

ANLAGEKOMMENTAR

Januar 2017

Glas halbvoll

Politische Entscheidungen können sich bisweilen den Erwartungen entziehen, das hat uns das vergangene Jahr gelehrt. Auch dieses Jahr darf damit gerechnet werden, dass die eine oder andere «überraschende politische Entscheidung» die Medien umtreiben wird. Bereiten wir uns also darauf vor, atemlose Kommentare in der Presse zu lesen, in welchen der Fokus auf die schlimmstmöglichen Auswirkungen dieses oder jenes Votums gelegt wird. Das Jahr 2017 ist nämlich reich an Wahlen, speziell in Europa (die Niederlande wählen Mitte März ein neues Parlament, Frankreich Ende April/Anfang Mai einen neuen Präsidenten und Mitte Juni ebenfalls ein neues Parlament, im Herbst finden die deutschen Bundestagswahlen statt). Gleichzeitig ist die achtjährige Amtszeit von US-Präsident Obama soeben zu Ende gegangen. Die nun beginnende Trump-Administration, so weit möchten wir uns aus dem Fenster lehnen, wird in sehr vielen Bereichen einen grundsätzlichen Kurswechsel anstreben, wobei indes völlig unklar ist, inwieweit der Kongress sich den nicht immer realistisch erscheinenden Wünschen und Deklamationen des neuen Präsidenten fügen wird. Für Spannung ist also gesorgt.

Gleichwohl haben sich die globalen Aktienmärkte in den vergangenen gut zwei Monaten sehr positiv entwickelt, was vereinzelt für Überraschung gesorgt hat. Denn die Börsen mögen keine Unsicherheit, so die Grundaussage. Vor dem Hintergrund des «Regimewechsels» im Weissen Haus liegt der sogenannte «Global Economic Policy Uncertainty Index» seit Anfang November auf Rekordniveaus. Vieles könnte sich verändern unter einer Trump-Präsidentschaft, angefangen bei der Handelspolitik (weniger Welthandel) und Wirtschaftspoli-

litik (die Regulierungsdichte soll reduziert werden), über die Aussenpolitik (die Verteidigungsausgaben der NATO-Partner werden steigen müssen), Umweltpolitik (ist das Pariser Klimaabkommen dem Tode geweiht?) und die Sozialpolitik (Obamacare in Frage gestellt) bis zur Steuerpolitik (Steuersenkungen für Private und Unternehmen).

Aktuell erscheint es uns, als ob die Anleger das Glas als halbvoll betrachten: Ja, das weltweite Wachstum ist verglichen mit früheren Konjunkturzyklen eher schwach und ja, die politischen Risiken sind erhöht, aber die Aussichten für die kommenden Quartale präsentieren sich optimistisch, zumindest wenn alles (das Meiste) gut kommt. Dass angesichts des zunehmend enger werdenden US-Arbeitsmarkts das Risiko steigender Inflationsraten deutlich gestiegen ist, wird aktuell in den Hintergrund gedrängt. Mittelfristig, d. h. über das Jahr 2017 hinaus, sehen wir hier das grösste Risiko für die Finanzmärkte: Steigende Inflationsraten werden die Zentralbanken weltweit veranlassen, die Leitzinsen mitunter aggressiv zu erhöhen, was angesichts der im historischen Vergleich hohen Verschuldung von staatlicher und privater Seite die nächste Rezession einläuten wird. Dies wird aber kaum bereits 2017 geschehen.

Von vielen Seiten wird darauf hingewiesen, dass es vielfältige Ursachen dafür gibt, weshalb die Inflation gar nicht richtig steigen könnte: die verstärkte Integration der Schwellenländer in die Weltwirtschaft, die weiterhin schwache Nachfrage der Haushalte ebenso wie die schwache Investitionsneigung der Unternehmen, weiterhin nied-

rige Rohstoffpreise (wenn auch diese etwas gestiegen sind in den letzten Quartalen), der technologische Fortschritt mit seinen preisdämpfenden Auswirkungen sowie grundsätzlich zu hohe unausgelastete Produktionskapazitäten.

