

MARKETVIEW Q1 2014

Die Berichte Q1 2014 – Q4 2014 wurden von Dr. Thomas Langer und Cyril Kägi geschrieben und werden dem Verbund Vermögensverwaltung Winterthur zur Verfügung gestellt.

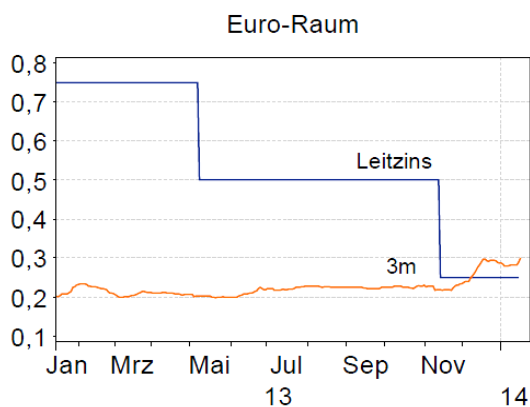
Ab Q1 2015 werden die Berichte gemäss den Entscheiden im Anlageausschuss des Verbundes geschrieben.

„Marketview“

Alter Wein in neuen Schläuchen? Die Markteinschätzung von Unternehmer für Unternehmer

Makroökonomische Einschätzung

Die globale Wirtschaftserholung lässt weiter auf sich warten. Das täglich-hoffnungsvolle Herunterbeten positiver Aspekte der schleichenden Wirtschaftserholung durch politische und finanzpolitisch motivierte Akteure macht diese auch nicht wahrer. Wie ausgesprochen künstlich die sehnlich erwartete Erholung ist, lässt sich an den stagnierenden Arbeitslosenzahlen erahnen. Würde die globale Industrie dem Aufschwung trauen, so müsste massiv in Infrastruktur und Personal investiert werden – beides lässt sich gegenwärtig noch nicht feststellen. Im Gegenteil, speziell für die Euro-Zone sehen wir eine gefährliche Divergenz zwischen Wunsch und Realität. Einerseits hat die Flutung der Kapitalmärkte durch die Europäische Zentralbank zu einer Senkung der Risikoaufschläge für südperiphere Staaten wie Italien, Spanien und Portugal geführt, welche durch die realwirtschaftliche Entwicklung in keiner Weise gerechtfertigt wird. Gleichwohl wachsen die Begehrlichkeiten derselben Staaten, aufgrund der vorgetäuschten, durch die EZB garantierten, neuen Normalität die Konsolidierungsprogramme zu lockern. Dieser Pfad ist äusserst leichtsinnig, denn werden überzogenpositive Wachstumserwartungen enttäuscht (und das gesamte Börsenkursfeuerwerk der vergangenen zwei Jahre fusst auf einer giftigen Kombination zwischen billigem Geld und utopischen Wachstumserwartungen), kann dies zu einem unsanften Platzen der Hoffungsblase führen.



Ein mögliches erstes Indiz ist die erstmals gegenläufige Entwicklung zwischen Leitzinssenkung und Zinsreaktion – die Zinsen sind nämlich, wie die obenstehende Grafik zeigt, nach der Senkung im November 2013 gestiegen!

Offenbar traut der Markt den staatlich verordneten Methoden zunehmend weniger. Besonders riskant erscheint uns dabei die seit Beginn der Finanzmarktkrise noch stärker zusammengewachsene Allianz zwischen Staaten und Banken. Im Durchschnitt werden nämlich 66 % der Staatsanleihen eines europäischen Landes von den jeweiligen *inländischen* Banken gehalten. Und je schlechter die Bonität eines Landes, desto höher der Anteil der von den inländischen Banken gehaltenen Staatsschuld. In Griechenland liegt der Wert inzwischen bei 99%, in Spanien bei satten 89% und in Italien bei noch immer strammen 71%.¹ Der aus Brüssel gesteuerte politische Druck des billigen Geldes hat somit nicht nur zu einer gefährlichen Fehlallokation geführt (Kauf südperipherer Anleihen durch die Banken anstatt der billigen Kreditvergabe an Unternehmen), sondern eine gigantische und möglicherweise unzertrennbare Abhängigkeit zwischen Banken und Politik geschaffen, welche bei einem Platzen der Gelddruckblase äusserst unangenehme realwirtschaftliche Folgen haben kann.

