

Newsletter

Oktober 2015

Q3 2015

Sehr geehrte Damen und Herren

Da wir organisatorisch diesmal nichts zu vermelden haben, beginnen wir gleich mit dem **Marktkommentar**.

"To panic or not to panic: That is the question!"...so in etwa hätte Hamlet vermutlich seinen berühmten Monolog begonnen, wenn er im August und September 2015 vor einem Monitor die Kursentwicklung an den Börsen beobachtet hätte. Diese Frage ging vermutlich so manchem Akteur durch den Kopf, unabhängig davon ob Profi oder nicht. Was hat also diesen Kurssturz ausgelöst? Wächst China nicht mehr? Ist die Krise im Nahen Osten dafür verantwortlich? Greifen die Massnahmen der Nationalbanken nicht? Ist es die weltweit hohe Verschuldung in USD, welche insbesondere die Schwellenländer hart treffen könnte? Ist es das Ausbleiben einer ersten Zinserhöhung in den USA? Ist es Hillary Clinton, die bei erfolgreicher US-Präsidentenschaftswahl die Medikamentenpreise drastisch senken will, worauf die Talfahrt der Biotech-Titel gründet? Haben die Abgasmanipulationen seitens VW dazu beigetragen? Vermutlich ein bisschen von allem, aber es gilt zu bedenken, dass die meisten Problemzonen nicht neu sind, sondern schon seit geraumer Zeit als langfristige Knackpunkte gelten. Ein Aufflackern dieser Bedenken gepaart mit einer gewissen Orientierungslosigkeit der Anleger hat zu einer grossen Unsicherheit geführt. Was wir im August und September erlebt haben, war in erster Linie Panik, getragen von den oben genannten Damoklesschwertern.

Ausgangspunkt dürften sicherlich die Sorgen rund um China gewesen sein (und damit einhergehend über den Wirkungsgrad der globalen monetären Massnahmen). Der Anteil der Schwellenländer am globalen BIP macht je nach Definition rund 40% aus, womit deren wirtschaftliche Bedeutung sich in den letzten 20 Jahren mehr als verdoppelt hat. China alleine hat einen Anteil von leicht über 16%. Die jüngsten Eingriffe der People's Bank of China zur Abwer-

tung des Yuan haben konjunkturelle Sorgen (Angst vor weiteren Abwertungen) geweckt, zumindest für diejenigen Länder, welche stark nach China exportieren. Dazu gehören neben Deutschland und Japan, wo monetär eingegriffen wird, auch der Grossteil der asiatischen Schwellenländer sowie Brasilien und Russland. Indirekt damit verbunden ist die Angst, dass die monetären Massnahmen der Notenbanken, welche das Ziel haben konjunkturell zu stimulieren, durch weitere Abwertungen seitens Chinas verpuffen würden, weil solche dem konjunkturellen Stimulus über die Exporte entgegenwirken. Allerdings muss beachtet werden, dass viele chinesische Firmen (sowie auch solche anderer asiatischer Schwellenländer) eine hohe Dollarverschuldung (das ist ein globales Problem; vgl. Newsletter April 2015) aufweisen, deren Last durch weitere bzw. stärkere Abwertungen ansteigen würde. Während einerseits China zugunsten seiner Wettbewerbsfähigkeit und damit dessen Konjunktur theoretisch abwerten müsste, stellt sich andererseits die Frage, ob es bereit ist die oben genannte Kehrseite der Medaille zu tragen. China weist per Juni 2015 rund 1.2 Bio. USD-Schulden aus. Wertet China ab, müssten die anderen asiatischen (und auch andere) Schwellenländer ebenfalls abwerten, was deren Dollarschulden ebenfalls erhöhen würde. Erinnerungen an die Asienkrise von 1997/98 werden wach. Wertet China nicht ab, muss es Währungsreserven verkaufen, was das Gegenteil einer expansiven monetären Politik darstellt mit entsprechenden Auswirkungen auf die Konjunktur. Das Problem ist also nicht einfach zu lösen. Für die stark nach China exportierenden Länder ist dies ein zweischneidiges Schwert, denn Produkte werden nicht nur importiert, weil sie währungstechnisch billig sind, sondern auch weil Lohnsteigerungen, welche wiederum von der Konjunktur abhängig sind, dies ermöglichen. Damit rückt wieder die konjunkturelle Situation in China in den Vordergrund, welche für das Wirken der monetären Massnahmen insbesondere in Europa (d.h. v.a. Deutschland) und Japan wichtig sind. Es gilt aber zu bedenken, dass China noch über massenhaft monetäres und wirtschaftspolitisches Arsenal verfügt. Denkbar sind hier weitere Her-

