

Anlagestrategie Oktober 2018

Aktienmärkte erleiden die zweite Korrektur im laufenden Jahr. Risikolandschaft und Unwägbarkeiten sind grösser geworden. Bei Aktien in etwas reduziertem Umfang dabei bleiben. Gold halten.

Makroökonomisches Umfeld

US-Zinsen erreichen nächsten kritischen Grenzwert

In den letzten Einkaufsmanagerindizes (PMI) ist eine nachlassende Wachstumsdynamik nun deutlicher erkennbar. Die Folgen aus den Handelsstreitigkeiten manifestieren sich je länger je mehr in den Werten der Schwellenländer und auch Europas. Inwieweit sich die USA von diesem Trend abkoppeln können, wird sich zeigen müssen. Die letzten PMI aus den USA waren positiv, wobei es materielle Differenzen zwischen Umfragewerten aus den USA (ISM) und von Markt London gibt. Die Werte des ISM sind dabei deutlich besser. Trotz der schwächeren Dynamik bleiben die globalen PMI auf einem weiterhin recht ansprechenden Niveau, was auf eine immer noch gute Wirtschaftsentwicklung hindeutet. Im Brennpunkt der schwachen Dynamik steht der heterogene Komplex der Schwellenländer. Ihnen scheinen die sich erschwerenden Finanzierungsbedingungen aufgrund der steigenden Zinsen in den USA das Leben zusehends schwerer zu machen. Anziehende Ölpreise wirken sich dagegen unterschiedlich aus. Gerade die bevölkerungsreichen und wachstumsstarken Länder Asiens gehören in der Regel zu den Netto-Importeuren von Energie und sind somit stärker von negativen Auswirkungen beeinträchtigt. Dies gilt im Grossen und Ganzen auch für Europa.

Die Normalisierung der Zinsen kommt zumindest in den USA voran. Nach Überschreiten der 3%-Marke hat sich bei den Zinsen für die 10-jährigen US-Treasuries ein Niveau von 3.25% als neuer Widerstand etabliert. Ein bestimmender Faktor für die weitere Zinsentwicklung ist die Inflation. Der Ölpreis, das Lohnwachstum und Auswirkungen der US-Strafzölle bleiben aktuell die treibenden Variablen für die Inflation. Von Seiten des US-Arbeitsmarktes kommen immer noch keine genügend starken Signale. Die Jahresveränderung der Löhne bewegt sich aktuell im Bereich von +2.7% mit nur leicht steigender Tendenz. Richtig heikel werden die Lohnsteigerungen, sollten sie in den Bereich von +4% vorstossen. Beim Ölpreis ging man bisher von einer Stabilisierung im zweiten Semester aus, was sich im Jahresvergleich dämpfend auf die Inflation ausgewirkt hätte. Wir sind aber mit einer anhaltend positiven Tendenz beim Ölpreis

konfrontiert und erste Marktteilnehmer erachten sogar Preise von USD 100 pro Barrel als möglich. Politische Spannungen im Mittleren Osten haben zuletzt wieder zugenommen und auch die Forderungen der USA nach tieferen Ölpreisen scheinen nicht mehr so einfach so von Saudi Arabien goutiert zu werden. Ein steiler Anstieg der Ölpreise würde die Inflation in die Höhe schiessen lassen und die globale Wirtschaft wohl zum Erliegen bringen.

Letzten Monat haben wir auf eine Diskrepanz in der Einschätzung der weiteren Zinssatzentwicklung zwischen der US-Fed und den Märkten hingewiesen. Der Markt orientiert sich nun zusehends am geplanten Pfad der US-Fed; das heisst, der Markt ist daran, höhere Zinsen einzupreisen. Vor diesem Hintergrund kann man den Renditeanstieg insbesondere in den USA und die aktuelle Schwäche am Aktienmarkt sehen. Eine einfache Faustregel besagt, dass die nominellen Zinsen etwa dem nominellen Wachstum entsprechen können, ohne sich negativ auf das Wachstum auszuwirken. Falls die in diesem Jahr beeindruckende Wachstumsrate der US-Wirtschaft von nominal rund 5.5% nachhaltig sein sollte, dann könnten die USA auch mit deutlich höheren Zinsen leben. Momentan zweifeln wir das aber an, da in diesem Jahr der Spezialfaktor Steuerreform Rückenwind bot und dieser Effekt im Verlaufe des 2019 auslaufen wird. Trotz allem ist damit zu rechnen, dass die Geldpolitik in den USA restriktiver wird. US-Präsident Trumps Attacken gegen die US-Fed sollten nicht auf die leichte Schulter genommen werden. Eine erfolgreiche und publikumswirksame Schuldzuweisung im Falle eines etwaigen Wirtschaftsabschwungs könnte das Vertrauen in die US-Notenbank schädigen. In Europa dürfte an der Zinsfront erst in der zweiten Jahreshälfte 2019 Bewegung kommen.