Immerhin: Die Unternehmen sind dank der tiefen Zinsen zunehmend nicht auf die bankenseitige Kreditfazilitäten angewiesen, sondern refinanzieren sich direkt am Kapitalmarkt und reduzieren so klugerweise ihre Abhängigkeit von der Banken- und Staatenwelt.

Anleihen

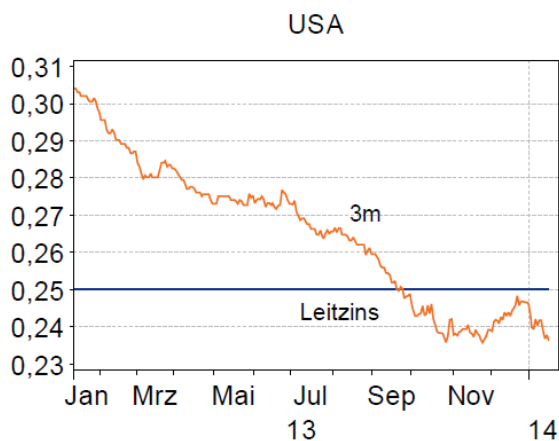
Ein heftiger Zinsanstieg lässt weiter auf sich warten. Demnach bleibt das Renditepotential dieser Anlageklasse stark limitiert. Wir befinden uns seit einigen Jahren in einer beispiellosen Tiefzinsphase, die ihr Ende erst finden kann, wenn die Weltwirtschaft nachhaltig auf den Wachstumspfad zurückgefunden hat. Diese Entwicklung dürfte in den entwickelten Industrieländern weiterhin auf sich warten lassen, publiziert der IWF in der Eurozone für das laufende Jahr gerade einmal ein Wachstum von 1% und für 2015 von 1.4%. Auch die eingeleitete „Normalisierung“ („Tapering“) der US-amerikanischen Geldpolitik ist noch weit weg von „normal“ und nichts weiter, als ein täuschendes Wortspiel. Für 2014 wird nämlich noch immer von einer Bilanzausweitung von 450 Mrd. US-Dollar gesprochen, was ca. 3% des US-BIP's entspricht. „Tapering“ bedeutet deshalb vorerst

¹ EBA Report, Dezember 2013, S.9.

„Marketview“

Alter Wein in neuen Schläuchen? Die Markteinschätzung von Unternehmer für Unternehmer

also nichts anderes, als die sanfte Drosslung der bisherigen *Expansion*. Deshalb sinken die US-Zinsen am kurzen Ende auch wieder, während die Rendite von zehnjährigen Staatsanleihen bei knappen tiefen drei Prozent verharrt.



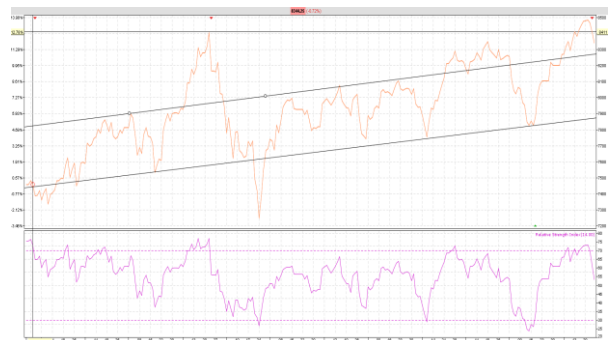
*Die Zinsen am kurzen Ende sinken trotz Tapering wieder.

Der bilanzwirksame Rückbau der seit Jahren beispiellosen Geldmengenerweiterung ist aufgrund der fragilen Wirtschaftssituation in Tat und Wahrheit noch in weiter Ferne. Und weil wir den Staaten weiterhin nicht vertrauen und die herbeigeredete Wirtschaftserholung äusserst fragil ist, bleiben wir bei unserer Empfehlungsformel: Corporate Bonds, kurze Laufzeiten, Core-Teil des Portfolios mit Investment-Grade strukturieren. Staatsanleihen meiden wir aufgrund der unkalkulierbaren politischen Risiken weiterhin konsequent. Anleihen in Fremdwährungen empfehlen wir sowohl für die Referenzwährungen CHF als auch EUR aufgrund der Währungsvolatilität einzig aus *strategischen* Sicherheitsüberlegungen (harte Währungen SEK, NOK, AUD, NZD, CYN; HKD, SGD, CHF). Das Potential von nachrangigen Anleihen im Investment Grade Bereich sowie High Yield Anleihen ist aus unserer Sicht vorerst ausgereizt. Im Gegenteil: Sollte sich eine Korrektur am Aktienmarkt abzeichnen, verläuft die Performance dieser Anleiensegmente wohl negativ.

