

Anlagepolitik 2018

Günstige Rahmenbedingungen halten vorerst an

- Weltkonjunktur in Fahrt – US Inflation wird zum Thema
- Vorsichtige Drehung am Verschluss des Geldhahn
- Geopolitische Risiken sind nicht zu unterschätzen
- Aktien bleiben favorisierte Anlageklasse



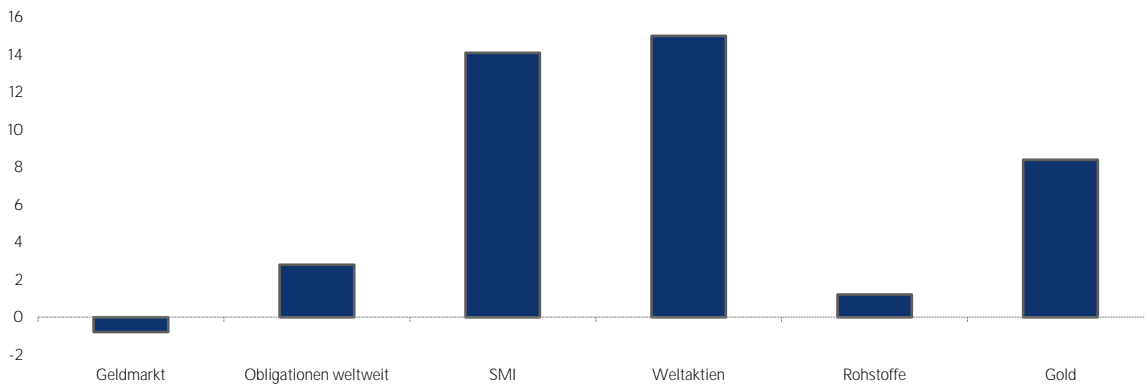
Rückblick 2017 – Konjunkturelle Erstarkung, politische Beruhigung

Das Jahr 2017 brachte eine Bestätigung des erhofften globalen Aufschwungs. Das Wachstum der Weltwirtschaft beschleunigte sich auf 3.6% und näherte sich so dem langfristigen Durchschnittswert an. Der fast einmalig synchrone Konjunkturverlauf der Weltwirtschaft – Beschleunigung in den USA, Europa, Japan und kaum Bremsspuren in China - gab Aktien- und Rohstoffmärkten ein solides Fundament. Entscheidend war, dass Präsident Trump den im Wahlkampf angedrohten handelsprotektionistischen Kurs nur punktuell verfolgte (Neuverhandlung des NAFTA Abkommens) und sich das für die geopolitische Stabilität so wichtige Verhältnis zu China entspannte. In Europa wurde das Gespenst des rechtsextremistischen Vormarsches gebannt, wiewohl nicht zu verkennen ist, dass insbesondere im östlichen Europa der Rechtspopulismus die Macht ergriffen hat. Für die Stabilität der Europäischen Gemeinschaft und der Einheitswährung war aber der **„traumhafte“ Sieg der neugegründeten Partei En Marche und die Wahls Macron’s zum Präsidenten** Frankreichs ausschlaggebend. In der Folge löste sich die politische Risikoprämie auf und der Euro wurde 2017 zu einer der stärksten Währungen. In Grossbritannien erlitten die regierenden Tories eine unnötige und überraschend klare Wahlniederlage. Damit wurde die Verhandlungsposition von Teresa May bei den Austrittsverhandlungen mit der EU derart geschwächt, dass inzwischen eine Umkehr des Brexit-Entscheidunges nicht mehr undenkbar ist. Aber auch in Deutschland erlitt die regierende Koalition eine Wahlniederlage, was die Regierungsbildung sichtlich erschwerte.

