

Anlagestrategie Februar 2018

Schon lange erwartet und doch überraschend haben die Aktienbörsen zu einer Korrektur angesetzt. Positive Fundamentaldaten dürften ein Abgleiten in eine nachhaltige Baisse vermeiden.

Makroökonomisches Umfeld Es läuft rund - global

Aktuell liegen die Einkaufsmanagerindizes (PMI) in allen Regionen der Welt über der wichtigen Marke von 50 Punkten. Selbst der PMI von Brasilien, das eine hartnäckige Rezession durchlief, hat es wieder darüber geschafft. Das Wirtschaftswachstum ist so stark wie seit langem nicht mehr und kann sich sehen lassen: USA 3%, Eurozone 2.5%, Japan 2% und deutlich mehr Dynamik in den Schwellenländern. In den USA, aber auch in Europa, haben sich die Kapazitätslücken praktisch geschlossen. In den USA erreichte die Arbeitslosigkeit neue Tiefstände, dies im Gegensatz zu Europa, wo die Arbeitslosigkeit sich sukzessive zurückbildet, aber immer noch vergleichsweise hoch ist. Verbrauchervertrauen und -stimmung befinden sich in der Regel ebenfalls auf sehr hohen Ständen. In der Folge meldet sich die (von den Notenbanken ersehnte) Inflation zurück. Die zunehmend protektionistische Wirtschaftspolitik der USA ist ein gewisser Risikofaktor für das positive konjunkturelle Bild.

Was kann das für die Finanz- und Kapitalmärkte bedeuten?

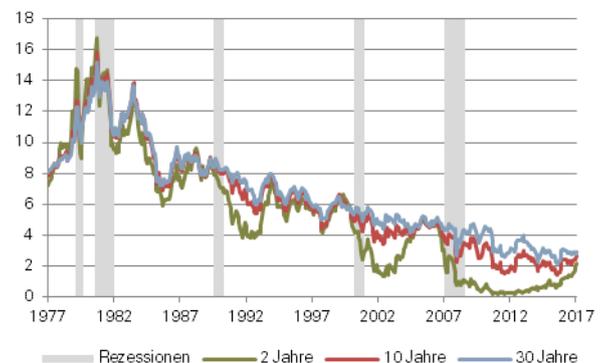
- Steigende Inflationserwartungen aufgrund mangelnder Kapazitäten und steigender Löhne;
- Anziehende Nominalzinsen aufgrund einer höheren Inflationserwartung;
- Steigende Wahrscheinlichkeit einer Umkehr der Geldpolitik, das heisst eine restriktive Geldpolitik, die der Wirtschaft und den Börsen Liquidität entzieht, um eine stark steigende Inflation zu vermeiden;
- Befürchtung, dass die Dynamik der Konjunktur und der Unternehmensgewinne in der Folge nachlässt;
- Steigendes Risiko einer Bewertungskorrektur von Risikoanlagen (höhere Prämien für Risikoanlagen) nach einem der längsten Bullenmärkte und derzeit anspruchsvollen Bewertungen der Anlagen;
- Höhere Volatilität an den Finanz- und Kapitalmärkten.

Unsere Beurteilung

Inflation: Zyklische Faktoren sprechen für ein Anziehen der Inflation, dem aber strukturelle Faktoren wie die Technologie, Zugriff zu Information (Preisvergleiche), sich veränderndes Konsumverhalten und eine älter werdende Bevölkerung gegenüberstehen. Das Inflationspotential dürfte deshalb vorerst begrenzt sein.

Zinsentwicklung: Der Fokus der Marktteilnehmer hat von einer Verflachung der Zinsstrukturkurve auf die absolute Höhe der Zinsen geschwenkt. Aus zwei Gründen sind die Sorgen berechtigt: a) Mit einem sinkenden Wirtschaftswachstum ist das Zinsniveau, bei dem Rezessionen ausgelöst wurden, über die Jahre gesunken.

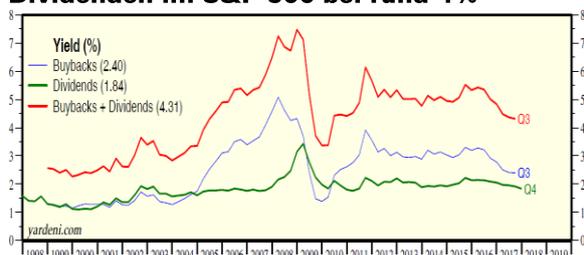
Entwicklung Zinsen US-Staatsanleihen und Rezessionen



Quelle: Bloomberg

b) Die Renditen der US-Treasuries übersteigen wieder die Dividendenrenditen der US-Aktienindizes, was zu Umschichtungen aus Aktien zu Obligationen führen kann. Aktuell ist dies der Fall bei einer Dividendenrendite des S&P500 von knapp 2% und einer Rendite der 5-jährigen Treasuries von rund 2.5%. Gerade in den USA verzerren die Aktienrückkäufe das Bild und die Gesamtrendite der Aktien liegt im Bereich von 4%: ein deutlicher Vorteil gegenüber den Obligationen. Die Aktienrückkäufe haben zuletzt zwar abgenommen, aber für eine substantielle Reduktion wäre eine Rezession notwendig, die wir aktuell nicht sehen. In Europa liegen die Dividendenrenditen immer noch klar über den Renditen von Staatsanleihen, so rentiert der DAX mit einer Dividendenrendite von 2.7% rund 2% höher als 10-jährige deutsche Staatsanleihen.