Aktienmarkt

Die Aktienmarkttrall des Jahres 2013 fusste vielmehr auf einer KGV Expansion als in einem Anstieg der Unternehmensgewinne. Dies bedeutet, dass die Marktteilnehmer durchschnittliche Renditen von ca.

6% akzeptieren. Dieser Wert lag vor einem Jahr noch bei rund 7.5%. Diese Reduktion der Renditeerwartung spiegelt den weiteren Zinsrückgang an den internationalen Märkten. Angenommen die Zinsen bleiben nun stabil oder beginnen langsam zu steigen, so wird dies negative Auswirkungen auf die Aktienmärkte haben – diese duellieren sich mit den positiven Auswirkungen allfällig steigender Umsätze und Gewinne. Welche Kräfte am Ende mehr Gewicht haben, wird sich weisen.



*aktuelles Verkaufssignal im SMI ausgelöst. Nächster Widerstand bei 8130 Punkten. Falls Durchbruch nächstes Ziel bis Ende Februar bei 7950 Punkten.

Da die Regierungen alles daran setzen, die Weltwirtschaft zu inflationieren, respektive eine Deflation tunlichst zu vermeiden, werden steigende Zinsen auf allen Fronten bekämpft, was prinzipiell für einen weiteren Anstieg der Aktienpreise spricht. Dies wird jedoch keine Einbahnstrasse sein, denn die Notenbanken werden Zeichen des Marktes abwarten müssen. Das bedeutet, dass auch die Deflation wieder anklopft und die Aktienmärkte zwischenzeitlich starken Korrekturen unterliegen.

Neben dieser Unsicherheit zeichnet sich in den aufstrebenden Ländern, allen voran China, ein kleines Desaster ab. Die Volkswirtschaften sind zu schnell gewachsen. Dabei haben sich einige Exponenten unlauterer Tricks bedient und mit planwirtschaftlichen Methoden Materialien, ja sogar ganze Städte, produziert, die aktuell niemand braucht. Dies schreit nach einer grösseren Korrektur in diesen Ländern, was nicht ohne Folgen für die Weltwirtschaft bleiben wird.

Aufgrund all dieser Unsicherheitsfaktoren begründen wir unsere eher konservative Strategie, die auf defensive Qualitätstitel sowie unterbewertete Aktien setzt. Vor allem die Sektoren Versorgung & Energie sowie zyklische Konsumgüter haben relatives Aufholpotential. Interessant sind zudem die Märkte Türkei, Indonesien und Latein-Amerika (ausser Argentinien). Zu-

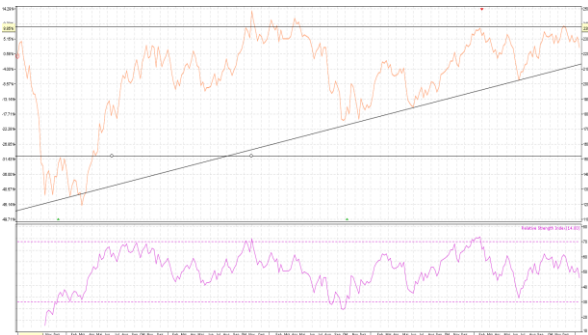
„Marketview“

Alter Wein in neuen Schläuchen? Die Markteinschätzung von Unternehmer für Unternehmer

dem ist Japan interessant, vorausgesetzt das Land findet bald aus der über 20 jährigen Baisse heraus.

Da Märkte über länger Zeit irrational bleiben können, erwarten wir für die nahe Zukunft bis ca. Sommer 2014 weitere Kursavancen und eine überbordende Sorglosigkeit, was für uns der Zeitpunkt zur Reduktion der Aktienquote darstellen wird.

Als Megatrend sehen wir die Lösungsversuche der enormen Luft und Wasserverschmutzung. Dies beinhaltet unter anderem die saubere Gewinnung und Speicherung von Energie sowie den Einsatz effizienterer Autos (Batteriebetrieben). In diese Bereiche werden enorme Investitionen folgen und die Nachfrage nach den Endprodukten wird ein stärkeres Wachstum als der Gesamtmarkt aufweisen.



