



invest express

Der schnelle Durchblick
im Anlagegeschäft

Ausgabe 5.16 / September 2016

Rettung von oben?

Weltwirtschaft

- Die Weltwirtschaft expandiert nach wie vor verhalten. Der IWF rechnet für die entwickelten Volkswirtschaften 2016/17 mit einem BIP-Wachstum von 1.8 Prozent. Die Schwellenländer hingegen dürften die konjunkturelle Talsohle erreicht haben.
- Aufgrund des schwachen Produktivitätsfortschritts steigen die Lohnstückkosten in einigen Industrieländern stärker als die Preise. Dies belastet die Unternehmensgewinne. Obwohl sich gemäss Schätzungen der OECD die Situation 2017 wieder etwas entschärfen wird, dürfte das Gewinnwachstum unterdurchschnittlich bleiben.
- Die Teuerungsraten werden 2017 im Jahresvergleich aus statistischen Gründen höher ausfallen. Eine nachhaltige Verschlechterung des Preisklimas erwarten wir jedoch nicht.
- In den USA rechnen wir in diesem Jahr noch mit einer Zinserhöhung. EZB, SNB, Bank of Japan und Bank of England werden den expansiven Kurs fortsetzen.
- Politische Unwägbarkeiten könnten die Märkte ebenfalls belasten.
- Entgegen dem internationalen Trend hat sich die wirtschaftliche Entwicklung in der Schweiz im 2. Quartal beschleunigt. Hauptstützen waren die Nettoexporte und die Staatsausgaben. Eine weitere Beschleunigung ist unwahrscheinlich.

Geldpolitik der grossen Zentralbanken im Überblick

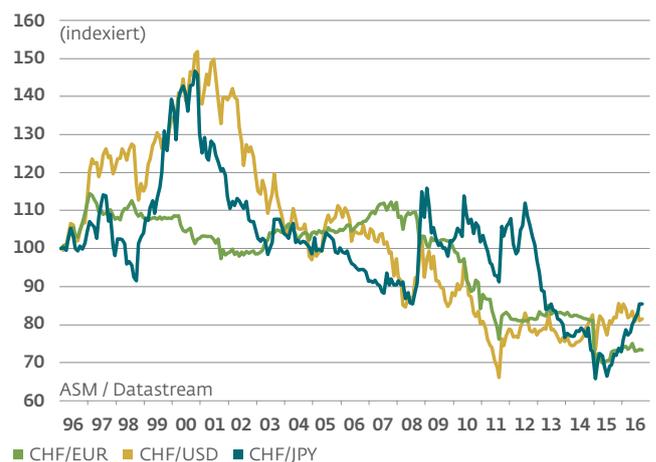


	USA	EU	UK	SCHWEIZ
Makroumfeld	<ul style="list-style-type: none"> Wachstum verhalten Arbeitsmarkt mehr oder weniger geräumt Inflation YoY zieht an 	<ul style="list-style-type: none"> Wachstum stabil, keine Anzeichen einer Belebung Inflation YoY zieht an, bleibt aber unter dem Ziel der EZB 	<ul style="list-style-type: none"> Brexit dämpft Wachstum (Unsicherheit) Pfundschwäche führt zu höherer Inflation 	<ul style="list-style-type: none"> Wachstum stabil aber moderat Deflationärer Druck nimmt ab Franken überbewertet
Herausforderungen	<ul style="list-style-type: none"> Markterwartungen < Fed Zinsprognosen Risiko einer schockartigen Marktanpassung 	<ul style="list-style-type: none"> Konjunkturrisiken durch Brexit Kritik aus Deutschland Wirksamkeit der Politik 	<ul style="list-style-type: none"> Stabilisierung der Konjunktur und Pfundschwäche 	<ul style="list-style-type: none"> Notenbankgeldmenge versus Währung
Politische Position	<ul style="list-style-type: none"> Offenmarktausschuss gespalten Straffung der Geldpolitik 	<ul style="list-style-type: none"> Bias zur Lockerung 	<ul style="list-style-type: none"> Lockerung im August 	<ul style="list-style-type: none"> Weitere CHF-Aufwertung gegen EUR verhindern
Erwartung	<ul style="list-style-type: none"> Zinserhöhung im Dezember wahrscheinlich 	<ul style="list-style-type: none"> Kein Kurswechsel, Verlängerung der Wertpapierkäufe nicht auszuschliessen 	<ul style="list-style-type: none"> BoE wartet ab, bis Brexit-Folgen besser abgeschätzt werden können 	<ul style="list-style-type: none"> Bei EUR < 1.05 CHF Massnahmen, sonst FX-Interventionen

