

# Newsletter

Oktober 2016

## Q3 2016

Sehr geehrte Leserinnen und Leser

Es ist wieder einmal soweit! Nicht nur nähern wir uns mit rasanter Geschwindigkeit dem Jahresende, obwohl gefühlt erst gestern Weihnachten war, sondern schliessen das dritte Quartal pünktlich mit unserem Newsletter ab.

**Organisatorisch** gibt es nichts zu vermelden und das ist auch gut so! An dieser Stelle möchten wir uns kurz die Zeit nehmen und Ihnen für die zahlreichen Zusprüche und das Lob bezüglich unseres Newsletters danken. Dies wissen wir sehr zu schätzen und nehmen natürlich gerne auch weiterhin Anregungen entgegen.

Genug davon, widmen wir uns dem **Marktkommentar**.

An unserer Marktsicht (zusammengefasst im Fazit) hat sich wieder einmal nicht viel geändert, obwohl Marc Faber, trotz eines mutmasslich bedeutenden Aktienanteils im Portfolio, ununterbrochen seit 2009 negativ gestimmt ist. Unsere letzte Ampel hat damit immer noch Gültigkeit:



**Monetäre Ampel:** Günstige Situation für die Märkte, aber nicht die Lösung des Problems

**Ökonomische Ampel:** "Nur" leichtes Wachstum, aber auch keine Rezession in Sicht

**Technische Ampel:** Langfristig schwieriges Bild, kurz- bis mittelfristig verstärkt positive Signale

Weswegen wir diese Meinung vertreten, ist Ihnen einerseits aus unseren persönlichen Gesprächen, andererseits aus unseren letzten Newslettern bekannt. Was hat sich Neues getan?

## Monetäre Situation

Erwartungsgemäss hat sich die **US-Notenbank FED** dazu entschieden, die Zinsen noch nicht anzuheben und künftig die Straffung deutlich langsamer als bisher vorgesehen vorzunehmen. So rechnet sie im Mittel für 2016 mit einem Zinsniveau von 0.6%, für 2017 von 1.1% und für 2018 von 1.9%. Zur Erinnerung, zu Beginn des Jahres ging das FED noch von einem Zins von 1.4% für 2016, von 2.4% für 2017 und 3.3% für 2018 aus. Die Zinsprognosen wurden also praktisch halbiert. Was zudem grosszügigerweise in der hiesigen Medienlandschaft weggelassen wurde, ist die Tatsache, dass die FED auslaufende Fälligkeiten reinvestiert. Wir sprechen alleine für 2016 von einem Betrag von USD 216 Mrd. Von einer tatsächlichen Straffung ist also nichts zu erkennen. Insgesamt sitzt die FED auf einem Staatsanleihen-Berg von rund USD 2.5 Bio. (2009 waren es noch USD 500 Mrd.). Während uns kleine Zinserhöhungen keine grossen Sorgen bereiten, könnte ein Abbau dieses Berges (Änderung der Politik?) zu einem heftigen Stein Schlag an den Bondmärkten führen.

Seitens **EZB (Europäische Zentralbank)** gibt es keine Neuerungen. Überraschend ist, dass bisher noch nicht über eine Verlängerung des monatlichen EUR 80 Mrd. Anleihenkaufprogramms über März 2017 hinaus diskutiert wurde. Dabei darf aber nicht vergessen werden, dass Mario Draghi im März angekündigt hatte, dass dieses nötigenfalls länger laufen wird als bis im März 2017 und zwar bis eine Inflation von nahe 2% erreicht wird. Bei einer derzeitigen Inflation von etwa 0.2% ist also noch ein wenig Spielraum vorhanden.

