkere, gehören zu solchen Märkten dazu, wie das Salz in der Suppe. So haben weder die Ägypten/Suezkanal-Krise 1956 noch die Stahlkrise 1962 den säkularen Markt von 1949 bis 1966 unterbrochen. Das gleiche gilt für den berühmtesten Black Monday von 1987 während des Bullenmarktes von 1982 bis 2000 etc. Wir verweisen Sie nochmals auf den im April auf Seite 3 aufgezeigten Chart, welcher dies belegt. Es gilt zu verstehen, dass ein Bärenmarkt nicht Ausdruck eines willkürlich festgelegten prozentualen Verlustes, sondern das Resultat eines vorange-

henden Prozesses (Vorlaufzeit von i.d.R. vier bis zwölf Monaten) ist, begleitet von objektiv beobachtbaren Faktoren. Dazu gehören, zumindest seit der grossen Depression, eine graduelle Verschlechterung der Marktbreite (Anzahl der Aktien die am Bullenmarkt partizipieren) sowie diverser ökonomischer Frühindikatoren (z.B. der Conference Board U.S. Leading Economic Index (LEI), Geldmengenwachstum etc.). Verstehen Sie uns nicht falsch, auch unter Zuhilfenahme dieser Indikatoren ist es praktisch unmöglich, ein finales Bullenmarkt-Hoch zeitlich genau zu treffen. Das liegt daran, dass technisch gesehen ein solches Top von Euphorie und entsprechend stark ansteigenden Kursen begleitet wird, womit es genauso gefährlich ist, zu früh zu verkaufen wie zu spät. Immerhin erhält man hiermit Warnsignale.

Entscheidend ist also, wie eine solche Korrektur herbeigeführt wird. Da die gegenwärtige Situation offensichtlich nicht diesem Muster folgte, muss entsprechend der Bullenmarkt aus dieser Perspektive weiterhin intakt sein.

Während diese Überlegungen selbstverständlich nicht in Stein gemeisselt sind, schon gar nicht wenn ein unberechenbarer, marktgenerativer Faktor wie COVID-19 das Marktgefüge bedroht, helfen sie dennoch dabei Entscheidungen fundiert und nicht aus Angst zu treffen. Emotionen können in diesem Geschäft sehr gefährlich sein. Schliesslich steigt nach jedem "Crash" i.d.R. die Angst, dass der Markt nun endgültig abstürzen wird, wodurch man in der Retrospektive versucht, sich gegen eine Wiederholung zu schützen. Nur ist es aber leider so, dass Angst sehr häufig zu den falschen Entscheidungen führt. Dazu gab es in den vergangenen zehn Jahren (u.a. Aug. 2011, Feb. 2016 und Dez. 2018) zahlreiche Gelegenheiten. Dies rührt u.a. daher, dass Marktakteure häufig keine Unterscheidung treffen zwischen dem, was der Markt tun sollte und tatsächlich tut. Investoren vergessen, dass der Markt nicht die Vergangenheit widerspiegelt, sondern die Zukunft diskontiert. Wenn alle "künftigen" Probleme bekannt sind, dann ist auch ein grosser Teil dieser Gefahren in den Aktien eingepreist. Es lohnt sich folglich eine längerfristige Perspektive einzunehmen und die Situation aus der Vogelperspektive zu betrachten. Für einen Bärenmarkt, den wir einfach als einen längeren Zeitraum fallender Kurse definieren, müssen objektive (technische, monetäre und makroökonomische) Anhaltspunkte bestehen. Während man durchaus argumentieren könnte, dass hierfür genügend makroökonomische Gründe vorhanden waren und noch sind, präsentierte sich die monetäre und technische Situation anders. Dies führt uns zum nächsten "zentralen Element".