Währungen

- Das GBP hat sich nach der Brexit-bedingten Abwertung auf tieferem Niveau stabilisiert. Die Unsicherheiten im Zusammenhang mit dem Volksentscheid limitieren das Erholungspotenzial. Die günstige Bewertung sollte jedoch Unterstützung bieten.
- Beim Euro erwarten wir in den kommenden Quartalen aufgrund der Politik der SNB und fehlender Impulse aus der Eurozone keine grösseren Bewegungen.
- In Anbetracht der sich abzeichnenden Zinserhöhung in den USA ist die verhaltene Reaktion des US-Dollars bemerkenswert. Das hat unseres Erachtens mit der Wachstumsschwäche zu tun. Ein Sieg von Donald Trump könnte dem US-Dollar jedoch Auftrieb geben. Ein Übersteigen der CHF 1.05 Marke wäre in diesem Fall nicht auszuschliessen.
- Mit einem derart starken Yen haben wir nicht gerechnet. Makroökonomisch ist die Yen-Stärke kontraproduktiv, da sie die deflationären Tendenzen verstärkt. Beim Yen besteht Korrekturbedarf.

CHF-Wechselkurse EUR, USD, JPY



Obligationen

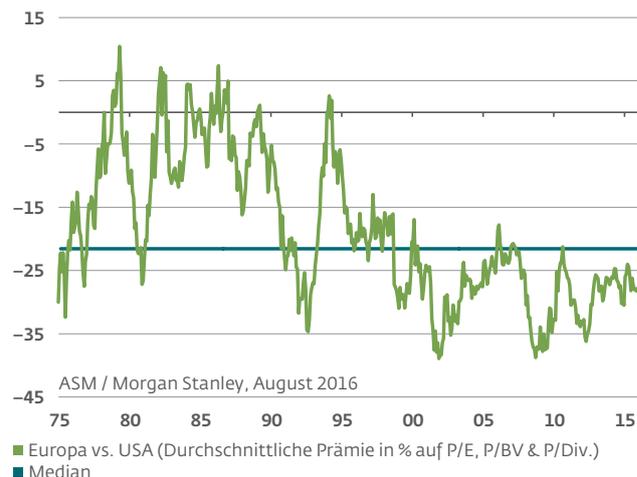
- Die Obligationenmärkte befinden sich seit Ende Juni in einer Konsolidierungs- bzw. Korrekturphase.
- Äusserungen amerikanischer Notenbankvertreter zu den anstehenden Zinsentscheidungen des Federal Reserve haben zu einem Anstieg der sogenannten Term-Premie geführt. Das ist jene Prämie, die rationale Anleger verlangen, um ihr Kapital längerfristig zu verleihen. Durch die expansive Geldpolitik der Zentralbanken ist diese Prämie an den meisten Märkten in den negativen Bereich gefallen. Ökonomisch macht dies aber keinen Sinn.
- Für die kommenden Monate rechnen wir mit einer Seitwärtsbewegung. Der Spielraum für weitere Kursgewinne ist begrenzt.
- Die Suche nach Rendite und die Erholung des Ölpreises haben in den vergangenen Monaten die Nachfrage nach Hochzinsanleihen unterstützt.
- Fundamentale Entwicklungen wie beispielsweise die Gewinndynamik und die zunehmende Verschuldung limitieren das Potenzial für eine Outperformance der Hochzinsanleihen. Aus diesem Grund empfehlen wir eine Untergewichtung von Hochzinsanleihen.

Aktien

Aktien sind durch die Entwicklung der letzten Monate spürbar teurer geworden, insbesondere in den USA:

- Der europäische Aktienmarkt hat sich etwas erholt, liegt aber weit hinter dem nordamerikanischen Pendant zurück.
- Die Aktienmärkte in den Schwellenländern waren in den letzten Wochen bzw. Monaten stark, was wohl vor allem der Erholung an den Rohstoffmärkten geschuldet ist.
- Die Entwicklung der US-Ökonomie hält nicht mehr mit der Performance des US-Aktienmarktes mit.
- Der US-Aktienmarkt ist relativ teuer. Die Gewinnschätzung von +13.6 Prozent für nächstes Jahr ist auch unter Berücksichtigung der Erholung im Energiesektor hoch. Wir reduzieren das Gewicht des US-Marktes weiter.
- Wir erwarten zwar keine enorme Beschleunigung der europäischen Wirtschaft, aber die relative Bewertung zum US-Aktienmarkt bleibt attraktiv.
- In Summe ergibt sich für die Gewichtung der Aktienmärkte nun eine leichte Untergewichtung. Innerhalb der Aktienmärkte halten wir nur noch im Europäischen Markt ein Übergewicht.

