

Anlagestrategie November 2017

Mario Draghi und ein synchroner Aufschwung der globalen Wirtschaft lässt die Aktienmärkte jubeln. Sorgen und ungelöste geopolitische Probleme prallen ab. Alles in Ordnung?

Makroökonomisches Umfeld Aufschwung bei tiefer Inflation

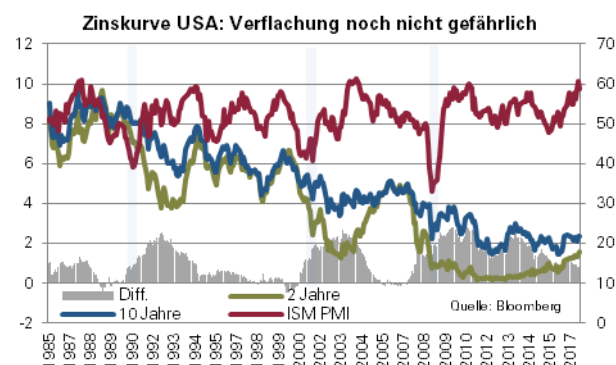
Die globalen Einkaufsmanagerindizes (PMI) notieren auf hohen Niveaus und zeigen fortgesetztes Wachstum an. Dabei sind die entwickelten Länder gegenüber den Schwellenländern immer noch leicht im Vorteil. Positiv ist, dass das Wachstum bisher ohne merkliche Konsequenzen auf die Inflation vorstättengeht. Die Bezeichnung „**Goldilocks-Szenario**“ scheint das gegenwärtige Umfeld treffend zu beschreiben. *Alles in Ordnung?* Vorerst schon, denn der Aufschwung könnte sich sogar noch beschleunigen angesichts der im Vergleich zu früheren Perioden unterdurchschnittlichen Erholung und unter der Annahme, dass die Notenbanken wohl nur sehr vorsichtig an der Zinsschraube drehen und die Märkte sorgfältig auf Änderungen vorbereiten werden.

Aus Sicht der **geopolitischen Risiken** geht die grösste Unsicherheit derzeit von der geplanten Steuerreform in den USA aus, da a) die effektiven Auswirkungen auf die Steuerzahler und das Staatsdefizit sowie b) die benötigte Mehrheit im Senat momentan unklar sind. Zudem drängt die Zeit für einen Entscheid und am 8.12. droht wieder einmal ein „Government Shutdown“. Finanzminister Mnuchin hat vorsorglich damit gedroht, dass die Aktienmärkte ein Nein mit einem Taucher quittieren werden. JP Morgan hingegen rechnet vor, dass eine Annahme zu zusätzlichen 200 Punkten im S&P500 führen kann.

Die EZB hat im Nachgang zu ihrer Oktobersitzung bestätigt, dass das Zurückfahren der äusserst expansiven **Geldpolitik** der Notenbanken in nur kleinen Schritten erfolgen wird und in Abhängigkeit der Datenlage („data dependent“). Die sehr gemässigten Äusserungen von Mario Draghi führten wie so oft in der jüngeren Vergangenheit zu Wertsteigerungen an den Aktienmärkten. Ein weiterer Zinsschritt der US-Fed im Dezember ist praktisch sicher und die Märkte preisen derzeit drei weitere für 2018 ein. Die Wirtschaft dürfte mit dem anvisierten Tempo der Steigerung umgehen können. Mit dem neu bestimmten US-Fed Vorsitzenden Powell zeigt sich Trump gewohnt unkonventionell, da der Gewählte kein Ökonom ist, setzt dabei aber auf Kontinuität, da dieser als langjähriges Mitglied des Fed-Gremiums fungiert. Trump muss neben dem Vorsitz noch bis zu vier weitere Mitglieder

bestimmen. Welche Dynamik dieses neue Gremium hinsichtlich der Geldpolitik und der auf Deregulierung abzielenden Politik Trumps entwickelt, muss sich zeigen.