Szenario Analyse

An unserer Szenario Analyse des April 2020 Newsletters hat sich nichts geändert, womit wir auf eine Wiederholung verzichten. Wir halten jedoch fest, dass wir uns in einer Rezession (Szenario III) befinden. Daran gibt es nichts zu rütteln und dennoch steigen die Aktienkurse. Sie fragen sich berechtigterweise, warum? Nun, Sie wissen, dass Aktien zur Gruppe der Frühindikatoren gehören und damit die Zukunft, genauer gesagt einen Zeitraum von ungefähr sechs Monaten, diskontieren. In diesem Sinne geht der Markt davon aus, dass die historisch einzigartigen, bereits getroffenen und noch kommenden Massnahmen (wir sprechen nicht von Milliarden, sondern von Billionen an Geldern) ausreichen werden, um den Konjunkturreinbruch im Rahmen der nächsten sechs bis zwölf Monaten wieder

auszugleichen. Damit folgen die Marktakteure schlicht und einfach der Marktlogik. Diese besagt nichts anderes, als dass der Todesstoss an den Finanzmärkten historisch gesehen immer von stark restriktiv werdenden Zentralbanken gesetzt wird (verbunden mit Szenario II "Unerwartete Inflation", das durchaus wiederbelebt werden könnte). Dass dies derzeit kaum der Fall ist, muss nicht weiter erörtert werden. Der Markt folgt damit der Regel sich nie gegen die Zentralbanken, insbesondere wenn diese die gesamte zur Verfügung stehende Artillerie ausfahren, zu stemmen. Allerdings besteht, wie schon häufig beschrieben, langfristig die Gefahr, dass die Geldpolitik ihre Wirkungskraft verliert bzw. von einer weiteren Krise "übrumpelt" wird. Dies hat uns derzeit nicht zu interessieren, verdeutlicht aber, dass das Versteckspiel der politischen Garde hinter den Zentralbanken (Szenario I "Durchmogeln") endgültig vom Tisch ist. Diese haben mit ihren monetären Rekordmassnahmen die Rahmenbedingungen geschaffen, um aus diesem Fiasko herauszukommen (bzw. um eine lfr. Rezession zu vermeiden). Nun ist die Politik (genauer gesagt die Wirtschaftspolitik) gefragt, den Schaden, welcher durch den "Lock-Down", die Anpassung des Konsumentenverhaltens und sonstigen Folgeschäden rund um das Coronavirus herbeigeführt wurde, auszubügeln. Ob die getroffenen und/oder zukünftigen Massnahmen ihre Wirkung entfalten, steht zurzeit noch in den Sternen. Der Markt geht jedenfalls davon aus und so unrealistisch erscheint dies nicht.

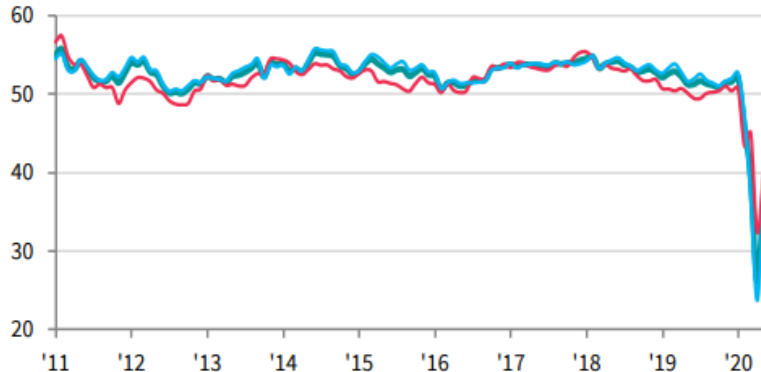
Ja, die Pandemie ist noch nicht vorbei und ein Ende scheint angesichts neuer, globaler Rekordzahlen kaum absehbar. Dennoch wirken geld- und wirtschaftspolitische Massnahmen dagegen. Letztere haben mit Ausnahme China noch nicht wirklich stattgefunden, befinden sich aber in der Warteschlange. Trotzdem hat sich die Konjunktur auf globaler Ebene durch Wiederaufnahme der wirtschaftlichen Tätigkeiten (v.a. Europa und China) stabilisiert. Dies belegen die Citigroup Economic Surprise Indizes (vgl. rechte Graphik nächste Seite), welche i.P. messen inwiefern die Konjunkturdaten von den ökonomischen Erwartungen abweichen. Ein positives Indexniveau bedeutet, dass die veröffentlichten Daten den Konsens übertroffen haben und umgekehrt. Wie zu erkennen ist, haben die USA und China die Nullgrenze zurückerobert. Die Eurozone scheint aufholen zu wollen. In die gleiche Richtung gehen die Einkaufsmanagerindizes. Der J.P. Morgan Global Composite PMI Index nähert sich im Juni mit einem Wert von 47.7 wieder der 50er Zone,

