

Strategie Juli/August 2016

- Die einzelnen Regionen der Welt entwickeln sich unterschiedlich:
 - In der **Eurozone** wird das Wachstum **2016** bei 0.8-1.2% liegen.
 - In den **USA** ist 2016 ein Wachstum von rund 2.5-3% zu erwarten.
 - **Asien** weist ausserhalb Japan 2016 **Wachstumsraten zwischen 4 und 6%** auf. In Japan wird sich das Wachstum dagegen auf 0,5-1% beschränken. **In China dürfte das Wirtschaftswachstum auf 4-5% zurückgehen.**
 - **In der Schweiz wird das Wachstum 2016 bei rund 1% liegen.**
- Das Ausscheiden von Grossbritannien aus der EU hat nur beschränkte Auswirkungen auf die EU und die Weltwirtschaft; wir gehen von einer geringen Wachstumsverlangsamung in der EU aus. In Grossbritannien führt der Brexit zu einem Kursrückgang des Pfunds und kurzfristig zu einem Rückgang des Wachstums. Das tiefe Pfund dürfte aber dem Land wieder Wachstumsimpulse geben.
- Die Zinsen werden bis Mitte 2017 in den Industrienationen tief bleiben, da die Notenbanken auf diese Weise die Wirtschaft stimulieren wollen und die hohe Staatsverschuldung nur mit tiefen Zinsen erträglich ist. In den USA erwarten wir eine Fortsetzung des Zinsanstiegs.
- Wir erwarten, dass der Euro und der US-Dollar bis mindestens Ende 2016 gegenüber dem Schweizer Franken stabil bleibt bzw. leicht ansteigt, da das Wirtschaftswachstum in diesen Regionen höher ist als das Wirtschaftswachstum in der Schweiz.
- Bei den Aktienmärkten erwarten wir 2016 keine positive Entwicklung, da einerseits die Bewertungen bereits sehr hoch sind und andererseits die Gewinne der Unternehmen weniger stark ansteigen werden.

A. WELTWEITE WIRTSCHAFTSENTWICKLUNG

1. **Uneinheitliches Bild der Weltwirtschaft: Wachstum in den USA, Schwächezeichen in Japan und China, Europa mit geringem Wachstum – Brexit mit Störeffekt**



Die Weltwirtschaft bietet ein uneinheitliches Bild:

- In der Eurozone entwickeln sich die Länder unterschiedlich, **Deutschland zeigt ein relativ starkes Wachstum**. Die strukturschwachen Länder mit tiefer Produktivität, insbesondere **Italien und Frankreich leiden dagegen immer noch unter einer Wachstumsschwäche**, da ihre Produktionskosten zu hoch sind. Anderen Ländern wie Spanien, ist es aber doch gelungen, sich langsam aus der jahrelangen Krise zu befreien, da sie Reformen eingeleitet hatten. Gesamthaft wird sich das Wachstum der Eurozone im Jahr 2016 auf rund 0.8-1.2% belaufen.
- Der **Brexit** führt zu einer Störung im Freihandelssystem der EU und wird zu einer kleinen Verlangsamung des Wachstums in der EU-Zone führen. Weitere Auswirkungen auf die Europäische Konjunktur und die Weltwirtschaft wird der Brexit nicht haben. Einerseits beläuft sich der Anteil von Grossbritannien am weltweiten Bruttonominalprodukt nur auf 2.4%, andererseits führt das Ausscheiden von Grossbritannien aus der EU aber auch nicht zum vollständigen Erliegen des Handels mit den EU-Ländern, sondern nur zu einem relativ geringfügigen Rückgang der Handelsaktivitäten. Für Grossbritannien selbst hat der Brexit grössere Auswirkungen: Die Währung wird schwächer und das Wachstum sinkt mindestens vorübergehend. Die günstige Währung sollte aber tendenziell dem Waren- und Dienstleistungsexport Grossbritanniens helfen.

