

Anlagestrategie Dezember 2017

Das globale Wirtschaftswachstum dürfte sich im 2018 nochmals beschleunigen. Die Notenbanken werden einen Regimewechsel an den Finanz- und Kapitalmärkten einleiten.

Makroökonomisches Umfeld

Ausblick 2018: Aufschwung gewinnt an Fahrt

Wir gehen davon aus, dass sich die globale Wirtschaft 2018 stärker entwickeln wird als 2017. Verschiedene Frühindikatoren, unter anderem auch die Einkaufsmanagerindizes (PMI), sind nochmals leicht gestiegen. Selbstverstärkende Effekte (zum Beispiel über anziehende Investitionsausgaben) sollten zu mehr Dynamik führen und die Wirtschaft scheint nun robust genug, kleinere Unfälle oder Schocks verkraften zu können. Die Inflation dürfte in den USA leicht anziehen, während in Europa oder der Schweiz keine nennenswert steigende Preise zu beobachten sein werden. Wohl am Anfang eines neuen Konjunkturzyklus befinden sich die Länder Asiens, u.a. China oder Indien. Global gehen wir von einer Wachstumsrate im Bereich von 4% aus, wobei die Schwellenländer etwa 5% und die Industrieländer etwa 2.4% wachsen. Die Eurozone und die USA dürften sich vergleichbar entwickeln (rund 2.3%), wobei Deutschland innerhalb der EU die Lokomotive bleibt (2.7%). Auch der Schweiz attestieren wir ein stärkeres Wachstum von etwa 2.2% nach einer eher mageren Entwicklung im Jahr 2017 mit einem Wachstum von voraussichtlich 0.8%. Trotz der Beschleunigung hinkt das globale Wachstum weiter den Wachstumsraten von vor der Finanzkrise hinterher.

Angesichts der tiefen Inflationserwartungen dürften die Zinsen vorerst nur in den USA nennenswert ansteigen. Wir rechnen für 2018 mit drei zusätzlichen Zinserhöhungen der US-Fed, was den Leitzins dort in den Bereich von 2%-2.25% bringen würde. Für Europa erwarten wir aktuell keine nennenswerten Zinssatzerhöhungen. Traditionell hinken die europäischen den US-Märkten hinterher. Zudem lassen die vergleichsweise hohen Arbeitslosenzahlen sowie die noch nicht ausgereizte Kapazitätsauslastung Raum für weiteres Wachstum ohne Kostendruck offen. Auch Deutschland wird damit gut leben können, obschon die wirtschaftliche Entwicklung dort höhere Zinsen durchaus rechtfertigt. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) wird erst reagieren, wenn sich Anzeichen eines Kurswechsels bei der Europäischen Zentralbank (EZB) manifestieren. Ob die SNB den Negativzins dann ganz oder schrittweise aufgibt, muss sich zeigen. Die Einführung der Negativzinsen erfolgte 2014/2015 in zwei Schritten (-0.25% und später -0.75%). Insgesamt können Anleger davon ausgehen, dass der Zyklus

sinkender Zinsen weitgehend abgeschlossen ist, diese aber bis auf weiteres auf sehr niedrigen Niveaus verharren werden.

Die Auswirkungen der Steuerreform in den USA sind angesichts der Komplexität der Vorlage noch ungewiss. Im Grossen und Ganzen dürften die Effekte zumindest kurzfristig leicht positiv sein, wenn auch nicht so aussichtsreich, wie sie von Präsident Trump vermarktet werden. Goldman Sachs schätzt den Einfluss auf das Wachstum für 2018 und 2019 auf zusätzliche 0.3%. Danach sind die Beiträge nur noch minimal, vielleicht sogar negativ. Goldman Sachs zweifelt auch an, ob die Vorlage den Republikanern in den sogenannten „Mid-Term Elections“ im Jahr 2018 tatsächlich helfen wird, da die Reform beim Stimmvolk momentan nicht besonders populär sei.