Die Notenbanken agierten erwartungsgemäss unterschiedlich. Die amerikanische Zentralbank erhöhte die Leitzinsen in drei Schritten um insgesamt 0.75 Prozent. Der Arbeitsmarkt machte derartige Fortschritte, dass die Fed einer von Lohnkosten getriebenen Inflationsentwicklung entgegenwirken wollte. In Europa und Japan blieben dagegen die geldpolitischen Schleusen offen. Eine nennenswerte Ausnahme war Grossbritannien, wo infolge einer anziehenden Teuerung der Leitzinssatz auf 0.5% angehoben wurde. In China kam es im Rahmen der staatlich orchestrierten Wachstumspolitik zu einer leichten Straffung der monetären Bedingungen.

Die verbesserte Konjunktur wirkte sich stimulierend auf die Rohstoffmärkte aus. Die Preise von Buntmetallen legten stark zu und der Erdölpreis vermochte in der zweiten Jahreshälfte die USD 60 pro Fass zu überspringen. Die Befürchtung einer anhaltenden Überproduktion wurde durch eine Produktionsvereinbarung der OPEC mit Russland entschärft. Die Edelmetalle glänzten unterschiedlich; Gold gewann 13%, Palladium legte über 50% zu.

Grafik 1: Bruttoerträge 2017 in CHF für verschiedene Anlageklassen



Die Renditen von Staatsanleihen blieben unverändert, während die Risikoprämien von privaten Anleihen wie auch staatlichen Institutionen weiter zurückfielen. Trotz minimaler Verzinsung resultierte dadurch ein positives Anlageresultat im festverzinslichen Bereich. 2017 wurde indessen zu einem überragenden Jahr für Aktienanleger. In den USA legten die Märkte um 20% zu, die Technologiebörse NASDAQ gar rund 30%. Die europäischen Märkte schnitten mit einem Zuwachs von 10 bis 20% ebenfalls recht gut ab. Der britische Markt wie auch der Euro Stoxx schnitten schwächer ab. Die Emerging Markets überflügelten die alten Märkte erneut, wobei sich vor allem die asiatischen Märkte hervorhoben. Generell wurden die Aktienmärkte von guten Unternehmensgewinnausweisen sowie einer zunehmenden Aktivität von Firmenübernahmen oder Fusionen unterstützt.

Am Devisenmarkt stach die Erholung des Euro um 12% zum USD hervor, welche wesentlich auf den Rückgang politischer Risiken zurückzuführen war. Auf der anderen Seite kam die generelle Schwäche des Dollars (-10% handelsgewichtet) eher überraschend, zumal die Zinsentwicklung die US Valuta unterstützte. Ebenso erstaunlich war der Wertzuwachs des britischen Pfundes von 10% zum USD, was wohl am ehesten als Gegenreaktionen zum Brexit- Schock zu verstehen ist. Der Schweizerfranken verlor zum Euro rund 9% und näherte sich der 1.20 Marke, welche für die Exportindustrie eine spürbare Verbesserung sein sollte.