Europäischer Aktienmarkt mit hohem Abschlag



Bewertungsübersicht Aktienmärkte

	Gewinn-Wachstum		Kurs/Gewinn		Preis/Buchwert	ROE	Dividendenrendite	Free-Cash-Flow-Rendite
	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2016E	2016E	2016E
USA	1.4%	13.6%	19.1x	16.8x	2.8x	14.7%	2.1%	4.1%
Europa	-1.6%	13.2%	16.6x	14.7x	1.7x	10.4%	3.6%	4.1%
Schweiz	-4.5%	9.3%	19.9x	18.1x	2.4x	13.0%	3.2%	4.5%
Pacific	4.9%	8.6%	15.5x	14.1x	1.3x	8.1%	2.8%	5.2%
Schwellenländer	7.0%	13.3%	14.0x	12.4x	1.5x	11.0%	2.4%	4.5%

Quelle: DB, Citi, GS, MS, Bloomberg, ASM eigene Berechnungen, September 2016

Asset Allokation

Veränderungen zur Vorperiode: Die Risikoprämien bei US-Aktien und Hochzinsanleihen sind in Anbetracht des schwachen Wachstums, der gestiegenen Verschuldung, des Lohnstückkostendrucks und der US-Geldpolitik unseres Erachtens nicht mehr attraktiv. Aus diesem Grund reduzieren wir diese Märkte in unseren Portfolios zugunsten Liquidität.

Cash	▲	Übergewichtung
Obligationen		
Investment Grade Bonds	▼	Untergewichtung
Inflation Linked Bonds	▽	leichte Übergewichtung
High Yield Bonds	▲	leichte Untergewichtung
Emerging Market Bonds	●	neutrale Gewichtung
Wandelanleihen	▽	leichte Übergewichtung
Aktien		
Entwickelte Märkte	▲	leichte Untergewichtung
Emerging Markets	▲	leichte Untergewichtung
Immobilienaktien	▽	leichte Übergewichtung
Alternative		
Rohstoffe	▽	leichte Übergewichtung
Hedge Funds	●	neutrale Gewichtung

Währungen		
USD, EUR	▲	Übergewichtung
GBP	●	neutrale Gewichtung
JPY	▼	Untergewichtung

empfohlene Duration bei Obligationen

CHF 4.8 Jahre, EUR 5.6 Jahre, USD 5.4 Jahre

Anlagestrategien

Unseren Kunden bieten wir ein breites Angebot verschiedener Anlagestrategien an, die den unterschiedlichsten Anforderungen in Bezug auf Anlagehorizont und Einsatz verschiedener Anlagekategorien gerecht werden. Alle Strategiemodelle verfügen über ein herausragendes Risiko/Ertrags-Verhältnis. In unseren Vermögensverwaltungsmandaten und Strategiefonds fließt die vorerwähnte Anlagepolitik vollumfänglich ein. Im Quervergleich erzielen unsere Strategieprodukte erstklassige Performanzerwerte bei äusserst attraktiven Konditionen.

Helikoptergeld als Mittel zur Konjunkturförderung?

Das anhaltend schwache Wachstum und die tiefe Inflation haben den Glauben an die Wirksamkeit der aussergewöhnlichen geldpolitischen Massnahmen schwinden lassen. Darum setzt man nun die Hoffnung auf die Fiskalpolitik und diskutiert alternative Ideen zur Konjunkturförderung.

Geldregen vom Himmel

Die Ausgabe von Helikoptergeld wäre eine weitergehende Massnahme nach dem eingestandenen Scheitern aller bisher getroffenen Massnahmen. Dabei würde es sich um einen direkten Geldtransfer von einer Zentralbank an private Haushalte handeln, der nicht rückgängig gemacht werden kann. Das so «verteilte» Geld könnte die Konjunktur fördern, weil der Staat unverzüglich seine Ausgaben erhöhen und damit eine höhere Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen erzeugen würde, vorausgesetzt dass solche Geldgeschenke auch ausgegeben werden. Gleichzeitig würde im Normalfall auch die Inflation angetrieben.

Neue Rezepte gesucht

Wie können Haushalte und Firmen dazu animiert werden, mehr Geld auszugeben und zu investieren? Die Zentralbanken haben schon die verschiedensten Instrumente ausprobiert: «Forward Guidance» – das Versprechen, die Leitzinsen künftig niedrig zu halten – oder «Quantitative Easing» – der Aufkauf von Wertpapieren am Markt im grossen Stil. Diese haben aber eine weniger starke Wirkung erzielt, als man sich erhofft hatte. Schliesslich führten mehrere Notenbanken Negativzinsen ein.