Neue Wege beschreitet hingegen die **BoJ (Bank of Japan)**, indem sie nun die Zinskurve kontrollieren will. Dabei möchte sie den Abstand zwischen den kurzen und langen Zinsen vergrössern, womit sichergestellt werden soll, dass die langfristigen Zinsen (im Vergleich zu den kurzfristigen) positiv bleiben. Dadurch würden sich die Ertragslage der Banken und damit auch die Kreditvergabe verbessern. Zudem gibt sie die zeitliche Vorgabe auf und sichert die expan-

sive Geldpolitik solange zu bis die Inflationsrate 2% erreicht. Oberstes Ziel sind nun also nicht mehr die Volumen der jährlichen Kaufaktionen (Anleihenkaufprogramm von JPY 80 Bio. und Erwerb von Indexfonds für JPY 3.3 Bio. p.a.), die vorerst in etwa gleich bleiben sollten, sondern die enge Steuerung der Zinskurve. Diese Steuerung soll durch die Änderung der Zinsen und/oder mit zusätzlichen Anleihenkäufen erfolgen. Im Prinzip soll aufgrund des knapper werdenden Angebots an Staatsanleihen verhindert werden, dass die Zinsen steigen. Wie genau und ob dies gelingt, mochte uns die Kristallkugel noch nicht verraten. Für uns bedeutet dies vorerst, dass der expansive geldpolitische Kurs, in welcher Form auch immer, weitergeführt wird.

Das Beispiel Japan zeigt aber auch, dass die Strategie des unendlichen Gelddrucks und negativer Zinsen (alleine) nicht zum gewünschten Ziel führt. Man erkennt dies auch darin, dass die Banken, deren Gewinne dadurch unter Druck sind, in der EU die Kreditzinsen anheben, was im Prinzip das Gegenteil von der gewünschten zusätzlichen Kreditvergabe ist. Konjunkturfördernd ist dies zumindest nicht. Geldpolitik kann alleine nicht die Lösung des Problems sein. Unserer Meinung nach führt kein Weg daran vorbei, höhere Staatsdefizite in Kauf zu nehmen, um die Konjunktur durch Fiskalprogramme (via Investitionen) zu stützen. Ansonsten droht im Falle einer künftigen Rezession eine gewisse Machtlosigkeit, da Zinsen nicht weiter gesenkt werden können und damit das bisherige Gelddrucken rein verschwenderisch war. Um die Zinsen künftig erhöhen zu können (um sie dann in einer Rezession wieder zu senken) und wieder zu einer "normalen" Kapitalallokation zurückkehren zu können, muss die Konjunktur an Fahrt aufnehmen.

Solange aber das monetäre Umfeld expansiv bleibt und die Geldmengen steigen (sowie konjunkturell kein Absturz droht), ist die monetäre Ampel auf Grün gestellt.

Das bringt uns zum nächsten Thema...

## Ökonomische Situation

Da zurzeit nur in den USA über eine restriktivere Geldpolitik gesprochen wird, ist es wichtig, sich ein Bild über die dortige wirtschaftliche Situation zu machen. Eine detaillierte Darstellung würde den Rahmen dieses Newsletters sicherlich sprengen, womit wir uns auf einzelne wichtige Aspekte konzentrieren.

Die OECD erwartet folgende reale BIP-Wachstumsraten für die nächsten zwei Jahre:

Land	2016	2017
USA	1.81%	2.21%
Eurozone	1.63%	1.74%
Schweiz	1.24%	1.68%
China	6.48%	6.23%
Japan	0.67%	0.36%

Quelle: OECD Real GDP forecast, 30.09.2016

Ende 2013 erwartete die FED ein fast doppelt so hohes Wachstum (bis zu 3.5% für 2016). Mittlerweile ist die erwartete konjunkturelle Abspaltung der USA nicht eingetreten und wird auch nicht mehr erwartet. Die Jahreswachstumsrate (d.h. im Jahresvergleich) per Mitte Jahr entspricht in den USA 1.3% per 30.06.2016, während die Eurozone um 1.6% (Europa sogar 1.8%) und die Schweiz um 2% gewachsen sind. Die USA weisen die gleichen Schwächen wie alle anderen Staaten auf. Egal ob man die Auftrags-eingänge, Orderbestände, Produktivität, Wohnungsbau, Automobilindustrie etc. heranzieht, zeigt sich höchstens eine bescheidene Lage, insbesondere wenn man bedenkt wie stark monetär eingegriffen wurde (Liquiditätsprogramm von rund USD 4 Bio.) und dass das Staatsdefizit (Anstieg der US-Staatsausgaben seit 2015 um rund 4.5%) erhöht wurde. Auch die immer wieder hervorgehobene Verbesserung des Arbeitsmarktes (die FED erwartet eine Arbeitslosenquote von 4.8% für 2016), wird hauptsächlich durch den Rückgang der Beschäftigungsquote (im August magere 59.70%) getrieben. Auch nicht unbedingt ein Zeichen konjunktureller Stärke. Ebenfalls ist die im August gemeldete annualisierte Inflationsrate von 1.1% zu hinterfragen. Würde man den starken Anstieg der Mieten (annualisiert 3.4%) und der Gesundheitskosten (annualisiert 5.1%) herausrechnen, dürfte nicht mehr von Inflation, sondern von Deflation gesprochen werden. Wie man vor diesem Hintergrund von Zinserhöhungen (im Gegensatz zu fast allen anderen Zentralbanken) sprechen kann, ist uns schleierhaft und gefährlich. Man muss verstehen, dass die Konjunktur in den USA vom Konsum getrieben wird. Die Weltbank errechnet für 2015 (auf Basis der finalen Daten) einen Anteil am BIP von 68.4%. Im Vergleich hierzu ist der Anteil in Europa mit 56.6% und in der Schweiz von 54.4% viel geringer. Ohne diesen hohen Konsumanteil hätte man vermutlich