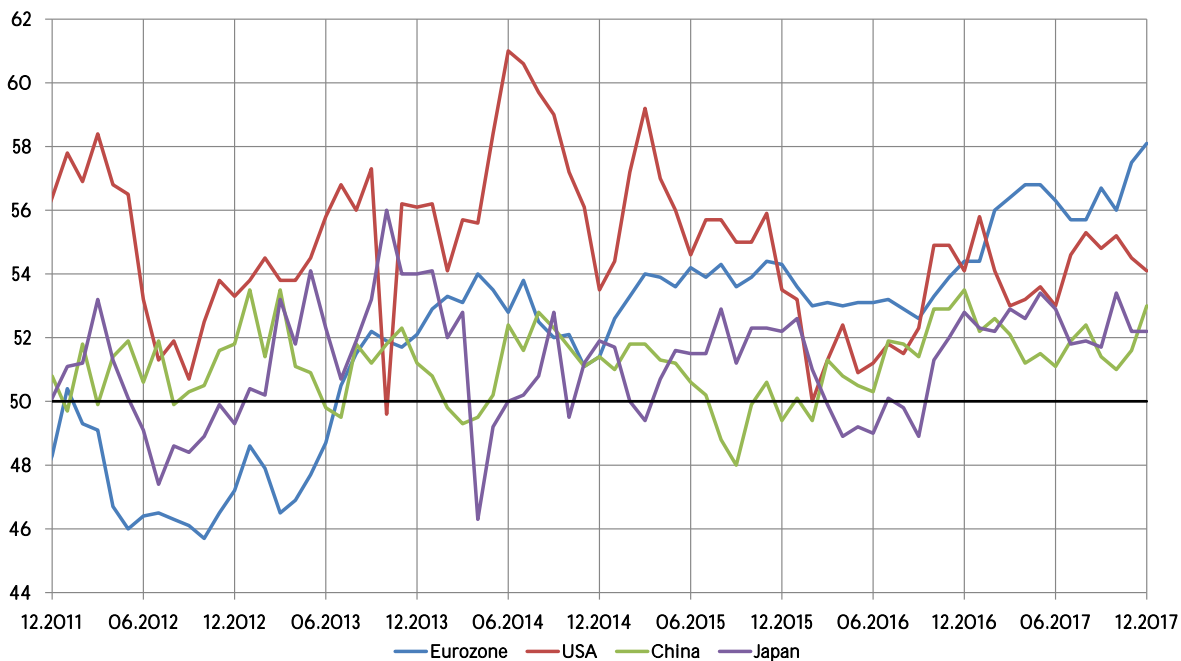
Ausblick 2018

Wirtschaftliche Entwicklungstendenz

Die Zuversicht ist zu Beginn des Jahres 2018 recht hoch, dass sich der breit abgestützte konjunkturelle Aufschwung fortsetzen wird. Die monatlich erhobenen Umfragewerte bei den Einkaufsmanagern bestätigen ein optimistisches Bild für die vier grössten Wirtschaftsmächte dieser Erde

(siehe untenstehende Grafik). Die wirtschaftliche Erholung von der grössten Krise der Nachkriegszeit verläuft indessen nach wie vor in relativ bescheidenem Tempo. Gemäss OECD dürfte 2018 das Weltwirtschaftswachstum erstmals den historischen Durchschnittswert von 3.8% erreichen und leicht höher als 2017 ausfallen. Dies ist einmal darauf zurückzuführen, dass es in der Fiskalpolitik zum einem Umschwung gekommen ist. In den Jahren 2015-16 war ein negativer Wachstumsimpuls von durchschnittlich rund 0.5% wirksam, während für die Periode 2017-19 ein positiver Beitrag in ähnlicher Grössenordnung veranschlagt wird. Sodann verstärkt sich das Wachstum in den USA, während sich in der Eurozone der Aufschwung fortsetzt. Desweiteren gibt es wenig Anzeichen, dass Chinas Wirtschaft einbrechen könnte. Der strukturell zwingende Rückgang des Wachstums sollte daher zwar weitergehen, aber behutsam ablaufen.

Grafik 2: Umfrage bei Einkaufsmanagern



Anhaltendes Wachstum verbunden mit einer zurückhaltenden Investitionstätigkeit in den vergangenen Jahren wird dazu führen, dass Kapazitätsengpässe auftreten werden und früher oder später die Preise angehoben werden. Am Arbeitsmarkt wird sich die Situation nicht nur quantitativ weiter verbessern, sondern es werden immer mehr Mangelercheinungen insbesondere bei qualifizierten Arbeitskräften auftreten. Die bisherigen Erfahrungen lehrten, dass bei einer grosszügigen Geldversorgung der Wirtschaft - was gegenwärtig zweifellos der Fall ist - und sinkender Arbeitslosigkeit ein Beschäftigungsgrad erreicht wird, wo das allgemeine Preisniveau zu steigen beginnt. In den USA wurde dieser Punkt überschritten, ohne dass die Inflation in Schwung geraten ist. Grundsätzlich kann Lohnkostendruck durch Rationalisierung und Verschiebung der Produktion in Billig-Lohnländern abgefedert, aber bei steigender Nachfrage nicht für alle Zeit aufgehalten werden. Die Reallöhne sind in den USA vor der grossen Krise um rund 2% pro Jahr gewachsen, in den letzten 10 Jahren jedoch nur noch halb so stark. Die OECD prognostiziert nun, dass sich das reale Wachstum der Löhne in den nächsten zwei Jahren um etwa 30% (auf 1.3% p.a.)

