

Anlagepolitik 2017

Wirtschaftliche Stabilisierung – Politische Umwälzungen ?!

- Globales Wachstum festigt sich
- US Konjunktur soll durch Steuersenkungen beschleunigt werden
- Steigende US Inflation – steigende US Zinsen – steigender Dollar
- Gibt Trump mehr Volt ins geopolitische Spannungsfeld?
- Aktien bleiben favorisierte Anlageklasse



Rückblick 2016 – Konjunkturelle Unsicherheiten und Politbomben

Das Jahr 2016 begann mit einer unerwartet negativen Entwicklung der weltweiten Aktienmärkte. Konjunkturnachrichten aus den USA und China sowie nachlassende Erdölnotierungen gaben den Wachstumserwartungen einen herben Dämpfer und lösten gar Ängste einer erneuten Weltrezession aus. Die amerikanische Zentralbank wich von ihrer Absicht einer dreistufigen Zinserhöhung ab und verwies bei ihren Entscheiden auf nationale und globale Unsicherheiten. BREXIT – der Volksentscheid zum Austritt Grossbritannien aus der Europäischen Union – überraschte weltweit und brachte das europäische Lebenswerk der etablierten Politik ins Wanken. Das anhaltend geschwächte Pfund verhalf Grossbritannien eine Rezession zu vermeiden, welche als Folge des Austritt-Entscheidung vermutet wurde. Nationalistische und reaktionäre politische Strömungen gewannen auch in vielen anderen Ländern an Zustimmung. In den USA wurde das für unmöglich gehaltene wahr und Donald Trump, ein Aussenseiter des politischen Establishment, zum Präsidenten gewählt.

Die Situation im Mittleren Osten blieb kriegerisch und Russland verhalf Assad zu erheblichen militärischen Erfolgen. Trotz unterschiedlicher Machtinteressen einigte sich etwas überraschend die OPEC zusammen mit unabhängigen Produzenten wie Russland auf eine Einschränkung der Erdölproduktion. Der Ölpreis verteuerte sich von seinem Tiefst von rund 26 USD auf über 50 USD. Im Laufe des Jahres erhöhten sich nicht nur Energiepreise, sondern auch Buntmetalle und Edelmetalle verteuerten sich zum Teil erheblich. Rohstoffanlagen gewannen durchschnittlich um 11 % nachdem sie im Vorjahr über 30 % einbüssten.

Die Geldpolitik blieb weitgehend expansiv, zumal auch die USA erst am Jahresende eine Zinserhöhung von 0.25% vornahmen. Die Wirksamkeit expansiver Geldversorgung wurde wegen den schleppenden Konjunkturfortschritten zunehmend in Zweifel gezogen. Nicht erstaunlich, dass eine Reaktivierung der Fiskalpolitik an Unterstützung gewann. Die beiden Präsidentschaftskandidaten Clinton und Trump versprachen ebenfalls zusätzliche Infrastrukturprojekte zu lancieren. Diese absehbare Verschiebung der wirtschaftspolitischen Aktivitäten löste im letzten Quartal einen Anstieg bei den Kapitalmarktzinsen aus. Über das ganze Jahr verblieb bei den Anleihen jedoch ein positiver Ertrag.

Die Verschiebungen am Devisenmarkt blieben erstaunlich gering. Bemerkenswerte Ausnahme war das Britische Pfund, welches etwa 16 % verlor. Begünstigt von einem steigenden Zinsvorteil legte der US-Dollar handelsgewichtet knapp 4 % zu. Der Schweizer Nationalbank gelang die Verteidigung des Eurokurses zwischen 1.07 und 1.10, allerdings mit Hilfe weiterer Marktinterventionen.

Im Aktienbereich überzeugten die US Märkte mit zweistelligen Zuwächsen, während die Bilanz in Europa zwiespältig ausfiel. UK Aktien wurden vom schwachen Pfund beflügelt, während italienische Aktien von Bank- und Politikrise geschüttelt wurden. Der enge Schweizer Markt verlor ebenfalls, heruntergezogen von Pharma- und Bankentiteln. Im Durchschnitt veränderte sich Europa, gemessen am Euro Stoxx 50 praktisch nicht. Asien legte mit etwa 8 % ansprechend zu; am auffälligsten war aber die Performance der aufstrebenden Märkte Russland und Brasilien mit über 50, respektive 60 % in US-Dollar gerechnet. Branchenmässig lagen Energie- und Rohstoffaktien vorne, während der Gesundheits-Bereich mit einem Minus von 8% enttäuschte.