Asset Klassen

2018 sollte nochmals ein positives Aktienjahr werden, dies bei steigender Volatilität

Aktien

Das positive konjunkturelle Umfeld dürfte die Ertragsentwicklung bei den Unternehmen stützen. Substantielle Korrekturen wurden in der Vergangenheit durch Rezessionen ausgelöst, wovon wir angesichts der Wachstumserwartungen ein gutes Stück entfernt sind. Unsere Grundannahme ist deshalb, dass Aktien erneut die beste Anlageklasse sein und insbesondere Obligationen schlagen dürften. Wir legen das Augenmerk auf Aktien von Qualitätsunternehmen mit starker Bilanz und setzen auf spätzyklische Sektoren wie zum Beispiel denen der Industrie, Finanzdienstleistungen oder Konsum. Bei den Regionen belassen wir den Fokus in Europa und mischen Aktien aus Asien bei. Ein Malus sind die nicht mehr günstigen Bewertungen der Aktien.

Obligationen

Bei den Obligationen erwarten wir keine wesentliche Preisveränderung, womit die Rendite sich im Rahmen der Couponszahlungen bewegen wird, was angesichts des herrschenden Zinsniveaus in der Schweiz bzw. in Europa nur sehr bescheidenes Renditepotential übrig lässt. Anlegern empfehlen wir, ihre Obligationenbestände auf Risikoaspekte wie Qualität und Duration hin zu überprüfen. High Yield-Anlagen (hochrentierende Obligationen von minderer Kreditqualität) sind angesichts der sehr geringen Risikoprämie nur noch bedingt attraktiv. Das Risiko sehr langer Duration ist im Weiteren nicht zu

unterschätzen. Inflationsgeschützte Anleihen mit kurzen Laufzeiten erachten wir trotz einer mageren Performance im laufenden Jahr als ein sinnvoller Diversifikationsfaktor.

Rohstoffe

Im letzten Monat haben wir auf die im Vergleich zu Aktien rekordtiefen Preise der Rohstoffe hingewiesen. Saisonal dürften die ersten Monate im neuen Jahr einen guten Einstiegspunkt darstellen. Wir sind für diese Anlageklasse leicht positiv gestimmt, auch aus Sicht einer Portfoliodiversifikation. Der Ölpreis dürfte fürs erste oben anstossen, insofern es nicht zu Verwerfungen im Mittleren Osten kommt. Nach unten scheint er uns ebenfalls gut abgestützt, weshalb wir mit einer Seitwärtsbewegung rechnen.

Gold

Für das Gold sind wir optimistisch gestimmt und erwarten eine positive Wertentwicklung im Bereich von bis zu 5%. Der Ausblick steigender Zinsen erscheint uns im Goldpreis enthalten und die Nachfrage nach Gold seitens wichtiger Zentralbanken aus den Schwellenländern (zum Beispiel Russland, China und Indien) sollte bestehen bleiben. Das Überraschungspotential liegt in unseren Augen sogar auf der positiven Seite, da die Anzahl von Risikofaktoren im Verlaufe des Jahres 2017 nicht kleiner wurde. Weiter unten werden wir die wichtigsten Risikofaktoren aufzählen.

