

Marktstrategie im 2. Quartal 2017

Vor rund 30 Jahren wurde ich bei einer Diskussion vom Chef gefragt: „Was Sie da sagen, wo haben Sie das her? Oder ist es einfach Ihre Meinung“. Mit abgesägten Hosen stand ich da. Ich konnte meine Aussage nicht untermauern. Immer wieder hören wir, dass unsere Marktstrategien sehr technisch geschrieben sind. Jetzt kennen Sie den Grund dafür, wieso wir Fakten suchen, mit bestem Wissen und Gewissen prüfen, abwägen und präsentieren.

Diese Marktstrategie ist nun etwas umgebaut. So fassen wir eingangs kurz zusammen, wie wir das Wirtschafts- und Marktumfeld einschätzen, und überlassen es dem Leser, sich allenfalls in die Details weiter unten zu vertiefen, welche hoffentlich die generellen Aussagen untermauern.

1) Die grosse „Unbekannte“, nämlich die langfristigen Konsequenzen der Notenbankenaktivitäten auf die Wirtschaft, wird vom Finanzmarkt ausgeblendet.

2) Der Markt reagiert äusserst kurzfristig auf politische und militärische Ereignisse oder Gefahren. Die starke Aktienmarkt-Rallye in Süd-Korea, mit zeitgleich zunehmender Spannung zwischen den USA und Nord-Korea, ist ein solches Beispiel.

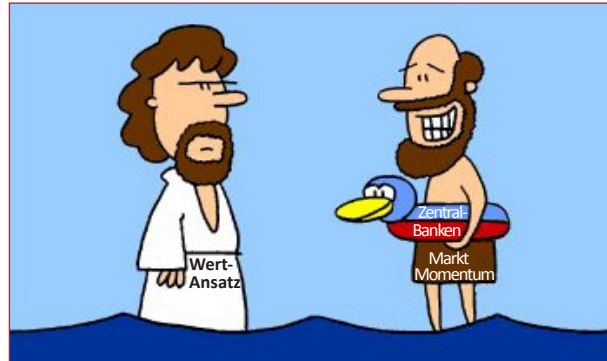
3) Das globale Wirtschaftswachstum verläuft frustrierend flach.

4) Viele börsenkotierte Firmen haben in der Tat ein höheres Umsatz- und Gewinnwachstum als jenes vom Bruttosozialprodukt, was positiv für eine Aktienanlage zu werten ist. Der Preis den man als Investor dafür bezahlt ist jedoch überdurchschnitt-

lich hoch. Hohe Bewertungen haben in der Vergangenheit immer zu „unerwarteten“ Marktkorrekturen geführt.

Unsere Anlagepolitik bleibt somit unverändert. Die Aktienquote ist mit einem grossen Anteil von alternativen Anlagen bestückt.

Wer Interesse und Zeit hat, findet im Folgetext die Gründe für die Schlussfolgerung.

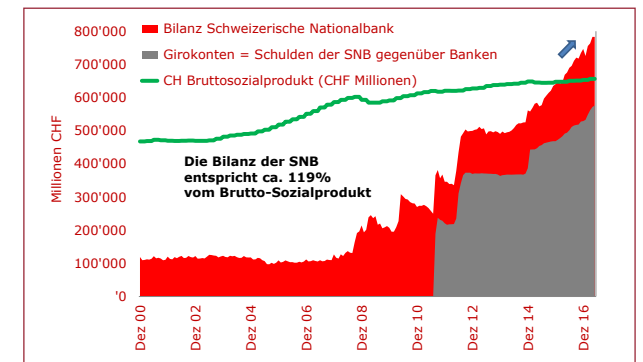


Im Gegensatz zu Physik, Geometrie oder Algebra existieren keine allgemein akzeptierten Formeln die abschliessend bestimmen, **wie die Wirtschaft funktioniert und gemessen wird**. Wirtschaftsexperten streiten sich zum Beispiel, ob die Nachfrage Preise bestimmt oder das Angebot. Steigen Krankenkassenprämien weil Ärzte zu viele Rezepte verschreiben, die Gesundheitsindustrie monopolisiert, oder einfach weil Kranke, oder vermeintliche, zu viel fordern? Ist die Gesetzgebung preistreibend? Sollen staatliche Krankenhäuser Profite abwerfen?

