

# Anlagestrategie August 2018

Konjunktur und Unternehmen trotzen dem garstigen geopolitischen Umfeld. US-Zinsen haben noch Spielraum, bis sie Schaden anrichten können. Gold halten trotz Schwäche.

## Makroökonomisches Umfeld

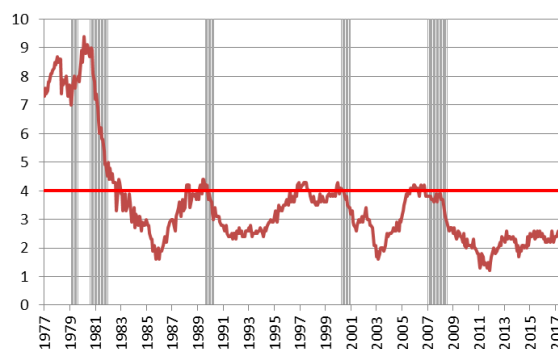
### Wirtschaftsdaten trotzen der politischen Verunsicherung

Die Einkaufsmanagerindizes (PMI) haben sich nach einer leichten Verbesserung im Juni wieder etwas abgeschwächt. Das prägende Gesamtbild im laufenden Jahr bleibt das anhaltend solide Konjunktur-Niveau bei einer sich leicht abschwächenden Dynamik. Deutschlands Wirtschaft konnte mit einem Wachstum des BIP von 0.5% im zweiten Quartal gegenüber dem Vorquartal die Erwartungen zuletzt übertreffen und auch das Wachstum in der gesamten Eurozone wurde von 0.3% auf 0.4% nach oben revidiert. Der Ausblick auf das zweite Semester hat sich trotz dem heftigen geo- und europapolitischen Gegenwind wieder aufgehellt und das Momentum dürfte dank einer starken Binnennachfrage insgesamt solide bleiben. Aufgrund der Steuerreduktionen und Fiskalmassnahmen geniesst die USA für den Moment ein gewisses Eigenleben und dürfte dieses Jahr dynamisch mit etwa 3% wachsen. Wie nachhaltig das schuldenfinanzierte Wachstum ist wird sich spätestens nächstes Jahr zeigen müssen. Bei den grossen Schwellenländern sticht derzeit Indien positiv hervor, während die von Strafzöllen und Sanktionen geplagten China und Russland Mühe bekunden. In Indien dürften die Reformen, die zu einem Taucher Mitte des letzten Jahres geführt hatten, jetzt positiv greifen. Insgesamt scheint die Stimmung hinsichtlich der globalen Konjunktur und der Aussichten schlimmer, als es die Realität tatsächlich ist. Wie erwähnt erkennt man aber eine Abschwächung des Wachstums, was angesichts der Reife des Wirtschaftszyklus und der gestiegenen Kapazitätsnutzung nicht erstaunlich ist. Die Unternehmensergebnisse für das zweite Quartal waren gut bis sehr gut, Die Ergebnisse in Europa präsentierten sich dabei deutlich heterogener als diejenigen in den USA.

Die Inflation zeigt in praktisch allen Regionen immer noch leicht aufwärts. Ein sich im zweiten Semester stabilisierender Ölpreis würde sich dämpfend auf die Inflation auswirken. Ein sehr wichtiger Faktor für die zukünftige Entwicklung der Finanz- und Kapitalmärkte ist die weitere Zinsentwicklung in den USA. Sollten sich die langfristigen Zinsen in den USA der 4%-Marke nähern, wären die Auswirkungen auf die Finanz-

und Kapitalmärkte nicht mehr allzu positiv. Hemmend wirkte sich das nur bescheidene Lohnwachstum aus sowie die Flucht in Sicherheit, die die Zinsen der 10jährigen US-Treasuries bisher nicht über 3% steigen liessen. Ein Lohnwachstum in den USA von über 4% könnte ein Auslöser für raschere Zinserhöhungen und eine näher rückende Rezession sein. Bei einem aktuellen Wert von 2.7% befinden wir uns aber noch unter dieser Marke, wobei die Tendenz steigend ist.