erhöhen wird. Diese Abfolge der Lohnentwicklung wird auch anderswo erwartet, wenn auch die Wachstumsraten ausserhalb den USA noch geringer veranschlagt werden.

Geldpolitik – vorsichtige Straffung

In den USA herrscht die Meinung vor, dass die Inflation anziehen wird, aber nur gemächlich und erst gegen Ende 2018 den Zielwert von 2% erreichen wird. Demzufolge sind im Markt die Erwartungen für weitere US-Zinserhöhungen zurückhaltend: zwei Anpassungen um je 0.25% des Leit-zinses. Der Rat der amerikanischen Zentralbank sieht eine etwas restriktivere Politik und veranschlagt drei Zinsschritte im Jahre 2018. Jedenfalls dürfte eine weitere Straffung der Geldpolitik erfolgen und damit die Inflationserwartungen im Zaume halten. Es besteht allerdings ein Risiko, dass die Inflation schneller und heftiger vorankommt. Sollte sich beispielsweise die Steuerreform der Regierung Trump stärker auf das Wachstum auswirken als vermutet oder die noch anstehenden Infrastrukturprojekte die Kapazitäten der Wirtschaft strapazieren, wäre das Thema Inflation plötzlich virulent und die FED gefordert. Zweifellos käme es zu einer weit restriktiveren Geldpolitik als unter dem Konsens-Szenario und dies könnte der Anfang vom Ende des langen, aber auch langsamen Aufschwungs werden.

In der Eurozone wie auch in Japan bleiben die Geldmarktzinsen auf tiefstem Niveau, da die konjunkturelle Entwicklung auf stabilem Preisniveau verläuft. In Grossbritannien ist es möglich, dass die 2017 erfolgte Zinserhöhung rückgängig gemacht wird, da die Priorität auf Wachstum verschoben werden könnte, da mit Brexit ein konjunktureller Einbruch droht. Die Schweizer Nationalbank wird an ihrer Politik festhalten und die Zinsen tief halten. Die monetär Verantwortlichen in China manövrieren zwischen verschiedenen Zielsetzungen: Verhindern eines Kollapses der enormen Kreditpyramide, eines Wachstumseinbruches mit schwierigen innenpolitischen Folgen, eine Wechselkurspolitik welche die USA nicht zu protektionistischen Massnahmen provoziert und letztlich auch eine relative Preisstabilität im Innern.

Kapitalmarkt - Ausstieg der Notenbanken von der Marktpflege

Die US Notenbank hat bereits skizziert, wie sie ihren Wertpapierbestand abbauen will. Dieser hat sich in den letzten 10 Jahren auf über vier Billionen USD vervierfacht. Grundsätzlich soll die Bilanzreduktion behutsam erfolgen mit dem Ziel, die Marktpreise möglichst geringfügig zu beeinflussen. Unter dem Strich ist klar, dass die FED zu einem Nettoverkäufer am Markt für Staatsanleihen wird und der psychologische Markteffekt schwierig zu antizipieren ist. Die EZB wird ihr Kaufprogramm noch bis zum Herbst 2018 weiterführen, wobei die monatlichen Käufe abnehmen sollen. **Die Aufblähung der Bilanz ist noch ausgeprägter als in den USA und der Weg in die „Normalisierung“ wird allenfalls gegen Jahresende zu einem Thema. In Japan scheinen die Marktinterventionen weiterzugehen mit dem Ziel, die Zinskurve auf der Null-Linie zu halten.** In der Schweiz war der relative Ausbau der Notenbankbilanz am heftigsten, wobei der Interventionsmechanismus am Devisenmarkt erfolgte. Die erworbenen Fremdwährungsguthaben sind breit diversifiziert angelegt, so auch im globalen Aktienmarkt. Sollte sich die Erstarkung des Euro bestätigen, sind weitere Interventionen der SNB hinfällig und könnten durch Mutmassungen einer Normalisierung der Bilanz abgelöst werden.