Ein weiteres Beispiel das uns näher liegt: Spitzengeschulte Zentralbanker haben in den letzten Jahren Banken und Börse mit einer nie dagewesenen Geldschwemme unterstützt. Die gehebelten Banken haben sie gerettet, zumindest bis jetzt. **Das Ziel, die Wirtschaft mittels tiefen Zinsen und einer starken Börse aufzumuntern, haben sie nicht erreicht**. Das verfügbare Kapital wird finanz- und nicht wirtschaftsbezogen verwendet. Die Zentralbanker haben auch keine theoretische oder empirische Evidenz gezeigt, dass die angepeilte Inflationsrate

von 2% ideal für ein „gutes“ Wirtschaftswachstum sei. Ganz zu schweigen von der Minus-Zins-Politik. So scheinen auch ihnen die wirtschaftlichen Langzeitkonsequenzen diffus zu sein. Sind wir zu kritisch? In der letzten Marktstrategie stand, dass das N.Y. Büro der Zentralbank fürs US Bruttosozialprodukt vom 1. Quartal 2017 ein Wachstum von 2.7% erwartete (Quartalsvergleich; annualisiert). Sie liegt weit von der offiziellen Regierungsschätzung von 1.2% entfernt, welche vor wenigen Tagen publiziert wurde. Wieso gibt es einen so grossen Unterschied wenn nicht aus der Tatsache, dass es keine allgemein gültigen Berechnungsmodelle gibt?

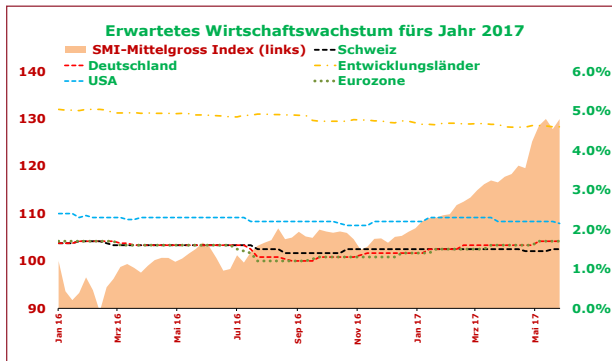
Auch wir Schweizer sind vor Ungewissem nicht gefeit. Die Bilanz unserer Schweizerischen Nationalbank wächst unaufhaltsam, und entspricht 119% des Bruttosozialprodukts. **Den sogenannten „Devisenreserven“ von CHF 782 Milliarden steht in der Bilanz eine kurzfristige Verschuldung (Girokonten der Banken) im Betrag von über CHF 575 Milliarden gegenüber**. Achtung: Bloombergs Datenerhebung der Girokonten beginnt erst im August 2011, sodass die vorhergehende Entwicklung im folgenden Bild fehlt. Es ändert nichts an der Aussage, dass die **SNB eine kühne, kreditfinanzierte Strategie verfolgt**.



Die Langzeit-Konsequenzen, die aus den Bilanzen aller Zentralbanken entstehen werden, sind enorme „Unbekannte“, die – zumindest unseres Erachtens – in einem Anlagedepot nicht einfach ignoriert werden dürfen.

Unser Standpunkt ist gegensätzlich zu dem von vielen Finanzexperten, die aus dem ganzen Dilemma einfach einen Punkt extrahieren: Die Geldschwemme sei gut für Finanzwerte. Die „Unbekannte“, äussern sie, ist per Definition unbekannt.

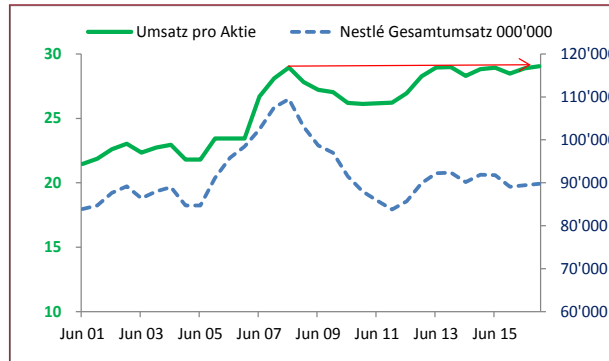
So fokussiert sich zum Beispiel eine Schweizer Grossbank auf das „Bekannte“, und offeriert ihre Produkte auf Grund eines „sehr robusten Wirtschaftswachstums“. Untersuchen wir diese Aussage mittels der nächsten Graphik. Sie zeigt das prognostizierte Wirtschaftswachstum von mehreren Regionen und Ländern fürs Jahr 2017 (rechte Skala). **Die Erwartungen sind sicherlich nicht sehr robust sondern flach bis leicht fallend.** Dieselbe Graphik zeigt die positive Entwicklung des SMI-Mittelgrosse Firmen Index von rund 7% im Jahr 2016 und ca. 22% in den ersten Monaten vom Jahr 2017 (linke Skala).



