

# Newsletter

Oktober 2017

## Q3 2017

Sehr geehrte Leserinnen und Leser

Der Sommer hat sich verabschiedet und der Herbst mit all seinen Farben zurückgemeldet. So gerne wir uns malerisch, gestalterisch oder sogar lyrisch seinem goldenen Licht- und Schattenspiel widmen würden, so müssen wir uns stattdessen der Realität stellen. Das Laub muss eingesammelt werden, die Weihnachtsgeschenke erledigen sich ebenfalls nicht von selbst und die Finanzmärkte schlafen nicht. Legen wir also los...

**Organisatorisch** gibt es nichts Neues zu vermelden. Das Portfoliomanagement- und Kundenbetreuungssystem wurde eingeführt, womit wir nun FINMA 4.0-konform sind.

Widmen wir uns dem **Marktkommentar**. Während die Grundgedanken und Aussagen der vorangegangenen Newsletter bestehen bleiben, sehen wir uns mit Blick auf die Zukunft gezwungen, unsere Ampel geringfügig anzupassen:



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

**Ökonomische Ampel:** Global synchron verlaufende Konjunkturerholung, die aber noch Unterstützung erfordert

**Technische Ampel:** Mittelfristiger Trend noch intakt, aber langfristiges schwieriges Bild

Wie der Herbst, hat auch der Übergang von monetär hin zu konjunkturell angetriebenen Märkten seine Licht- und Schattenseite. Das Licht steht dabei für die global synchron verlaufende Konjunkturerholung. Einen solchen Gleichschritt haben wir seit der Finanzkrise nicht mehr gesehen, womit die Farbe Grün angebracht ist. Der Schatten steht für mögliche Gefahren auf der monetären Seite, bedingt durch die zukünftige Inflations- bzw. Zinsentwicklung. Zwar ist das

Umfeld nach wie vor günstig, der Schatten damit noch nicht so dunkel, aber bis das konjunkturelle "Grün" gänzlich trocken ist, müssen wir Gefahren einberechnen, weswegen die monetäre Ampel neu auf gelb gestellt ist. Lassen Sie uns nun einen etwas genaueren Blick auf diese Entwicklungen werfen...

### Monetäre Entwicklung

An der gegenwärtigen Politik der Zentralbanken hat sich im Prinzip nichts geändert, aber der angeschlagene Ton ist vergleichsweise etwas restriktiver geworden. Dies betrifft insbesondere die Zentralbanken in Kanada, USA und Eurozone (sowie England).

Die EZB deutete an, dass man im Oktober über den weiteren Verlauf des Anleihenkaufprogramms (Dauer bis Ende 2017) entscheiden werde. Die meisten Ökonomen erwarten eine sechsmonatige Verlängerung bei reduziertem Kaufvolumen, was angesichts der konjunkturellen Entwicklung nicht unrealistisch ist und übrigens auch von der OECD so empfohlen wird. Ziel ist es nach wie vor die Inflation auf 2% zu bringen (per August bei 1.5%). Während nun die EZB die Wachstumsaussichten 2017 im Vergleich zur Juni Projektion nach oben korrigiert hat (vgl. Kommentar zur Konjunktur), ist die Liquiditätsoffensive weit stärker als noch am Höhepunkt der Finanzkrise, was den Druck auf die EZB entsprechende Anpassungen vorzunehmen, erhöht. Die Zurückhaltung ist auf die anhaltend schwache Inflation sowie auf den erstarkten EUR zurückzuführen. V.a. ersteres birgt unserer Ansicht nach Gefahren, da ein plötzliches Anspringen höhere Zinsen nach sich ziehen würde, was die erwähnte Übergangsphase aus dem Gleichgewicht werfen könnte. Die Erwartungen der Marktteilnehmer wären dann auf den Kopf gestellt mit den entsprechenden Folgen (vgl. Kommentar zu Anlagen).