Erste Ergebnisse der US-Berichtssaison für das dritte Quartal stimmen optimistisch und die Erwartungen sollten insgesamt nochmals leicht übertroffen werden können. Die Spitze beim Gewinnwachstum dürfte erreicht sein und es ist mit einer Abflachung im 2019 zu rechnen, nicht nur aufgrund der wegfallenden Steuereffekte, sondern auch aufgrund der Strafzölle, steigender Löhne, potentiell höherer Energiekosten und höherer Zinsen.

Politisch stehen im vierten Quartal unter anderem ein geplanter Brexit-Sondergipfel der EU, Budgetrunden in Europa und die Zwischenwahlen in den USA an. Die Zwischenwahlen in den USA scheinen derzeit auf einen nachfolgenden „gridlock“ hinzudeuten, das heisst die Republikaner verlieren eine Parlamentskammer. Das würde eine Einschränkung der Handlungsfreiheit von Präsident Trump bedeuten. Wir haben aber gelernt, wie anders sich die finalen Resultate präsentieren können. Europa kommt momentan auch nicht recht zur Ruhe. Trotz Italiens Bekenntnis zur Europäischen Union ist mit weiteren Wortgefechten zwischen Rom und Brüssel im Rahmen der Genehmigung des italienischen Budgets zu rechnen. Die politischen Folgen nach der Wahlniederlage der CSU und der SPD in Bayern stehen noch aus, ohne dass man momentan von längerfristig nennenswerten Konsequenzen auf Wachstum und Gewinne in Deutschland ausgehen muss. Punkto Brexit-Abkommen zwischen Europa und Grossbritannien kristallisiert sich noch keine Lösung heraus. Ein ungeordneter Austritt Grossbritanniens per Ende März 2019 (in 5 Monaten) ist leider immer noch möglich.

Märkte

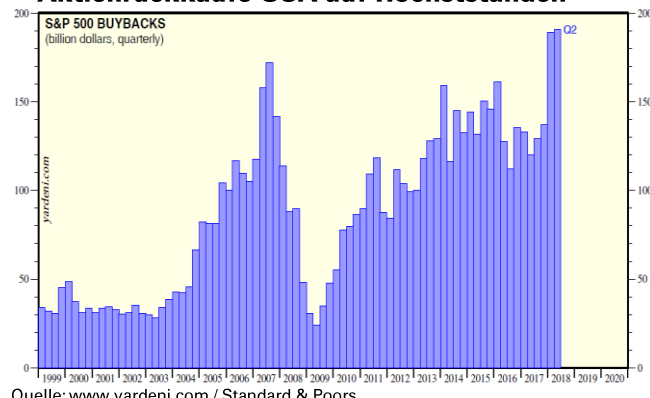
Zweite Aktienmarkt-Korrektur im laufenden Jahr