Graphik 1: Bruttoerträge 2016 in CHF für verschiedene Anlageklassen



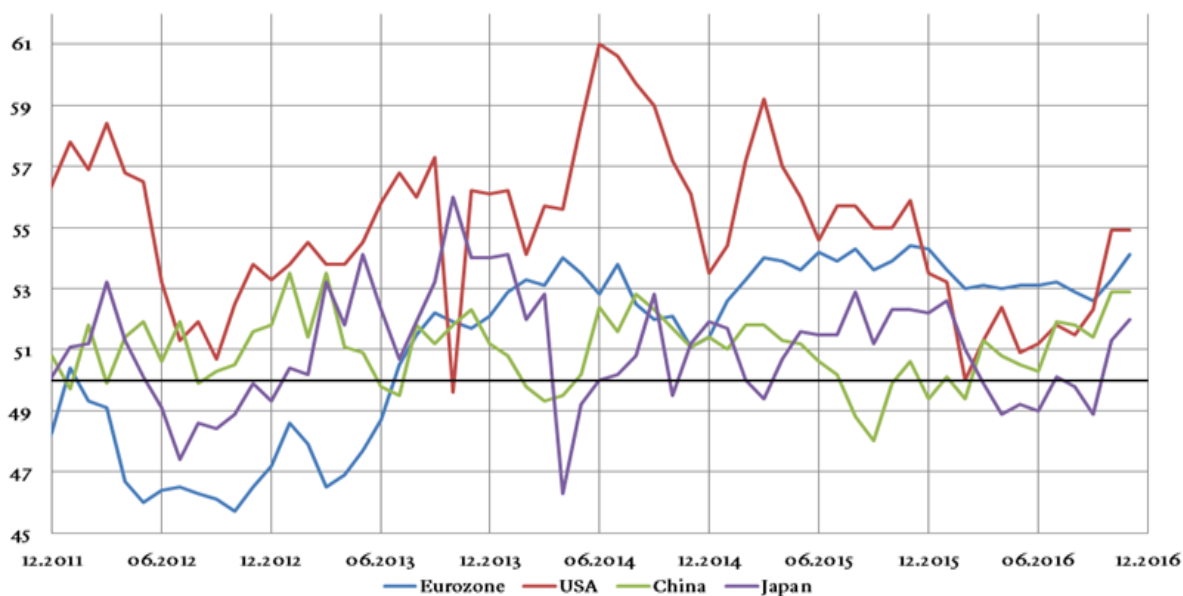
Ausblick 2017

Wirtschaftliche Entwicklungstendenzen

Nimmt man die Befragungen bei den Einkaufsmanager dieser Welt zu Rate, so zeichnet sich eine Beschleunigung des Wachstums ab (siehe untenstehende Grafik) - zumindest ist eine Stabilisierung der globalen Konjunkturlage zu erwarten. Unter den grossen Wirtschaftsblöcken dürfte die US Konjunktur am deutlichsten beschleunigen, ist doch eine Belebung der Investitionsnachfrage zu erwarten, da diese infolge von Sistierungen von Energieprojekten im abgelaufenen Jahr zusammenbrach. Zudem hat sich die Beschäftigungssituation wesentlich verbessert und liegt wieder näher dem Zustand vor der grossen Krise von 2007/8. Als Folge zeich-

net sich denn auch eine Steigerung der Lohneinkommen ab. Diesen anrollenden Konjunkturzug will der neugewählte Präsident mit fiskalpolitischen und regulierenden Massnahmen weiter unter Dampf setzen. Im Vordergrund steht die Idee, Steuern für Private und Unternehmungen in einem Ausmass von etwa 6 Billion USD zu kürzen. Dies entspricht ungefähr einem Drittel des US-Bruttoinlandproduktes und soll nach ersten Berechnungen die Verschuldung des Staates gemessen am BIP um 25 % Punkte erhöhen. Die mutmasslichen Folgen dieser und anderer bisher bekannt gewordener wirtschaftspolitischer Absichten sind in der Tabelle „Absichten und Auswirkungen der neuen US Wirtschaftspolitik“.