Die FED hat in der Zwischenzeit den Monat Oktober als Starttermin der "Bilanz-Entblähung" festgelegt. Über das Vorgehen und dessen Wirkung haben wir bereits im Juli Newsletter berichtet. Es wurde angemerkt, dass dieser Prozess nicht bei jeder Unsicherheit angepasst werde.

Nur eine schwere Krise könne dieses Instrument reaktivieren. Allerdings sei auch nicht ein vollständiger Abbau anvisiert. Dieser ist abhängig von den langfristigen Verpflichtungen (Notengeld, Girokonten der Banken etc.). Geplant ist ein Abbau auf rund USD 3000 Mrd. Des Weiteren geht die FED immer noch von einer zusätzlichen Zinserhöhung um 25 Basispunkte dieses Jahr aus und prognostiziert einen Leitzins von 2% bis 2.25% bis Ende 2018 (drei Zinserhöhungen!). Dies wird einerseits mit der wirtschaftlichen Entwicklung begründet. Andererseits hält die FED die gedämpfte Inflationsentwicklung (per August bei 1.9%; Hoch im Februar bei 2.7%) für vorübergehend und weicht damit von den Investorenerwartungen ab. Diese erwarten eine durchschnittliche Inflation von 1.84% in den nächsten 10 Jahren (sogar unter dem FED-Inflationsziel von 2%). Dieses Auseinanderklaffen nimmt die FED mit zunehmender Besorgnis wahr, da es die zukünftige Effektivität der Geldpolitik in Frage stellt. Dies ist für uns jedoch nicht unmittelbar wichtig. Wichtig ist die tiefe Erwartung, also die Tatsache, dass die Marktteilnehmer der FED das Ausmass der Zinserhöhungen bzw. den Inflationsverlauf nicht abnehmen, was Auslöser für eine Marktkorrektur sein könnte. Wie hoch diese Gefahr ist, bleibt schwierig abzuschätzen, auch weil sich Frau Yellen (innert weniger Tage) sehr widersprüchlich hierzu geäußert hat. Einerseits bemerkte Sie, dass die Inflation aufgrund der robusten Arbeitsmarktentwicklung stärker anspringen könnte als antizipiert. Andererseits traf Sie die Aussage, dass die FED die Stärke des Arbeitsmarktes überbewertet haben könnte, womit die Geldpolitik expansiver bleiben würde als gedacht. Nun wissen wir zwar nicht wirklich mehr als vorher, ziehen aber zumindest die Erkenntnis daraus, dass die FED sich alle Optionen offen lässt, was angesichts einer möglichen Inflationsgefahr nicht schlecht sein kann.

Global betrachtet, kann indes nicht von restriktiver Politik gesprochen werden, ganz im Gegenteil. Wie bereits mehrmals dieses Jahr beschrieben, wird die EZB zuerst ihr Anleihenkaufprogramm beenden bevor sie die Zinsen erhöht, was noch länger dauern dürfte, und auch in Japan ist noch kein Ende in Sicht. Auch wird die FED aller Voraussicht nach ihren behutsamen graduellen Weg weiterfahren. Zudem gilt es anzumerken, dass im US-Bankensystem immer noch viel Liquidität vorhanden ist, was die geldpolitische Bremsung mindert. Dies rechtfertigt eine gelbe Ampel. Gefahren müssen jedoch frühzeitig er-

kannt und genauestens verfolgt werden.

