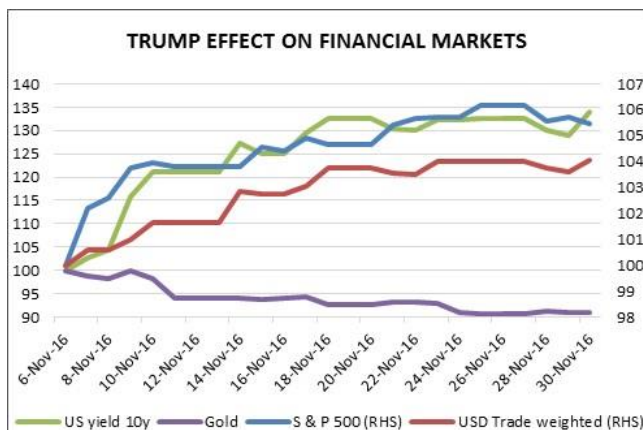


Märkte und Anlagepolitik Erstes Quartal 2017

Auf das ausgehende Anlagejahr 2016 dürfte wohl am besten das geflügelte Wort von Oscar Wilde „**Expect the unexpected**“ zutreffen. Die beiden prominentesten Ereignisse – der positive Entscheid zum Brexit und die kürzlich erfolgte Wahl von Donald Trump zum nächsten Präsidenten der USA – haben einiges gemeinsam. Die **Prognosen erwiesen sich als wertlos**, die Entscheidungen fielen doch relativ klar aus und der Nährboden der unerwarteten Abstimmungs- und Wahlresultate war im Wesentlichen eine **allgemeine Unzufriedenheit**. Dass die Demokratie einer ihrer uralten Grundfunktionen, die Kontrolle, noch wahrzunehmen vermag ist positiv zu werten; dass dabei aber **populistisch angehauchte Kräfte ohne klares Programm an die Macht** kommen, stimmt etwas nachdenklich.

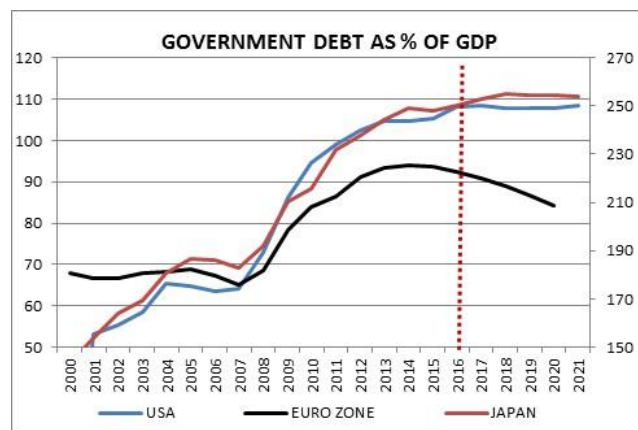
Umso erstaunlicher – und auch dies eine weitere Parallele – dass die **Finanzmärkte** nach anfänglicher Verunsicherung **insgesamt positiv auf die Ergebnisse reagierten**. Vor allem die Aktienmärkte scheinen der neugewonnenen Unsicherheiten nicht abgeneigt. Ein Erklärungsansatz könnte die Hoffnung auf ein **Ablösen der zunehmend wirkungslosen Geldpolitik** durch eine Konjunktur **stimulierende Fiskalpolitik** liefern. Zumindest in den USA dürfte die Ära Trump mit einem konjunktur- und steuerpolitischen Feuerwerk beginnen. Demensprechend stark reagierten denn auch die Zinsen auf Trumps Wahlsieg.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Details sind allerdings noch ausstehend. Und selbst in Europa ist schon seit längerem **eine Abkehr von Austeritätsprogrammen bzw. eine Hinwendung zu Konjunkturprogrammen** feststellbar. Dies ist unseres Erachtens zu begrüßen, darf sich aber nicht (nur) in staatlichen Förderprogrammen erschöpfen, sondern muss – um nachhaltig zu wirken – eine echte angebotsseitig stimulierende Wirtschaftspolitik sein, **die auch bei Steuern und Regulierung ansetzt**.

Diesem doch eher positiv stimmenden Trend, welcher die Aktienmärkte in den letzten Tagen folgten, stehen allerdings die **weiterhin angespannten Budget- und Verschuldungssituationen** in vielen wichtigen Staaten und **protektionistische Bestrebungen** („US first“, Brexit, gefährdete Freihandelszonen und -abkommen, etc.) gegenüber.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Diesen Entwicklungen, welche jahrzehntelang aufgebaute Errungenschaften in Frage stellen, **scheinen die Finanzmärkte aktuell erstaunlich wenig Beachtung zu schenken**. War dies nur Wahl-/Abstimmungspropaganda? Oder führen die neuen politischen Kräfte und Realitäten zu **mehr Abschottung, zum Abbau der Globalisierung**? Wir wissen es heute nicht, aber die globale Ordnung wurde kräftig durchgeschüttelt. Die Anleger sind gut beraten, diese **wachstumsschwächenden Tendenzen** im Auge zu behalten. Sie dürften im kommenden Jahr die zurzeit vorherrschende Euphorie wohl etwas dämpfen.