Grafik 2: Umfrage bei Einkaufsmanagern



Inwieweit Trumps Ideen im parlamentarischen Genehmigungsprozess noch Federn lassen werden, bleibt abzuwarten. Tatsache ist, dass die parteipolitischen Absichten der Republikaner in gleiche Richtung zielen, so dass mit erheblicher Wahrscheinlichkeit ein substantielles Fiskalpaket in Kraft gesetzt werden wird. Damit würden die USA für die nächsten zwei Jahre zur internationalen Konjunkturlokomotive. Allerdings hängt dies davon ab, wie die zukünftige Aussenhandelspolitik der USA gestaltet wird. Protektionistische Massnahmen könnten im ungünstigeren Falle ein Handelskrieg bewirken und die Wachstumsimpulse zerstören.

Ein durch Trump beschleunigter Rückgang der Globalisierung, im Sinne des internationalen Güter- und Dienstleistungsaustausches, würde die Ländergemeinschaft unterschiedlich treffen. Gerade Deutschland und die Schweiz mit einem Exportanteil von 50% und mehr am BIP wären stark gefordert. Weit weniger exponiert ist China, das sich sukzessive zu einer von Binnenwachstum getragenen Volkswirtschaftlich verändert. Aufgrund der anhaltend hohen bilateralen Handelsdefizite scheint China aber im Visier der Regierung Trump. Dabei geht es um Handels- und Währungspolitik, letztlich aber auch um die geopolitische Vormachtstellung. Die Chinesisch-amerikanischen Beziehungen könnten in eine Frostphase eintreten und das globale Sicherheitsempfinden beeinträchtigen.

Tabelle 1: „Absichten und Auswirkungen der neuen US Wirtschaftspolitik“

Absichten	Mutmassliche Auswirkungen
Steuersenkungen für Private und Unternehmungen im Umfang von etwa 6 Billionen USD Investitionen in Infrastrukturprojekte im Umfang von etwa 1 Billion USD	Stimulierung des Wachstums Erhöhung der Staatsschulden Erhöhung der Inflationserwartungen und somit der langfristigen Zinsen Restriktivere Geldpolitik als Gegensteuer
Schutz der heimischen Industrie durch Handelsrestriktionen	Verbesserte Beschäftigungslage (kurzfristig) Inflationstreibend und Gefahr der handelspolitischen Eskalation
Inländervorrang am Arbeitsmarkt	Höhere, aber teurere und qualitativ eingeschränkte Beschäftigung
Deregulierung in verschiedenen Bereichen	Produktivitätssteigernd, wenn sozial- und umweltpolitisch verträglich

Geldpolitische Divergenz zu den USA akzentuiert sich

Die beschleunigten wirtschaftlichen Aktivitäten in den USA werden zur Folge haben, dass die Inflation zu steigen beginnt und über das Ziel von 2 % schießen wird. Im Gegensatz zu anderen Wirtschaften haben die USA den Zustand der Vollbeschäftigung erreicht, wie aus einer Studie der OECD hervorgeht. Damit wird die amerikanische Zentralbank ihre Zurückhaltung ablegen und den Leitzinssatz deutlich anheben, sollen nicht die langfristigen Teuerungserwartungen geschürt werden. Letzteres hätte zur Folge, dass die längerfristigen Zinsen überproportional steigen und so eine deutlich steilere Zinskurve entstehen würde. Völlig unklar ist, ob und wie die neue Administration auf die Geldpolitik Einfluss nehmen wird. Mit einem Anstieg der Fed

Funds um 50 Basispunkte für 2017 sind die Markterwartungen allerdings erstaunlich zurückhaltend.