Die Renditen für Staatsanleihen werden allmählich wieder verstärkt von den längerfristigen Inflationserwartungen bestimmt und diese weisen nach oben, aber doch in sehr bescheidenem Masse. In der Tendenz dürfte die Verzinsung für Staatsanleihen steigen, mit dem größten Potential in den USA. Die Risikoaufschläge für private Kreditnehmer haben sich weiter reduziert und sind vereinzelt zu gering geworden. Somit besteht ein Risiko, dass die Renditen im höher verzinslichen Bereich im Sog steigender Zinsen für Staatsanleihen überdurchschnittlich nach oben gezogen werden.

Ruhe am Devisenmarkt?

Das Geschehen an den Devisenmärkten war 2017 wenig spektakulär, so dass viele Marktanalysten diesen Trend ins Jahr 2018 fortgesetzt sehen. So ist die Konsensprognose (Bloomberg-Umfrage) für den Euro-Kurs bei 1.21 USD, was dem Terminkurs entspricht und de facto heisst, dass der Zinsvorteil des USD durch eine Abwertung kompensiert wird. Das gleiche Bild ergibt sich für die Beziehung des britischen Pfundes zum Dollar. Der Schweizerfranken sollte dagegen weiter unter Druck bleiben und Richtung 1.20 zum Euro tendieren. Diese Erwartungshaltung von geringfügigen Änderungen reflektiert den Glauben an einen ungebrochenen globalen Aufschwung. In der Tat spricht einiges für dieses vorteilhafte Szenario, doch sollten Risiken nicht ausser Acht gelassen werden. Anders verlaufende Konjunktorentwicklungen wie beispielsweise eine Überhitzung in den USA oder ein Absturz der chinesischen Volkswirtschaft können erhebliche Turbulenzen an den Devisenmärkten verursachen. Ebenso haben politische Ereignisse, auf welche wir noch eingehen werden, Störpotential.

Rohstoffe - eine heterogene Anlageklasse

Rohstoffe legten 2017 kaum zu, was aber die erheblichen Performanceunterschiede verschleiert. Im Bereich der Edelmetalle stieg Palladium um über 50%, während Silber und Platin einstellig zulegten. Metalle tendierten generell nach oben, aber in unterschiedlichem Ausmass. Aufgrund der konjunkturell steigenden Nachfrage wird sich diese Preistendenz fortsetzen. Dabei kann es auch zu hoher Volatilität kommen wie bspw. bei Silizium, das aufgrund der schnell wachsenden e-Mobilität und des Speicherbedarfs von Solarenergie gefragt ist und die Aufmerksamkeit der Spekulanten erlangt hat.

