

Anlagestrategie November 2018

Die Zwischenwahlen in den USA endeten im Rahmen der Erwartungen. Die Aktien temporär erhöhen, aber verschiedene Risikofaktoren mahnen zu einem eher vorsichtigen Vorgehen.

Geopolitik

Zwischenwahlen USA im Rahmen der Erwartungen

Wie von uns und den meisten Marktteilnehmern erwartet, haben die Republikaner und somit US-Präsident Trump eine Parlamentskammer in den Zwischenwahlen verloren. Dieser sogenannte „Gridlock“ muss nicht per se negativ sein. Er dürfte aber zu zunehmendem Lärm und Auseinandersetzungen in der US-Politik führen. Das Risiko von länger dauernden „Government shut-downs“ (eine Stilllegung der Regierung) ist gestiegen. Hingegen rechnen wir nicht mit einem Absetzungsverfahren für Trump (impeachment). Trumps Wirtschaftspolitik profitierte bisher stark von den Steuerreformen. Angesichts der neuen Situation dürften weitere Steuerpakete vorerst nicht diskutabel sein, die bestehenden Steuererleichterungen aber auch nicht zurückgeführt werden. Deren Effekte werden wohl im Verlaufe des 2019 auslaufen. Ein möglicher positiver Aspekt könnten Infrastrukturausgaben darstellen. Trump konnte bisher trotz den grossspurigen Ankündigungen nur sehr wenig liefern. Hier einen Kompromiss mit den Demokraten zu finden erachten wir als möglich bzw. realistisch. Für die globale Wirtschaft ist die weitere Entwicklung bei den Handelsstreitigkeiten zentral. Wir gehen davon aus, dass Trump sich nicht substantiell in seiner bisherigen Strategie beeinträchtigt sehen wird. Mit dem Resultat der Zwischenwahlen fällt zwar ein Risikofaktor weg, die Gesamtrisiken für die globale Konjunktur haben sich dadurch aber nicht wesentlich verändert.

Makroökonomisches Umfeld

Abnehmende Dynamik der PMI / Italien im Fokus

Im Vergleich zum Vormonat hat sich die negative Dynamik in den Einkaufsmanagerindizes (PMI) weiter verfestigt. Die Ausnahme von der Regel sind die USA, deren PMI sich momentan noch von ihrer starken Seite zeigen. Diese dürften sich aber ab jetzt nicht mehr wesentlich nach oben entwickeln, sondern normalisieren. Das absolute Niveau der PMI ist mit einigen wenigen Ausnahmen trotzdem immer noch in einem Bereich, der Wachstum anzeigt.

Die Berichtssaison in den USA für das dritte Quartal verlief bisher sehr positiv. Der Höhepunkt des Gewinnwachstums mit einem Wachstum von knapp 25% gegenüber dem Vorjahr dürfte aber erreicht sein. Der erwähnte Rückenwind von den Steuererleichterungen wird abnehmen und das Wirtschaftswachstum sich abflachen bzw. normalisieren. Die Unternehmen werden mit höheren Kosten lernen müssen umzugehen, höhere Zinskosten, höhere Löhne, Strafzölle, etc. werden dafür verantwortlich sein. So haben die Produzentenpreise in den USA stetig zugenommen und übertreffen derzeit die Veränderung der Konsumentenpreise leicht. Eine solche Entwicklung dürfte sich negativ auf die Margen auswirken. So hat sich auch Goldman Sachs jüngst geäussert, dass sie ein Abflachen des Gewinnwachstums erwarten.

Zur Inflation gibt es keine wesentlichen Neuigkeiten zu berichten. Zuletzt wieder sinkende Energie- und Rohstoffpreise sollten sich dämpfend auf die Inflationserwartungen auswirken. Die Löhne in den USA steigen nun etwas stärker, befinden sich mit +3.2% im Jahresvergleich aber noch unter der kritischen Marke von +4%. In Europa liegt die Inflationsrate jetzt ebenfalls auf Zielkurs. Die US-Fed lässt sich von Äusserungen seitens Trump nicht beirren und schreitet im Erhöhungszyklus voran. Ein nächster Schritt wird in der Dezember-Sitzung angekündigt werden. Falls der politische Lärm in den USA zu gross wird, rechnen wir damit, dass die US-Fed zumindest eine Pause im Zinserhöhungszyklus machen wird.