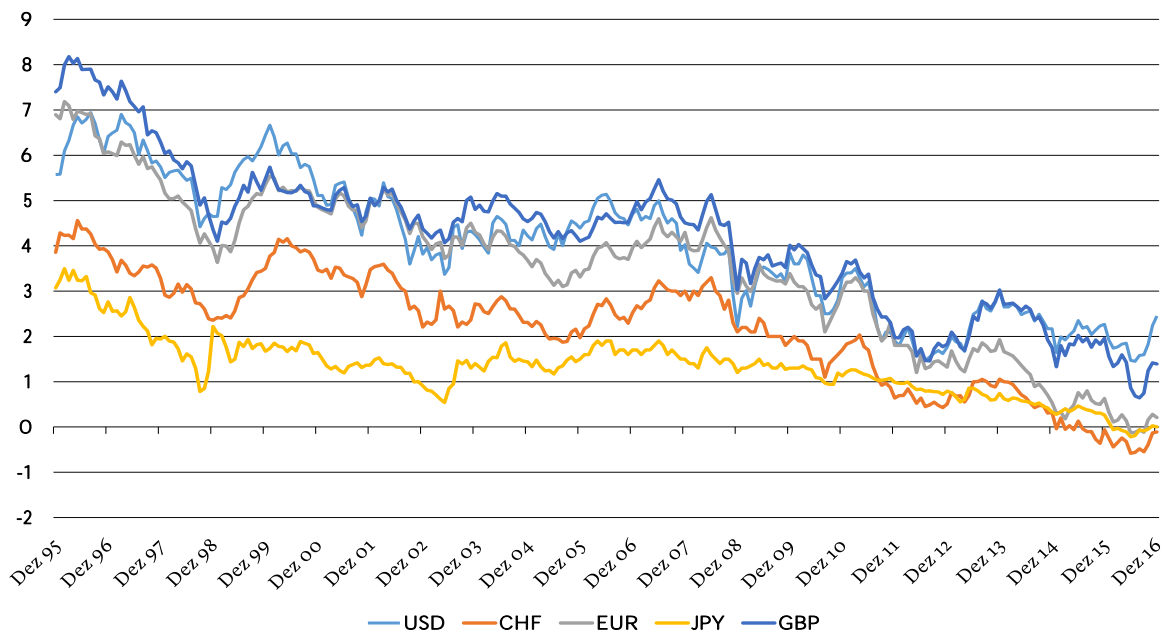
Die Europäische Zentralbank wird die Zinsen unverändert belassen und wie angekündigt ihr Kaufprogramm von Wertschriften fortsetzen, dabei aber das monatliche Volumen von 80 auf 60 Milliarden Euro reduzieren. Zwar dürfte sich die konjunkturelle Entwicklung in Europa etwas verbessern, aber kaum genügend um die Zinslandschaft wesentlich zu verändern. Die Schweiz wird ihre Währung weiterhin an den Euro anbinden und führt damit de facto den gleichen Kurs wie die EZB. Die Interventionen erfolgen aber hauptsächlich am Devisenmarkt und haben seit 2007 zu einer Versechsfachung der Bilanzsumme geführt, mehr als beim Fed und gar das Doppelte der EZB Bilanzausweitung. Mit einem Bilanzwert der dem BIP entspricht und weiter wächst dürfte die SNB Politik aber vermehrt hinterfragt werden. Dies vor allem aufgrund einer zufriedenstellenden Konjunktorentwicklung. In Grossbritannien wird mit dem Brexit Entscheid eine deutliche wirtschaftliche Abkühlung erwartet, während gleichzeitig die Inflation in Grossbritannien anzieht. In dieser Konstellation wird die britische Notenbank auf der lockeren Seite navigieren und den Leitzatz auf dem Niveau von 0.25% belassen.

Japan verfolgt seit Jahren eine Nullzinspolitik, um die deflatorischen Tendenzen abzubremesen. Seit einiger Zeit wurde das Spektrum dieser Politik auf die Laufzeit von 10-jährigen Staatsanleihen ausgedehnt. Es gibt keine Indizien, dass sich an der Zielsetzung einer völlig flachen Zinskurve um den Nullwert in absehbarer Zeit etwas ändern wird. Die monetären Rahmenbedingungen in China haben sich 2016 infolge tieferer Realzinsen und abgeschwächtem realem Auswert der Währung etwas gelockert. Die Zinsen dürften auf dem jetzigen Niveau verharren, während die Währungspolitik zur Stützung der Konjunktur bei Bedarf eingesetzt wird.