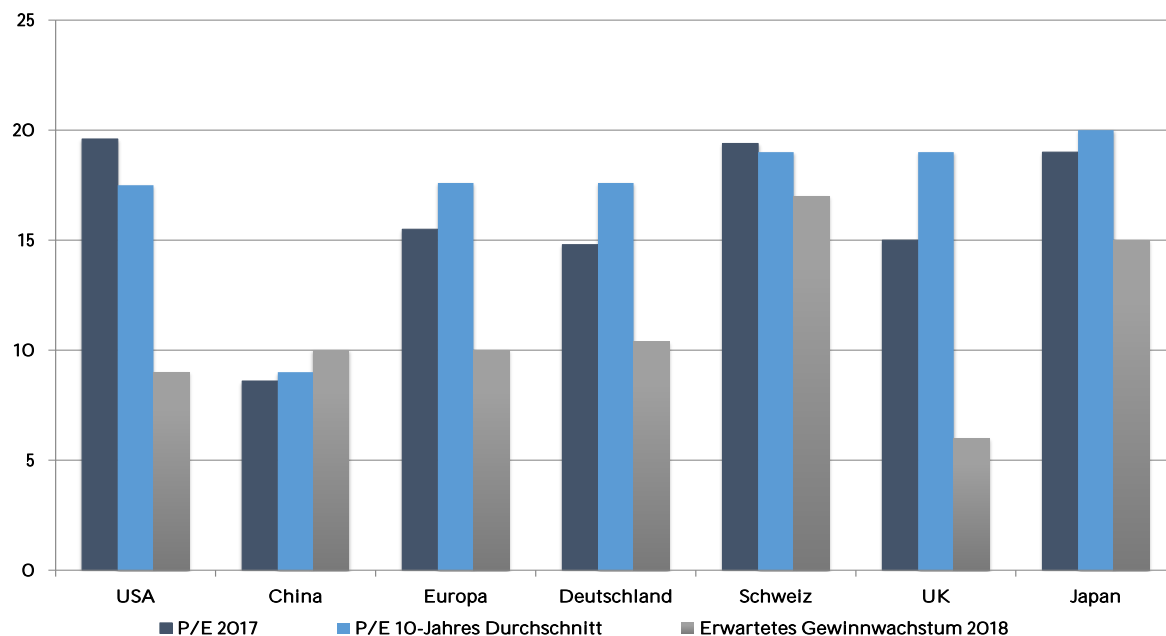
Die Konstellation am Erdölmarkt ist die einer leicht steigenden Nachfrage und einer komplexen Angebotsstruktur. Um einen Preiseinbruch zu verhindern haben die OPEC und Russland eine Einschränkung der Förderung beschlossen. Dass diese Vereinbarung bislang gehalten hat ist eher überraschend und für die Zukunft alles andere als eine gesicherte Perspektive. Verschiedene kriegsgeschädigte Erdöl-Länder drängen auf den Markt. Das gegenwärtige Preisniveau um 60 USD pro Fass Rohöl ist für die amerikanische Fracking-Industrie profitabel. Dementsprechend hat sich die Förderung im letzten Jahr sukzessive erhöht. Der Erdölpreis dürfte daher im besseren Fall um das jetzige Niveau oszillieren, im schlechteren Fall zurückgehen. Politisch bedingte Produktionsausfälle sind immer möglich und könnten zu temporären Preisschüben führen.

Aktienmärkte haben noch Luft

Nach einem glanzvollen Jahr neigt man intuitiv zur Vorsicht. Dies hat aber auch einen rationalen Hintergrund, tendieren doch Performanbewertwerte um einen langfristigen Durchschnittswert, der

wesentlich geringer ist als die 2017 realisierten Gewinne. Es ist nun allerdings nicht zwingend, dass nach einem hervorragenden Jahr ein schlechtes folgen muss. Ein Blick auf die Bewertung der Märkte gibt einen besseren Hinweis auf was zu erwarten ist. In der Grafik wird das Kurs-Gewinn Verhältnis (KGV) basierend auf den Gewinnen von 2017, der 10-Jahres Durchschnitt des KGV und die durchschnittlich erwarteten Gewinnsteigerung für das Jahr 2018 gezeigt. Aus dieser Sichtweise sind vor allem die europäischen Märkte nach wie vor interessant, liegt das KGV mit 15 unter dem globalen Durchschnitt und unter dem eigenen 10-Jahres Durchschnitt. Markant tiefer ist die Bewertung chinesischer Aktien welche in Hongkong gehandelt werden. Die USA, Japan und die Schweiz sind eher teuer einzustufen. Ein erwartetes Gewinnwachstum von 10% für den Weltindex scheint nicht übertrieben. Stellt man dies aber in den Zusammenhang mit einem mutmasslichen nominellen Wirtschaftswachstum von etwa 5% und einem bereits hohen Gewinnniveau, so sind die Markterwartungen doch ziemlich ambitioniert. Dies bedeutet, dass vermehrt Enttäuschungen und entsprechende Preiskorrekturen auftreten können.