Vor diesem Hintergrund und unter Berücksichtigung der im nächsten Jahr anstehenden politischen Entscheidungen in Europa (Wahlen in Frankreich, Deutschland und Italien) **gleich das Erstellen einer Prognose fürs 2017 doch eher einem Blindflug**. Oder ist es wohl wie 2016 angebracht, die politischen Risiken einfach zu ignorieren, weil deren Auswirkungen sowieso erst mittelfristig, wenn überhaupt, sichtbar werden?

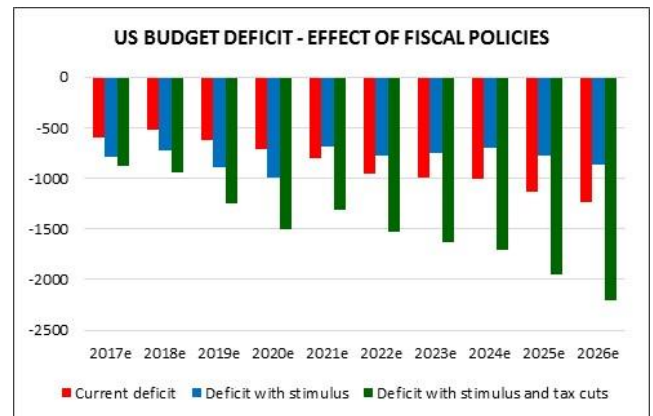
Wir glauben tatsächlich, dass das **langsame Mahlen der politischen Mühlen den Finanzmärkten zu Gute kommt**. Die Entwicklung der globalen Wirtschaft dürfte auch im kommenden Jahr ohne grosse Dynamik erfolgen. Für eine Beschleunigung **fehlen vor allem Wachstumsimpulse aus den asiatischen Märkten**. Basiseffekte wie z.B. in den USA im ersten Quartal, aber auch die von höheren Energiepreisen getriebenen Inflationserwartungen werden das Bild prägen. Inwieweit sich die höheren Energiepreise auf die Löhne niederschlagen ist kritisch zu beobachten, da das **Lostreten einer Lohnspirale** zu klar höheren, ja gar **überschiessenden Zinsen** und einem **Konjunkturabbruch** führen könnte.



Quelle: Bloomberg, Santro Invest

Das **von Donald Trump in Aussicht gestellte Konjunkturprogramm** könnte sich als wichtige Stellschraube erweisen. Es wird von Investitionen von USD 1'000 Mrd. gemunkelt. Dabei soll Geld vor allem in **Infrastruktur** fließen. Zudem wird von **einer massiven Senkung des Grenzsteuersatzes** gesprochen. Wir haben auf der Basis von Budgetzahlen des US Kongress einfache Berechnungen angestellt um Effekte auf das Wachstum aber auch auf die Verschuldungssituation zu eruieren. Das Resultat: nicht unerwartet könnte das Investitionsprogramm **das nominale Wachstum in den USA kurzfristig um bis zu 150 Basispunkte erhö-**

hen. Der Multiplikator Effekt bei Infrastruktur-Ausgaben ist allerdings klein, insbesondere in den USA, wo die Infrastruktur zwar in einem schlechten Zustand, aber für die Wirtschaftsentwicklung nicht der Engpass ist. Nach dem Programm dürfte sich dann **maximal Trendwachstum einstellen**. Für die dringend notwendigen **privaten Investitionen dürften Steuererleichterungen entscheidender** sein. Tiefere Steuern könnten das **Wachstum um weitere +0.2% bis +0.3% beflügeln**, mit mehr Nachhaltigkeit. Die Krux: währendem ein Stimulierungsprogramm die Budgetsituation der USA übers höhere Wachstum sogar verbessern könnte, führte **eine Steuersenkung trotz höherem Wachstum zu einer massiven Eintrübung der Staatsfinanzen**.



Quelle: Congressional Budget Office, Santro Invest

Wir starten mit einem **Wirtschaftsszenario von weiterhin tiefen Zinsen, gehaltenem, schwachem Wachstum und leicht höherer Inflation** ins neue Anlagejahr. Der Verschuldungssituation und **den Veränderungen auf geopolitischer Ebene** dürften 2017 wieder mehr Aufmerksamkeit erwachsen.

Unsere Asset Allokation richten wir **nach einer starken Outperformance des zyklischen Elements** wieder etwas **defensiver** aus und werden auf Korrekturen für die **Erhöhung der Aktienquote** nutzen. Die Zinssensitivität halten wir hoch, da sich das allgemeine Zinsniveau noch etwas nach oben bewegen und der Stimungswechsel bei den Finanztiteln anhalten könnte. **Konsequenterweise bleiben wir bei den Obligationen und den Immobilienanlagen vorsichtig**, sehen bei einer weiteren Korrektur aber punktuell Investitionsmöglichkeiten.