Staatsobligationen: Ende des 35 –jährigen Bullenmarktes

Im Jahre 1981 standen 10-jährige Staatsanleihen in den USA bei 15.8 % und haben 2016 einen Tiefstwert von 1.36 % erreicht. Konjunktorentwicklung, Fiskalpolitik und Inflationstendenz wie sie oben für die USA gezeichnet wurden sprechen dafür, dass die Kapitalmarktzinsen aufwärts tendieren werden. Ein Teil dieser Entwicklung wurde bereits Ende 2016 an den Märkten vorweggenommen. Das weitere Ausmass des Zinsanstieges hängt wesentlich von der Umsetzung der fiskalischen Pläne einerseits und der geldpolitischen Reaktion andererseits ab, da diese das Inflationsrisiko der Zukunft bestimmt. Kommt dazu, dass die reale Rendite um null Prozent deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt liegt und damit kaum Schutz vor steigender Inflation bietet. Das Risiko von negativen Preisänderungen besteht auch ausserhalb des Treasury Bereiches. Die Risikoaufschläge im hochverzinslichen Bereich haben sich zurückgebildet und liegen historisch gesehen in einem Normalbereich.

Grafik 3: Rendite von Staatsanleihen mit 10-jähriger Laufzeit



Die Bedingungen für die Kapitalmärkte in Euro, CHF, Pfund und Yen sind wesentlich entspannter als im USD und lassen auf eine Seitwärtstendenz schliessen. Allerdings stellt sich die Frage, ob sich diese Märkte dem Sog steigender Dollarzinsen entziehen können. Die nachfolgende Grafik zeigt einen unterschiedlich starken Zusammenhang des Zinsverlaufes. Gemeinsam haben sie aber alle den jüngsten Turnaround der US Renditen mitvollzogen. Aufgrund der anhaltenden Kaufaktivitäten der EZB am Kapitalmarkt dürften die Euro Zinsen und in demzufolge auch die CHF Zinsen von den US Zinsen entkoppelt sein. Dies gilt insbesondere aber auch für die JPY Zinsen, da in Japan eine Nullrendite Politik verfolgt wird. Die britischen Zinsen dürften am ehesten den US Zinsen folgen, zumal die britische Inflation nach oben tendiert.

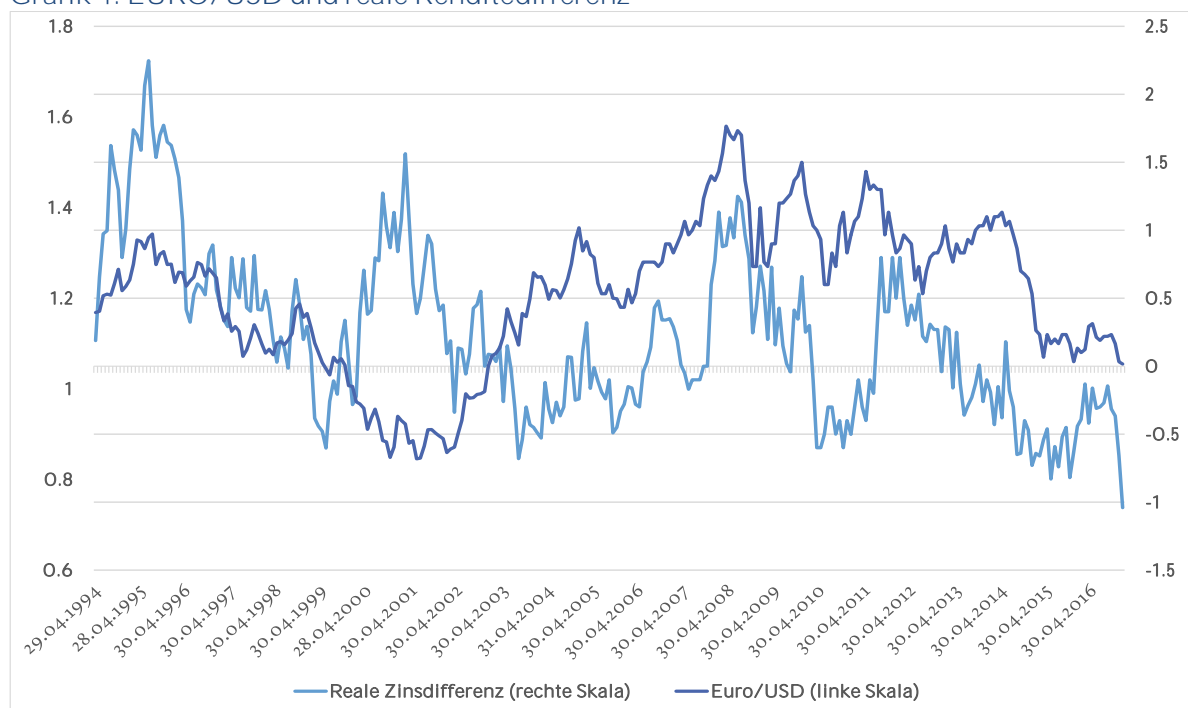
US-Dollar fester – aber wieviel fester?