Grafik 3: Aktienmarktbewertung



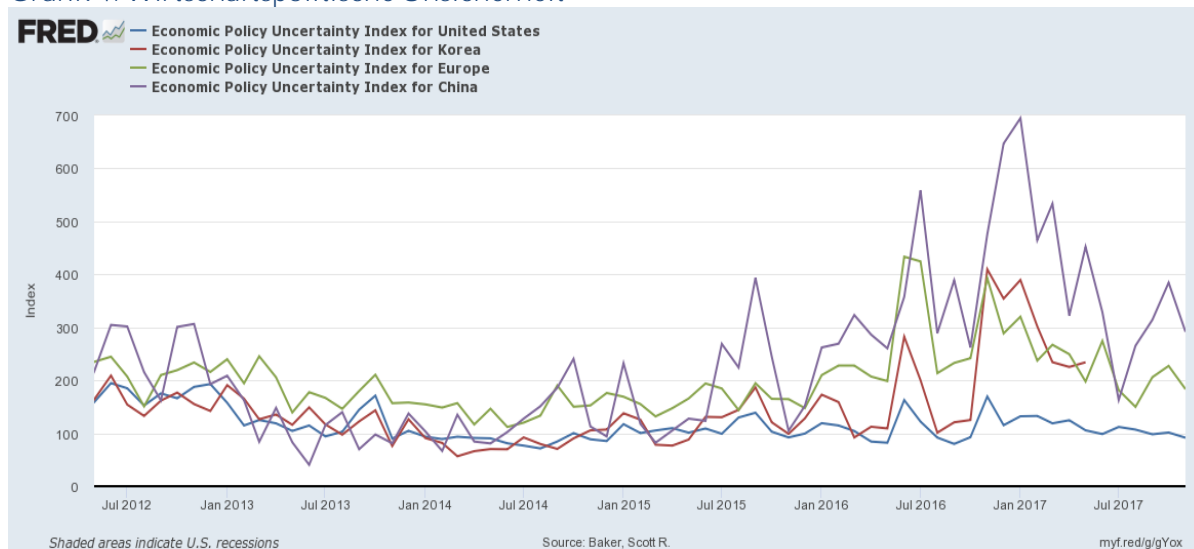
Mit Sicht auf die verschiedenen Tätigkeitsfelder in einer Volkswirtschaft ist vordringlich zu erwähnen, dass die digitale Revolution voranschreitet und dem Anleger verschiedenartige und interessante Anlagemöglichkeiten bietet. Trotz einer relativ stolzen Bewertung des IT-Sektors ist hier strukturell viel Potential vorhanden. Zwiespältig fällt die Beurteilung des Gesundheitssektors aus: enorm hohe Investitionsrisiken und populistische staatliche Eingriffe sind in diesem Bereich ausgeprägt. Andererseits steigt die Nachfrage nach Produkten und Dienstleistungen des Gesundheitsbereiches systematisch mit steigendem Wohlstand und zunehmender Lebenserwartung der Weltbevölkerung. Bewertungsmässig ist der Sektor nicht unattraktiv und ein diversifiziertes Portfolio hat durchaus Potential. Steigende Rüstungsausgaben und Investitionen, auch die erhofften Infrastruktur-Projekte in den USA, haben den Industriesektor zu einer stolzen Bewertung getrieben, so dass hier etwas Zurückhaltung angesagt ist. Gleiches gilt für Aktien wie

Nestle, die dem defensiven Konsum zugeordnet sind. Hier steht die Bewertung in keinem vernünftigen Verhältnis zum inneren Wachstumspotential der Branche. Eine ausführlichere Beurteilung der Sektoren finden Sie im Jahresbericht unseres Aktienfonds Xantos.