Die Schweizer Wirtschaft wuchs um ca. 1% im Jahr 2016. Dank der Exportindustrie lag das Firmenumsatzwachstum der Mitglieder des SMI-M Index bei ca. plus 3.6% (Median; Bloomberg Daten). Die ausgewiesenen Gewinne stiegen um rund 10.5%. Diese „Bekannte“ zeigt, dass es grundsätzlich vertretbar war, in Aktien investiert gewesen zu sein.

Wie in der Wirtschaft bedürfen jedoch auch in der Finanzwelt viele „Bekannte“ subjektiver Einschätzung. Wie korrelieren Wirtschafts- und Umsatzwachstum mit Aktienpreisen? Hat eine Aktienbewertung eine Obergrenze, oder darf sie –

wegen „fehlender“ Anlagealternative - abgekoppelt von z.B. der Umsatzentwicklung sein, so wie es in den letzten Jahren bei Nestlé zu beobachten ist? Der Umsatz pro Aktie stieg von Juni 2001 bis Juni 2008 um ca. 35%, und verharrt seit dessen auf diesem Niveau. Über die gesamte Zeitspanne hat sich der Aktienpreis um rund 90% erhöht. Dies vor Dividendenausschüttungen.



Wie eingangs erwähnt, gibt es viele Bewertungsformeln aber keine absolut richtige. Die Tabelle auf Seite 3 zeigt solche Formeln, welche den Aktienpreis mit Umsatz, Cashflow usw. vergleichen. Ohne auf die einzelnen einzugehen, ist ersichtlich, dass der SMI-Mittelgrosse Index in allen fünf Bewertungskriterien überdurchschnittlich teuer bewertet ist, im absoluten sowie relativen Vergleich zu weiteren Märkten.

Den meisten Lesern wird das Kurs/Gewinn Verhältnis bekannt sein. Ist die Aktie X mit 100 an der Börse bewertet, und weist diese einen Gewinn von 5 aus, liegt das KGV bei 20. **Über lange Zeit betrachtet, kann ein KGV von um die 15 als „normal“ betrachtet werden.** Nestlé, um auf das vorherige Beispiel zurückzugreifen, hatte im Jahr 2008 bei einem Aktienpreis von CHF 46.00 ein „normales“ KGV von 16. Heute handelt sie über CHF 80.00 und weist ein KGV von ca. 26 aus (Mittelwert vom deklarierten und erwarteten Gewinn).

In einer weiteren Graphik auf Seite 3 zeigen wir die Mitglieder des SMI-M Index. Von den untersuchten 28 Firmen handeln 3 unter einem KGV von 15.

23 Firmen haben ein KGV von über 20. Selbstverständlich gibt es gute Gründe für Einzelfirmen, eine hohe Bewertung zu haben. **Die Frage ist, ob 23 Firmen eine Ausnahme sind, oder ob der Markt – im Durchschnitt – ungesund hoch bewertet ist.**

Viele Portfolio-Manager beachten die absolute Aktienpreis-Bewertung nur nebenbei. Sie denken entweder produktbezogen oder lediglich relativ: Ist eine Aktie günstig relativ zu einer anderen oder dem Markt. **Anleger in kostengünstige passive Anlagen kümmern sich meist gar nicht um die Bewertung.** Wert-basierte Manager jedoch, die umfassend denken, leiden unter der heutigen Überbewertung, weil es seit Jahren kaum noch günstig bewertete Firmen gibt.

Nicht zum ersten Mal zeigen wir die von Prof. Shiller errechnete KGV Bewertung für den US Markt, welche eine Wertblase aufzeigt.



John Hussman, ein Spezialist für Marktbewertungen und Langzeit-Prognosen, kommt zum Schluss, dass das erwartete durchschnittliche US Aktienmarktwachstum für die nächsten 10-12 Jahre bei rund 0.6% p.a. liegen dürfte. Dies gekoppelt mit zunehmender Volatilität.

