

# Anlagestrategie September 2018

Handelsstreitigkeiten und die Entwicklung in den Schwellenländern werden zu einer gewissen Belastungsprobe für die bisher robuste Konjunktur. Prüfen Sie Ihr Portfolio auf Liquiditätsrisiken.

## Makroökonomisches Umfeld Divergenzen

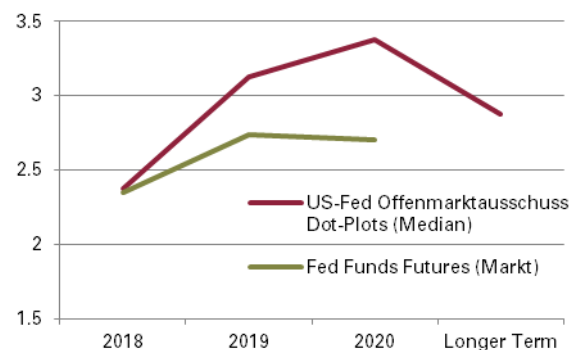
Die letzten Einkaufsmanagerindizes (PMI) zeigen aufgrund der Handelsstreitigkeiten ein zunehmend heterogenes Bild. Die Werte der PMI für Europa und die USA liegen wieder etwa gleich auf, wobei diejenigen für Europa leicht zulegen konnten und diejenigen für die USA leicht nachgaben. PMI-Zahlen für die Schwellenländer orientieren sich verstärkt an der Marke 50 und deuten somit ein gemischtes Bild der Wirtschaft an. Vereinzelt Länder befinden sich mittlerweile in einer Rezession (Argentinien und Südafrika). Die Einschätzung der Wirtschaftslage in der Schweiz sticht im Moment sehr positiv hervor, was harte Daten aus der Wirtschaft zuletzt bestätigten. Die Werte für das KOF Konjunkturbarometer lassen aber auch für die Schweiz den Schluss zu, dass die äusserst starke Entwicklung im Jahr 2017 nicht wiederholt werden kann und mit einer Entwicklung im Rahmen des langfristigen Durchschnitts gerechnet werden muss. Bemerkenswert ist eine Divergenz in den PMI für das verarbeitende Gewerbe der USA. So ergab die Umfrage von Markit aus London einen guten, aber gleichzeitig den schwächsten Wert der letzten 9 Monate. Hingegen sprang der vom Institute for Supply Management (ISM) aus den USA ermittelte Wert wieder an. Eine Erklärung lässt sich in unterschiedlichen Gewichtungen der Komponenten finden und deutlich höherer Schwankungen des PMI-Index des ISM. Angesichts der Handelsstreitigkeiten und historischer Daten erscheint uns der Markit-PMI schlüssiger und verlässlicher, was auch für die USA eine gewisse Abschwächung der Dynamik erkennen liess.

Für 2019 geht der internationale Währungsfonds IWF von einem global soliden Wachstum aus, das heisst ein globales Wachstum von +3.9% (2018 +3.9%). Auf die Regionen bezogen liegen die Schätzungen für die USA bei +2.7% (+2.9%), für Europa bei +1.9% (+2.2%) und für die Schwellenländer bei +5.1% (+4.9%). Der Pferdefuss in Europa bleibt Italien, das wohl nicht über ein Wachstum von 1% hinauskommt, aber auch das grösste Überraschungspotential bieten würde. Im Weiteren ergab eine Umfrage der Bank of America/Merrill Lynch unter Investoren, dass rund 80% der Befragten die Konjunktur insgesamt in der spätzyklischen Phase sehen. Der Anteil der

Teilnehmer, die die Wirtschaft in einer Rezession sehen, lag bei 0%. Das Resultat dieser Umfrage entspricht somit unserer Einschätzung der aktuellen Konjunkturlage. Es ist gut möglich, dass auch diese spätzyklische Phase etwas länger dauert als sonst üblich, wie schon der ganze Aufschwung seit 2009 zu den längsten gehört.