Währungen

Die sich fortsetzende positive wirtschaftliche Entwicklung in Europa sollte dem EUR – die Überraschung des Jahres 2017 – zugutekommen. Eine weitere Abschwächung des CHF ist ganz im Sinne der Schweizerischen Nationalbank und der Mehrzahl der Unternehmen. Nicht so klar ist der Ausblick für den USD, da es gegensätzlich wirkende Einflussfaktoren gibt. Die Zinsdifferenz, das robuste Wachstum, positive kurzfristige Auswirkungen der Steuerreform wie zum Beispiel die potentielle Repatriierung von USD und die noch bestehende Leitwährungsfunktion sprechen eher für einen stärkeren USD, während der politische Wille und eine steigende Verschuldung bzw. ein steigendes Doppeldefizit (Haushalt und Leistungsbilanz) bei rekordtiefer Sparquote für einen schwächeren USD sprechen. Ein gewisses Überraschungspotential können wir dem Australischen Dollar (AUD) zusprechen. Vergleichsweise attraktive Zinsen, die Nähe zu den asiatischen Märkten und Aufholpotential nach einem durchgezogenen Jahr könnten dem AUD zu einer positiven Wertentwicklung im Jahr 2018 verhelfen. Verschiedentlich wird auch die NOK als unterbewertet erwähnt. Uns stört aber die relativ geringe Handelsliquidität.

Risikofaktoren

Ein bunter Strauss komplexer Faktoren, die die Finanz- und Kapitalmärkte substantiell beeinflussen können

Geldpolitik: Die ultra-expansive Geldpolitik, d.h. Ausweitung der Notenbankbilanz, rekordtiefe Zinsen, finanzielle Repression, war ein wesentlicher Treiber der Hausse an den Aktienmärkten. Die Konjunktur scheint nun endlich genug Eigendynamik zu besitzen, so dass die Notenbanken einen Regimewechsel angehen können. Dieser Wechsel bzw. die Normalisierung der Geldpolitik birgt Risiken. Ein zu langes Warten treibt vor allem die Vermögenspreise weiter in die Höhe („Asset Inflation“), während ein zu frühes Eingreifen die Konjunktur abwürgen würde. Wir gehen davon aus, dass die Notenbanken ersteres vorläufig noch tolerieren werden, da letzteres nicht gewollt ist. Zu stark steigende Zinsen können sich die Staaten zudem nicht erlauben, da die Schuldenlast seit der Finanzkrise sogar noch angestiegen ist. Die tiefen Zinsen und die positive wirtschaftliche Entwicklung verhindern auch das Aufkommen einer Kreditkrise.

Geopolitik: Seit der Amtsübernahme von Trump haben geopolitische Spannungen nochmals zugenommen. Ein Entgleisen der Situation im mittleren Osten hätte wohl die grösste Konsequenz auf die Wirtschaft, da ein Ölpreisschock diese erschüttern könnte. Solange kein bewaffneter Konflikt in Nordkorea entsteht, dürften sich die Auswirkungen in Grenzen halten. In Europa werden Regierungsbildungen schwieriger, wie das Beispiel Deutschland zeigt. Dies kann dazu führen, dass auf europäischer Ebene dringend notwendige Strukturreformen verschleppt werden.

Systemische Risiken: Niedrigstzinsen und die Jagd nach Rendite haben zu stolzen Bewertungen und rekordtiefen Schwankungen (Volatilität) in praktisch allen Anlageklassen geführt und dabei eine immer grössere Anzahl indexierter Produkte und sogenannter „Smart-Beta“-Strategien entstehen lassen. Anleger sind nicht unbedingt euphorisch, aber zu einem gewissen Masse gleichgültig geworden („complacency“). Der Markt wird sich im Laufe des Jahres 2018 auf den oben erwähnten Wechsel in der Geldpolitik einstellen, was zu höherer Volatilität führen wird. Gefährlicher ist, dass gleichzeitig die Korrelation der einzelnen Anlageklassen sich erhöhen könnte. Wir befürchten auch, dass sich die schon enge Marktliquidität bei Obligationen weiter verschlechtert, gerade dann, wenn alle gleichzeitig zur Tür hinauswollen.