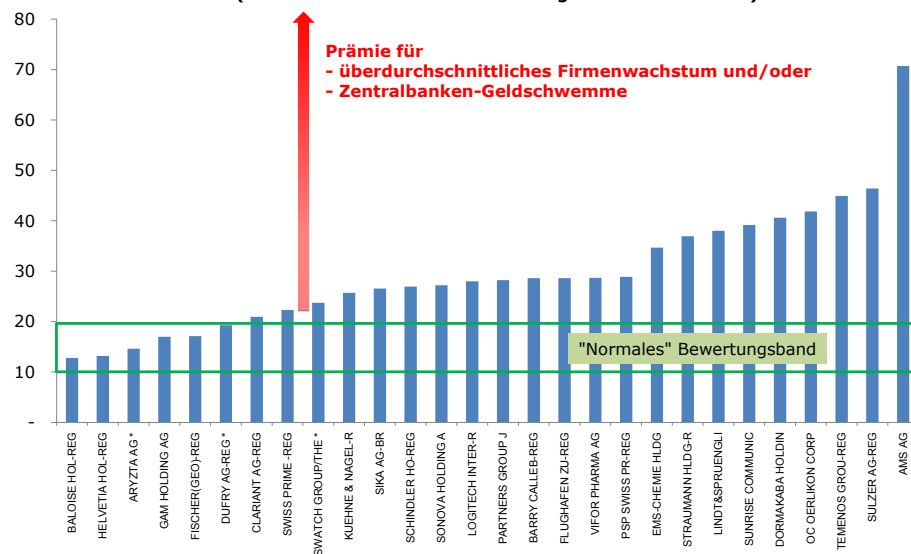
Anstatt heute auf einem teuer bewerteten Niveau auf die Geldschwemme zu setzen, ziehen wir vor, **einen Teil der tief-korrelierenden alternativen Anlagen in den Kundenportfolios erst während einer relevanten Korrektur wieder in traditionelle Anlagen umzuschichten.**

	P/Sales	P/Cash-Flow	P/Earnings	P/Book	Gross DYield	Ranking relative to Median
Brazil	1.15	5.92	16.93	1.53	3.11	5
Taiwan	1.00	6.51	15.55	1.66	3.66	5
Korea	0.63	5.33	16.23	1.04	1.54	4
Eurozone	1.12	6.83	22.92	1.66	3.03	4
Global EM	1.33	6.97	15.26	1.64	2.41	4
Germany	0.95	7.91	19.77	1.78	2.67	4
Japan	0.80	10.65	16.36	1.28	1.99	4
Vietnam	0.60	#N/A	N/A	11.28	1.00	4
China MSCI	1.63	5.97	15.39	1.76	1.98	3
Eurozone	0.72	155.85	1.73	5.15	2.29	3
Switzerland SPI	1.96	13.46	17.54	2.15	3.07	2
Mexico	1.48	10.92	21.10	2.69	2.06	1
UK FTSE 250	1.32	11.73	29.11	2.28	3.16	1
USA Russell 2000	1.23	13.21	43.80	2.24	1.48	1
Philippines	2.58	12.82	21.44	2.45	1.66	0
USA S&P 500	2.06	13.07	21.22	3.06	1.99	0
Switzerland SMI-M	1.52	14.55	21.07	2.10	2.25	0
USA Nasdaq	3.29	14.96	25.96	4.80	1.13	0
India	2.56	16.91	22.38	2.90	1.25	0
Median	1.32	11.33	19.77	2.10	2.25	3.0
Average	1.47	18.53	19.74	2.27	2.30	

green shading: better than Median
sorted by ranking and P/CFL

Source Bloomberg; trailing Data
22. Mai 17

Kursgewinn Verhältnis der Firmen im SMI-Mittelgross Index
(Mittelwert: Historisch & Erwartung nächste 12 Monate)



Lenox Capital AG
Löwenstrasse 11, CH-8001 Zürich.
T +41 44 210 25 55
markus.bamert@lenox-cap.ch

Die geäusserten Meinungen in diesem von Lenox Capital AG verfassten Bericht basieren auf Quellen und Informationen, die wir als zuverlässig erachten. Lenox Capital AG kann jedoch keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen geben. Des weitern kann sich die Interpretation und Meinung der Lenox Capital AG jederzeit an neue Marktgegebenheiten anpassen. Der Leser dieses Berichts ist eigenverantwortlich für seine Anlageentscheide und Aktivitäten.