Dieser Rückgang wird aber wesentlich geringer sein, als allgemein angenommen wird. Wir gehen davon aus, dass Grossbritannien und die EU auch nach dem formellen Ausscheiden von Grossbritannien aus der Union ein Freihandelsabkommen haben werden, das den gegenseitigen Austausch von Gütern und Dienstleistungen ermöglicht, da weder Grossbritannien noch die EU ein Interesse an einer Einstellung der Handelsbeziehungen hat. Da Grossbritannien überdies nur einer von vielen Handelspartnern der Eurozone ist, führt dies gesamthaft nur zu einer geringen Reduktion des Aussenhandels der EU. Das Wachstum der EU dürfte daher höchstens um 0.2-0.3% zurückgehen. Wir gehen daher für die Eurozone wegen des Brexit nicht mehr von einem Wachstum von 1.5% aus, sondern noch 1.2%. Gesamthaft sind die Auswirkungen deshalb minimal.

- **Die amerikanische Wirtschaft wächst und schafft auch Arbeitsplätze**. Dank guter Konsumentennachfrage und hoher Investitionsausgaben sehen wir für 2016 ein Wachstum von rund 2,5-3%. In den USA wirken sich die tiefen Erdölpreise und die relativ tiefen Schulden der Konsumenten positiv aus, da die Konsumenten nun die Möglichkeit haben, ihre Konsumausgaben zu erhöhen. Ein Anstieg des Dollarkurses gegenüber dem Euro reduziert dagegen die Exporte.
- In Asien wird das Wachstum primär durch Japan und China bestimmt. **In China ist nach einer langen Periode des starken Wachstums Ernüchterung eingetreten, da die Verschuldung der Unternehmen zu hoch war** und ein grosser Teil des Wachstums rein durch Fremdkapital finanziert worden war.



- Wir gehen davon aus, dass das **Wachstum in China für 2016 höchstens bei 4-5% liegt, was sich auf den ganzen asiatischen Raum negativ auswirken wird, und dass China aufgrund der notleidenden Unternehmens- und Immobilienkredite langsam in eine Schuldenkrise gerät.** Da China aber immer noch teilweise eine Planwirtschaft ist, gehen wir davon aus, dass der Staat die Schuldenkrise auffangen wird, indem er den Banken oder Unternehmen entsprechende Mittel zur Verfügung stellt. **Japan** konnte sich trotz vieler Massnahmen der Regierung nicht von der Stagnation befreien; das Wirtschaftswachstum dürfte sich auch 2016 höchstens auf 0,5-1% belaufen.

2. Inflation

Zurzeit existiert in den traditionellen Industrieländern **keine Inflation, da das geringe Wachstum und die tiefen Rohstoffpreise mindestens bis Ende 2016 für stabile Preise sorgen werden.** Die Nationalbank der USA und die Europäische Zentralbank (EZB) haben die Geldmengen derart massiv erhöht und zum Teil die Staatsverschuldung direkt durch Geldschöpfung finanziert. Diese Erhöhung der Geldmenge führt grundsätzlich zu Inflationspotential. Bisher hat sie nur bei den Finanzanlagen zu Preissteigerungen und einer eigentlichen "**Finanzinflation**" geführt: Tiefe kurzfristige Zinsen, riesige Liquiditätsschöpfung und die Käufe von Staatsobligationen durch die Notenbanken haben dazu geführt, dass die Obligationenkurse seit 2012 sehr stark gestiegen sind und Obligationen heute praktisch keine Zinsen mehr abwerfen (Schweizer Staatsobligationen werfen überhaupt keine Zinsen mehr ab!). Das Gleiche gilt auch für Liegenschaften und Aktien, deren Bewertung heute im historischen Vergleich sehr hoch ist. **Eine derartige Finanzinflation führt aber immer über kurz oder lang zu einer "Blasenbildung"**, die dann später platzt, d.h. die Kurse der betroffenen Finanzanlagen werden stark zurückgehen, sobald die Zinsen einmal steigen.

Anleger, die in einer Blase gefangen sind, müssen meist hohe Verluste in Kauf nehmen. Das Invico-Analyse-Team konzentriert sich darauf, Blasenbildung zu orten und Anlagen in diese zu vermeiden; deshalb haben wir auch keine langfristigen Obligationen den in Kunden-Portefeuilles.