Eine der wegweisenden Fragen ist die weitere Entwicklung der Zinsen gerade in den USA. Zurzeit besteht bei den Erwartungen für die Jahre 2019 und 2020 eine bedeutende Divergenz zwischen der Markterwartung und den sogenannten US-Fed „Dot-Plots“, das heisst die Einschätzung der Mitglieder des Offenmarktausschusses. Die Fed „Dot Plots“ indizieren derzeit eine stärkere Erhöhung der US-Leitzinsen als die Märkte das tun. Die Frage stellt sich, ob das US-Fed zu „hawkish“ ist oder die Märkte zu „dovish“ sind.

## US Fed Fund Rate: Markt erwartet weniger starke Zinssatzerhöhungen als US-Fed



Quelle: Bloomberg

Auf jeden Fall hat sich die US-Fed Reserven geschaffen, die sie relativ flexibel einsetzen und so allenfalls auch dem US-Präsidenten etwas entgegenkommen könnte. Das Timing und die Kommunikation von Aktionen seitens der US-Fed sind dabei ebenso wichtig. Letzte Andeutungen von Offiziellen der US-Fed deuten eher auf eine stärkere Berücksichtigung von Risikofaktoren (Handelskrieg, wirtschaftliche Entwicklung in den Schwellenländern) hin und somit einer etwas vorsichtigeren Gangart. Dies würde der Einschätzung der Märkte zu einem gewissen Grade Recht geben. Die Inflationsentwicklung bleibt dabei einer der Schlüsselfaktoren für die US-Fed. Aktuell befindet sich die Inflation auf der

Zielmarke. Ein sich stabilisierender Ölpreis dürfte im zweiten Semester einen dämpfenden Effekt haben, wohingegen die Auswirkungen der Strafzölle noch unbestimmt sind. Das Beispiel der Preise für Waschmaschinen in den USA zeigt, dass Zölle rasch auf die Konsumenten überwälzt werden. Die Lohnkosten in den USA entwickeln sich immer noch unterdurchschnittlich, die Dynamik ist aber je länger je klarer aufwärts gerichtet.

Aufflammende Spannungen zwischen der Ukraine und Russland sowie eine sich anbahnende Schlacht um Idlib in Syrien dürften die bereits bestehenden geopolitischen Risiken erhöhen.

## **Märkte**

### **Erneut Momentum-Rallye und schwache Schwellenländerwährungen**

Die Entwicklung an den Aktienmärkten drehte sich im August wieder und liess das Geld Momentum-getrieben vor allem in die US-Technologie fliessen. Die Performance-Differenz im laufenden Jahr zwischen den Indizes der US-Technologiebörse Nasdaq und dem deutschen DAX beträgt auf währungsbereinigter Basis satte 26% zugunsten des Nasdaq-Index. Bei den Schwellenländern tut sich ebenfalls eine Schere mit massiver Unterperformance gegenüber den US-dominierten Aktienindizes der entwickelten Länder auf. Eine solche Diskrepanz konnte man letztmals während der Asien-Krise 1997/98 beobachten. Die oben erwähnte realwirtschaftliche Entwicklung ist deutlich weniger extrem als die Aktienmarktentwicklung. US-Investmenthäuser beginnen so auch die europäischen Aktienmärkte langsam wieder zu entdecken. Als positive Punkte für den europäischen Raum können trotz der Risiken aus Politik und Handel angeführt werden:

- Die Economic Surprise Indices der Citigroup deuten aktuell auf ein sich verbesserndes Umfeld in Europa gegenüber einem sich abschwächenden Umfeld in den USA hin, was für die europäischen Märkte und den EUR sprechen würde;
- Die PMI in Europa stabilisieren sich und die Exporterwartungen in Deutschland hellten sich zuletzt wieder auf;
- Die Bewertungsunterschiede zu den US-Aktien liegen mittlerweile im Extrembereich (zum Beispiel das Preis/Buch-Verhältnis);
- Value könnte gegenüber Growth endlich bevorzugt werden, was die europäischen Aktien bevorzugen sollte;
- Erste scheue Anzeichen, dass die Kapitalflüsse wieder zurück in Richtung europäischer Aktien gehen, sind erkennbar.