Der zum Teil noch grösser werdende Zinsvorteil der Dollaranlagen wird die US Währung auf handelsgewichteter Basis weiter nach oben ziehen. Je stärker diese Aufwertung ausfällt, desto zurückhaltender wird aber die Zinserhöhung ausfallen und so dem Aufwärtspotential des US-Dollars einen Dämpfer geben. Im Zuge dieser Entwicklung ist es durchaus denkbar, dass der Kurs zum Euro auf Parität zu liegen kommt, was zuletzt 2002 der Fall war. Neben Zinsüberlegungen könnten politische Entwicklungen in Europa das Währungsverhältnis zusätzlich belasten. In der Relation zum britischen Pfund scheint schon viel wirtschaftliche und politische

Unsicherheit eskomptiert zu sein. Zudem dürfte der Zinsabstand am Kapitalmarkt konstant bleiben, so dass das Pfund auch als Hort bei kontinentaleuropäischer Krisenstimmung fungieren könnte.

Die Anbindung des Schweizerfrankens an den Euro dürfte unter normalen Umständen kein schwieriges Unterfangen sein und dadurch wäre auch eine weitere Abschwächung zum USD zu erwarten. Im Falle wachsender politischer Unwägbarkeiten im Euroraum wäre eine Erstarkung des CHF gegenüber dem Euro in Richtung Parität durchaus denkbar, falls Negativzinsen und Interventionen der Notenbank nicht mehr ausreichen sollten.

Grafik 4: EURO/USD und reale Renditedifferenz

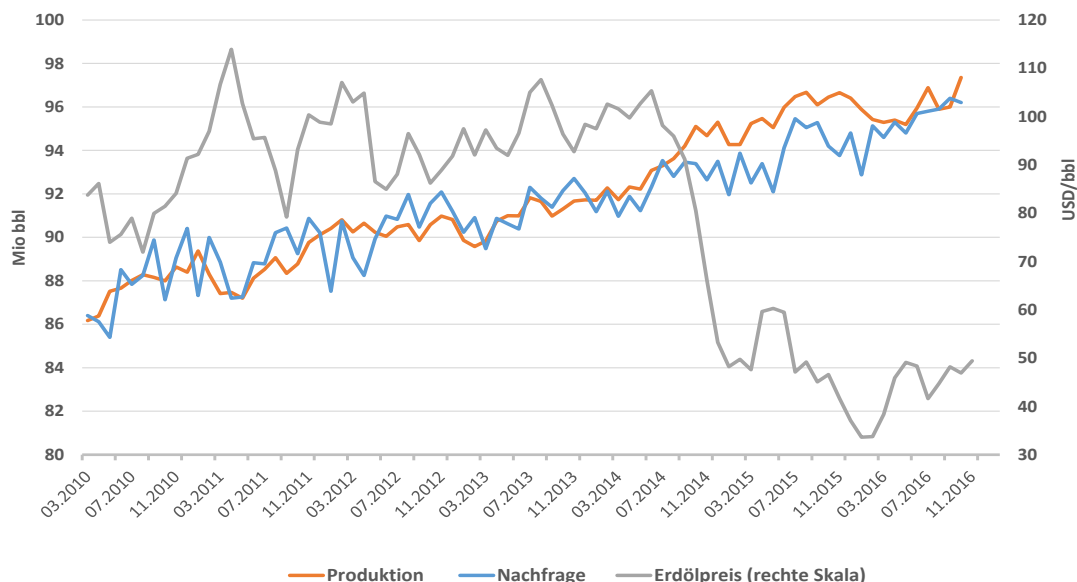


Die US-Dollar Relation zur chinesischen Währung könnte politisch brisant werden. China orientiert sich an einem Währungskorb und hat im abgelaufenen Jahr eine Abwertung von etwa 7 % zugelassen. Die bisherige Rhetorik von Trump lässt erahnen, dass die USA versuchen werden, China von einer weiteren Schwächung des Renminbi abzuhalten. Dabei wird verschleiert, dass das hohe bilaterale Handelsdefizit der USA wenig mit der Wechselkursituation zu tun hat.

