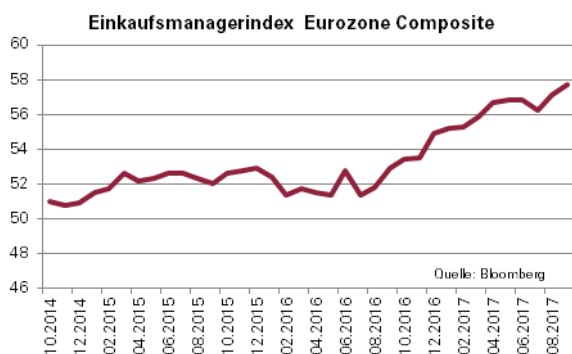


# Anlagestrategie Oktober 2017

Die Konjunktur befindet sich in einem synchronen globalen Aufschwung. Verschiedene Faktoren mahnen uns zur Vorsicht und einer leichten Untergewichtung der Aktienallokation.

## Makroökonomisches Umfeld Synchroner Aufschwung

Das Wachstum in Europa erreicht im September den höchsten Wert seit 6 ½ Jahren und die Chancen stehen gut, sogar das stärkste Wachstum seit 10 Jahren zu verzeichnen. Die globalen Einkaufsmanagerindizes (PMI) verharren auf hohen Niveaus, einzig diejenigen der Schwellenländer haben noch Aufholpotential. Der synchrone globale Aufschwung ist erfreulich und zeigt einen soliden Abstand zu einem Rezessionsszenario an. Der positive Trend bei der Entwicklung der Unternehmensgewinne (12-Monats rollende EPS) hielt weiter an.



Zuletzt ist es um **die geopolitischen Risiken** etwas ruhiger geworden. Zu einer Lösung kam es aber nicht. Trumps Unberechenbarkeit, Nord-Korea, der Nahe und. Mittlere Osten, Venezuela sowie Europas Politik (Spanien, Regierungsbildung Deutschland, Wahlen Italien) bleiben bestehen. Die Märkte scheinen diese Risiken momentan auszublenden.

Es zeichnet sich ab, dass die **Notenbanken** ihre Geldpolitik nicht noch expansiver gestalten werden. Die US-Fed wird voraussichtlich im Dezember einen weiteren Zinsschritt vornehmen. Der Ton der EZB dürfte an der Oktober-Sitzung (26.10.2017) etwas schärfer werden. Einerseits sehen sich die Notenbanken angesichts tiefer Inflationsraten und ungenügender Kapazitätsauslastungen zu keiner Hektik veranlasst. Andererseits besitzen sie wegen der Tiefstzinsen nur wenig „trockenes Pulver“ und könnten deshalb die Zinsen doch schneller erhöhen, als von den Märkten derzeit antizipiert. Auf jeden Fall befinden wir uns in der Bodenbildung der Zinsen nach

einer 30-jährigen Phase von Zinssatzreduktionen mit nur kurzen Unterbrechungen. Anleger werden sich dem stellen müssen.

Letzten Monat haben wir auf eine divergierende Einschätzung der Konjunktur durch die Aktien- und die Obligationenmärkte hingewiesen. Die Marktentwicklung hat zumindest vorerst den Aktienmärkten Recht gegeben und die Obligationenzinsen leicht ansteigen lassen. Die Zinsstrukturkurven haben wieder leicht an Steilheit gewonnen, was positiv zu werten ist.

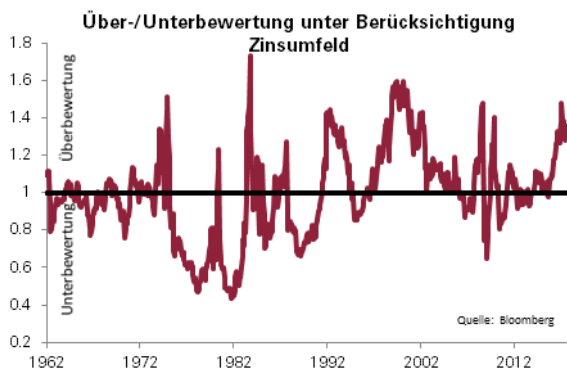
## Aktienmärkte Zu grosse Unbekümmertheit?

Der September war ein positiver Monat für Aktien. Die guten Konjunkturdaten lieferten den Impuls, der viele Indizes ihre früher im Jahr erklommenen Höchststände erreichen liess. Den europäischen Aktien kam der wieder etwas schwächere EUR entgegen. Vieles deutet aber darauf hin, dass Retailanleger den positiven Trend je länger je mehr verstärken. US-Haushalte sind Aktienanlagen so positiv gegenüber eingestellt wie etwa kurz vor der Finanzkrise (laut Ergebnissen regelmässiger Umfragen der University of Michigan).