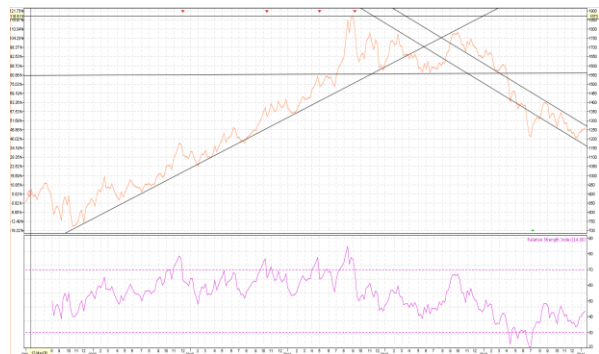
*Interessantes aus Fernost. Die aktuelle Konstellation verspricht einen Ausbruch auf die eine oder andere Seite mit grossem Potenzial. Die Entscheidung wird spätestens im Oktober 2014 fallen.

Eine Gefahr droht aus dem fernen Osten, wo sich neben einer charttechnisch interessanten Konstellation auch die makroökonomische Lage verdunkelt. Ob es eine harte Landung gibt, ist aktuell noch nicht absehbar, denn auch hier werden sämtliche staatlichen Organe alles daran setzen, Krisenherde hart zu bekämpfen - doch Vorboten wie die erschwerte Kreditaufnahme sind deutliche Warnzeichen.

Edelmetalle

Die jüngsten Turbulenzen der internationalen Währungen zeigen, wie fragil die einzelnen Valuten sind. Gold und Silber reagieren schnell mit Kursavancen auf diese Verwerfungen. Nichts desto trotz sind die Edelmetalle seit einigen Jahren in einem Abwärtskanal und jede Kursavance ist aktuell eher eine Bärenmarkttrally anstatt eines neuen Aufwärtstrends. Deshalb raten wir Kunden zur normalen Gewichtung der Metalle als Krisenschutz. Interessant sind aktuell die Minenaktien, die nach mehrjähriger Baisse end-

lich einen Boden gefunden zu haben scheinen und grössere Kurssprünge möglich machen.



*Gold vor möglicher Bärenmarkttrally. Dazu muss aber erst der Trendkanal bei 1270 USD pro Unze Gold durchbrochen werden. Im Juli 2013 wurde ein Kaufsignal ausgelöst und die Kursgrenze bei 1200 USD pro Unze wurde nun bestätigt.

Fazit für den Anleger: Alter Wein in neuen Schläuchen

Die Ausgangslage zu Beginn des Jahres 2014 bietet in vielerlei Hinsicht „Alter Wein in neuen Schläuchen“. So das potentielle Wiederaufflackern der Eurokrise aufgrund der immer offensichtlicheren Marktverzerrungen, die von uns bereits im letzten Jahr erkannte Kredit- und Immobilienblase im einst „Goldenen Osten“ oder die anhaltende Liquiditätszufuhr an den Aktienmärkten, welche der originäre Treiber der bald zweijährigen künstlichen Hausse sind.

Wir möchten deshalb festhalten, dass die Partystimmung an den Aktienmärkten zwar noch längere Zeit anhalten kann (vielleicht sogar Jahre!), die zunehmende Akzentuierung der oben genannten Problemstränge allerdings scharfe Korrekturen wahrscheinlich machen wird. Solche Zeitpunkte würden wir vorerst als Einstiegszeitpunkte sehen, denn die Wafenkammern der EZB, des FED oder jene asiatischer Notenbanken werden beim nächsten Krisenausbruch garantiert wieder geöffnet. All das darf letztlich aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass überbordende staatliche Schuldenprobleme, nicht eintretende Wachstumsprognosen und eine alarmierende Wiederbeschäftigungsresistenz letztlich eine gefährliche Lücke zwischen der an den Märkten vorgenommenen

„Marketview“

Alter Wein in neuen Schläuchen? Die Markteinschätzung von Unternehmer für Unternehmer

Preisbildung im Aktien-, Anleihen-, Immobilien- und Rohstoffmarkt sowie der Marktrealität bedeuten, welche über kurz oder lang geschlossen wird - zu-

meist abrupt, ohne Vorwarnung und entgegen sämtlicher optimistischer Schönfärbereien.

Kontakt

Verbund Vermögensverwaltung Winterthur
info@wintivv.ch