In Europa enttäuschen derzeit die PMI für Italien. Im Oktober sind die Werte sowohl für das verarbeitende Gewerbe als auch für den Dienstleistungsbereich unter die Schwelle von 50 auf einen Wert von 49.2 gefallen und deuten somit auf eine schwache wirtschaftliche Entwicklung hin. Die Abschwächung innerhalb eines Jahres ist beeindruckend. Noch im Februar lagen die Werte auf Augenhöhe mit dem Rest der EU. Heute notieren sie rund 3 Punkte für das verarbeitende Gewerbe bzw. rund 4 Punkte für den Dienstleistungssektor unterhalb des EU-Durchschnitts. Nebst einer allgemeinen Abflachung in Europa ist dies aber als deutliches Verdicht und ein Vertrauensverlust der Wirtschaft in den eingeschlagenen Kurs der im Frühjahr neu eingesetzten populistischen Koalitionsregierung zu werten. Der Streit mit der EU um das Budget

dauert weiter an. Das geplante Defizit bewegt sich mit aktuell geplanten 2.3% unter dem 3%-Kriterium des EU-Stabilitätspakts, nur hatte die Vorgängerregierung eine Reduktion auf 0.8% für 2019 zugesagt angesichts einer vergleichsweise bereits sehr hohen Gesamtverschuldung. Investoren beurteilen die Entwicklung ebenfalls kritisch, was sich in steigenden Risikoprämien von italienischen gegenüber deutschen Staatsanleihen ausdrückt. Diese liegen aktuell bei rund 3%, deutlich höher als noch zu Beginn des Jahres, aber auch deutlich niedriger als während der EUR-Krise 2011. Die steigenden Renditen bedeuten tiefere Obligationen-Kurse, was wiederum den italienischen Banken schadet, die hohe Bestände an Staatsanleihen halten. Die Anzeichen mehren sich nun, dass die Spannungen innerhalb der Koalition in verschiedenen Themenbereichen wachsen. Umfragewerte zur Zustimmung zur Regierung sind immer noch auf recht hohen Niveaus, doch die Wahrscheinlichkeit eines Auseinanderbrechens der Koalition und von Neuwahlen steigt. Trotz den ansprechenden Renditen auf italienischen Staatsanleihen lassen wir die Finger davon.

Bei den Brexit-Verhandlungen konnten Unterhändler eine Einigung erzielen. Bis zu einem finalen Abschluss sind aber gerade in Grossbritannien noch einige politische Hürden zu nehmen. Ein ungeordneter Austritt Grossbritanniens per Ende März 2019 ist immer noch möglich. Ein Knackpunkt bleibt die Grenze zwischen Irland und Nordirland. Nur eines ist sicher: Die Zeit wird knapp.

Wir erachten das Rezessionsrisiko für die verschiedenen Regionen immer noch als moderat. Die Aussagen verschiedener Marktteilnehmer und Wirtschaftszeitungen sehen das Risiko einer Rezession im Jahr 2020 aber steigen ausgehend von den Hauptrisikofaktoren Geldpolitik, Handelsstreitigkeiten und globale Verschuldung.

Märkte

Langfristige Aktienmarktrends noch intakt, aber angeschlagen / USD profitiert derzeit

Im laufenden Jahr spiegeln die Preisbewegungen der regionalen Aktienindizes die wirtschaftliche Entwicklung recht gut. Aus einer markttechnischen Sicht sehen wir insgesamt immer noch intakte langfristige positive Marktrends, die momentan aber unterschiedlich stark angeschlagen sind. Bemerkenswert ist die negative Divergenz des sogenannten Smart-Index zum Dow-Jones. Der Smart-Index misst die Markttätigkeit des „cleveren Geldes“ gegenüber den mehr emotional getriebenen Marktteilnehmern. Dies kann als negatives Signal interpretiert werden. Innerhalb der Sektoren zeigen derzeit vor allem die defensiven Segmente eine Outperformance. Der Technologie-Sektor als bisheriger „Star-Performer“ zeigt ein sich abschwächendes

Momentum. Die Bewertungen bewegen sich in den USA am oberen Rand der Bandbreite, während sie für Europa oder die Schwellenländer weiter günstig erscheinen.

In der Vergangenheit folgte auf die Zwischenwahlen in den USA sowie während des dritten Amtsjahres des US-Präsidenten jeweils eine sehr ordentliche Aktienmarktpformance. Unterstützt wird derzeit das Bild von einem noch positiven globalen Wirtschaftsausblick und zu erwartenden guten Unternehmensgewinnen für 2019 bei einer nachlassenden Dynamik. Gerade in Europa liegen ferner die erzielbaren Dividendenrenditen bei Aktien immer noch deutlich höher als die Obligationenrenditen bzw. es lässt sich weiterhin keine positive Real-Rendite mit Nominalwerten erzielen.

Währungsrisiken sollten derzeit nicht forciert werden. Der USD profitiert von der oben beschriebenen politischen Verunsicherung und der hohen Renditedifferenz insbesondere gegenüber dem EUR oder dem CHF. Doch sprechen zu erwartender steigender politischer Lärm in den USA, Kaufkraftparitäten sowie die immer grösser werdende Verschuldung und das sogenannte Doppel-Defizit der USA auf mittlere bis längere Frist eher für einen schwachen USD.

Der Goldpreis neigte nach der schönen Erholung im Oktober anfangs November leicht zur Schwäche. Gerade für Anleger in Europa bleibt Gold angesichts der negativen Realrenditen eine echte Alternative. Aber auch im Verhältnis zu den Aktien ist Gold zunehmend attraktiver.