eine Rezession. Es ist daher von enormer Wichtigkeit, und ja wir wiederholen uns, dass Konjunktur und Zentralbankenmassnahmen in einem gewissen Gleichgewicht stehen. Möchte man restriktiver agieren, so muss man durch eine Ausweitung des Staatsdefizits die Konjunktur auf Vordermann bringen. Andernfalls droht ein kompletter Absturz. Wie oben beschrieben, ist eine Zinserhöhung um 0.25% nicht das Problem, sollte man aber diesen Weg schneller beschreiten als die Konjunktur erlaubt, wird die Situation gefährlich.

Das Problem scheint aus heutiger Sicht also v.a. die USA zu sein. D.h. nicht, dass die Probleme in Europa und Japan geringer sind, ganz im Gegenteil (vgl. frühere Newsletter), aber von einer restriktiven Politik wird dort nicht gesprochen. Zudem wäre das Wirtschaftswachstum in Europa bei einer ähnlichen Ausweitung der Staatsdefizite noch besser als oben präsentiert. Auch war der Zinsaufwand der EU-Länder für Staatsanleihen aufgrund der EZB Massnahmen, welche für den im Vergleich ausgeprägtesten Zinsrückgang gesorgt haben, sehr niedrig. Da gleichzeitig das Defizit nicht wesentlich erhöht wurde, ist viel Luft nach oben vorhanden, um Konsum und damit Konjunktur zu stützen.

Was China anbetrifft, so haben sich die übertriebenen Ängste anfangs Jahr nicht bewahrheitet. Per August 2016, im Jahresvergleich, nahmen die Einzelhandels-Umsätze um +10.6%, die Investitionen um +8.1% (exkl. ländliche Haushalte) und die Industrieproduktion um +6.3% zu. Die konjunkturellen Sorgen sind also übertrieben.

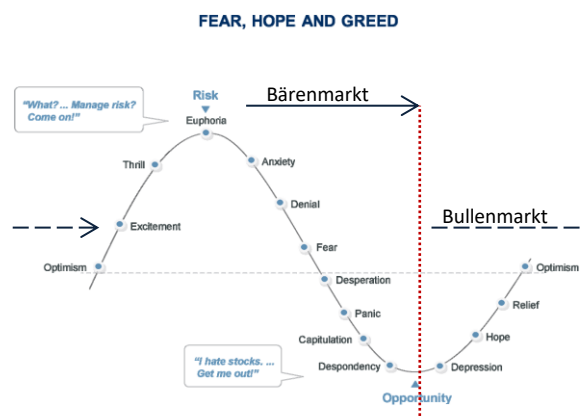
Zusammengefasst gibt die heutige Konjunkturentwicklung noch keinen Grund zur Sorge (eine Rezession ist zumindest für die nächsten Monate nicht angezeigt) und sollte sich auch nicht negativ auf die Börsen auswirken, solange sie im Einklang mit der Geldpolitik steht und/oder durch Fiskal- bzw. Infrastrukturmassnahmen gestützt wird. Solche Massnahmen sind auch zu erwarten. In den USA dürften, egal ob Clinton oder Trump gewählt werden, die entsprechenden Ausgaben um einen dreistelligen Milliardenbetrag erhöht werden. In Europa soll die Laufzeit des Europäischen Fonds für Strategische Investitionen (EFSI) bis ins Jahr 2020 verlängert werden (zuvor 2018) und die Investitionskraft von EUR 315 Mrd. auf EUR 500 Mrd. hochgesetzt werden. Zusätzlich werden die Mitgliedstaaten (es fragt sich nur welche) zur Beteiligung aufgerufen mit dem Ziel die Investitionssumme zu verdoppeln. So hat z.B. Deutschland im Rahmen seines Bundesverkehrswege-