welche Wachstum signalisiert (vgl. untere Graphik). Zwar steht ein Wert unter 50 immer noch für konjunkturelle Schrumpfung, was vor dem Hintergrund einer Rezession nicht weiter verwunderlich sein sollte, aber eben doch deutlich weniger stark als noch vor einiger Zeit angenommen. Angemerkt sei, dass im Juni drei Länder, namentlich China, Australien und Frankreich, wieder zu Wachstum gefunden haben. In China dürfte dies auch damit zusammenhängen, dass durch die Ausgabe lokaler Regierungsanleihen, welche in erster Linie "wiederbelebende" Infrastrukturprojekte (betrifft neben Stahl und Zement auch technologische Infrastruktur wie z.B. 5G) finanzieren sollen, sich die entsprechenden Investitionen schnell erholt haben und nun sogar über Vorjahresniveau liegen.

Global Output Index

Composite / Manufacturing / Services (Business Activity)

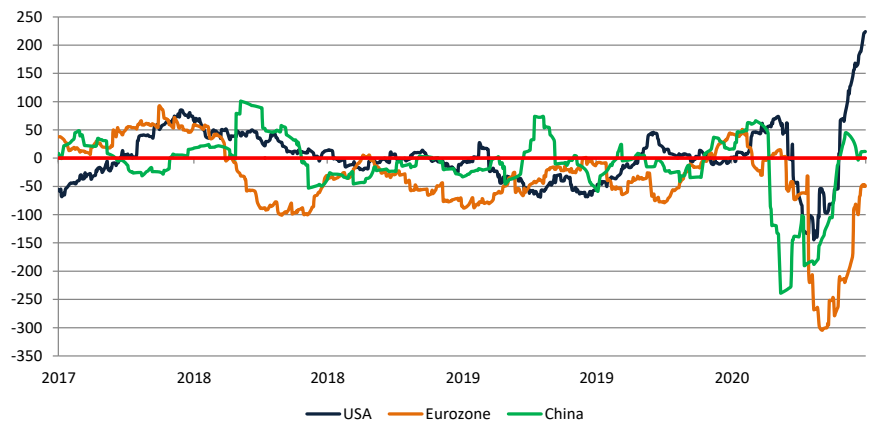
sa, >50 = growth since previous month



Sources: J.P.Morgan, IHS Markit.

Für uns stellt die Stabilisierung ein erster Schritt in die richtige Richtung dar. Jeder sollte sich aber dessen bewusst sein, dass der Weg noch ein langer sein wird. Es gilt damit das Gleiche wie für die technische Analyse. Eine Bodenbildung ist kein Ereignis, sondern ein Prozess, welcher mit erheblichen Gefahren (aber auch Chancen) verbunden ist. Dazu gehört auch die Gefahr einer möglichen zweiten Pandemie-Welle. Tritt eine solche ein, wird die entscheidende Frage sein, ob die schon arg beanspruchten Staatskassen sowie der steigende Widerstand seitens Bevölkerung, Gewerbe und Wirtschaft überhaupt einen weiteren "Lock-Down" erlauben. Realistischer erscheinen uns eher sanftere Massnahmen, wie z.B.

Citigroup Economic Surprise Indizes



Maskenpflicht, Verbot von Massenveranstaltungen etc. Ist dies tatsächlich der Fall dürfte eine zweite Welle einen eher bescheidenen bzw. niedrigen ökonomischen Effekt ausüben.

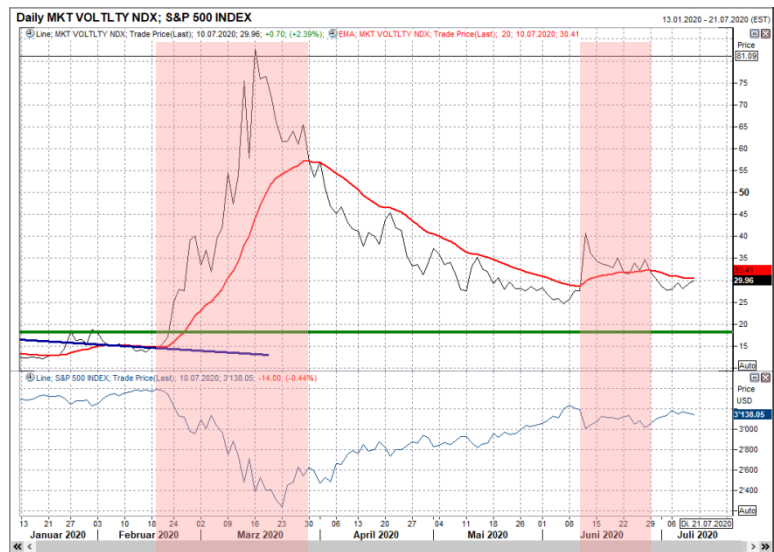
Hätte, wäre, könnte, würde... Alles in allem ist die ökonomische Lage, insbesondere in der mittleren Frist, weiterhin unklar. Es wird entsprechend wichtig sein, die Unternehmensergebnisse und insbesondere deren Ausblick (im Q1 mehrheitlich ausgesetzt) aufs dritte Quartal und das Jahresende im Vergleich zu den Erwartungen zu analysieren. In der Zwischenzeit verbleibt uns die technische Seite des Marktes als Orientierungshilfe, das letzte zentrale Element.