Die **Zinsstrukturkurve** in den USA hat sich trotz der erfreulichen wirtschaftlichen Entwicklung erneut leicht verflacht. Sehr flache oder inverse Zinsstrukturkurven waren in der Vergangenheit ein sehr guter Indikator für eine sich abschwächende Konjunktur bzw. Rezession. Die Differenz zwischen den lang- und kurzfristigen Zinsen bietet noch einen gewissen Spielraum für eine weitere Verflachung und stellt deshalb keine unmittelbare Gefahr für die Märkte dar.



Diese Entwicklung wird aber kontrovers diskutiert und es gibt namhafte Stimmen, die die Güte der wirtschaftlichen Entwicklung gerade in den USA hinterfragen. Interessant war auch eine Äusserung des US-Schatzamt, die durchschnittliche Laufzeit der ausstehenden Verschuldung reduzieren zu wollen, um einen zu starken Anstieg am langen Ende der Zinskurve zu vermeiden. Die Massnahme würde einerseits negative Auswirkungen durch steigende Langfristzinsen zum Beispiel auf den Häusermarkt dämpfen und kann andererseits die US-Fed beim Abbau ihrer Bilanz unterstützen. Dies spräche für eine anhaltend flache Zinskurve.

In Europa hat der deutsche Sachverständigenrat festgehalten, dass die deutsche Wirtschaft derzeit über dem Potential wächst und die Verbraucherpreise in der Folge ansteigen.

Alles in Ordnung? Die Geldpolitik als ein wesentlicher Treiber der Börsenhäuser ist nicht verschwunden; die Reaktion auf den EZB-Entscheid hat es gezeigt. Der Einfluss wird sich in nächster Zeit ohne Zweifel verändern. Die Gefahr besteht, dass die Notenbanken aus Angst, den Aufschwung abzuwürgen, zu lange

mit geldpolitischen Massnahmen warten und eine Überhitzung mit ansteigender Inflation zulassen werden. Die Entwicklung der Inflation und der Zinsstrukturkurven als wichtige Indikatoren verfolgen wir genau.

Aktienmärkte Teflonmärkte?

Wie erwähnt hat die EZB den Aktien im Oktober zu einem erneuten Kurssprung verholfen. Bis zum Zeitpunkt der Entscheidung entwickelte sich das Gros der Märkte seitwärts. Hinzu kamen die beschriebene positive Konjunktur und gerade in den USA eine auf Basis von vergleichsweise wenig ambitionierten Erwartungen positive Berichtssaison für das dritte Quartal. Die Aktienmärkte haben bei der Einschätzung der konjunkturellen Entwicklung gegenüber den eher pessimistischen Obligationenmärkten für den Moment Recht bekommen. Die Gewinnentwicklung der Unternehmen steht derzeit insgesamt auf soliden Beinen und wird durch die Konjunktur gestützt. Dies hilft die Bewertungen etwas zu verbessern. Der japanische Markt erfreut sich immer grösserer Beliebtheit. Dazu trägt das Überwinden einer Seitwärtsbewegung, die 2015 einsetzte, bei. Vor allem für ausländische Investoren ist interessant, dass sich eine positive Änderung in der Aktienkultur bemerkbar macht.

Alles in Ordnung? Im letzten Monat haben wir auf eine Reihe von Auffälligkeiten und Risikofaktoren hingewiesen. Die Aktienmärkte scheinen die negativen Faktoren zu negieren, was sich in einem starken Trend und einer rekordtiefen Schwankungsbreite (Volatilität) ausdrückt. Die Märkte sind an einem Punkt angelangt, wo es sogar zu einem finalen „melt-up“ kommen kann, ähnlich wie in der Phase 1997 bis 1999, die von stark steigenden Kursen bei steigender Volatilität gekennzeichnet war. Traditionelle Bewertungskriterien spielten in dieser Zeit überhaupt keine Rolle. Die IPO-Tätigkeit heizt sich übrigens auch wieder auf. Dieser Tage wurde China Literature in Hong Kong an die Börse gebracht. 6.25-fache Überzeichnung und ein Kurssprung von knapp 100% am ersten Tag! Wir bleiben beim Motto „Vorwärts, aber mit Vorsicht“ und beobachten die verschiedenen Faktoren, die uns zur Vorsicht mahnen, weiter eng.

