



Aquila & Co. AG | 6. Dezember 2016

Outlook 2017

Das Weltwirtschaftswachstum dürfte sich 2017 leicht auf rund 3.5% beschleunigen. Die FED wird den Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik fortsetzen, während die EZB ihr Anleiheaufkaufprogramm im Dezember verlängern dürfte. Der US-Dollar wird sich weiter aufwerten, die Zinsen werden Ende 2017 leicht höher als „heute“ sein. Wir gehen lieber Kredit- als Durationsrisiken ein. Während US-Aktien sehr teuer sind, finden sich immer noch günstig bewertete Aktienmärkte. Dazu gehören europäische Aktien und Schwellenländeraktien. Wir halten eine neutrale Aktienquote. Rücksetzer sehen wir als Kaufgelegenheiten an.

Konjunktur USA: US Wirtschaft gewinnt an Wachstumsdynamik – ein Teil der Fiskalstimuli wird in einem Preisanstieg verpuffen.

Die jüngsten US-Wirtschaftsindikatoren fielen gut aus. Der PMI für das verarbeitende Gewerbe erreichte den Wert von 51.9, derjenige für die Dienstleistungsindustrie 54.8. Die Arbeitslosenquote fiel unter die magische Grenze von 5%. Die US-Wirtschaft wird in Zukunft durch eine weniger expansive Geldpolitik und durch eine expansivere Fiskalpolitik charakterisiert sein. Dies dürfte die US-Zinskurve weiter nach oben verschieben und den US-Dollar unter erneuten Aufwertungsdruck setzen. Das Defizitprogramm soll rund 1000 Mrd. US-Dollar umfassen, was rund 0.3% des Weltbruttoinlandsproduktes darstellt. Es soll hauptsächlich in die marode US-Infrastruktur investiert werden. Gleichzeitig sollen wachstumsfeindliche Regulierungen abgebaut werden. Unklar bleibt, wie stark der freie Welthandel

durch tarifäre und nicht tarifäre Handelshemmnisse der neuen Administration betroffen sein wird. Da der Stimulus zu einem Zeitpunkt kommt, an dem nahezu Vollbeschäftigung herrscht und die Kapazitätsauslastung hoch ist, dürfte das Realwachstum kurzfristig wenig Impulse erhalten, wohl aber das Nominalwachstum. Ein moderater Inflations- und Zinsanstieg ist insbesondere für die Finanztitel vorteilhaft. So haben denn die Aktienmärkte, insbesondere die Finanztitel dem künftigen US-Präsidenten bereits viele Vorschusslorbeeren verteilt.

Nach der Präsidentenwahl stiegen viele Stimmungskindikatoren markant an. Hieraus lässt sich schließen, dass die Amerikaner nach der Präsidentenwahl deutlich optimistischer in die Zukunft blicken, insbesondere was die Wirtschaft und ihre eigene persönliche finanzielle Situation betrifft. Wir würden dieses Auftaktkapitel als „Honeymoonphase“ bezeichnen. In jeder Beziehung endet die Phase einmal, in der man die rosarote Brille abnimmt, und die Realität realistischer wahrnimmt. Meistens kommt es dann zu Enttäuschungen...

Wir rechnen dennoch mit einer leichten realen Wachstumsbeschleunigung der US-Wirtschaft auf 3%. Ein Teil des Stimulus wird in höheren Inflationsraten verpuffen, da die US-Wirtschaft nahe der Vollbeschäftigungsgrenze operiert. Deshalb wird das Konjunkturankurbelungsprogramm die Lohninflation erhöhen. Dies dürfte auch zu einem leichten Anstieg der Zinsen und der Inflationsraten führen. Der US-Dollar dürfte aufgrund der sich ausweitenden Zinsdifferenz weiter aufwerten.

Konjunktur Europa: Stark erhöhte politische Risiken könnten belasten.

Die EU konnte in den letzten Quartalen ebenfalls stärker als erwartet wachsen. Der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe (Markit PMI) stieg im November auf 53.7, was den höchsten Wert seit 11 Monaten darstellt. Auch der Dienstleistungsindex erreichte mit 54.1 den Jahreshöchststand. Wir rechnen mit einem unspektakulären Wachstum von rund 1.8%, wenn es zu keinen dramatischen politischen Unfällen kommt. Aufgrund der anstehenden Wahlen könnte jedoch genau dies geschehen. Neben den Wahlen in Italien stehen Wahlen in Frankreich, Holland und Deutschland an. Ein „Unfall“ würde ausreichen, damit viele Investoren befürchten, dass das baldige Ende des Euro-raumes bevorsteht. Der Wahlmarathon zieht sich wie ein Schleier der Unsicherheit über die europäische Konjunktur und die Kapitalmärkte. Würde sich dieser Schleier der Unsicherheit lüften, könnten europäische Aktien zu einer markanten Erholungsrally ansetzen. Mehr dazu später.

Schweizer Wirtschaft wächst schneller. Im Eurolandkrisenfall kann die SNB eine Frankenaufwertung nicht verhindern, aber „managen“.