Inflation kann allerdings in Grossbritannien nach dem Brexit zum Thema werden; der scharfe Rückgang des Pfunds erhöht die Importpreise, was bei der starken Importabhängigkeit dieses Landes zu allgemeinen Preissteigerungen führt. Wir erwarten daher in Grossbritannien für 2016/2017 eine Inflation von 1% bis max. 3%. Entgegen dem Glauben verschiedener Ökonomen führt eine derartige Inflation allerdings überhaupt nicht zu einer Wachstumsbeschleunigung, sondern nur zu höheren Zinsen, was die Wirtschaftsentwicklung dämpft.



3. Zinsen

Die Zinsen befinden sich in den meisten Ländern immer noch auf einem sehr tiefen Niveau. Gerade in der Schweiz sind die Zinsen sogar negativ. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Notenbanken die Märkte mit Liquidität versorgten und sogar die langfristigen Zinsen durch den Kauf von Staats- und Unternehmensobligationen drückten. Die verschiedenen Notenbanken werden diese Politik nach aller Voraussicht bis Ende 2016 weiterführen, da sie die stagnierende Wirtschaft weiterhin fördern wollen. **Das einzige Land, in dem es zu einem Zinsanstieg kommen wird, sind die USA**, da dort ein positives Wirtschaftswachstum herrscht und auch die Arbeitslosigkeit stark zurückgegangen ist.

Die amerikanische Notenbank hält den Zinsanstieg aber bewusst zurück, um den Dollarkurs nicht zu erhöhen, da ein hoher Dollarkurs zu einer Reduktion der Exporte führt und das Wirtschaftswachstum negativ beeinflussen wird.

Der Brexit dürfte in Grossbritannien in den nächsten 18 Monaten zu einem Zinsanstieg führen. Der Rückgang des Pfunds sowie das Leistungsbilanzdefizit, das noch von einem Haushaltsdefizits des Staates begleitet wird, muss über kurz oder lang zu höheren Zinsen führen. Anderenfalls gelingt es Grossbritannien nicht mehr, genügend Kapital zur Finanzierung der Wirtschaft und des Haushaltsdefizits anzuziehen.

Auch wenn wir kurzfristig keinen Zinsanstieg sehen, ist das Risiko von langfristigen Staatsobligationen sehr hoch, da es mittelfristig zu einem Zinsanstieg kommen wird. Die Zinsen werden wieder auf ein "normales Niveau" von 3-5 % zurückfinden. Die Kurse von langfristigen Obligationen sind heute extrem hoch und werden bei einem derartigen Zinsanstieg stark zurückfallen. Auch die Obligationen von sicheren Schuldern, wie z.B. Schweiz oder Deutschland, werden sinken. Die 10-jährigen Obligationen der Schweizerischen Eidgenossenschaft haben eine "Rendite" von -0,5% p.a. Wenn die Zinsen in den nächsten vier Jahren auf 2-3% steigen, so verliert diese Obligation 15-20% an Wert. Dieser Kursrückgang ist allein auf den Zinsanstieg zurückzuführen und hat mit der Bonität, d.h. mit der Tatsache, dass die Eidgenossenschaft am Ende der Laufzeit 100% zurückzahlen wird, nichts zu tun. **Langfristige Obligationen sind unabhängig vom Bonitätsrisiko des Schuldners gefährlich; wir verzichten daher konsequent auf derartige Anlagen.**

Die tiefen Zinsen am Obligationenmarkt haben dazu geführt, dass viele Anleger nun auf risikoreichere Anlagen im festverzinslichen Bereich ausweichen. Dazu gehören Anleihen von Schwellenländern, von Unternehmen, die nicht kapitalmarktfähig sind (Junk Bonds), strukturierte Produkte, deren Rückzahlung von der Kursentwicklung von Aktien abhängt, aber auch Investitionen in Private Equity Funds, die direkt Unternehmenskredite gewähren. Diese Anlageformen bieten alle keine genügende Risikoprämie, d.h. die Anleger werden für das hohe zusätzliche Risiko, das sie eingehen, nicht entschädigt. Sie müssen vielmehr bei einem Konjunkturrückgang oder einem Zinsanstieg auch hier mit massiven Verlusten rechnen. Wir haben daher bei den von uns betreuten Depots konsequent auf derartige Anlagen verzichtet.