absetzungen der Mindestreservesätze, Steuer- und Zinssenkungen, Infrastrukturprogramme etc. Ein "Hard-Landing", wie medial oft propagiert, ist zurzeit damit nicht in Sicht. Das Wachstum dürfte aber tendenziell zurückgehen. Es kann aber nicht von einem plötzlichen konjunkturellen Komplettabsturz ausgegangen werden, schon alleine weil der Dienstleistungssektor (und damit der Binnenmarkt) weiterhin wächst, sowie seit 2014 fünf Zinssenkungen vorgenommen und auch Infrastrukturmassnahmen wieder aufgenommen worden sind.

Auch wenn klar war, dass der Wandel Chinas zu einer mehr konsumorientierten Gesellschaft, zu Lasten staatlicher Infrastrukturprogrammen, nicht einfach werden würde, ist dieser Schritt notwendig. Die Regierung hat aber erkannt, dass es ganz ohne Infrastrukturinvestitionen, v.a. bei einer Sparquote von rund 50%, nicht funktioniert. Dies muss schrittweise erfolgen. Für die Konjunktur einer Volkswirtschaft ist der Binnenmarkt, der - im Gegensatz zu der für die Exporte ausschlaggebenden Weltkonjunktur - teilweise wirtschaftspolitisch beeinflussbar ist, von höchster Bedeutung. Dies lässt sich an der Situation in Europa erkennen, wo die EZB durch massive monetäre Eingriffe und damit der Abwertung des EUR versucht die Exporte und damit die Konjunktur anzukurbeln. Dabei ist Europa stark von der Weltkonjunktur abhängig. Die Lokomotive Europas, Deutschland, weist 2014 eine gefährliche Exportquote von rund 40% aus. Wenn man also Angst vor einem "Hard-Landing" hat, dann sollte man diese eher auf Länder mit hoher Exportquote beziehen. Man darf aber nicht vergessen, dass rund 58% (2014) der deutschen Exporte ihren Weg innerhalb der EU finden.

Nebst China, als wesentliches Element für die Baisse, ist natürlich auch die konjunkturelle Situation in den USA zu nennen. Im Rahmen seines letzten Communiqué geht das FED 2015 im Mittel von einem realen Wirtschaftswachstum (also unter Berücksichtigung der Inflation) von 2.1% aus, was nur unwesentlich höher ist als das von der EZB für die Eurozone erwartete reale Wachstum von 1.4%. Von einer in der Medienlandschaft oft umschriebenen „wesentlich besseren Konjunktur in den USA“ kann also nicht die Rede sein. Berücksichtigt man zudem, dass die USA eine andere Berechnungsmethode für die Inflation anwendet, so ist sogar mit niedrigeren

Daten zu rechnen. Als Gründe für den Aufschub der jüngst erwarteten Zinsanhebung nennt das FED u.a. die Sorgen über China und die Schwellenländer, in Wahrheit dürfte es aber auf den oben genannten Daten beruhen. I.d.R. wird monetär gebremst, wenn die Inflation (mind. 2%), das Wachstum und die Beschäftigung genügend stark sind, was zum heutigen Zeitpunkt wohl kaum vorhanden ist. Aus Sicht des FED ist der Entscheid also nachvollziehbar. Viel wichtiger als die Frage, wann die erste Zinsanhebung kommen wird, ist unserer Meinung wie stark die einzelnen Anhebungen ausfallen werden. Das Zielband des Leitzinses verharrt zurzeit noch bei 0% bis 0.25%. Im Mittel rechnet das FED für Ende 2015 mit einem Leitzins von 0.375% (an der Juni-Sitzung waren es noch 0.625%) und für Ende 2016 mit 1.375% (zuvor 1.625%). Während sich daraus einen ersten Anstieg für 2015 ableiten lässt, ist ebenfalls erkennbar, dass die Zinserhöhung in kleinen Schritten erfolgen wird. Dies ist kaum mit einer starken Bremsung gleichzusetzen. Die kürzlich publizierten Konjunkturdaten würden eine solche auch nicht zulassen. Die Weltbörsen haben schlicht und einfach einen Moment gebraucht, um diese Entscheidung nachvollziehen zu können. Die Orientierungslosigkeit ist v.a. dadurch entstanden, dass im Konsens von einem stärkeren Wachstum ausgegangen wurde, was natürlich im Gegensatz zum FED-Entscheid stand.