Obligationen Diversifikation und Flexibilität

An unserer neutralen Ausrichtung bei den Obligationen, wobei wir Unternehmensanleihen den

Staatsanleihen weiter vorziehen, ändern wir nichts. Im laufenden Jahr haben sich Diversifikation und Flexibilität ausbezahlt. Trotz der geringen Spreads bieten diese immer noch einen gewissen Puffer im Gegensatz zu den Staatsanleihen. Für nächstes Jahr rechnen wir mit einer Performance, die dem laufenden Zins entspricht, zuzüglich kleinere Wertsteigerungen bei den Preisen. Sogenannte High-Yield-Anleihen gewichten wir aktuell eher tief.

Rohstoffe, Währungen und Gold Rohstoffe auf Multi-Dekaden-Tiefständen gegenüber Aktien

Rohstoffe haben relativ zu Aktien deutlich an Wert verloren. Zyklische Bewegungen spielen dabei eine nicht unwichtige Rolle. Eine effizientere Nutzung von Rohstoffen bzw. Alternative Energien sind Faktoren, die zu einem Preisverfall auch aus der Betrachtung einer absoluten Preisveränderung geführt haben. Uns erscheint das gegenwärtige Preisniveau bei den Rohstoffen als übertrieben tief, was uns zum Aufbau einer Position in dieser Anlageklasse motiviert.



Der USD hat im vergangenen Monat seine Stärke fortgesetzt und tendiert seit Ende Oktober seitwärts gegenüber dem EUR und CHF.

Gold hat sich im Oktober zum USD etwas abgeschwächt, zum EUR seitwärts bewegt und zum CHF leicht verbessert.