Hingegen entwickeln sich in den USA die Aktienrückkäufe der Unternehmen derzeit negativ und Indikatoren zur Marktaktivität von Hedge Funds und anderen professionellen Anlegern tendieren seitwärts. Optimisten halten dem entgegen, dass wir von einer Euphorie weit entfernt sind. Von der grossen Unbekümmertheit vieler Anleger scheint uns aber das gleiche Gefahrenpotential auszugehen. Negative Nachrichten werden ignoriert und die **Volatilitäten**

bewegen sich **auf Rekordtiefs**. Die hohen Bewertungen werden oft durch das tiefe Zinsniveau gerechtfertigt, was auf den ersten Blick zutreffen mag. Trotzdem empfinden wir die Bewertungen selbst unter Berücksichtigung dieses Faktors als zu teuer – gerade an den Leitbörsen in den USA. Anhand historischer Daten haben wir für den S&P 500 ein „faireres“ Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) unter Berücksichtigung der herrschenden Realzinsen (10-jährige Treasuries abzüglich Inflation) berechnet und das gegenwärtige KGV dagegen gesetzt.



Dies deutet auf eine **Überbewertung** selbst unter Berücksichtigung des Tiefzinsumfeldes hin. Trotzdem kann die „Börsenparty“ noch eine Weile weitergehen.

Wir folgen dem Motto **„Vorwärts, aber mit Vorsicht“** und belassen deshalb die **leichte Untergewichtung in unserer Aktienallokation**. Der Schutz des Kapitals hat für uns Vorrang und wir gewichten die Risiken einer Marktkorrektur angesichts der hohen Bewertungen und dem Politikwechsel bei den Notenbank sowie der vielfältigen, ungelösten geopolitischen Probleme höher ein. Die erfreulichen Konjunkturdaten sind unseres Erachtens bereits zu einem grossen Teil in den Kursen eingepreist. Von einer vollständigen Marktastinenz ist dennoch abzuraten. Allfällige Kursfortschritte werden wir unter Beurteilung der jeweiligen Marktlage zur weiteren Reduktion der Aktienallokation nutzen.

### **Obligationen Diversifikation und Flexibilität**

Die von uns beobachteten Indikatoren zeigen uns derzeit eine neutrale Einstellung gegenüber Obligationen, wobei wir Unternehmensanleihen den Staatsanleihen weiter vorziehen. Diversifikation und Flexibilität stehen für uns in dieser Anlageklasse im Vordergrund, weshalb wir in erhöhtem Masse in Lösungen mit einem breiten Spektrum von

Anlagemöglichkeiten investieren. Die Risikoprämien (Spreads) haben sich stark eingeeengt. Bei High Yield Anlagen sind wir vorsichtig. Wir sprechen mit verschiedenen Spezialisten, die von Verwerfungen in diesem Markt ausgehen. Die Duration halten wir unter derjenigen des breiten Marktes; ein Problem, das sich bei indexierten Anlagen je länger je mehr akzentuiert.

### **Gold und Währungen Gold: Diversifikation und Portfolioschutz**

Wir sind von physischen Gold-Beständen ergänzt durch Goldminenaktien mit Blick auf die vielfältigen Unwägbarkeiten und das Risiko von Politikfehlern bei den Notenbanken überzeugt. Eine Allokation im Bereich von 10% erscheint uns angemessen. Der Rücksetzer gegen Ende September kann vor dem Hintergrund der chinesischen „Golden week“ und Spekulationen über Zinserhöhungen gesehen werden. Wir erachten dies als eine temporäre Schwäche und gehen von einem neuen positiven Zyklus beim gelben Metall aus.

Die Schwäche des USD scheint für den Moment abgeschlossen zu sein. Da wir derzeit eine neutrale Allokation zum USD halten und eine mögliche Schwankungsbreite im Bereich von 1.15 bis 1.23 gegenüber dem EUR bzw. 0.95 bis 0.98 gegenüber dem CHF erwarten, sehen wir aktuell keinen unmittelbaren Handlungsbedarf. Die Wahlen in Deutschland und das Hick-Hack um die Unabhängigkeit Kataloniens haben dem EUR etwas zugesetzt, die sehr positive wirtschaftliche Entwicklung in der Eurozone stützt hingegen den EUR.

