

ANLAGEPOLITIK

Juli 2017

Wohin, Zentralbanken?!

Makroökonomie

- Fast scheint es, als wollten die Wirtschaftsnachrichten uns beruhigt in die Sommerferien schicken. Die vorlaufenden Konjunkturindikatoren haben sich im Juni in den Industrienationen nochmals verbessert. Die Inflationsraten haben mit Ausnahme Grossbritanniens sogar ein wenig Handlungsdruck von den Zentralbanken genommen. Verbesserte Wachstumsaussichten, weniger Zinssorgen: Was will das Anlegerherz mehr? Bei allem Optimismus scheint uns dennoch Wachsamkeit insbesondere bezüglich der amerikanischen Konjunktur angebracht.
- In den USA beeindruckte der neuerliche Anstieg des ISM Manufacturing Index auf 57,8 Punkte. Dabei lässt der gestiegene Teilindex zur geplanten Beschäftigungsentwicklung hoffen, dass die Arbeitsmarktzahlen, die in den vergangenen Monaten enttäuschten, dem amerikanischen Konsumenten wieder mehr Grund zum Optimismus geben. Tatsächlich liegen die Höchststände des Konsumentenvertrauens wohl vorerst hinter uns. Die Einkommen wachsen immer noch real gut 2 %, aber das nominale Ausgabenwachstum ist rückläufig. Im Detailhandel stagnieren die Umsätze. Damit materialisiert sich die von uns erwartete Abschwächung des privaten Konsums, was sich auch in sehr moderaten Inflationszahlen widerspiegelt.
- In der Eurozone haben sich dagegen die Vorlaufindikatoren sowohl für die Investitionen als auch für den privaten Konsum weiter verbessert. Damit sollte nun für das 2. und 3. Quartal ein Anstieg der Wachstumsraten über 2 % J/J möglich sein. Diese Einschätzung scheint auch der EZB-Präsident Mario Draghi zu teilen. In seiner

- letzten Rede klang neben einem enormen Mass an Selbstzufriedenheit auch eine gehörige Portion Optimismus mit. Damit wird eine Ankündigung der Beendigung der expansiven EZB-Geldpolitik im Spätsommer immer wahrscheinlicher. Gleichzeitig zeigt der Anstieg der Kerninflation auf nun wieder 1,1 % J/J, dass wir auch hier mit einer Fortsetzung der Normalisierung rechnen dürfen.
- Unter den Industrienationen erscheint im Moment einzig Grossbritannien in einem kritischen Licht. So beginnt insbesondere der Konsumsektor unter dem schwachen Pfund zu leiden. Die Detailhandelsinflation ist mittlerweile auf 3,7 % J/J angestiegen. Die Reallohnentwicklung ist klar negativ, worauf die Konsumenten mit einer deutlich verschlechterten Stimmung reagieren. Der Dienstleistungssektor hat vor dem Hintergrund der beginnenden Brexit-Verhandlungen ebenfalls an Schwung verloren. Es scheint sich jetzt die von uns erwartete Wachstumsschwäche zu Beginn der Gespräche mit der EU zu materialisieren.
 - Schliesslich bleibt die konjunkturelle Lage der Schwellenländer weitestgehend unverändert. China wächst gemäss der W&P-BIP-Statistik für China im 2. Quartal mit 6,1 % J/J, womit sich weiterhin eine Lücke zu den offiziellen Statistiken offenbart. Brasilien tut sich schwer, aus der Konjunkturalsohle zu finden, während Russlands Aufschwung allmählich in Gang kommt.

Anlagestrategie

- Das wichtigste Thema für die Finanzmärkte im zweiten Halbjahr wird die Änderung des geldpolitischen Kurses der global bedeutenden Zentralbanken sein. Die Analogie zu wenig agilen Supertankern

ist gültig, da die Bilanzen der US-Fed, EZB oder BoJ (Spitzenreiter ist die SNB, aber ihr globaler Einfluss ist eher begrenzt) Grössenordnungen erreicht haben, die als Zeitraum mehrere Jahre erwarten lassen, bis der neue (bzw. alte im Sinn von Vor-Finanzkrisenniveaus) Kurs vollständig gesetzt ist.