Wir sind hier dezidiert anderer Meinung. Gewisse Indizien weisen darauf hin, dass die Preise über den Basiseffekt seitens der im Jahresvergleich gestiegenen Ölpreise hinaus ansteigen werden. Beispielsweise ist der chinesische Produzentenpreisindex (PPI) seit Anfang 2016 von -6 % auf +5,5 % gestiegen, den höchsten Wert seit über fünf Jahren. In den USA ist der Produzentenpreisindex ebenfalls von -1,4 % im Oktober 2015 auf zuletzt +1,6 % (Dezember) gestiegen, in der Eurozone von -4,4 % vor neun Monaten auf +0,1 % (November). Angesichts der zu erwartenden Nachfragesteigerungen dank fiskalischer Massnahmen – selbst in Europa darf mit leichtem konjunkturellen Rückenwind seitens des öffentlichen Sektors gerechnet werden – sowie Anzeichen steigender Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer (v. a. in den USA) gehen wir nicht davon aus, dass das Deflationsgespenst in den kommenden Jahren wieder auf die Bühne treten wird.

Somit: Hochkonjunktur voraus, analog der Situation in den 1980er Jahren? Aus heutiger Sicht erscheint eine solche Erwartung vermessenen. Hingegen können wir uns gut vorstellen, dass an den Märkten eine solche Annahme herungereicht wird, falls die ersten Massnahmen der neuen Trump-Administration im fiskalischen Bereich positiv aufgenommen werden. In der Konsequenz bedeutete dies eine Bewertungsausdehnung bei den Aktien (höhere Kurs-Gewinn-Verhältnisse [KGV]), obwohl wir speziell bei US-amerikanischen Aktien eine Überbewertung anmahnen müssen: Verglichen mit dem 50-Jahres-Durchschnitt sind US-Aktien, gemessen am Median-KGV des S&P 500, mehr als eine Standardabweichung teurer. Die Bewertung im Jahre 2000, auf dem Höhepunkt der Dotcom-Blase, war drei Standardabweichungen höher. Es bestünde – wenn man von einer erneuten Übertreibungsphase ausgeht, was wir zum jetzigen Punkt wie gesagt nicht ausschliessen wollen – also noch beträchtliches Kurspotenzial in der Grössenordnung von 20 bis 30 %, selbst bei den teuren US-Aktien.

Europäische Aktien ihrerseits sind deutlich niedriger bewertet. So liegen deutsche Aktien auf Ebene relatives Shiller-KGV (vs. Weltaktien) sehr nahe beim 23-Jahre-Tief und auf Ebene Median-KGV in etwa auf dem historischen Durchschnitt seit 1984. Wir sehen hier attraktive Einstiegspreise.

Fazit

Viele Fragezeichen stehen im Raum, was angesichts des Ausmasses an Unwägbarkeiten im Zusammenhang mit Trump kaum überraschend kommt. Zudem ist die aktuelle Investorenstimmung dank der deutlichen Kurszuwächse auf hohen Niveaus angekommen, was für eine kurzfristige Aktien-Korrektur spricht. Wir würden deshalb in die Korrektur weiterhin Aktien kaufen, speziell in Europa, trotz der Wahlen in bedeutenden EU-Ländern im Jahre 2017 und der damit verbundenen Unsicherheit. In den nächsten Jahren werden wir wohl einige Situationen erleben, die für die EU (bzw. die Eurozone) kritisch werden könnten – ein Auseinanderbrechen sehen wir aber weiterhin nicht, sondern ein fortgesetztes «Durchwursteln».

In den kommenden Monaten werden wir die Zinsentwicklung an den Kapitalmärkten eng verfolgen, da wir aktuell verschiedene Parallelen zu 1987 ausmachen. Für die kommenden Wochen werden die ersten Entscheide des neuen US-Präsidenten die Stimmung an den Finanzmärkten möglicherweise eintrüben, indes nur zwischenzeitlich, so unsere Überzeugung. Gegenüber Obligationen bleiben wir sehr vorsichtig eingestellt und empfehlen, im Zuge einer möglichen Gegenbewegung bei den Renditen nach unten das Zinsänderungsrisiko (die durchschnittliche Restlaufzeit) weiter zu reduzieren.

Ob schliesslich der US-Dollar wirklich über die nächsten Jahre zu Stärke neigen wird, wagen wir entgegen dem Tenor an den Märkten zu bezweifeln. Schliesslich ist er bereits deutlich überbewertet, die amerikanische Leistungsbilanz bleibt klar im Defizit und wir erachten es als fraglich, ob der Realzinsvorteil gegenüber den anderen Weltwährungen in den kommenden Quartalen bestehen bleibt. Vor diesem Hintergrund bleiben wir positiv für Gold und Rohstoffe im Allgemeinen. 2017 könnte zusammenfassend für die Anleger somit gar als gutes bis sehr gutes Jahr in die Annalen eingehen.