Stabilisierung am Erdölmarkt?

Die Preisentwicklung am Ölmarkt hängt ausschliesslich vom Verhalten der Produzenten ab. Die jüngste Einigung zur Drosselung der Produktion hat sich beruhigend auf den Markt ausgewirkt. Indessen ermutigen zumindest die historischen Erfahrungen nicht unbedingt zur Überzeugung, dass diese Abmachungen auch eingehalten werden. Gut möglich ist aber auch, dass grosse Produzenten und vorab Saudi Arabien dermassen unter finanziellem Druck stehen, dass sie statt Markt-Taktieren zum Optimieren der Einnahmen gezwungen sind. Die USA spielen eine wichtige Rolle in der Angebotsstruktur, da ihre Produktion stark auf den Marktpreis reagiert. Bei einem Ölpreis von etwa 60 USD dürfte die Produktion von Schieferöl und Gas deutlich zunehmen. Dies würde bedeuten, dass selbst bei einer Einhaltung der Produktionsdrosselung der Erdölpreis nach oben wenig Raum haben dürfte.

Grafik 5: Erdölmarkt



Aktienmärkte haben noch immer Potential

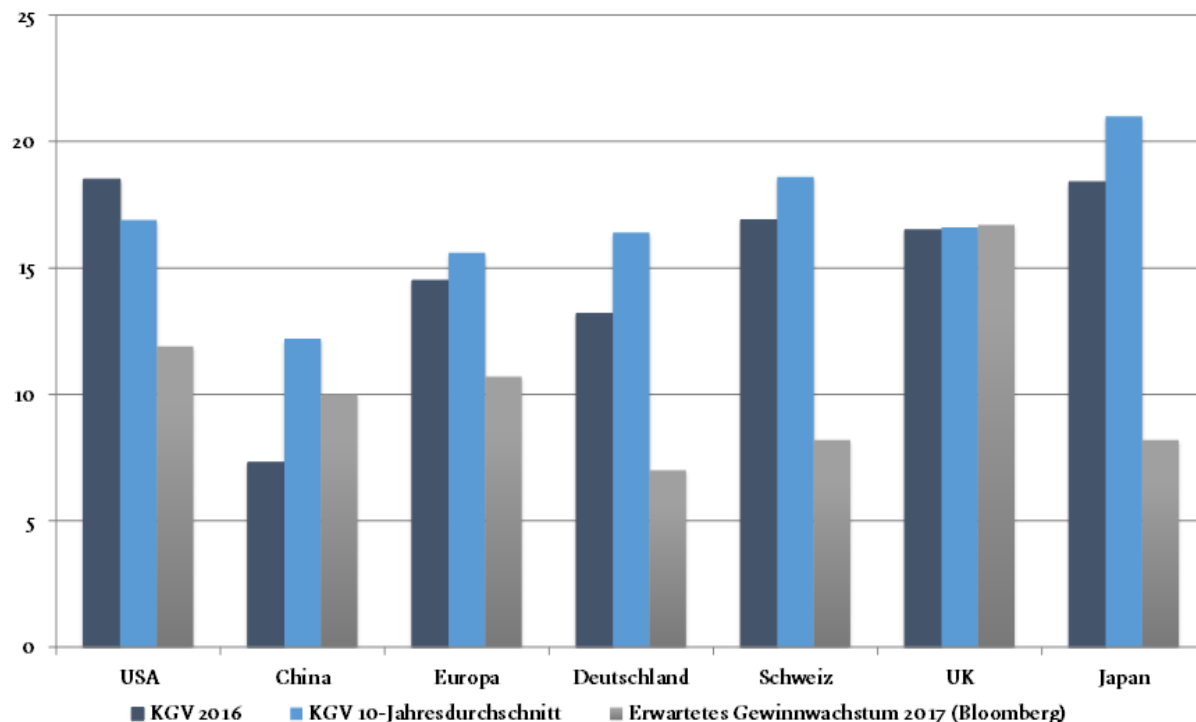
Die US Aktienmärkte gelten nach verschiedenen Bewertungskriterien als überteuert. Dies hat wesentlich damit zu tun, dass die Gewinnentwicklung über einige Quartale rückläufig war.