- Werden die Obligationenrenditen aufgrund der Verkürzung der Zentralbankbilanzen explodieren? Dies ist sehr unwahrscheinlich, da ein allzu heftiger Anstieg die Währungshüter zu einem vorsichtigeren Vorgehen anhalten sollte. Es muss indes festgehalten werden, dass ein wichtiger Stützpfeiler für die tiefen Renditen Schicht um Schicht abgetragen werden wird.
- An einer kürzlich erfolgten Umfrage unter 220 professionellen Anlegern wurde die Frage, wie wahrscheinlich eine Korrektur im S&P 500 von mehr als 20 % bis Ende Jahr sei, von 74 % mit «30 % oder weniger» beantwortet. Lediglich ein Sechstel der Befragten antwortete mit «50 % oder höher».
- In den letzten 90 Jahren gab es eine einzige Periode (1987-2000), in der es noch länger nicht zu einer 20%-Korrektur im S&P 500 gekommen war als in der aktuellen Periode. Sollte der aktuelle Anstieg ohne nennenswerte Korrektur bis in den Herbst andauern, würde ein Crash-Szenario an Wahrscheinlichkeit zunehmen.

Aktien

- Die Gewinnschätzungen nach fünf Jahren steter Herunterstufungen im Jahresverlauf, man mag es kaum glauben, steigen wieder. Speziell in Europa und in den Schwellenländern wurden diese in den letzten zwei Monaten um gut 3 % bzw. 5 % erhöht. Wir gehen nicht davon aus, dass sich dieser Trend steigender Gewinnschätzungen in absehbarer Zeit umkehrt und sehen deshalb mittelfristig weiterhin das Potenzial von Kursanstiegen bei Aktien.
- In den vergangenen Wochen hat sich eine interessante Entwicklung in Japan ergeben: Die Korrelation zwischen dem USD/JPY und dem Nikkei-Index hat sich deutlich reduziert und liegt – auf Basis von Tagesdaten über einen Monat – nun bei Null. Normalerweise liegt die Korrelation zwischen USD/JPY und dem Nikkei im deutlich positiven Bereich, d. h. ein fallender Yen (USD/JPY steigt an) hilft via steigender Exporterlöse zu höheren Gewinnen, was sich in höheren Aktienkursen niederschlägt. Die deutlich gefallene Korrelation

könnte dahingehend interpretiert werden, dass sich die Konjunktur in Japan selbst verbessert, d. h. der stärkere Yen auch auf eine höhere Binnennachfrage zurückzuführen ist, was den Börsenkursen ebenfalls zugute kommt. Die Entwicklung ist zu beobachten.

Obligationen

- Nachdem die Renditen von 10-jährigen US-Treasuries und Deutschen Bunds in gut drei Monaten um mehr als einen halben Prozentpunkt bzw. um 0,25 % gefallen sind – parallel zu gegenüber den Erwartungen eher enttäuschenden Wirtschaftsdaten –, hat der Wind Ende Juni gedreht. Bereits jetzt stehen die 10-jährigen wieder 0,26 % (0,3 %) höher als Ende Juni. Der Zeitpunkt des Beginns dieses jüngsten Anstiegs kann mit Äusserungen von EZB-Präsident Draghi in Verbindung gesetzt werden – Hinweis für den hohen Grad der Integration der internationalen Kapitalmärkte. In anderen Worten: Kommt es zum erwarteten Zinsanstieg in den USA, wird sich Europa diesem nicht entziehen können.

Währungen

- Nachdem zu Beginn des Jahres die Dollar-Stimmung an den Märkten sehr positiv gewesen war, hat sich die Situation geändert und heute steht der handelsgewichtete US-Dollar fast 7 % tiefer. Im gleichen Zeitraum hat sich die Stimmung, gemessen am Directional Sentiment Indicator (DSI), vollständig gewandelt: Das aktuelle Niveau impliziert deutlich negative Erwartungen der Marktteilnehmer. Wir denken nicht, dass nun die Zeit für deutliche US-Dollar-Short-Positionen gekommen ist – im Gegenteil.

Rohstoffe

- Die Rohstoffmärkte haben seit Ende Juni, nach einem ersten Halbjahr mit deutlich korrigierenden Preisen (-18 % vom Gipfel Mitte Januar bis zum Tal Mitte Juni), zu einer Erholungsrallye angesetzt. Unter anderem war der Auslöser bei den Agrarrohstoffen zu suchen, wo ungünstige Wetterbedingungen in den USA etwa die Weizenpreise in die Höhe schnellen liessen. Unterstützend wirkt zusätzlich, dass grosse Hedgefonds Shortpositionen glattstellen müssen. Fundamentaldaten werden letzten Endes den Anstieg aber rechtfertigen müssen.

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 steuerlichen 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: 7. Juli 2017)

ZÜRICH

Dreikönigstrasse 6

CH-8002 Zürich

Telefon +41 44 286 25 25

info@maerki-baumann.ch

www.maerki-baumann.ch