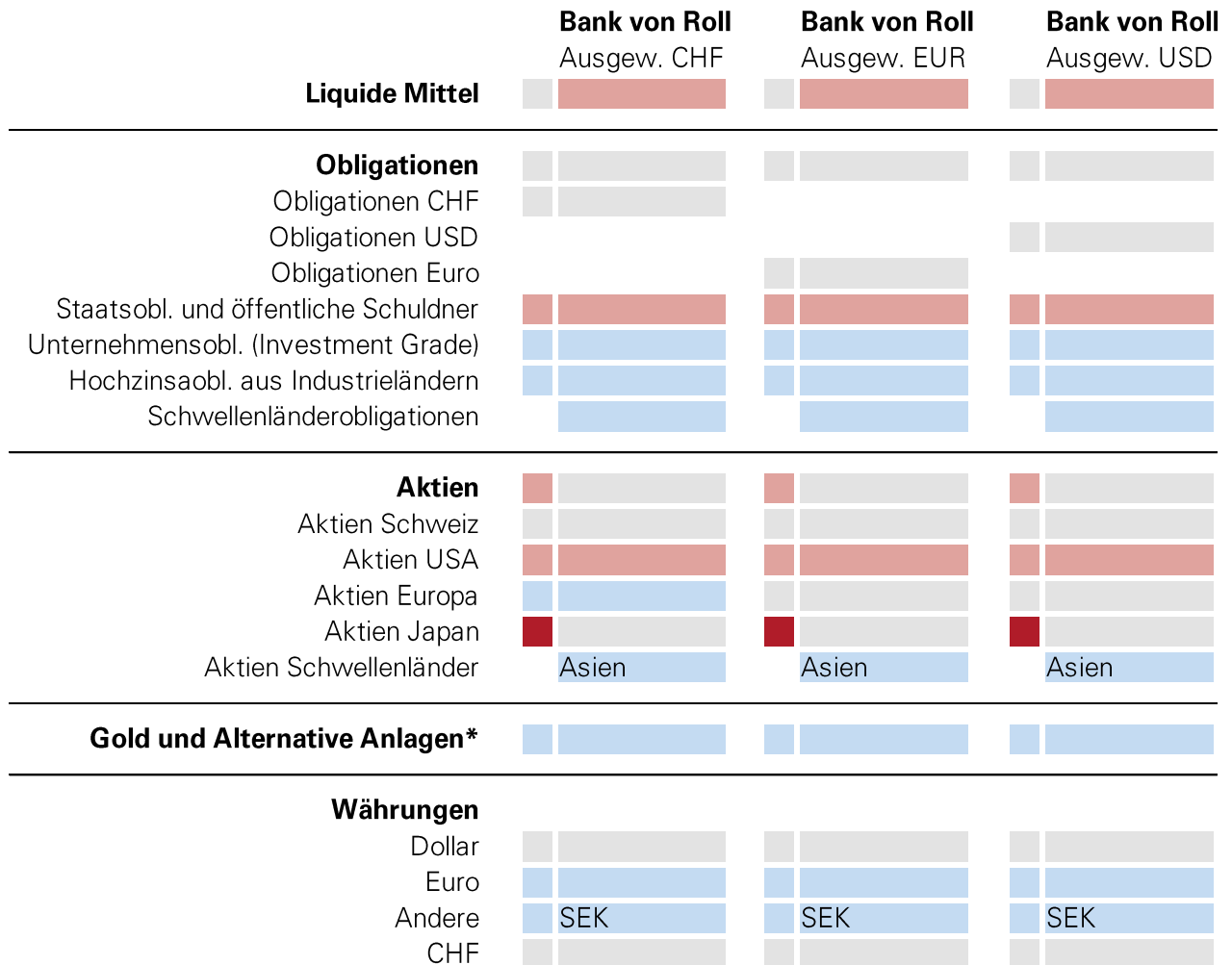
Quintessenz

Saisonale Aspekte sprechen aktuell für Aktien. Die Steuerreform in den USA ist der nächste Auslöser, der den Markt in die eine oder andere Richtung bewegen kann. Bis jetzt zogen die Marktkräfte praktisch nur in eine Richtung, nach oben. *Alles in Ordnung?* Vorläufig wohl ja. Nach den starken Kursfortschritten, rekordtiefen Kursschwankungen und angesichts geopolitischer Risiken sowie einer sich ändernden Geldpolitik der Notenbanken kann eine etwas vorsichtigere Verteilung der Vermögenswerte (Asset Allokation) aber nicht schaden.

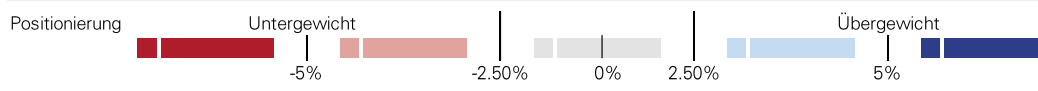
Asset Allokation (mit Veränderung gegenüber Vormonat)

Aktienquote = neutral

Kleines Quadrat = Stand Vormonat; Grosser Balken = Soll Positionierung



Basis: Ausgewogenes Portfolio für einen Frankeninvestor



keine taktische und strategische Position

*) Enthält Gold, Rohstoffe, Immobilien, Hedge Funds, Private Equity usw.

Die Informationen und Meinungen in dieser Veröffentlichung dienen ausschliesslich zu allgemeinen Informationszwecken und sollten nicht als Basis für Anlageentscheidungen ohne vorherige Rücksprache mit Bank von Roll AG zwecks genauerer oder zeitnäherer Information benutzt werden. Insbesondere werden Marktdaten in approximativer und/oder vereinfachter Form präsentiert und können im Zeitverlauf ändern. Die Kurse und Werte der beschriebenen Investitionen können schwanken, steigen oder fallen. Dies ist weder ein Angebot noch eine Aufforderung seitens oder im Auftrag der Bank von Roll AG zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder ähnlichen Finanzinstrumenten. Die Informationen stammen aus oder basieren auf Quellen, die die Bank von Roll AG als zuverlässig erachtet. Dennoch kann keine Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen geleistet werden. Die Bank von Roll AG lehnt jede rechtliche Haftung für Verluste, die aus der Verwendung dieses Berichts resultieren, ab. Die bisherige Performance ist kein Indikator für die zukünftige Entwicklung einer Anlage. Die kommerzielle Verwendung oder Distribution dieses Dokumentes ist nicht erlaubt.