Technische Analyse

Die letztes Mal präsentierten, technischen Indikatoren haben insgesamt eine erfreuliche Entwicklung genommen und dadurch die damals psychologisch schwierig zu verteidigende Annahme des Märztiefs bestätigt. So haben Nachfragevolumen, Bereitschaft zu mehr Risiko und auch die Marktbreite deutlich zugelegt und bestätigen dadurch einen intakten primären Trend (!). Aus technischer Sicht gibt es also genügend Gründe optimistisch zu sein. Allerdings gibt es auch Indikatoren, welche eine weiterhin vorsichtige Haltung nahelegen. So z.B. der CBOE Volatility Index (VIX, schwarze Linie oben; vgl. untere Graphik), dessen Kreuzbewegung unter dem 20 Tage-exponentiell-gleitenden-Durchschnitt (rote Linie) Ende März für eine deutliche Entspannung sorgte. Das Niveau von ungefähr 30 bleibt allerdings weiterhin hoch und damit auch die Erwartung zukünftiger Schwan-

kungen. Wie nervös der Markt ist, zeigt sich durch die Reaktionen, welche bei der zwischenzeitlichen Rückeroberung des genannten Durchschnitts (zweiter rosa Bereich) ausgelöst wurden. Der Weg verbleibt also steinig!

Auch gilt es anzumerken, dass wir kurzfristig auf wieder tendenziell eher überdehnte Niveaus zusteuern (noch nicht ganz da zum Zeitpunkt der Berichtserstattung). Alles in allem scheint die gelbe Ampel also durchaus gerechtfertigt zu sein, wobei ein intakter primärer Trend eher eine grüne Ampel nahelegen würde. Wir wollen aber ja nicht gierig sein. Die Gefahren rund um das Virus verbieten es uns!



FAZIT

Wir teilen also weiterhin die Meinung des Marktes, wissen aber, dass es genügend Gründe gibt diesen Optimismus eher vorsichtig auszugestalten, schon alleine weil der Weg noch ein langer und steiniger sein wird. Schliesslich ist der Gefahrenkatalog keineswegs nur auf die Pandemie beschränkt. Als wenn das nicht schon genug wäre, haben auch die Streitereien rund um die Handelskriege (allen voran zwischen USA und China) wieder Fahrt aufgenommen. Mit den Präsidentschaftswahlen in den USA lauern ebenfalls Gefahren und zudem belasten soziale Unruhen. Aber eben, es gilt sich nicht mit den Zentralbanken anzulegen!

So aussichtslos die Situation auch erscheinen mag, müssen zwei Marktcharakteristika beachtet werden:

1. Die Finanzmärkte sind in ihrer Fähigkeit Frust auszulösen unübertroffen! Je stärker die Überzeugung der Herde ist, desto grösser der Frust, weil der Markt zum Gegenteil tendiert.
2. In einem säkularen Bullenmarkt sind die meisten Überraschungen positiv, was Nr. 1 bestätigt!

Entsprechend gilt es die Lage nicht emotional, sondern objektiv zu beurteilen, auch wenn es schwer fällt. Und im Moment gibt es halt auch Gründe für einen gewissen, wenn auch zurückhaltenden, vorsichtig ausgestalteten Optimismus.