In Europa ist man von solchen Entscheidungen noch weit entfernt. Eine Zinserhöhung steht momentan nicht zur Debatte, was durch die Aussage der EZB bei niedrigerer Inflation, die Bemühungen nochmals zu verstärken, deutlich wird.

Europa, USA und Japan befinden sich damit immer noch in der für die Börsen komfortablen Lage, dass einerseits die Konjunktur ein monetäres Bremsen noch nicht zulässt, andererseits diese aber auch nicht so schlecht ist, dass die Gewinne der Unternehmen geschmälert werden. Während in den USA aber eher von einer Stagnation der Erträge ausgegangen werden darf, befinden sich diese für die europäischen Unternehmungen auf Tiefständen, so dass bereits kleine konjunkturelle Verbesserungen zu mehr Gewinnen führen dürften.

Die Börsen haben also zumindest kurz- bis mittelfristig wieder ihre Orientierung gefunden. Die

Sorgen rund um China, USA und Europa wurden wieder ins richtige Licht gerückt. Aus dieser Sicht bleiben die Aussichten für die Aktienmärkte positiv.

Streng gesehen hat sich fundamental in den letzten eineinhalb Monaten nicht so viel geändert, so dass ein solch plötzlicher Kurssturz gerechtfertigt gewesen wäre. Es stellt sich also die Frage nach dem technischen Marktbild. Dieses schielt zunächst nach dem Prozess der zunehmenden Titelselektivität, welcher Ausgangspunkt ist für einen möglichen Übergang eines Bullen- in einen Bärenmarkt (vgl. Newsletter Januar 2015). Die Lage ist technisch nicht einfach zu beurteilen. Einerseits hat sich anfangs Oktober, v.a. getrieben durch die starken Kursverluste, die Anzahl der Titel, welche sich definitionsgemäss ab einem Kurszerfall von -20% in einem Bärenmarkt befinden, erhöht. In den USA, gemessen am NYSE Composite Index, befinden sich rund 52% der Titel in einem Bärenmarkt. In der Schweiz, gemessen am SPI, sind es rund 35%. In beiden Fällen sind logischerweise die kleineren Werte viel stärker davon betroffen. Andererseits wäre es aber verfrüht daraus schon zu schliessen, dass ein mehrjähriger Bärenmarkt begonnen hat (dem widerspricht auch das Handeln der Zentralbanken). Erstens dürften sich diese Zahlen durch die Erholung der Börsen ab Ende September wieder verbessert haben. Zweitens muss auch die Saisonalität der Aktienmärkte, welche den durchschnittlichen Verlauf über eine bestimmte Anzahl von Jahren zeigt (bedingter jahreszeitlicher Verlauf), berücksichtigt werden. Wie dem unteren Chart zu entnehmen ist, waren die Monate ab Juli bis Oktober im Durchschnitt schon immer eher schlechte Monate. Der Kursanstieg erfolgt in der Regel im November und Dezember.



Drittens hat der im August und September er-

folgte Kurssturz relativ wenig mit dem Prozess der Bärenmarkt-Entwicklung zu tun, sondern war exogen durch die oberen Ängste geschürt. Technisch gesehen ist die Lage also nicht so eindeutig und zumindest kurzfristig nicht negativ. Dennoch haben wir im Zuge dieser Erkenntnis die Portfolios entsprechend umstrukturiert und Risiko herausgenommen durch den noch stärkeren Fokus auf grosse Werte. Zudem wurde stark auf die Marktliquidität der Positionen geachtet, so dass weitere Anpassungen, z.B. im Zuge wieder zunehmender Selektivität, schnell vollzogen werden können. Auch unser Fokus auf dividendenstarke (meist CH-steuerfreie) Titel bietet eine gewisse Absicherung. Diese Art der Portfoliostrukturierung war schon immer ein Teil unserer Anlagestrategie, welche nicht aufgrund von Panik über Bord geworfen werden sollte. Eine Strategie-Änderung muss auf (fundamentalen, technischen und monetären) Fakten beruhen. Eine etwas detailliertere Beschreibung zum Thema Portfolio-Strukturierung finden Sie zuunterst im Nachtrag. Ausführungen hierzu finden Sie ebenfalls auf unserer Webseite unter http://www.glsfinanz.ch/investment_concept/. Das Schlagwort zumindest für die kurze Frist ist Geduld, das seltenste Gut an den Börsen.