## Konjunkturelle Entwicklung

Die OECD hat ihre Prognosen erneut angepasst:

	Real GDP growth				
	Year-on-year, %				
	2016	2017		2018	
		Interim projections	Difference from June Economic Outlook	Interim projections	Difference from June Economic Outlook
World	3.1	3.5	0.0	3.7	0.1
United States	1.5	2.1	0.0	2.4	0.0
Euro area	1.8	2.1	0.3	1.9	0.1
Germany	1.9	2.2	0.2	2.1	0.1
France	1.1	1.7	0.4	1.6	0.1
Italy	1.0	1.4	0.4	1.2	0.4
Japan	1.0	1.6	0.2	1.2	0.2
Canada	1.5	3.2	0.4	2.3	0.0
United Kingdom	1.8	1.6	0.0	1.0	0.0
China	6.7	6.8	0.2	6.6	0.2
India <sup>1</sup>	7.1	6.7	-0.6	7.2	-0.5
Brazil	-3.6	0.6	-0.1	1.6	0.0
Russia	-0.2	2.0	0.6	2.1	0.5
G20	3.2	3.7	0.1	3.8	0.0

Während die Prognose für das weltweite reale Wirtschaftswachstum 2017 zwar insgesamt unverändert bleibt, wurden u.a. diejenigen für die für uns wichtigen Volkswirtschaften angehoben bzw. zumindest nicht gesenkt. Dabei wurden die Prognosen für den Euroraum, Japan und China erhöht, während die USA stabil geblieben ist.

Die Prognose für den Euroraum ist praktisch identisch mit derjenigen der EZB. Unserer Ansicht nach spricht die Tatsache, dass der in diesem Jahr erstarkte EUR dennoch eine Erhöhung der EZB-Wirtschaftsprognose 2017 (+2.2%) und Beibehaltung derjenigen für 2018 (+1.8%) und 2019 (+1.7%) erlaubt hat, Bände, was das Vertrauen in die wirtschaftliche Entwicklung anbe-trifft. Dies wird von der OECD untermauert, welche den Einfluss des starken EUR aufgrund des stärkeren Konsumwachstums, der höheren Investitionen und des gesunden Exportwachstums als begrenzt sieht.

Die FED ihrerseits hat ebenfalls die Prognosen angehoben und erwartet im Mittel +2.4% für 2017 und +2% für 2019. 2018 ist die Prognose mit +2.1% gleich geblieben. Interessanterweise scheint die FED Wachstum vorzuziehen, während die OECD eher nachgelagertes Wachstum erkennt. Da die Prognosen in der Summe jedoch identisch sind, spielt dies für uns keine grosse Rolle. Die OECD rät der FED zudem ihren geldpolitischen Kurs fortzusetzen, womit die US-Geldpolitik nicht ganz verkehrt zu sein scheint.

Die beschriebenen Erwartungen widerspiegeln sich auch in den entsprechenden Einkaufsmana-

gerindizes und sind damit nicht unrealistisch. Wichtig für uns und für den von uns häufig beschriebenen Übergangsprozess ist, dass diese nicht wie in der Vergangenheit nach unten sondern kontinuierlich nach oben angepasst werden. Insgesamt verläuft die wirtschaftliche Entwicklung damit mehr als nur zufriedenstellend. Von einem Boom kann sicherlich nicht gesprochen werden, aber wir befinden uns in einer Phase in welcher das Weltwirtschaftswachstum in einem solchen Gleichschritt wächst, wie wir es seit der Finanzkrise nicht mehr erlebt haben. Dies bestätigt sich auch an den Titeln des Ausblicks des Internationalen Währungsfonds. Während im Oktober 2016 noch von "Subdued Demand: Symptoms and Remedies" die Rede war, lautete der Titel der Juli Ausgabe "A Firming Recovery". Das Schalten der Ampel auf Grün ist damit gerechtfertigt. Aber das Wachstum ist wiederum auch nicht so stark, dass monetäre Unterstützung komplett ausfallen darf. Wir bleiben dabei, dass eine Normalisierung der Geldpolitik fiskalpolitische Unterstützung (Steuern, Infrastruktur etc.) benötigt, um das Wachstum nicht wieder zu ersticken. Über solche Massnahmen haben wir in den letzten drei Newslettern ausführlich berichtet.