### Jahreswachstum Löhne USA / Rezessionen



Quelle: Bloomberg

Präsident Trump entwickelt sich immer mehr zu einem „wandelnden Stresstest“ (NZZ vom 10.8.2018) für die US-Demokratie, aber auch die Wirtschaft ausserhalb der USA. Die ergriffenen Massnahmen führen zu wohl nicht ganz beabsichtigten Resultaten:

- Ein kolumbianischer Hersteller und Exporteur von Fenstern freut sich über den Wettbewerbsvorteil gegenüber lokalen US-Anbietern, da er keinen Zöllen auf Aluminium unterliegt.
- Ein Schweizer Schienenfahrzeughersteller legt seine Iran-Pläne im Umfang von CHF 900 Mio. auf Eis, mit dem Hinweis, dass die Aufträge jetzt wohl an chinesische Konkurrenten gehen werden.
- Nachdem Trump den türkischen Präsidenten Erdogan im Jahr 2017 im Weissen Haus empfangen und ihm noch im Juni 2018 zur Wiederwahl gratuliert hat, überziehen die USA im August die Türkei mit Sanktionen. Kollateralschäden in Europa werden dabei in Kauf genommen.

Die USA nutzen Strafzölle oder Sanktionen schon immer als Druckmittel. Unter Präsident Trump erreichen diese Mittel zur Änderung des

Verhaltens anderer Staaten aber neue Dimensionen. Die Liste der Betroffenen wird stetig länger. Die Konsequenzen werden immer komplexer zu erfassen und das Risiko unbeabsichtigter Folgen steigt. Wenn bereits angeschlagene Länder durch Erhöhung des Druckes (in Form von Strafzöllen) noch mehr geschwächt werden sollen, dann ist das ein Ausdruck einer Macht, die jeden überall treffen kann. Gesundes Wirtschaften basiert auf Vertrauen und dieses wird langsam untergraben und zerstört, wenn der Bogen überspannt wird. Langfristige negative Konsequenzen auf die Weltwirtschaft und die Unternehmensergebnisse in Form von weniger Effizienz, steigenden Kosten, sinkenden Gewinnen und einer schwachen Weltwirtschaft sind deshalb nicht mehr auszuschliessen.

## **Märkte**

### **Aktien-Sommerrallye im Juli / Gold glänzt überraschenderweise nicht**

Im Juli setzten die Märkte zu einer Sommerrallye an, welche mit der Türkei-Krise ihr Ende fand. Bevorzugte Region bleibt vorerst der US-Markt, während Märkte mit einem hohen Anteil an export-orientierten Unternehmen (zum Beispiel Deutschland, China) gerade auf Jahressicht zurückbleiben. Sentiment und Momentum bevorzugen momentan den US-Markt („Trend is your friend“), der auch von einer gewissen Marktliquiditätsprämie zu profitieren scheint. Aus einer Sektorbetrachtung stachen zuletzt die Gesundheitsaktien hervor. Dies dürfte auch am Konjunktur- bzw. Börsenzyklus liegen. Auf Jahressicht bleiben die Aktien aus dem Sektor Technologie klar vorne und bestimmen weitgehend alleine die Performance des breiten S&P500. Technologie macht derzeit rund 29% des S&P500 aus, was am oberen Ende im historischen Vergleich von index-dominanten Sektoren ist. Der Spitzenwert des Anteils Technologie lag 1999 bei rund 40%, was noch etwas Spielraum offen lassen würde. Trotz Bewertungsvorteilen und insgesamt guter Konjunktur und guter Unternehmensergebnisse lasten die geo- und europapolitischen Entwicklungen derzeit stärker auf den Märkten Europas. Sollte sich das auflösen, hat der Markt aber ein sehr ansprechendes Aufholpotential. Dasselbe gilt auch für die Märkte Asiens, allen voran China als Hauptziel der US-Strafzoll-Politik. Deshalb dürften Sentiment und Momentum vorerst noch eher gegen Europa und die asiatischen Märkte sprechen, während insbesondere die Bewertungen einen Pluspunkt für die beiden Regionen darstellen.