Nunmehr scheint eine Trendwende eingesetzt zu haben, die sich angesichts des konjunkturellen Optimismus und der Aussicht auf tiefere Steuern auch nachvollziehen lässt. Konsens-schätzungen gehen von einem durchschnittlichen Gewinnanstieg von etwa 12 % aus.

In Europa und Asien ist die Bewertung der Aktienmärkte weniger angespannt. Sodann ist von der Zinsseite keine Bremswirkung zu erwarten. Andererseits dürfte die Gewinnentwicklung etwas weniger stark ausfallen und zumeist im einstelligen Bereich verbleiben. Bevorstehende Wahlen in Frankreich, Deutschland und wahrscheinlich auch in Italien könnten allenfalls die Märkte belasten.

Die aufstrebenden Märkte, begünstigt von steigenden Rohstoffpreisen, haben bis zur Wahl von Trump eine gute Performance hingelegt. Die weitere Entwicklung hängt stark davon ab, wie die wirtschaftlichen Beziehungen zwischen den USA und China verlaufen. Dies wird die Wachstums-erwartungen zahlreicher Länder in Asien beeinflussen und den politischen Spannungs-grad bestimmen. Bei einem günstigeren Verlauf haben diese Märkte Chancen, da einiges an Vorsicht in der aktuellen Bewertung berücksichtigt ist.

Grafik 6: Aktienmarktbewertung



Anlagepolitische Schlussfolgerungen

- Geldmarktanlagen bleiben in CHF und Euro uninteressant, werden aber zur Steuerung des Risikos im Portfolio gebraucht.
- USD Obligationen stehen unter dem Risiko steigender Zinsen und damit fallender Preise. In diesem allfälligen Zinsanpassungsprozess könnten USD Anleihen zu relativ attraktiven Anlagen werden. Obligationenanlagen im Euro und CHF versprechen kaum positive Renditen. Von langen Laufzeiten ist abzuraten, da das Preisänderungsrisiko nicht unerheblich ist, sollte der globale Zinstrend stärker als vermutet nach oben ziehen. Somit verbleibt die Möglichkeit gewisse Konzessionen an die Schuldnerbonität zu machen, was in einer positiven Konjunkturlage vertretbar ist.
- Rohstoffanlagen vermögen vereinzelt interessant sein, als Anlageklasse scheint das Potential eher bescheiden. Die von Infrastrukturprojekten erwartete Nachfragebelebung von Buntmetallen ist wohl übertrieben und könnte zu Preiskorrekturen führen. Edelmetalle stehen in Konkurrenz zu steigenden Dollarzinsen und festerem Dollar. Die Energiepreise dürften sich stabilisieren, nach oben scheint aber das Potential begrenzt.
- Aktien bleiben die favorisierte Anlagekategorie. Trotz angespannter Bewertung stehen US Aktien mit einem starken Fokus auf das Inlandgeschäft im Vordergrund. Solange sich eine handelsprotektionistische Gefahr hält, dürfte diese Selektion weltweit dominieren und sich dabei eine Konzentration auf weniger stark kapitalisierte Gesellschaften ergeben. Xantos bietet hierzu eine geeignete Lösung. Branchenmässig steht der geschmähte Gesundheitssektor nach wie vor auf der Kaufliste wie auch ausgewählte Tech Titel. Sodann sollten Konsumwerte von steigenden US Einkommen profitieren können. Aktien, die von zusätzlichen Infrastrukturprojekten profitieren sind zumeist schon überteuert. Hingegen scheint der Rüstungssektor Aufwind zu erhalten, da die Sicherheitskosten mit den terroristischen Herausforderungen weiter steigen und andererseits die geopolitische Spannungslage eher zunimmt.

- Die Wahlen in Frankreich, Deutschland und vermutlich auch in Italien werden für die EU zur Überlebensfrage, sollten nationalistische Parteien im Aufwind bleiben und gar an die Regierungsmacht kommen. Brexit war mehr als nur ein Zeichen für einen Marschhalt bei der EU. Insgesamt ist die politische Verunsicherung beträchtlich, was sich auch an den Finanzmärkten in beide Richtungen auswirken kann.



Wyss & Partner
Vermögensverwaltung und
Anlageberatung AG

Bahnhofstrasse 17
7323 Wangs, Schweiz
P +41 81 720 06 88
F +41 81 720 06 89
info@wysspartner.ch
www.wysspartner.ch