### **Anlagen / Technische Situation**

Technisch hat sich die Lage nicht verändert. Der mittelfristige Trend ist nach wie vor intakt und markttechnisch gesehen breit abgestützt. Langfristig ziehen vereinzelt dunkle Wolken auf und mahnen zur Vorsicht. Wichtige Verkaufssignale werden jedoch (noch) nicht angezeigt. Geographisch gesehen bestätigt die technische Seite die fundamentale (Bewertungs-) Sicht, dass die Schweiz und Europa den USA vorzuziehen sind. Ob es allerdings zu einer Entkoppelung kommt, ist höchst fraglich, wie die Vergangenheit immer wieder gezeigt hat.

Was Anleihen anbetrifft, so kennen Sie unsere Gedanken und Sorgen, womit diese nicht weiter ausgeführt werden müssen. Anzumerken bleibt jedoch, dass die europäischen Bondmärkte das Ausmass einer möglichen Reduktion der Anleihenkäufe seitens EZB noch nicht eingepreist haben, was sich an der zurückhaltenden Entwicklung der Anleihenrenditen der einzelnen europäischen Länder zeigt. Eine negative Überraschung ist damit nicht auszuschliessen.

Bei den Aktien hat sich der September entgegen dem üblichen Saisonalitätsmuster von seiner guten Seite gezeigt, trotz restriktiverer geldpoli-

tischer Kommentare. Grund hierfür ist die gute konjunkturelle Entwicklung (sowie solide Entwicklung der Unternehmensgewinne) bei gleichzeitig gedämpfter Inflation. Investoren gehen davon aus, dass letztere den Zentralbanken erlaubt, den geldpolitischen "Abbau" vorsichtig vorzunehmen, was sich auch an der niedrigen Volatilität zeigt, und damit das Zinsniveau tief bleibt. Und genau hier liegt der Hund begraben. Während wir dem nicht direkt widersprechen, könnte ein unerwartetes Anziehen der Inflation dieses Fundament der Marktentwicklung und der von uns oft beschriebenen Übergangsphase stark erschüttern. Dann müssten nämlich die Zinsen schneller ansteigen als angenommen mit den entsprechenden Folgen. Ein Szenario, das für 2018 im Hinterkopf behalten werden muss, insbesondere weil der Markt, auch langfristig, eine nur geringfügige Inflationsänderung einpreist. Dies ist die grösste Gefahr für die Finanzmärkte. In der Vergangenheit folgte nach längeren Zinsanhebungsphasen das böse Erwachen in Form eines Absturzes, womit die Frage, ob wir uns vor einer solchen befinden, sehr zentral ist. Steigt die Inflation (u.a.) über höhere Löhne (zurzeit noch enttäuschend), wird sich das Zinsniveau anheben, ob wir wollen oder nicht. Die Folge wäre das Ende dieser Übergangsphase bzw. säkularen Bullenmarktes. Idealerweise würde die Inflation zumindest in den Haupt-Volkswirtschaften zunehmen, aber langsam genug, um keine Verwerfungen herbeizuführen. Wir werden dies genauestens verfolgen.

Für den Moment sorgen jedoch neben den erwähnten Faktoren ein wiederum mögliches Steuersenkungspaket in den USA sowie sonstige konjunkturpositive Massnahmen (auch in Folge der Wirbelstürme) für zusätzlichen Aufwind an den Aktienmärkten. Entgegenwirken könnten geopolitische Ereignisse, wie z.B. Nordkorea, Unsicherheiten bezüglich US-Haushaltsbudgets, Separatisten-Bewegungen in Europa etc. Entwickelt sich daraus kein Flächenbrand, dürften die Auswirkungen von überschaubarem Ausmass sein. Allerdings ist es auch so, dass sowohl technisch wie auch fundamental bzw. bewertungsseitig ein gewisses Niveau erreicht wurde, womit nicht mehr blind Aktien gekauft werden können. Die Niveaus nehmen einiges vorweg, was sich noch bewahrheiten muss. Dies bezieht sich in erster Linie auf die Gewinne. Nimmt allerdings die Konjunktur, wie oben beschrieben, weiterhin stetig zu, dürften sich die Bewertungen anpassen. Relativ gesehen sind Aktien im Vergleich zu Anleihen immer noch günstig. Wir sind immer