4. Börsenentwicklung in den nächsten sechs Monaten

Die Börsenkurse der Aktien sind sehr stark angestiegen. Dadurch sind die Aktien, gemessen an **fundamentalen Bewertungskriterien, hoch bewertet** – diese hohe Bewertung erklärt auch die Stagnation der Kursentwicklung im Jahr 2015. Das Kurs-/Gewinnverhältnis europäischer und amerikanischer Aktien ist im Vergleich mit den letzten zwanzig Jahren sehr hoch. Diese hohen Kurse basieren einerseits darauf, dass die Anleger von den Unternehmen in den nächsten Jahren Gewinnsteigerungen erwarten und weiterhin mit sehr tiefen Zinsen rechnen. Da wir damit rechnen müssen, dass die Zinsen in den nächsten Jahren steigen werden, hat sich das Risiko von Aktienanlagen deutlich erhöht. Möglicherweise ist sogar mit einem Rückgang der Aktienkurse zu rechnen:

- Die hohen Erwartungen von Anlegern und Analysten an die zukünftigen Gewinne führen dazu, dass jedes Mal, wenn ein Unternehmen diese Erwartungen verfehlt, die Kurse des betroffenen Unternehmens erheblich zurückgehen. Der Raum für Gewinnsteigerung ist heute aber relativ gering, da die Profitabilität der Unternehmen, gemessen am Umsatz, im historischen Vergleich schon sehr hoch ist. Heute ist das Risiko sinkender Gewinne bei den meisten Unternehmen grösser als die Chance auf Gewinnsteigerungen.
- Ein Anstieg des Zinsniveaus bzw. allein schon die Angst vor einem derartigen Anstieg führt dazu, dass das Kurs-/Gewinnverhältnis generell zurückgeht. Diese Gefahr ist heute noch grösser als die Gefahr eines Gewinnrückganges, weil steigendes Wachstum, über kurz oder lang, zu einem Zinsanstieg führt.

Wir gehen davon aus, dass die Aktienkurse aus den oben erwähnten Gründen auch 2016 stagnieren oder zurückgehen werden. Aufgrund der gestiegenen Risiken haben wir die Aktienbestände allgemein reduziert und halten höhere Barbestände.

B. EINZELNE LÄNDER

1. Schweiz

– Wachstumsschwäche wegen Frankenstärke

Der hohe Kurs des Schweizer Frankens dämpft das Wirtschaftswachstum stark, da Exporte erschwert werden und für die Schweizer Unternehmen, die primär im Binnenmarkt tätig sind, die Importkonkurrenz steigt. Das Wachstum im Jahr 2016 wird bei 1% liegen. Schweizerischen Unternehmen ist es in den letzten 18 Monaten nach der Aufgabe des festen Wechselkurses zum Euro aber gelungen, sich durch Kostensenkungen, Restrukturierungen und Produktivitätssteigerungen wettbewerbsfähig zu halten. Die Exporte sind nur geringfügig zurückgegangen (der Rückgang in der Uhrenindustrie ist weniger auf Währungsprobleme als auf strukturelle und technologische Probleme des Uhrenmarktes zurückzuführen, da das Auftauchen von Smart Watches und der



Rückgang der „Geschenkkultur“ in China zu einem Nachfrageeinbruch führten).

Den schweizerischen Unternehmen hat allerdings neben den eigenen Anstrengungen auch die gute Konjunktorentwicklung im EU-Raum und in den USA geholfen. Sie hatten beim Export in diese Länder zwar Preisprobleme aber die Nachfrage ist nicht zurückgegangen. Wir gehen davon aus, dass das Wachstum 2017 wieder auf 1.5% ansteigen wird.

– **Inflation**

In der Schweiz ist eine Inflation in den nächsten 18 Monaten ausgeschlossen, da der hohe Schweizer Franken zu günstigen Importpreisen führt. Die Lebenshaltungskosten für die Konsumenten gehen zurück.