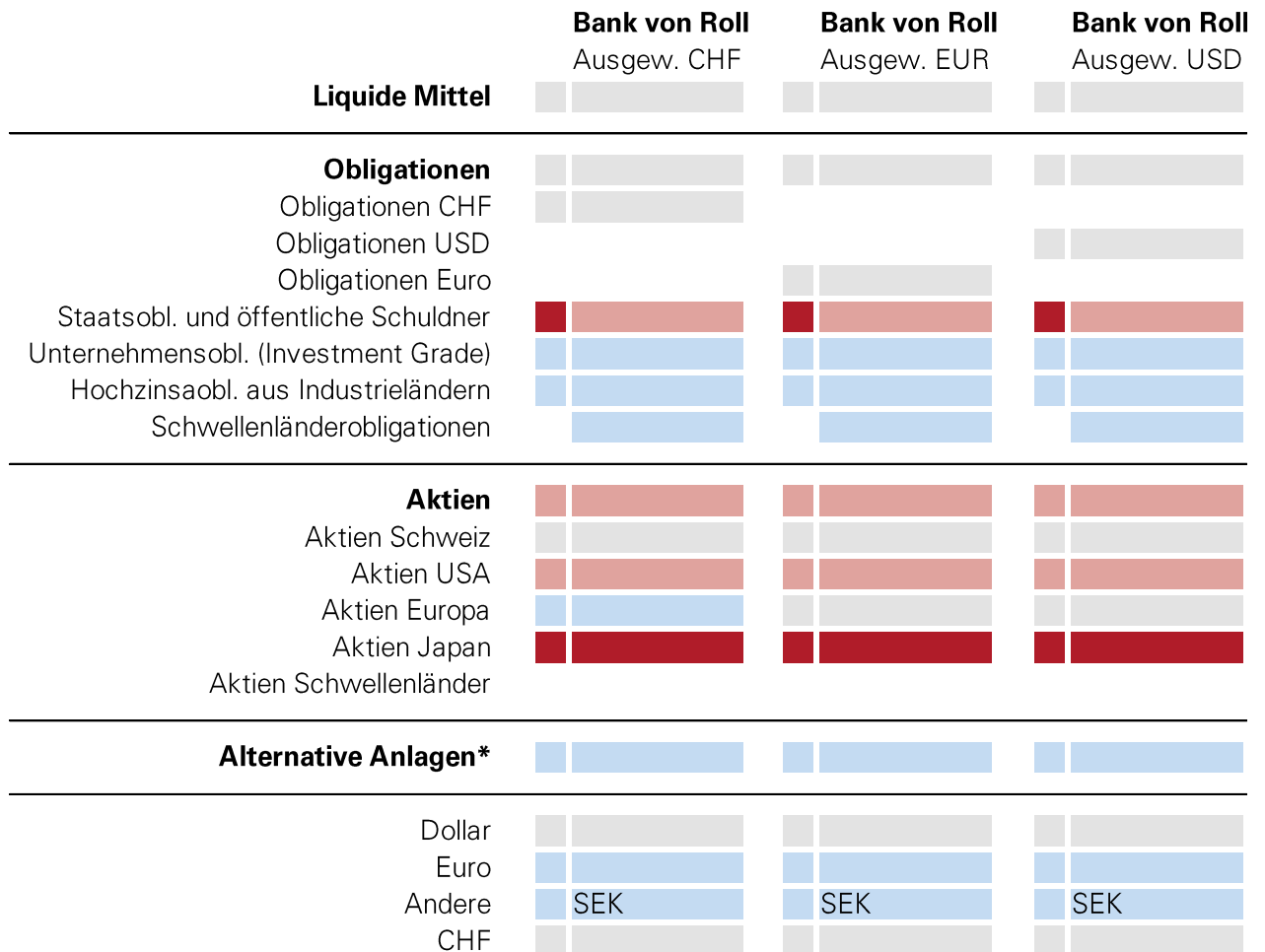
### **Ausblick**

Trotz der letzten Kursfortschritte an den Aktienmärkten gehen wir nach wie vor von einer „Patt-Situation“ mit sich gegenseitig neutralisierenden Kräften aus: einerseits positive konjunkturelle Dynamik und fehlende Euphorie und andererseits Event-Risiken aus der Geopolitik, hohe Bewertungen sowie einer steigenden Unbekümmertheit der Marktteilnehmer. Die Zugkräfte werden die Märkte im Zeitverlauf in die eine oder andere Richtung bewegen. Weder sind wir derzeit überzeugte Käufer von Aktien, noch verabschieden wir uns vollständig von den Märkten. Bei der Selektion von Aktien achten wir auf Qualität, während wir bei den Anleihen Diversifikation und Flexibilität suchen. Gold ist und bleibt für uns angesichts der zinsgetriebenen Hausse verschiedener Anlageklassen (Aktien, Obligationen, Immobilien) – manche sprechen von der „Everything-Bubble“ – ein zentraler Baustein in unserer Asset Allokation.

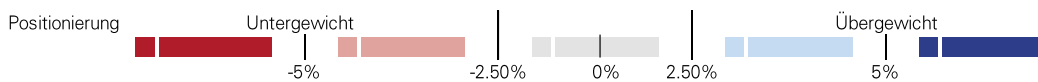
## Asset Allokation (mit Veränderung gegenüber Vormonat)

### Aktienquote = leicht untergewichten

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.