Gesamtrendite aus Aktienrückkäufen und Dividenden im S&P 500 bei rund 4%



Quelle: Yardeni Research/Standard&Poors Corp.

Geldpolitik: Der neue Vorsitzende der US-Notenbank, Powell, hat das Zepter von Yellen übernommen. In der Vergangenheit hat der Wechsel an der Spitze oft zu einer gewissen Verunsicherung geführt. Die letzten Äusserungen der wichtigsten Notenbank-Chefs liessen keinen Zweifel offen, dass das Zurückfahren der ultra-expansiven Geldpolitik nur sehr behutsam ablaufen wird. Trotzdem ist der Regimewechsel eingeläutet, was die Märkte über die nächsten Jahre gleich stark beeinflussen wird, wie in den Jahren zuvor.

Wirtschaft: Wie eingangs erwähnt befinden wir uns in einer Phase eines synchronen Aufschwungs. Der aktuelle Konjunkturverlauf erscheint uns robust genug und das Risiko des Abgleitens in eine Rezession, selbst bei etwas höheren Zinsen, ist gering. Auch die Berichtssaison verlief bisher solide mit einer grossen Mehrheit von Unternehmen, die die Gewinn- und Umsatzerwartungen übertreffen konnten. Die positiven Überraschungen bei den Konjunkturdaten dürften aber abnehmen.

Bewertungen: Gerade die US-Aktienmärkte waren nach der Dauerhaussse des letzten Jahres nicht mehr günstig. Der Einfluss der Zinsen ist aufgrund der Abzinsung zukünftiger Cash Flows von recht grosser Bedeutung. Dies macht die Märkte bei steigender Inflations- und Zinserwartung für Korrekturen anfällig. Die Bewertungsunterschiede zwischen den Regionen und Sektoren ist immer noch recht gross. Während die USA relativ teuer bleiben, finden sich günstige Aktien in den Regionen Europas und in den Schwellenländern. Bei den Sektoren stechen die Finanztitel hervor. Auch grosse Namen aus der internationalen Technologie-Szene (Stichwort „Digitalisierung“) sind in der Regel nicht übermässig teuer.

Volatilität: Für 2018 sind wir von einer steigenden Volatilität ausgegangen, beziehungsweise eine Normalisierung nach einem Jahr mit ausserordentlich geringen Wertschwankungen. Insofern sind wir nicht ganz von der letzten Entwicklung überrascht. Es offenbaren sich aber systemische Risiken: In der Schweiz machte der Totalverlust eines spekulativen Produktes einer Grossbank Schlagzeilen, das auf immer tiefere

Volatilität setzte (und mit Verweis darauf, dass nicht die Bank, sondern die Investoren den Verlust tragen...). Wir hatten das Risiko, das von sogenannten „Smart Beta“-oder „Low Volatility“-Produkten ausgeht, unter anderem in unserer Anlagestrategie vom Dezember 2017 erwähnt. Es ist gut möglich, dass es zu weiteren Schäden gerade in der Hedge Fund Welt kommen wird. Es lohnt sich diese Entwicklung eng zu verfolgen.

Quintessenz: Korrektur - Ja, Baisse - Nein

Im Herbst letzten Jahres hatten wir – zu früh – mit einer Korrektur gerechnet. Nun ist sie da. Die Geschwindigkeit der Korrektur ist respektabel mit Zügen von sogenannten „Flash Crashes“. Dafür verantwortlich dürften der Programmhandel und das Auflösen der oben erwähnten Finanzprodukte sein.

Für Anleger stellt sich die Frage, ob aus der Korrektur, in der wir uns befinden und die unseres Erachtens noch nicht ganz abgeschlossen ist, eine Baisse werden kann, die sich unter Umständen auf die Realwirtschaft auswirkt.

Korrektur

Ein zeitlich befristeter Kursverlauf, der einem längerfristigen Trend nicht entspricht.

Baisse

Eine länger anhaltende Entwicklung, die durch sinkende Börsenkurse gekennzeichnet ist.