– **Zinsen**

Die Schweizerische Nationalbank setzt zurzeit auf extrem tiefe Zinsen und verlangt von Banken sogar **Negativzinsen, um einen weiteren Anstieg des Schweizer Frankens zu bekämpfen**. Wir gehen davon aus, dass die Zinsen für die nächsten 18 Monate sehr tief bleiben werden. Nach der Aufgabe der Kursuntergrenze gegenüber dem Euro ist die Tiefzinspolitik auch die einzige Waffe, welche die Schweizerische Nationalbank im Kampf gegen die Aufwertung des Schweizer Frankens hat. Solange der Aufwertungsdruck anhält, wird sie deshalb auch für tiefe Zinsen sorgen.

– **Währung**

Die Fundamentaldaten, d.h. der **Überschuss der Leistungsbilanz**, die niedrige Staatsverschuldung, die tiefe Inflation und die hohe Produktivität der Volkswirtschaft sprechen grundsätzlich für einen starken Schweizer Franken. Wir gehen davon aus, dass der Schweizer Franken sich dieses Jahr zwischen **CHF 1.06 und 1.11 zum Euro** und bei **0.97 bis 1.02 Franken beim Dollar** bewegen wird.

2. **Euroland**

– **Erholung in den schwächeren Ländern führt zu Wachstum in der Eurozone**

In der Eurozone haben sich die strukturschwachen Mitglieder dank Kostensenkungen in der Privatwirtschaft und Sparmassnahmen bei den Staatsausgaben erholt, sodass sich in diesen Ländern langsam wieder Wachstum zeigt. **Das Wachstum bleibt aber relativ gering, da die meisten Länder die notwendigen Reformen im Arbeitsmarkt nicht durchgeführt haben**. Daher zeigt **Europa immer noch ein gespaltenes Bild**: Deutschland und die Nordländer zeigen ein ansprechend hohes Wachstum, da sie von den tiefen Zinsen profitieren und im gesamten Euroraum ohne Angst vor Wechselkurschwankungen exportieren können. **Das Wachstum in den südlichen Problemländern und in Frankreich wird aber mangels durchgreifender struktureller Reformen tief bleiben**.



– **Europa bleibt eine Transferunion**

Der Aufschwung der strukturschwachen Südstaaten der Eurozone ist zu gering, um das Problem der Staatsverschuldung zu lösen. Um diese zu finanzieren, müssen die starken Staaten den schwachen weiterhin unter die Arme greifen – Europa wird auf absehbare Zeit eine "Transferunion" bleiben – **die starken Staaten werden die schwachen Staaten weiterhin finanziell unterstützen**. Die Behandlung von Griechenland zeigt vor allem auch, dass die **EU selbst dann nicht bereit ist, ein Land fallen zu lassen, wenn dieses gegen alle Regeln verstösst** (Portugal und Spanien verstossen zurzeit wieder gegen Defizitkriterien, werden aber kaum bestraft werden; bei Frankreich und Italien hat die EU traditionell immer auf alle Sanktionen verzichtet). **Langfristig wird dies die Glaubwürdigkeit des Euros als "harte" Währung schwächen**.

Die Länder, deren Exporte von der Eurozone profitieren, müssen wieder in Form von Darlehen und Beihilfen die schwächeren Länder unterstützen. Letztlich erkaufte sich Deutschland mit dem Euro ein konstant hohes Wachstum. Es muss dafür aber durch die Finanzierung der Länder, in die Deutschland exportiert, einen hohen Preis zahlen.

– **Inflation**

Zurzeit gibt es in der Eurozone wegen des geringen Wachstums und des Rückgangs der Erdölpreise keine inflationären Tendenzen. Zur Inflation wird es höchstens per 2017/2018 kommen.

– **Währung**

Die schwache Wirtschaftsentwicklung in der Eurozone hat zu keiner Stärke des Euros gegenüber dem Dollar geführt. Die EZB hat diesen Trend noch selber durch äusserst expansive Politik (Tiefzinsen und Käufe von Staatsanleihen) verstärkt, um auf diese Weise die Wirtschaft in der Eurozone anzukurbeln. Wir gehen davon aus, dass diese tiefen Zinsen in den nächsten sechs Monaten weiter anhalten werden und zu keinen Höhenflügen des Euros führen werden.