wieder erstaunt, wie überzeichnet Anleihen-Emissionen sind bzw. über die Bereitschaft der Anleger, sich mit renditelosen Anleihen mit 0.5% Verzinsung einzudecken. Eine solche Rendite impliziert ein P/E von 200, welche offensichtlich (sarkastisch gemeint) viel attraktiver ist als Aktienanlagen mit einem P/E von 20 und einer Dividendenrendite von 3%. Mehr muss nicht gesagt werden.

Vielleicht noch ein Wort zur Schweiz. Eine Stu-

die der Credit Suisse zusammen mit diversen Wissenschaftlern der Cambridge Judge und London Business School hat ergeben, dass die Schweiz nicht nur die stabilste Währung, sondern auch einen der am geringfügigsten schwankenden Aktienmärkte der Welt hat. Die Studie war langfristig angelegt (1900 bis 2016), verglich 23 Länder und ist damit sehr aussagekräftig. Da technisch und fundamental eine gewisse Vorsicht angebracht ist, kann es nicht schaden, den Fokus auf die Schweiz zu richten.

### Fazit

Solange technisch kein Verkaufssignal generiert wird, die Konjunktur sich weiterhin langsam aber kontinuierlich (v.a. in dieser Gleichläufigkeit) erholt und monetär nicht ungerechtfertigt gebremst wird oder keine inflationsseitigen Überraschungen mit entsprechenden Verwerfungen drohen, verbleiben die Rahmenbedingungen für Aktien zumindest mittelfristig positiv, was nicht bedeutet, dass zwischendurch keine Korrekturen möglich sind. Auch die relativ zu Anleihen (nicht absolut) immer noch günstige Bewertung sollte weiterhin stützen. Nach wie vor gilt, dass nur eine konjunkturelle Abkühlung mit wiederum tieferen Zinsen für steigende Anleihenpreise sorgen könnte. Dies ist im Moment nicht angezeigt, womit Aktien unsere favorisierte Anlageklasse bleiben. Daneben erachten wir im Hinblick auf die politischen Unsicherheiten in den USA (liefert Trump? Schuldenobergrenze?), den separatistischen Bewegungen in Europa (Spanien, Italien) sowie den Unruhen mit Nordkorea eine Position in Edelmetallen als durchaus gerechtfertigt. In diesem Zusammenhang sei auch angemerkt, dass wir die Portfolios bewusst breit diversifiziert halten, einen hohen Wert auf Dividenden legen sowie auf gut kapitalisierte und handelbare (Marktliquidität erlaubt Flexibilität) Unternehmen setzen. Zudem darf auch nicht vergessen werden, dass die (sehr) langfristigen strukturellen Probleme der Welt (Überschuldung, Überalterung, abnehmende Globalisierung etc.) latent im Hintergrund brodeln. Man sollte allerdings nicht immer alles schwarz sehen und sich von Zeit zu Zeit ebenfalls daran erinnern, dass hinter der Kulisse auch Grossartiges vor sich geht, wie der zur Zeit stattfindende technologische Wandel, was noch nicht direkt erkennbar ist. Wie gewohnt halten wir uns an die Prämisse der Flexibilität. Ändern sich die Rahmenbedingungen, ändern auch wir unsere Politik.

Im Wissen, dass sich unsere an dieser Stelle immer aufgeführten Zitate grösster Beliebtheit erfreuen, zumindest hoffen wir dies, verabschieden wir uns mit den weisen Worten der 1976 gegründeten britischen Punkband The Clash: "Should I stay or should I go now? Should I stay or should I go now? If I go, there will be trouble. And if I stay it will be double. So come on and let me know." Zweifellos eine Frage, mit welcher sich alle Börsianer tagtäglich auseinandersetzen.

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.