WICHTIGE RECHTLICHE HINWEISE: Diese Publikation ist nicht auf die Herbeiführung eines Vertragsschlusses gerichtet, sondern enthält lediglich Markt- und Anlagekommentare von Maerki Baumann & Co. AG (nachstehend MBC) sowie eine Einschätzung zu ausgewählten Finanzinstrumenten. Somit stellt diese Publikation kein Angebot für den Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die Entscheidung, einer Empfehlung von MBC zu folgen, trifft allein der jeweilige Anleger, der die Risiken der von ihm getroffenen Entscheide zur Vermögensdisposition vollumfänglich übernimmt, auch wenn den Entscheiden eine Empfehlung von MBC zugrunde liegt. Anlagen in Finanzprodukte sollten erst nach sorgfältiger Lektüre der diesbezüglich geltenden rechtlichen Vorschriften, einschliesslich etwaiger Verkaufsbeschränkungen und der genannten Risikofaktoren, getätigt werden. Dieses Dokument enthält Angaben und Informationen aus Quellen, welche MBC als zuverlässig erachtet. Obwohl MBC sorgfältig geprüft hat, dass die Informationen in diesem Dokument zu dem Zeitpunkt, in welchem die Informationen zusammengestellt wurden, korrekt sind, kann MBC weder explizit noch implizit eine Zusicherung oder Garantie hinsichtlich Korrektheit, Zuverlässigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen und Ansichten geben. Allfällige in diesem Dokument vertretene Ansichten reflektieren ausschliesslich diejenigen von MBC zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, Änderungen bleiben vorbehalten. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden möglicherweise bereits vor deren Publikation von MBC bzw. von deren Organen oder Mitarbeitern verwendet. Darüber hinaus stehen oder standen Organe oder Mitarbeiter von MBC möglicherweise in einer Beziehung irgendwelcher Art zu den in diesem Dokument erwähnten Unternehmen. MBC übernimmt keinerlei Haftung für den Inhalt dieses Dokuments und haftet insbesondere nicht für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, einschliesslich direkte, indirekte oder Folgeschäden, die aufgrund von in diesem Dokument enthaltenen Informationen und/oder infolge der den Finanzmärkten inhärenten Risiken entstehen. Die Anleger sollten sich bewusst sein, dass sich die zukünftige Performance von Investitionen nicht aus der vergangenen Kursentwicklung ableiten lässt und sich der Anlagewert vergrössern, aber auch vermindern kann. Ausserdem unterliegen Anlagen in Fremdwährungen Wechselkursschwankungen, was sich auf die Performance auswirken kann. MBC erbringt keine Rechts- oder Steuerberatung. Vor dem Kauf eines jeden in dieser Publikation enthaltenen Finanzinstruments ist daher bezüglich Eignung von solchen Anlagen zwingend eine unabhängige Rechts- oder Steuerberatung einzuholen, da die steuerliche Behandlung stets von den persönlichen Verhältnissen abhängt und stetigen Änderungen unterworfen sein kann, zudem deckt diese Publikation eine Vielzahl von Ländern ab, weshalb es überwiegend wahrscheinlich ist, dass gewisse Produkte für den einzelnen Leser steuersuboptimal oder gar -schädlich sind. Zudem können sich die in dieser Publikation enthaltenen Angaben über die EU-Zinsbesteuerung sowie die Transparenz nach deutschem Steuerrecht stets verändern. MBC ist Inhaberin der Schweizerischen Bankbewilligung, die ihr durch die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA) erteilt wurde. Gemäss dem Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen können im Konkursfall jeder Schweizer Bank einerseits sämtliche Depotwerte (Wertschriften, Edelmetalle etc.) ausgesondert werden und sind Einlagen, insbesondere Bankkontos bis zu CHF 100'000 durch die Einlagensicherung der Banken und Effektenhändler geschützt.

MAERKI BAUMANN & CO. AG

PRIVATBANK

REDAKTION

Daniel Egger, Chief Investment Officer

(Redaktionsschluss: 20. Januar 2017)

ZÜRICH

Dreikönigstrasse 6

CH-8002 Zürich

Telefon +41 44 286 25 25

info@maerki-baumann.ch

www.maerki-baumann.ch