3. USA

– **Wirtschaftswachstum positiv**

Das Wirtschaftswachstum in den USA hat sich in den letzten 18 Monaten verstärkt und umfasst nun praktisch alle Wirtschaftsbereiche und Regionen. Viele Amerikaner haben ihre persönlichen Schulden seit der Finanzkrise nun auch soweit reduziert, dass sie sich auf einem tragbaren Niveau befinden, sodass sie nun in der Lage sind, wieder mehr zu konsumieren. In den letzten 18 Monaten haben auch die Unternehmen begonnen, ihre Investitionen zu erhöhen und vermehrt Arbeitnehmer anzustellen, was zu einem starken Rückgang der Arbeitslosigkeit geführt hat. Das Wirtschaftswachstum wird durch den Rückgang der Erdölpreise positiv beeinflusst, da die Konsumenten das Geld, das sie bei Erdölprodukten sparen, für Konsumgüter ausgeben werden.



Negativ wird sich allerdings der hohe Stand des US-Dollars gegenüber dem Euro auswirken; Exporte nach Europa werden schwieriger. Wir rechnen daher 2016 noch mit einem Wachstum von 2,5-3%.

– **Inflation**

Die hohe Geldschöpfung der amerikanischen Notenbank und der Wirtschaftsaufschwung sprechen an und für sich für Inflation. Die sehr tiefen Rohstoff- und Energiepreise sowie auch die sehr günstigen chinesischen Importe wirken aber dämpfend. Zur Inflation dürfte es in den USA daher erst in der ersten Hälfte 2017 kommen.

– **Zinsen**

Da die amerikanische Notenbank das Wirtschaftswachstum in den USA nicht mehr durch tiefe Zinsen fördern muss, gehen wir davon aus, dass die Ende 2015 eingeleitete Zinserhöhung in der zweiten Hälfte 2016 fortgesetzt wird.

– **Währung**

Da das Wirtschaftswachstum in den USA deutlich stärker ist als in Europa und auch die Zinsen in den USA höher sind, steigt der US Dollar zurzeit gegenüber dem Euro. Wir rechnen damit, dass diese Bewegung noch mindestens ein Jahr anhält. **Langfristig bleibt aber auch der US Dollar eine schwache Währung**, weil das Land ein sehr hohes Leistungsbilanzdefizit aufweist. In einem Horizont von drei bis fünf Jahren wird der US Dollar zurückgehen.

4. **Asien**

Das Wirtschaftswachstum **in China** hat sich in den letzten Monaten sehr stark abgekühlt. Dies ist darauf zurückzuführen, dass ein grosser Teil des **Wachstums durch Kredite finanziert** wurde und von Investitionen getragen worden ist. Diese kreditfinanzierte Nachfrage ist zurückgegangen, was zu einer Abkühlung der gesamten Wirtschaft geführt hat.

Das Wachstum in China ist erheblich zurückgegangen und dürfte bei rund 4% liegen, auch wenn die offiziellen Medien natürlich von wesentlich höheren Wachstumsraten ausgehen. Ein derartiger Rückgang des Wachstums ist für die Regierung problematisch, da auf diese Weise nicht genügend neue Arbeitsplätze geschaffen werden und das Risiko sozialer Unruhen besteht. Die Regierung unternimmt zurzeit alles, um das Wirtschaftswachstum anzukurbeln: Die Währung wurde abgewertet und gleichzeitig die Zinsen gesenkt. China wendet damit ähnliche Massnahmen an, wie Europa dies vor zwei bis drei Jahren gemacht hat. Dies wird einen positiven Einfluss auf das Wachstum in 2017 haben und dazu führen, dass die restlichen Industrienationen noch billigere chinesische Waren einkaufen, was deren Inflation dämpft.



Trotz der Bemühungen der Regierung zur Ankurbelung der Wirtschaft bleibt das Wachstum in Japan verhalten. Wir rechnen für 2016 mit einem Wachstum von rund 0,5-1 %. Der Erfolg der staatlichen Wachstumspolitik (Abe-Economics), der vor allem auf hohen staatlichen Ausgaben basiert, ist zweifelhaft. Die hohe Schuldenlast von Staat und Gesellschaft belasten, und die fundamentalen Probleme, d.h. die Überalterung der Bevölkerung und die mangelnde Produktivität im Verwaltungs- und Dienstleistungssektor, werden nicht gelöst.