Nach einem überraschend positiven September setzten die Aktienmärkte anfangs Oktober zur zweiten Korrektur im laufenden Jahr an. Die Breite war bemerkenswert. In den USA weist derzeit im S&P 500 einzig der Sektor Versorger eine noch knapp positive Performance im laufenden Monat auf. Zu den grössten Verlierern gehörten für einmal die Technologie-Werte. Im europäischen Stoxx 600 liegen gar alle Sektoren im negativen Bereich, angeführt von den Industrie-, Finanz- und Technologiewerten. Aus markttechnischer Sicht ist der Stoxx 600 Ende September am gleitenden 200-Tage-Durchschnitt gescheitert, während sowohl der S&P 500 als auch die Nasdaq aktuell knapp unter dieser trendbestimmenden Marke notieren. Der Sektorindex S&P 500 Technologie kann sich gerade noch auf der 200-Tage-Linie halten. Unschön ist auch das zuletzt schwache Abschneiden von Aktien der klein- und mittelgrossen Unternehmen im Verhältnis zu den grosskapitalisierten Werten. Die langfristigen Aktienmarktrends sind noch intakt, aber mittlerweile recht deutlich angeschlagen. Auch Obligationen- und die Immobilienanlagen mussten Rückschläge hinnehmen. In der Vielzahl von Anlageklassen stechen die Edelmetalle und Rohstoffe in dieser Phase positiv hervor. Bei den Rohstoffen waren es weniger das Rohöl, das im Oktober seitwärts tendierte, sondern die Bereiche Erdgas, Nahrungsmittel und einzelne Industriemetalle. Gold war der eigentliche Gewinner in diesem Umfeld mit einer Oktober-Performance von +3% in USD und rund +3.8% in CHF bzw. EUR.

In unseren Augen könnte dies ein Indiz darstellen für mögliche weitere Kursbewegungen, wenn die vorhandenen rekordhohen Short-Positionen am Gold-Futures-Markt aufgelöst werden. Entsprechend positiv haben sich auch die Goldminenaktien entwickelt.

Angetrieben von Steuererleichterungen und der damit zusammenhängenden Repatriierung von Geldern aus dem Ausland sind die Aktienrückkäufe nordamerikanischer Unternehmen zu einem der wichtigsten Motoren für US-Aktien geworden. Vor allem Technologieunternehmen waren sehr aktiv. Ein Erlahmen der Aktienrückkäufe müsste als ein echtes Warnsignal interpretiert werden. Vielleicht ein Grund für die unterdurchschnittliche Entwicklung des Technologie-Sektors im Oktober.