plans beschlossen bis 2030 mit EUR 270 Mrd. Strassen, Schienen und Wasserwege zu sanieren, zu modernisieren und zu erweitern. Es ist also einiges im Gange.

Dies scheint der Markt auch technisch durch den zuletzt starken Anstieg des Dow Jones Transportation Average Index (seit dem 27.06.2016 rund +14%) vorwegzunehmen. Nehmen diese Massnahmen zu, bedeutet dies, dass wir uns in einer Übergangsphase von einem zinsgetriebenen Markt hin zu einem infrastrukturgetriebenen Markt bzw. einem solchen, der von ansteigenden Unternehmensgewinnen angetrieben sein wird, befinden. Wir werden entsprechende technische Signale genauestens verfolgen.

### Technische Situation

Der von uns im Newsletter vom April 2015 zitierte Sir John Marks Templeton (Britischer Investor) erinnert uns an Folgendes: "*Bull markets are born on pessimism, grown on skepticism, mature on optimism and die on euphoria*". Die einzelnen Phasen eines solchen Zyklus können Sie untenstehender Graphik entnehmen:



Quelle: Raymond James, 01.04.2013

Wir werden in einem der folgenden Newsletter verstärkten Bezug auf die einzelnen Phasen nehmen und Ihnen hierfür Beispiele aufzeigen. Kurz zusammengefasst geht, gemäss diesem Schema, das Ende eines Bärenmarkts generell einher mit extremem Pessimismus und den schlimmsten Befürchtungen, verbunden mit Aussagen à la "Ich werde nie wieder Aktien kaufen!". Während die Anfangsphasen eines Bullenmarkts durch Misstrauen und Verleugnung begleitet sind, macht sich mit der Zeit ein Optimismus breit, der an seinem Ende in eine gren-

zenlose Euphorie mündet, oft begleitet durch eine hohe Welle an IPO's (Initial Public Offering). So, wo befinden wir uns zurzeit? Von grenzenloser Euphorie ist momentan sicherlich nicht auszugehen, weder seitens institutioneller noch seitens "normaler" Retail-Investoren. Die Dame, die bei uns die Büros reinigt, ist jedenfalls noch nicht mit Investitionsideen auf uns zugekommen und auch die für diese Phase typischen Aussagen à la "Risikoverwaltung? Lächerlich" sind uns noch nicht begegnet. Vielmehr fühlt sich das momentane Umfeld eher nach sehr verhaltenem Optimismus, der zwischenzeitlich immer wieder in Skeptizismus verfällt, an. Versuchen Sie diese Frage selber zu beantworten, und seien Sie ehrlich!

Aus Sicht von Sir John Templeton wären wir also auf halbem Weg eines solchen säkularen Bullenmarktes (i.d.R. verbunden mit einer Laufzeit von durchschnittlich rund 15 Jahren, wie 1949 bis 1966 und 1982 bis 2000). Bestätigt sich die oben erwähnte Zunahme fiskalpolitischer Massnahmen, liegt Templeton vielleicht gar nicht so falsch.

Blinde Übertreibungen sind eher an den Anleihenmärkten zu beobachten. So nahm McDonald's im September anstatt der ursprünglich geplanten CHF 100 Mio. sogar CHF 400 Mio. mit einer achtjährigen Anleihe zu einem Coupon von 0.17% (Liberierung 05.10.2016) ein. Dies trotz niedriger Rendite und einem BBB Rating. Mehr muss nicht gesagt werden.