An dieser Stelle haben wir bereits mehrfach erwähnt, dass physisches Gold für uns eine wichtige Portfolioversicherung darstellt. Angesichts der geopolitischen Spannungen, dem zu erwartenden risikobehafteten Ausstieg der Notenbanken aus der ultra-expansiven Geldpolitik und dem zwar noch geringen, aber in der

Konsequenz sehr gefährlichen Risiko einer Stagflation bleiben wir bei dieser Position. Zuletzt hat sich der Goldpreis (wie auch das Silber) entgegen unserer Erwartung relativ stark negativ entwickelt. Der Druck schien vor allem von Finanzinvestoren zu kommen. Die Abflüsse aus (nordamerikanischen) Gold-ETF (exchange traded funds) seit Mai waren beträchtlich. Die Short-Positionen von Hedge Fonds erreichten rekordhohe Stände. Dies könnte technischer Natur sein, da gerade Trendfolge-Strategien gerne auf einen fahrenden Zug aufspringen und dazu neigen, einen Trend noch zu verstärken. Auffallend ist, dass sich die Schwäche des chinesischen Renminbi seit April mit der Schwäche des Goldes deckt. So hat das Gold in Renminbi nur geringe Verluste einstecken müssen (-3.5% YTD). Diese sanfte Abwertung gegenüber Gold könnte eine Massnahme darstellen, um die Kapitalflucht aus dem eigenen Land zu minimieren und gleichzeitig die Wirkung der Strafzölle durch Abwertung gegenüber dem USD zu mindern. Die limitierten Verluste gelten interessanterweise auch für den Goldpreis gegen EUR (-4.7%), während die Verluste gegenüber dem USD (-10.6%) oder dem CHF (-8.0%) grössere Ausmasse annehmen. Der ausschlaggebende Faktor dürfte am Ende die Entwicklung der kurzfristigen Zinsen in den USA gewesen sein. Die Renditen auf 2-jährige US-Treasuries stiegen stärker als die Inflation an, was zwischenzeitlich zu positiven Realrenditen führte. Positive Realrenditen sind schlecht für das zinslose Gold und bedeuten Opportunitätskosten für das Halten von Sicherheit. Gerade die Positionierung der Hedge Fonds war in der Vergangenheit aber ein Contrarian-Signal und die Inflation in den USA war zuletzt wieder etwas stärker als erwartet. Ausgehend von einem mittelfristig schwächeren USD (Doppeldefizit, Kaufkraftparität) und anhaltenden geopolitischen Spannungen gehen wir auch von wieder anziehenden Goldpreisen aus.