Aktienrückkäufe USA auf Höchstständen



Quelle: www.yardeni.com / Standard & Poors

Quintessenz

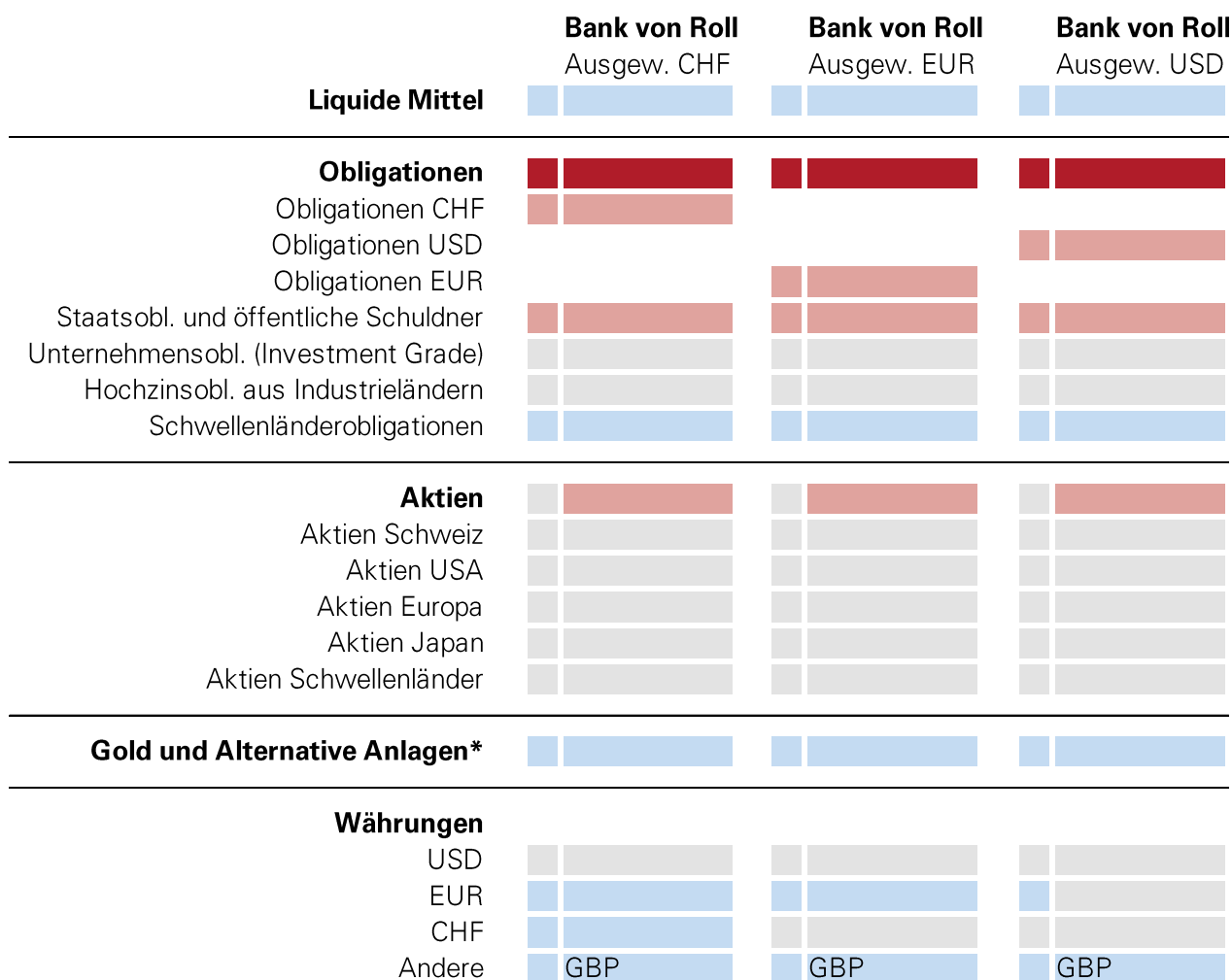
Steigende Anzahl von Risikofaktoren

Es ergibt sich für uns ein Bild, das ein sich verschlechterndes Chancen-Risiko-Verhältnis spiegelt. Keiner der verschiedenen Risikofaktoren isoliert betrachtet scheint die Kraft für einen Umschwung der Stimmung zu besitzen. In der Summe haben sich die Risiken für die globale Wirtschaft aber nochmals erhöht. So braucht es am Ende nur noch wenig, um eine Änderung herbeizuführen. Wirtschaftsprognosen sehen eine Abflachung des Wachstums, doch sagen Volkswirte nur selten eine Rezession voraus. Die in der Regel aufwärtsgerichteten langfristigen Trends der wichtigsten Aktienindizes erscheinen noch intakt, das markttechnische Bild hat sich aber eingetrübt. Wir sind deshalb der Meinung, dass es für eine nochmals leicht defensivere Ausrichtung der Portfolios nicht zu spät ist. Liquidität zu halten, um flexibel zu bleiben, und gewisse Umschichtungen in Aktien von Qualitätsunternehmen (geringe Verschuldung, wenig bis kein Goodwill, hohe Cash Flow-Rendite und kontinuierliche Dividendenpolitik) erscheinen sinnvoll. Gegen eine vollständige Aktien-Absenz sprechen immer noch die trotz nachlassender Dynamik ansprechende Wirtschaftslage und die guten Unternehmensgewinne. Bei Gold sollten Anleger klar übergewichtet bleiben.

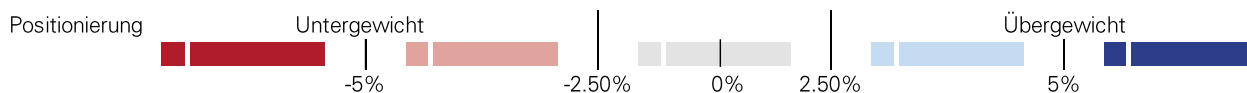
Asset Allokation (mit Veränderung gegenüber Vormonat)

Aktienquote = leicht untergewichten

Kleines Quadrat = Stand Vormonat; Grosser Balken = Soll Positionierung



Basis: Ausgewogenes Portfolio für einen Frankeninvestor



keine taktische und strategische Position

*) Enthält 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.