Während wir Sie nun nicht zu Leichtsinne verführen möchten und dazu raten, das Ganze mit einem zwinkernden Auge zu sehen, gibt es doch einige technische Hinweise, dass diese Geschichte noch nicht zu Ende ist. So hat sich die Marktbreite deutlich verbessert, womit der Aufschwung seit anfangs Jahr von einem breiteren Markt getragen wird. Die Anzahl der Titel, wel-

che sich in einem individuellen Bärenmarkt (Kurszerfall von mind. 20%) befinden, hat sich gegen Ende September deutlich reduziert. Gemessen am NYSE Composite Index sind es nach fast 70% im Februar Loch nur noch rund 30% der Werte, am CDAX (alle inländischen Titel der Frankfurter Börse) rund 40% (nach 68%) und in der Schweiz am SPI 20% (nach 42%). Auch wurden die letzten Börsenhochs durch die mengenmässige Entwicklung des Marktes (gemessen durch die "Advance-Decline" Linien) bestätigt. Ebenso spricht die Saisonalität (bedingter jahreszeitlicher Verlauf), die in den Hauptmärkten in etwa gleich aussieht, für einen weiteren Kursanstieg, zumindest bis Ende Jahr:



Das längerfristige technische Bild einiger Oszillatoren (Trendindikatoren) bereitet uns noch Kopfzerbrechen, aber das kurz- bis mittelfristige Bild weiss durchaus zu gefallen, womit wir die Ampel auf gelb belassen. Längerfristig wird entscheidend sein, ob die oben erwähnte Übergangsphase tatsächlich eintritt oder nicht.

## Fazit

Vor dem Hintergrund, dass Aktien zwar (insbesondere in den USA) höhere Bewertungen aufweisen, aber relativ zu Anleihen unterbewertet sind, bleiben sie unsere bevorzugte Anlageklasse. Die Gewinnrendite (inverses KGV) des S&P 500 betrug Ende September rund 4% (Prämie gegenüber der Nullverzinsung von Sparguthaben), womit selbst in den USA Aktien attraktiver sind als Anleihen. Kommt hinzu, dass Anleger generell in Aktien gegenüber Cash und Anleihen untergewichtet sind. Das Problem ist nun, dass Cash und Anleihen keine Rendite abwerfen. Sollte die Konjunktur also nicht negativ überraschen, müsste es zu einem gewissen Tausch kommen. Weltweit belaufen sich die Barmittel auf rund USD 70 Bio. (!). Begeben sich diese auf die Suche nach höherer Rendite, dürfte der Weg nicht an den Aktienmärkten (ceteris paribus) vorbeiführen. Zudem kann vermutet werden, dass, falls fiskalpolitische Massnahmen an Bedeutung gewinnen sollten, das Ende des nun 35-jährigen Anleihen-Bullenmarktes seinen Anfang nehmen wird. Während nämlich eine lockere Geldpolitik und ein sehr niedriges Zinsumfeld anleihenfreundlich sind, ist die Kombination zwischen lockerer Geld- und Fiskalpolitik Gift für Anleihen. Steigt dadurch die Inflation,

wird der reale Wert von Coupon und Rückzahlungsbetrag vermindert. Für Aktien ist eine solche Situation i.d.R. erst dann problematisch, wenn die Zinsen zu stark ansteigen, was momentan nicht angezeigt ist. Da Anleihen dann aber auch unter Kursverlusten leiden, erscheinen Dividendenaktien risikoärmer. Dennoch gestalten wir angesichts des (noch?) verhaltenen globalen Wirtschaftswachstums, der langfristig strukturellen Probleme (Überschuldung - sollte bei fiskalpolitischen Massnahmen verstärkt werden, Überalterung, abnehmende Globalisierung bzw. Rückgang Welthandel etc.) und dem langfristig (noch?) schwierigen technischen Bild das Portfolio konservativ und setzen im Kern das Gewicht auf gut kapitalisierte Firmen mit solider Dividendenentwicklung.

Passend zu unserem Schlusssatz im Fazit verabschieden wir uns mit der Antwort von Albert Einstein auf die Frage nach der grössten Erfindung des menschlichen Geistes, "die Zinseszinsen!". Dividenden sind für ein Portfolio von grösster Wichtigkeit und haben einen bedeutenden Einfluss auf die langfristige Rendite. Derjenige Anleger, welcher Dividenden und die Magie der Zinseszinsen ignoriert, muss sich ausschliesslich auf Kapitalgewinne und die Annahme, dass er vorhersagen kann, wie die Welt von morgen aussieht, verlassen. Viel Glück!

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.