Nebst den technischen, fundamentalen und monetären Faktoren gilt es zudem zu berücksichtigen, dass Aktien weiterhin gegenüber Obligationen zu favorisieren sind. Die teilweise Austrocknung der Obligationenmärkte durch die Notenbanken (Staatsanleihen-Käufe) und die stark erhöhten regulatorischen Anforderungen für Banken (drastisch reduzierte "Market Making"-Funktion für Unternehmensanleihen) bergen erhebliche Risiken, wenn die monetäre Unterstützung wegfällt (vgl. Newsletter Juli 2015).

Ob sich nun die Bären oder die Bullen durchsetzen, wird also vom Verlauf der nächsten paar Monate abhängen. Vieles ist, wie durch die Lektüre dieses Textes klar wird, wieder einmal anhängig von den Notenbanken und ihrer monetären Politik. Wird doch plötzlich stärker gebremst als dies die Konjunktur zulässt, droht den Börsen Ungemach. Wird die monetäre Politik jedoch schrittweise mit einer verbesserten Konjunktur gedrosselt, so sollte das Positive überwiegen. Klarheit ist der Schlüssel. Eine Orientierungslosigkeit, wie oben beschrieben, sollte jedoch seitens Nationalbanken vermieden werden. Der Markt muss genau wissen an was er

sich halten soll. Ansonsten werden im Zuge der Selektivität und diesem monetären globalen

Auseinanderdriften die verstärkten Schwankungen anhalten.

Unser Fazit

Technisch, monetär und fundamental hat sich nicht so viel geändert. Das Fundamentale ist nach wie vor auf zarten Rosen gebettet und technisch schreitet die Selektivität voran. Diese beiden Faktoren müssen im Hinblick auf das Verhalten der Notenbanken täglich überprüft werden. Die Strategie muss flexibel sein, nach diesen Faktoren gestaltet und wenn nötig geändert werden. D.h. jetzt nicht, dass man starr an der Maxime von Warren Buffet "The best holding period for any stock is forever!" festhalten soll, aber eine Änderung der Strategie sollte sich nicht von Panik leiten lassen, sondern auf Fakten beruhen. Wir halten uns eher an die Aussage von J. M. Keynes "When the facts change, I change my mind – what do you do, Sir?".

Unsere Antennen sind ausgefahren, die Messer sind gewetzt, die Sinne scharf und die Augen klar. Wir sind bereit für die Schlacht zwischen Bullen und Bären und verabschieden uns mit den weisen Worten von Bob Farrell (Wall Street Veteran und Pionier der Marktpsychologie): "Bull markets are more fun than bear markets!".

Freundliche Grüsse



Dr. Gianluigi Socchi



Igor Socchi



Philipp Wille

Nachtrag zum Thema Portfoliostrukturierung

Die obigen Ausführungen machen deutlich, wie wichtig die Strukturierung eines Portfolios ist. Dies ist das zentralste Element der Vermögensverwaltung überhaupt. Nur ein gut strukturiertes Portfolio kann über die Zeit hinweg eine positive Rendite erzielen. Dabei bezieht sich die Strukturierung im Wesentlichen auf einen soliden Kern (je nach Marktphase können dies Obligationen oder Aktien solid finanzierter Unternehmungen sein) und darüber hinausgehende Wetten, welche, sofern es der Markt und das Kundenprofil zulassen, mehr Risiko eingehen. Innerhalb dieser Strukturierung muss zudem eine vernünftige Sektoren- und Länderallokation vorgenommen werden. Wie diese Strukturierung/Allokation im Detail vorgenommen wird, entscheiden fundamentale, technische und monetäre Faktoren. Diese geben i.P. vor wie die Strategie in einer mittleren bis längeren Frist zu gestalten ist. Der Kern ist dabei langfristig angelegt (eine durchschnittliche Marktphase (Bären- oder Bullenmarkt) dauert ca. 4-5 Jahre) und ist das Resultat solider Analysen; kurzfristige Schwankungen werden i.P. als irrelevant betrachtet bzw. ausgenutzt um diesen Kern zu erweitern oder stärken. Dabei wird ebenfalls viel Wert auf Dividenden (am besten steuerfrei) oder im Falle von Obligationen auf Coupons gelegt. Die darüber hinaus gehenden Wetten sind eher kurz- bis mittelfristig angelegt und erlauben es z.B. sich einem gebeutelten Sektor anzunehmen, dem man eine zunehmende Bedeutung attestiert ("Contrarian" Ansatz), "Turnaround"-Gesellschaften etc. Geht eine solche Wette auf, kann dieser Sektor evtl. sogar eine Position im Kern einnehmen.

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.