Geopolitische Risiken unterschätzt?

Wie bereits erwähnt hat sich die geopolitische Fieberkurve im Laufe des ersten Amtsjahrs von Trump sichtlich abgekühlt. Sind die Investoren zu sorglos geworden, wiewohl ein martialischer Umgang das Verhältnis der USA zu Nordkorea prägt, die Lage im mittleren Osten alles andere als befriedet ist und China ziemlich klar territoriale Ansprüche geltend macht? In der ersten Jahreshälfte 2018 wird Italien ein neues Parlament wählen und entscheiden, ob das Land der EU den Rücken kehren wird. Ganz abwegig erscheint dies nicht, ist doch die konjunkturelle Erholung noch kaum spürbar und deshalb der Unmut der Bevölkerung erheblich, was sich in historisch tiefer Zustimmung zu EU und Euro manifestiert. Jedenfalls könnte ein Wahlausgang, welcher die EU-Gegner zu Siegern macht, die Stabilität der Gemeinschaft erneut erschüttern, aber wohl dürften italienische Anlagepapiere am stärksten bestraft werden.

Graphik 4: Wirtschaftspolitische Unsicherheit



Im November finden Erneuerungswahlen eines Teils des US-Kongresses statt. Sollte Trump die **Mehrheit im Parlament verlieren**, würde seine **innenpolitische Agenda Makulatur**. Als „lame duck“ stünde ihm nur noch die **Aussenpolitik als Schaubühne offen**. Dies könnte **verstärkte Spannungen** mit dem Iran und Nordkorea bedeuten. Auch könnten die aus dem Wahlkampf bekannten protektionistischen Ideen belebt werden. Dies ist mit Sicherheit keine abschliessende Liste von politischen Risiken welche für die Finanzmärkte relevant sind. Jedenfalls dürften politische Risiken - im Gegensatz zu Ende 2016 - dominant negative Auswirkungen zeitigen.

Anlagepolitische Schlussfolgerungen

Die Bäume wachsen nicht in den Himmel, aber sie wachsen.

Grundsätzlich lassen sich die anlagepolitischen Empfehlungen vom Vorjahr fortschreiben:

- Festverzinsliche Anlagen sind wenig attraktiv und belastet von tendenziell steigenden US-Zinsen und geringen Risikoprämien.
- Viele Rohstoffe sind aus konjunkturellen Gründen gefragt, doch passt sich auch die Produktion an, so dass Preiseffekte begrenzt bleiben. Edelmetalle bleiben unter den gezeichneten Rahmenbedingungen im Schatten des Interesses. Dagegen ist ein Hype in Kryptowährungen entstanden, was vor allem Bitcoin in die Schlagzeilen der Tagesmedien brachte. Wir raten dringend davon ab, Kryptowährungen als Bestandteil eines ausgewogenen Portfolios zu halten. Die Transparenz ist ungenügend, die Sicherheit nicht gegeben und der Wert nicht kalkulierbar, aber höchst wahrscheinlich jenseits rationaler Grössenordnung.
- Aktien bleiben die favorisierten Anlagen, wenn auch die Rückschlags-Gefahr grösser geworden ist. Neben den traditionellen Märkten stehen auch die aufstrebenden Märkte dank Rohstoffpreisen, einem seitwärts tendierenden USD und einer starken chinesischen Wirtschaft im Fokus. Asiatische Länder, welche von der digitalen Revolution profitieren, sind besonders attraktiv. Der IT Sektor steht aber generell im Vordergrund, während defensive Sektoren wie stabile Konsumgüter oder Versorger weniger Beachtung finden.

Wangs, Januar 2018



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