In den vergangenen zwei Monaten standen die Schwellenländerwährungen im Fokus. Die schwächsten Währungen verloren in diesem Zeitraum bis zu knapp 40% (Argentinischer Peso,

Türkische Lira). Betroffen waren vor allem Länder mit einer hohen USD-Verschuldung, hohem Leistungsbilanzdefizit, einer schwachen Konjunktur oder Sanktionen. Hervorzuheben ist, dass sich die heutige Situation zur Asienkrise insofern unterscheidet, als dass die meisten Länder über höhere Währungsreserven verfügen und die Leistungsbilanzsalden in der Regel besser sind als vor 20 Jahren. Die Problemstellungen der einzelnen Länder und mögliche Lösungsansätze sind dabei sehr individuell. Das Risiko eines Flächenbrandes gründet vor allem in den internationalen Kapitalflüssen, die stark von den US-Zinsen und der Stärke des USD getrieben sind. Das Risiko eines Flächenbrandes ist vorhanden, aber angesichts der regionalen Unterschiede und einem anhaltend positiven wirtschaftlichen Ausblick sollte es auch nicht überbewertet werden. Das Wachstum in den Schwellenländern bewegt sich mit wenigen Ausnahmen auf einem guten bis sehr guten Niveau.

Derzeit auffallend ist die Stärke des CHF, die wohl eine Folge gestiegener geopolitischer Risiken und der starken Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz ist.

## **Quintessenz**

### **Liquidität der Anlagen prüfen**

Insgesamt bleibt es bei unserer Einschätzung vom letzten Monat, dass den guten Wirtschaftsdaten allerlei geopolitische Risiken gegenüberstehen, die zu einer erhöhten Volatilität führen. Die Entwicklung in den Schwellenländern sowie die Handelsstreitigkeiten sind eine gewisse Belastungsprobe für die globale Konjunktur und erste Länder rutschen in eine Rezession. Deshalb erscheint uns eine neutrale Sicht auf die Konjunktur angebracht. Die Entwicklung an den Aktienmärkten gleicht mehr und mehr dem Muster, das wir Ende der 1990er-Jahre sahen (spätzyklische Konjunktur mit einer sich abflachenden Zinsstrukturkurve und einer deutlichen Outperformance der US-Technologie-Aktien).

Die weitere Entwicklung der US-Zinsen ist wegen der erwähnten Diskrepanz eng zu verfolgen. Die Europäische Zentralbank und die Schweizerische Nationalbank dürften mit Aktionen noch zuwarten. Gold belassen wir angesichts eines für die Notenbanken herausfordernden Umfeldes und dem Risiko von geldpolitischen Fehlern auf Übergewichten.