Helikoptergeld und die Folgen

Die Wirkung von Helikoptergeld ist umstritten. Taktik und Psychologie spielen dabei wichtige Rollen. Theorien gehen davon aus, dass Helikoptergeld als einmalige Massnahme wahrgenommen würde. Die meisten Menschen gäben daher das Geld nicht aus, sondern würden es sparen. Ausserdem ist Helikoptergeld in vielen Ländern derzeit illegal. Genau weil die Finanzierung von Staatsdefiziten durch die Notenpresse in der Vergangenheit eine derart inflationäre Wirkung entfaltete, haben viele Länder Regeln erlassen, die einen Ankauf von Staatsanleihen durch die Notenbank auf dem Primärmarkt untersagen. Die meisten Zentralbanken geniessen ausserdem gesetzliche Unabhängigkeit, so dass es für Regierungen derzeit unmöglich wäre, ihnen derartige Anweisungen zu einem Geldregen vom Himmel zu erteilen.

Expansive Fiskalpolitik als mögliche Lösung

Bereits jetzt ist eine Tendenz zu expansiver Fiskalpolitik spürbar. Die Sparsbemühungen der Regierungen nehmen ab – ein ausgeglichener Haushalt ist nicht mehr oberstes Ziel. Mittelfristig wird wohl kein Weg an Fiskalpolitik vorbeiführen. Vielleicht ist erst eine weitere Krise notwendig, bevor sie im grossen Stil eingesetzt wird. Denkbar wäre in Zukunft auch eine Kombination aus Fiskal- und Geldpolitik – zum Beispiel, dass die Notenbanken die Staatsausgaben mit neu gedrucktem Geld direkt finanzieren.

Drei Fragen zum Thema an Lukas Schäper

Wie muss ich mir Helikopterfeld vorstellen?

Natürlich wird kein Helikopter Geld abwerfen. Vielmehr wirkt Helikoptergeld wie eine Expansion der Fiskalpolitik. Dies könnte die Form von Steuersenkungen (auch eine Reduktion von Krankenkassenprämien wäre denkbar) oder von höheren Staatsausgaben annehmen, die mit der Notenbank eines Landes abgesprochen sind. Finanziert werden sie über eine dauerhafte Ausweitung des Geldangebots – indem Geld gedruckt wird. Der Staat gibt dabei Anleihen aus, die von der Notenbank aufgekauft werden, wodurch sich die monetäre Basis erhöht.

Wie wahrscheinlich ist der Einsatz von Helikoptergeld?

Mehr als das Prädikat «interessant» wird sich das Helikoptergeld wohl auch in Zukunft nicht verdienen. In den USA ist es nicht nötig, in Europa ist es derzeit illegal. Am ehesten vorstellbar ist es in Japan – aber auch hier eine riskante und neuartige Methode. Helikoptergeld macht nur Sinn als begleitende bzw. dämpfende Massnahme in Verbindung mit Strukturreformen.

Welche Folgen hätte Helikoptergeld für die Finanzmärkte?

Im Gegensatz zu den Gelddruckprogrammen im «Quantitative Easing», die einem jahrelangen künstlichen Aufputschen des Aktienmarkts gleichkommen, ist Helikoptergeld im besten Falle eine Stimulierung in der Bewertung von Aktien. Die Aktienkurse könnten kurzfristig nach oben schiessen, wenn Helikoptergeld angekündigt wird. Die tatsächlichen Umsätze und Gewinne, welche die Massnahme generiert, sind indirekt und über mehrere Jahre verteilt – fliessen allerdings nur so lange, bis das Helikoptergeld ausläuft.



Lukas Schäper
Private Banking
Liechtenstein

Liechtensteinische Landesbank AG

Städtle 44

Postfach 384

9490 Vaduz

Telefon +423 236 88 11

Telefax +423 236 88 22

llb@llb.li

www.llb.li

Disclaimer: Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen stellen weder ein Angebot noch eine individuelle Empfehlung noch eine Angebotsaufforderung dar. Sie dienen ausschliesslich zu Informationszwecken und stellen eine Momentaufnahme der Marktsituation dar. Die hierin verwendeten Informationen stammen aus öffentlich zugänglichen Quellen, die als zuverlässig erachtet werden. Für Richtigkeit, Ausgewogenheit und Vollständigkeit der Informationen übernimmt die LLB AG keine Haftung oder Garantie. Änderungen bleiben vorbehalten. Kursangaben erfolgen ohne Gewähr. Jegliche Haftung ist ausgeschlossen. Die LLB AG erbringt in Zusammenhang mit allfälligen Anlageideen keine Rechts- und Steuerberatung. Es obliegt dem Kunden, entsprechende Beratungsdienstleistungen bei einem unabhängigen Rechts- oder Steuerberater einzuholen. Auszüge dieser Publikation dürfen nach vorgängig erteilter schriftlicher Genehmigung der LLB AG unter Angabe der Quelle verwendet werden.