Wir gehen derzeit davon aus, dass keine Baisse ansteht, und zwar aus folgenden Gründen:

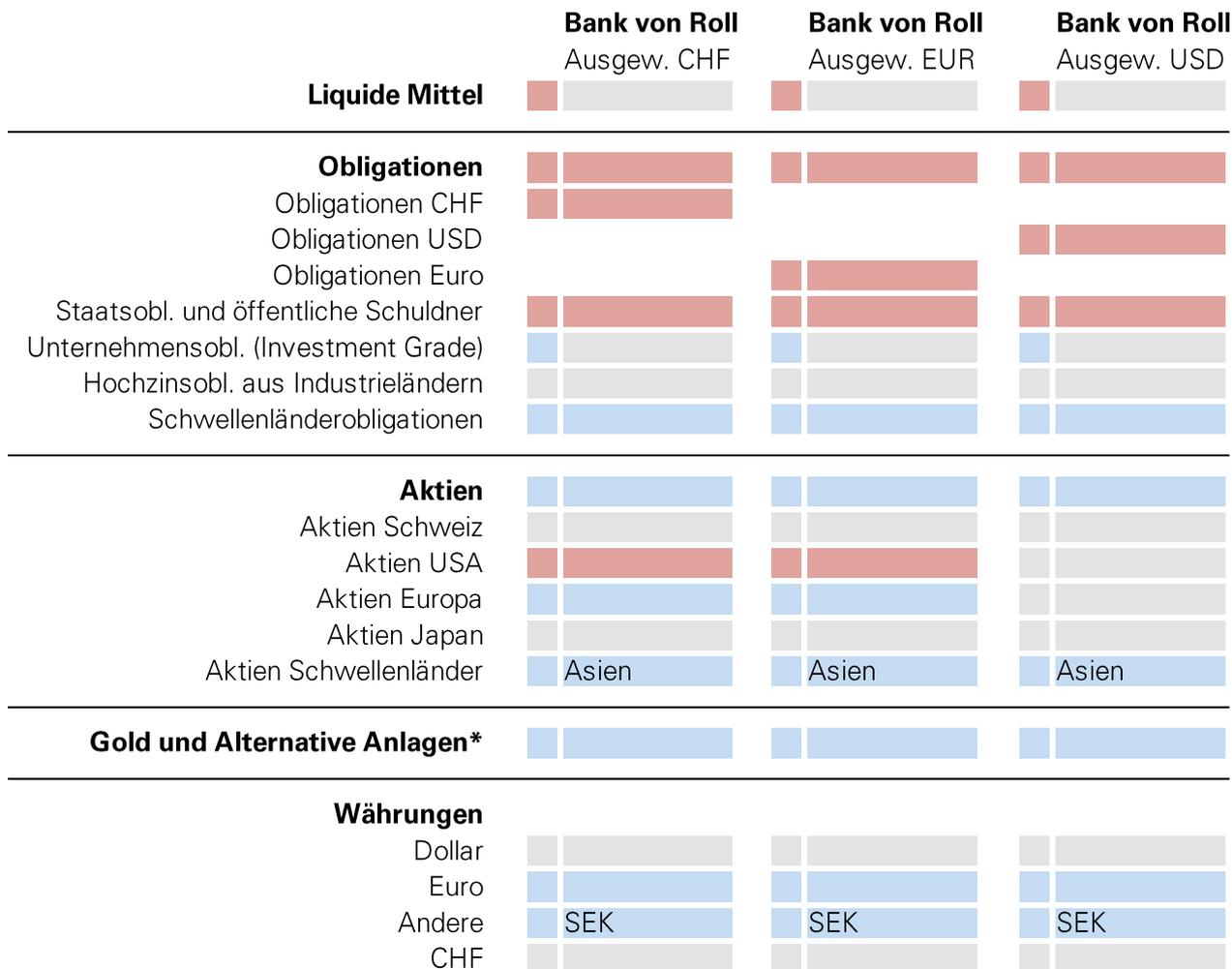
Die Voraussetzung einer Baisse ist ein Umfeld deutlich restriktiver Geldpolitik mit einer nachfolgenden Rezession. Wie geschildert werden die Notenbanken das Steuer nicht abrupt herumreissen und behutsam vorgehen. Die guten Fundamentaldaten der Wirtschaft und der Unternehmen erscheint uns robust genug und wird eine Korrektur an den Finanz- und Kapitalmärkten überstehen.

Die gestiegene Unsicherheit und damit verbundenen höheren Risikoprämien führen zu mehr Volatilität und zwischenzeitlichen Korrekturen, machen aber Aktien für neues Geld attraktiver. Die zukünftig zu erwartende Gesamtrendite von Aktien ist derzeit etwas tiefer als in der Vergangenheit, aber deutlich besser als bei Obligationen. Mit stabilen oder leicht steigenden Zinsen sollte sich die Anomalie, dass Obligationen aktienähnliche Renditen abwerfen, endlich auflösen. Bewahren sie einen kühlen Kopf und **nutzen Sie diese Phase**, um in ihren Portfolios neue Akzente zu setzen, sich an stärkeren Tagen von Positionen zu trennen, die nicht mehr vollends überzeugen, und an schwächeren Tagen Qualitätsnamen oder Themen mit langfristigem Charakter zu günstigeren Preisen aufzubauen.

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 genauere 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.