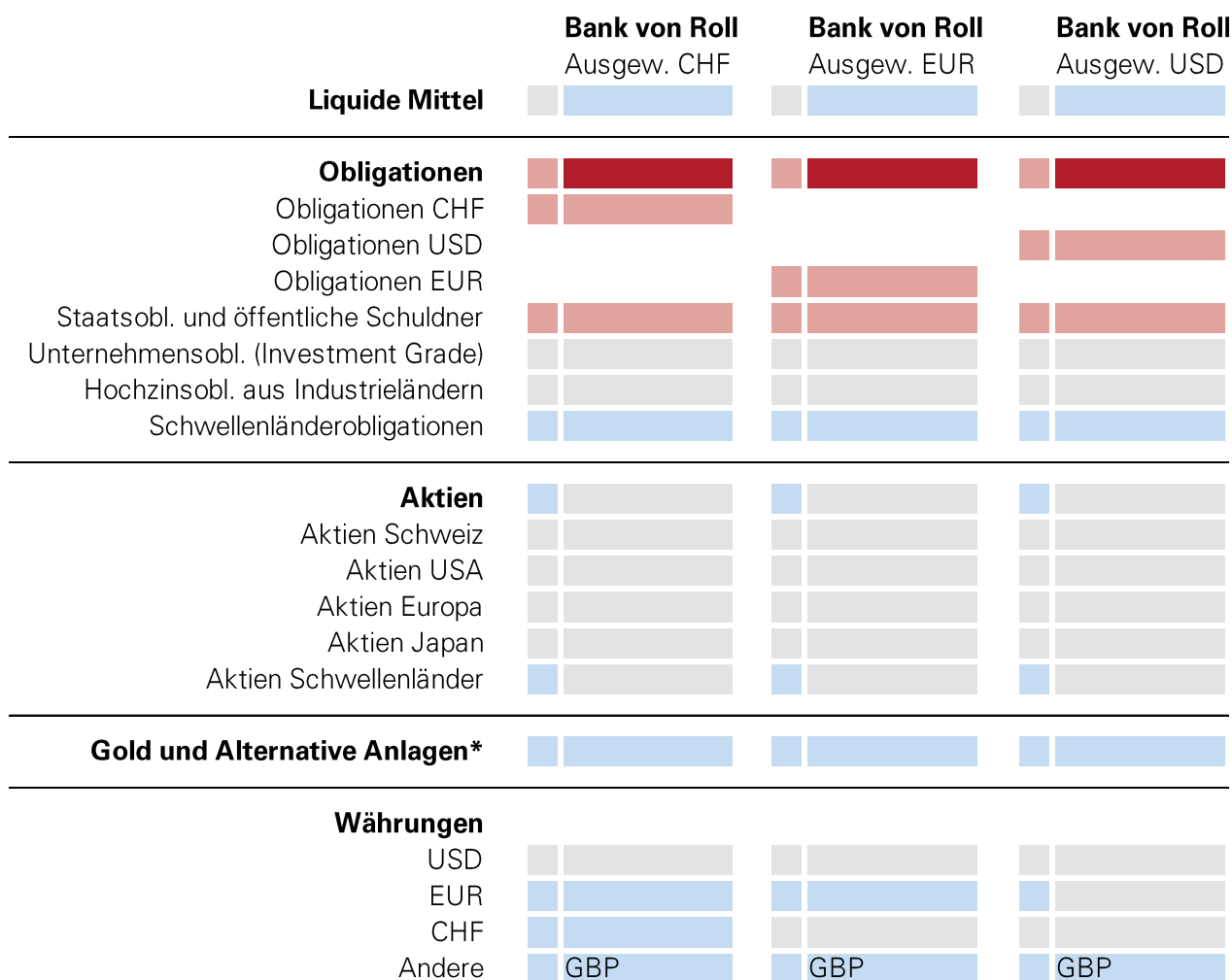
Dem Liquiditätsrisiko in den einzelnen Anlageklassen - insbesondere bei den Obligationen - sollte vermehrt Beachtung geschenkt werden. Die globale Finanzkrise war bereits durch Liquiditätsengpässe gekennzeichnet und die seitherige Entwicklung getrieben durch die Niedrigstzinsen und Passivierung der Anlagen könnte das Problem in einer nächsten Krise nochmals deutlich verschärfen.



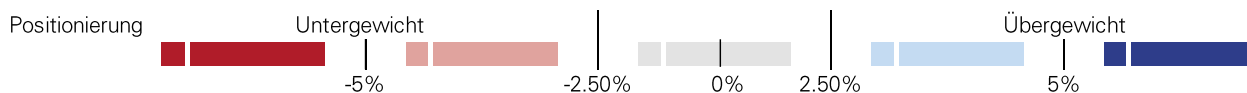
## Asset Allokation (mit Veränderung gegenüber Vormonat)

### Aktienquote = neutral

Kleines Quadrat = Stand Vormonat; Grosser Balken = Soll Positionierung



Basis: Ausgewogenes Portfolio für einen Frankeninvestor



keine taktische und strategische Position

\*) Enthält 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.