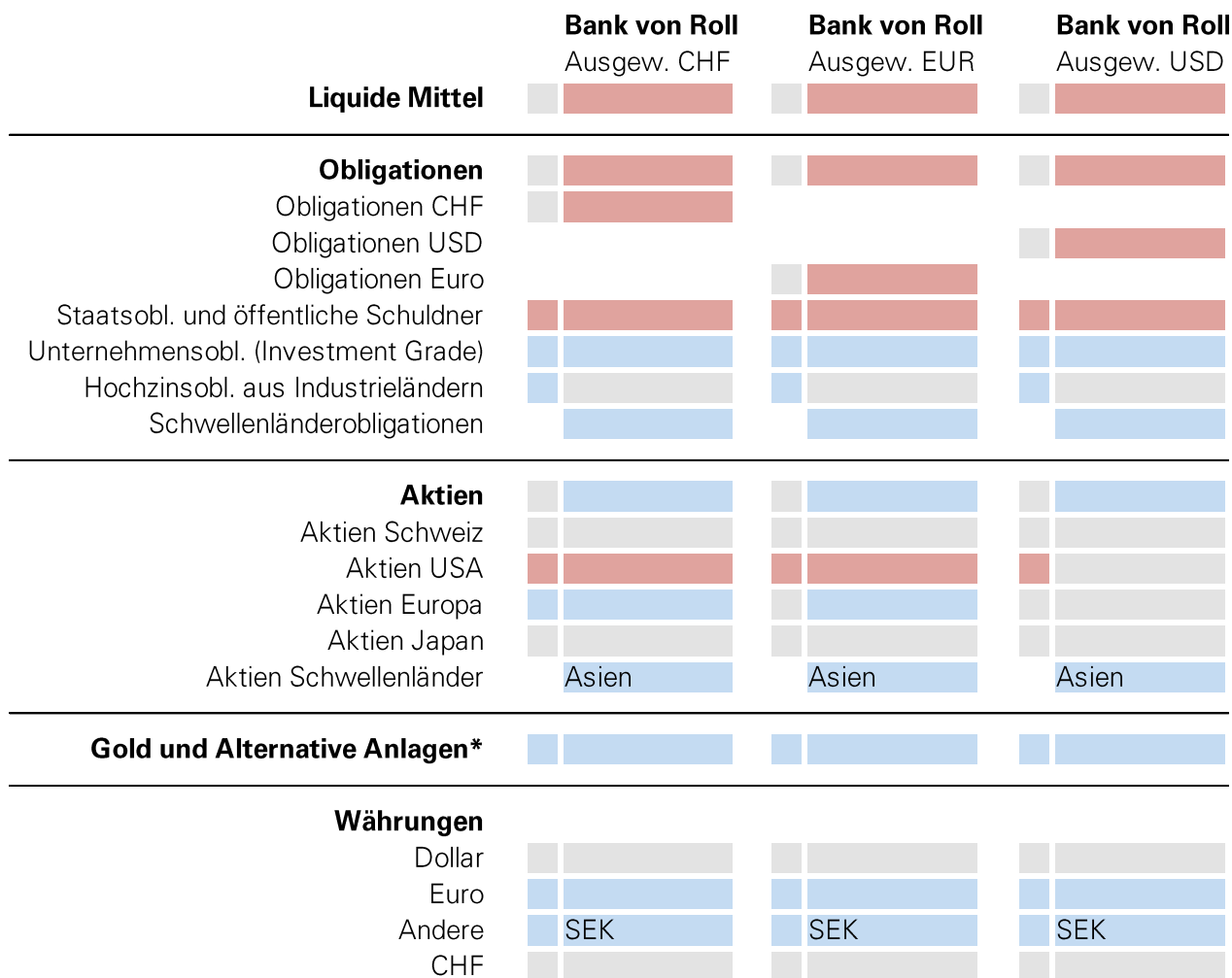
Quintessenz

Wir bleiben bei unserem Motto „Vorwärts, aber mit Vorsicht“, das heisst: Qualitäts-Aktien bevorzugen, diversifizieren und enges Beobachten des Umfeldes.

Asset Allokation (mit Veränderung gegenüber Vormonat)

Aktienquote = leicht übergewichten

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.