Der Einkaufsmanagerindex für die Schweiz konnte mit einem Wert von 54.7 ebenfalls weiter zulegen. Besonders erfreulich hat sich mit einem Wert von 55.6 die Teilkomponente Auftragsbestand entwickelt. Wir rechnen mit einer leichten Wachstumsbeschleunigung auf 1.8%, vorausgesetzt, es kommt nicht zu einer erneuten Eurolandkrise. In diesem Falle dürfte der SNB nichts anderes übrig bleiben, als einen geplanten Rückzug auf eine neue Auf-fangstellung „Europarität“ durchzuführen. Diese neue Untergrenze würde von erneuten Zinssenkungen und massiven Devisenmarktinterventionen flankiert werden. Der Kurs „heute“ liesse sich im Falle einer erneuten Eurolandkrise wohl nicht mehr verteidigen.

Das Weltwirtschaftswachstum dürfte 2017 um 3.5% liegen.

Anleihen: Zinswende ist eingeleitet

Der Erfolg von Donald Trump hat die Renditen der Staatsanleihen noch deutlicher anziehen lassen. Die durch die Druckerpresse finanzierten Infra-strukturausgaben werden das Defizit der USA und die Inflation ansteigen lassen. Aber noch ist es nicht soweit. Die abrupte Reaktion der Renditen nach oben deutet auf massive Repositionierungen der Anleger hin, zu lange war das Motto «lower for lon-ger» das Mantra.

Mittelfristig dürfte die Reflationierung in den USA gelingen – wenn auch nur vorübergehend. Wir gehen lieber Kredit-, als Durationsrisiken ein.

Der Kursrückgang war in den Bereichen High Yield und Emerging Markets besonders ausgeprägt. Aus denselben Gründen interpretieren wir diesen als willkommene Einstiegschance. Sowohl in lokaler Währung als auch in Hartwährungen verkörpern beide Anlageklassen weiterhin eine gute Diversifi-kation innerhalb der Anlageklasse Fixed Income.

Immobilien Schweiz: Tiefe Zinsen und Anlage-notstand stützen den Markt – Sehr hohe Prä-mien mahnen zur Vorsicht

Angesichts der anhalten rekordtiefen Zinsen bleiben Immobilien hierzulande für die Anleger eine be-gehrte Alternative. Eine deutliche Preiskorrektur ist kurzfristig unwahrscheinlich. Risiken sehen wir bei Büroimmobilien und gewerblichen Objekten für den Detailhandel, vor allen Dingen im grenznahen Raum. Immobilienaktien und -fonds sind weiter gut nachgefragt, obschon sie in der Regel mit einem teuren Aufpreis auf dem inneren Wert gehandelt werden. Die (zu) hohen Prämien sollten bei Neuen-gagements berücksichtigt werden. Im Vergleich zu den Eidgenossen sind Immobilien aus Anlegersicht aber klar „das geringere Übel“.

Bewertung spricht gegen US-Aktien und für Eu-rolandaktien

Wie teuer sind Aktien wirklich? Mit den Ausnahmen 1929, 2000, 2007 waren US-Aktien gemessen am Shiller P/E mit einem Wert von 27 noch nie so teuer wie «jetzt». Diese Bewertungskennzahl legt soge-nannte normalisierte Gewinne zu Grunde. Diese werden aufgrund der inflationsbereinigten Gewinne der letzten 10 Jahre berechnet.

Aufgrund der Tatsache, dass die Abdiskontierungssätze durch die Zentralbanken (weltweit, nicht nur in den USA) über Jahre nach unten manipuliert worden sind, könnte man meinen, alle Aktienmärkte seien überteuert. Ist das wirklich so? Nein, es gibt noch günstig bewertete Aktienmärkte. So hat z.B. Italien ein Shiller P/E von 10.6, Spanien und Portugal haben ein solches von 10.9. Deutschland dagegen liegt mit einem Wert von 17.3 im eher teuren Bereich, ein Niveau, welches vom Schweizer Markt mit einem Wert 21.1 noch deutlich übertroffen wird. Russland hat ebenfalls ein sehr tiefes Shiller P/E von 5.1, Polen steht bei 8.9. Aber nicht alle Emerging Markets sind günstig: so sind zum Beispiel die Philippinen mit 22.6 oder Mexiko mit 22.4 bewertet. Die Chancen auf eine langfristige Umkehrung der Verhältnisse (die Letzten werden die Ersten sein) sind hoch, dies begründet unsere Allokation in Emerging Markets. Kurzfristige Momentum-Überlegungen (die Renditen der letzten 6-12 Monate haben Prognosekraft für die Rendite des nächsten Monats) sprechen jedoch (noch) gegen Engagements in der europäischen Peripherie.

Aktuelle Anlagestrategie

Aquila gewichtet Aktien neutral. Innerhalb der Aktien werden Schwellenländer und US-Aktien übergewichtet, europäische und japanische Aktien untergewichtet. Das US-Übergewicht begründen wir mit Momentumüberlegungen. Diese dominieren kurzfristig die Bewertungsüberlegungen, welche klar für europäische- und gegen US-Aktien sprechen. Wir beabsichtigen, im Verlauf der nächsten Monate US-Aktien abzubauen und europäische Aktien aufzubauen.