Aktien verbleiben das präferierte Anlageinstrument. Während die Bewertungen sicherlich wieder ein zum Teil ansehnliches Niveau erreicht haben, bleiben Sie jedoch, aus den bekannten Gründen, insbesondere gegenüber Anleihen (deren Blase wächst!) attraktiv. Bedenken Sie, dass der Markt nicht die heutige Situation, sondern das Erwartete einpreist, also, dass die Zentralbanken das System wie noch nie mit Liquidität überfluten und die Wirtschaftspolitik für den nötigen Konjunkturschwung sorgen kann. Daraus lässt sich schlussfolgern, dass der Markt insofern "P/E"-mässig (price/earnings ratio) überbewertet ist, als dass das aktuelle Quartal kein nennenswertes "E" (earnings) aufweisen wird. Was aber den Aktienmarkt antreibt, ist nicht die Kennzahl sondern die künftige Gewinnbeschleunigung. Da die meisten Gesellschaften in diesem Quartal grosse Verluste aufweisen werden, sollten die Gewinne schon alleine durch die Wiederaufnahme einer einigermaßen normalen Geschäftstätigkeit (gilt nicht für alle Sektoren) in den nächsten Quartalen an Fahrt gewinnen. Diese absurd scheinende Vorwegnahme der Gewinnrückkehr lässt sich auch volkswirtschaftlich begründen. Aufgrund der Verunsicherung zum Zeitpunkt des Ausbruchs steigt die Sparquote an. Da gleichzeitig aber die Zinsen sinken, wird das sparen unattraktiver (v.a. wenn belastet durch Negativzinsen) und die Menschen beginnen erneut zu konsumieren (und anzulegen). So kehren die Gewinne der Unternehmungen allmählich wieder auf ihr Ursprungsniveau zurück. Die niedrigeren Zinsen führen nun aber dazu, dass dadurch auch der Gegenwartswert der Gewinne und damit die Unternehmensbewertung steigen. Die Marktmeinung scheint also einigermaßen Sinn zu machen.

Gleichzeitig zwingen uns der ungewisse Pandemieverlauf sowie die sich hauptsächlich noch in der Warte-

schlange befindende Wirtschaftspolitik weiterhin zur Vorsicht. Wir setzen damit immer noch auf defensive Werte mit stabilen/starken Bilanzen (was die Dividende und die Überlebensfähigkeit garantiert) und guter Handelbarkeit (Flexibilität). Dabei zielen unsere Investitionsanstrengungen aber auch darauf ab u.a. solche Unternehmen zu berücksichtigen, welche entweder von der Krise profitieren oder gestärkt aus der Krise kommen werden. "Langweilig" kann eben auch sexy sein.

Gold bleibt weiterhin "goldig" (was übrigens auch für Silber gilt) und als Ergänzung im Portfolio mit dem häufig umschriebenen diversifizierenden Investitionscharakter mehr als gut geeignet, auch wenn eine gewisse kurzfristige Seitwärtstendenz durchaus möglich erscheint. Ein stützender Faktor könnte eine weitere Abschwächung des Dollars sein, welcher unter dem mittlerweile weggefallenen Zinsvorteil (bzw. Realzinsvorteil) sowie der politischen Unsicherheit weiter leiden könnte. Daneben gilt es zu berücksichtigen, dass auch Goldminen weiterhin attraktiv bleiben, schon alleine weil deren eingeplanter Goldpreis sich weit unter dem aktuellen Niveau befindet.

Wie diesem Text zu entnehmen ist, betrachten wir den Markt als ein nach vorne schauender Diskont-Mechanismus. Selbst wenn sonstige Experten, Sie oder wir mit fast fanatischer Sicherheit von einem kommenden Ereignis (Unternehmens-Berichterstattung, volkswirtschaftliche Meldungen etc.) überzeugt sind, ist der Markt mit garantierter Sicherheit bereits informiert. Schliesslich gilt es anzuerkennen, dass der Markt viel intelligenter ist als wir alle. Klar, manchmal wird er, v.a. bei unerwarteten Ereignissen ("Black Swan Event") auf dem falschen Fuss erwischt, aber grösstenteils verrichtet er eine sehr gute Arbeit darin die Zukunft vorwegzunehmen. In diesem Wissen verabschieden wir uns mit den sehr weisen Worten von Don Guyon (pseudonymer Autor, Insider-Börsenmakler an der Wall Street) in *One-Way Pockets: The Book of Books on Wall Street Speculation* (1917): "The market itself determines the relative importance of all factors more accurately than any speculator can hope to interpret them."

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.