## **Quintessenz**

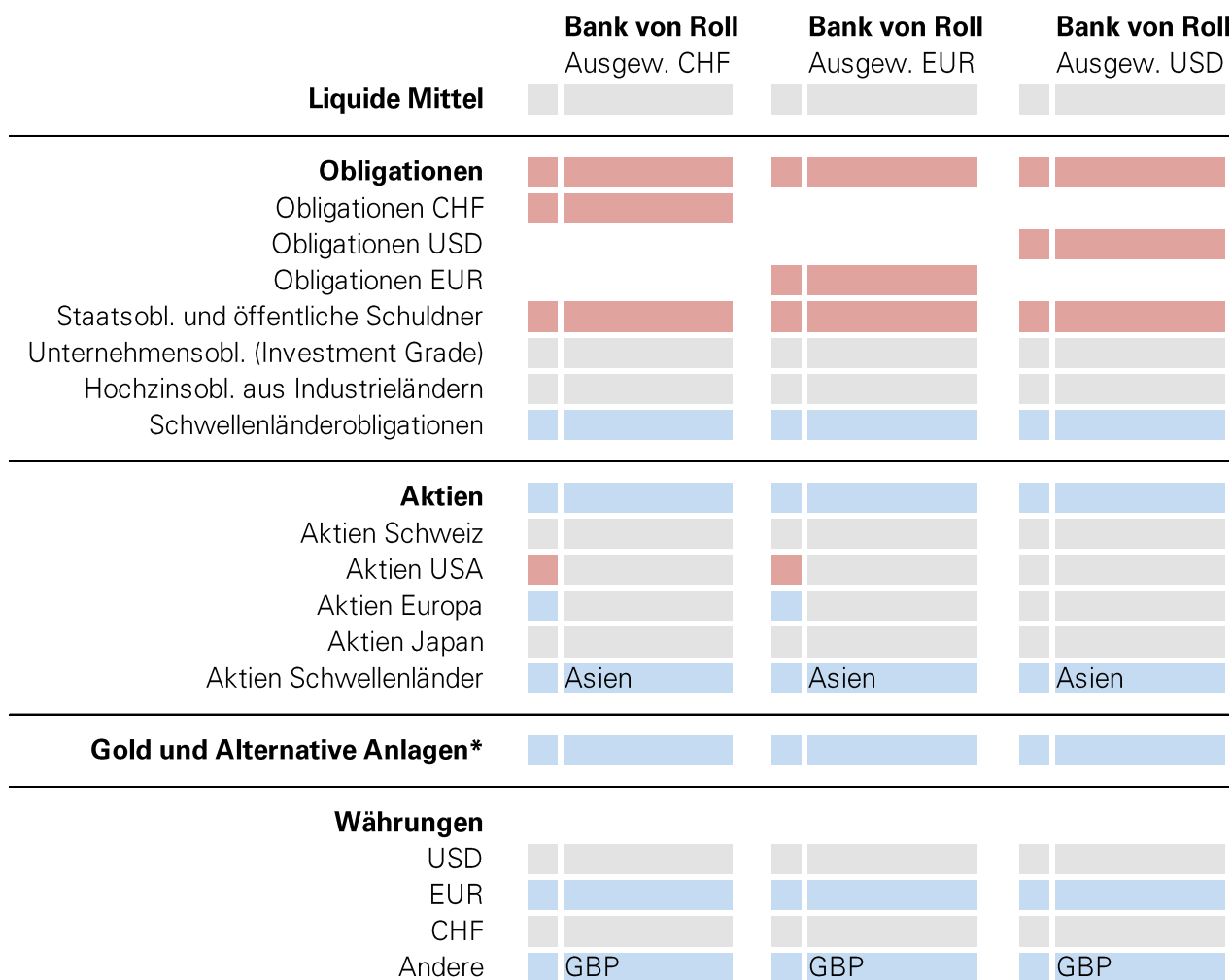
### **Spannungsfeld zwischen soliden Fundamentaldaten und Geopolitik bleibt bestehen**

Die Konjunktur und die Unternehmensergebnisse überzeugen uns weiterhin. Die globale Wirtschaft scheint trotz des bereits langen Konjunkturzyklus anpassungsfähig genug, sich den neuen Realitäten stellen zu können. Im Rahmen der Türkei-Krise, bei der die USA Kollateralschäden in Europa zu akzeptieren scheinen, empfinden wir eine temporäre Erhöhung der US-Aktien-Quote zulasten der Quote in Europa angebracht. Bewertungen lassen aber in Europa und Asien einen nicht unerheblichen Spielraum zum Aufholen. Gold belassen wir trotz der momentanen Schwäche auf Übergewichten. Bei den Obligationen werden wir die Kreditqualität erhöhen, um die Liquidität der Anlagen auch in einem Stressszenario erhalten zu können.

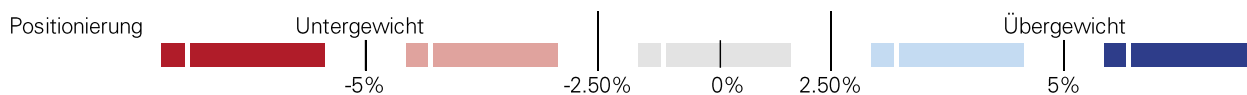
## Asset Allokation (mit Veränderung gegenüber Vormonat)

### Aktienquote = leicht übergewichten

Kleines Quadrat = Stand Vormonat; Grosser Balken = Soll Positionierung



Basis: Ausgewogenes Portfolio für einen Frankeninvestor



keine taktische und strategische Position

\*) Enthält neben 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.