Quintessenz

Saisonalität, Fundamentaldaten und Risikofaktoren halten sich die Waage

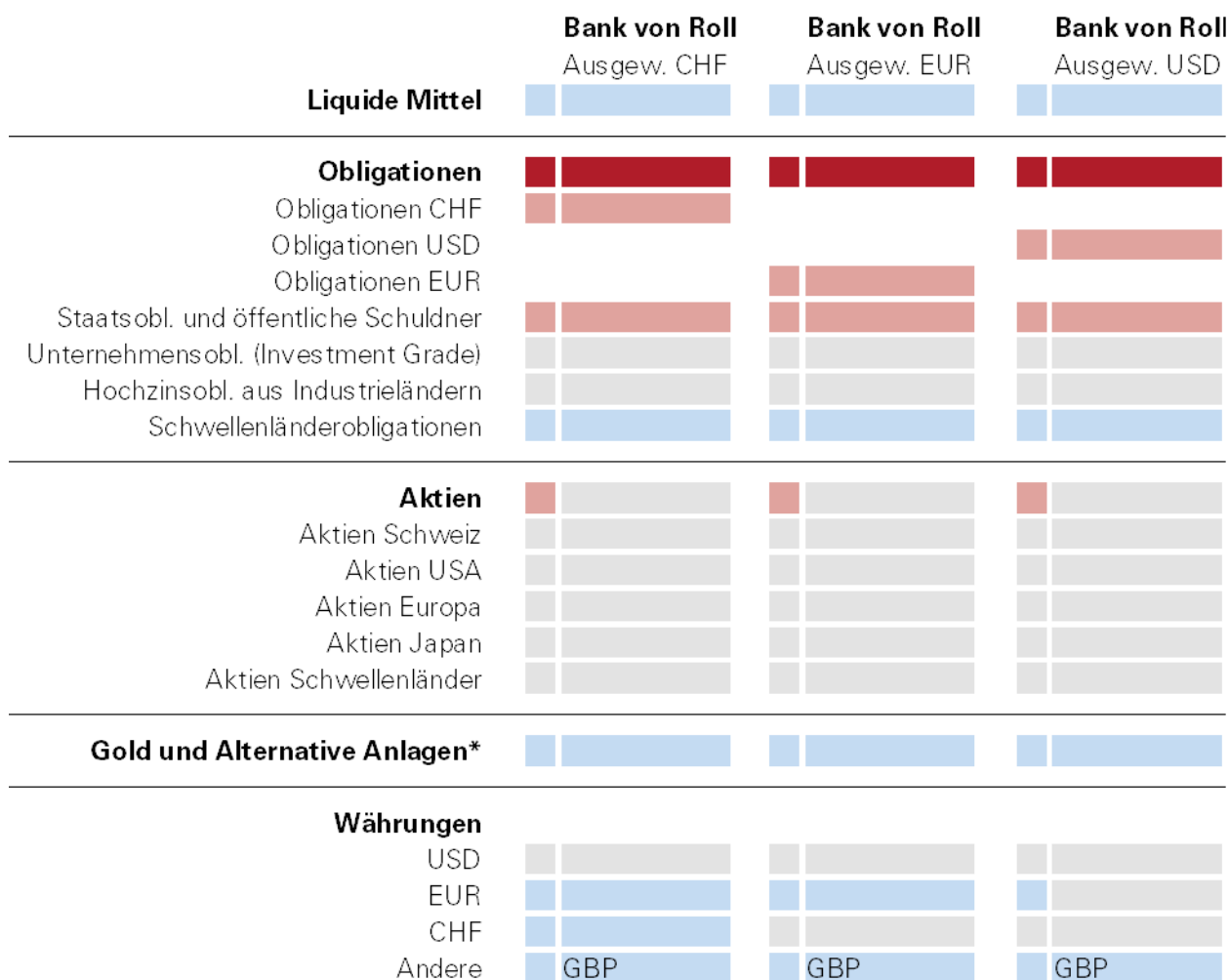
Aus der Saisonalität und den Fundamentaldaten liesse sich durchaus ein „Bull-Case“ für Aktien ableiten und würde für eine mindestens neutrale Aktienquote sprechen. Gerade im europäischen Tiefzinsumfeld bieten dividendenstarke Aktien von Qualitätsunternehmen eine bedeutende Mehrrendite. Risikofaktoren aus der restriktiver werdenden Geldpolitik, den Handelsstreitigkeiten, dem oben erwähnten politischen Umfeld, der globalen Verschuldung und einem Wirtschaftszyklus, der sich dem Ende nähert und der durch eine abnehmende Wachstumsdynamik der Wirtschaft und der Unternehmensgewinne gekennzeichnet ist, stimmen aber vorsichtig. In der Summe halten sich Chancen und Risiken die Waage.

Nach Wegfall des Risikos aus den Zwischenwahlen kann man eine Erhöhung der Aktienquote zumindest temporär wieder ins Auge fassen. Über eine neutrale Allokation würden wir aber aufgrund der Risikofaktoren nicht gehen. Breites Marktexposure in grosskapitalisierten Werten oder krisenresistente Qualitätsaktien bieten sich dafür an.

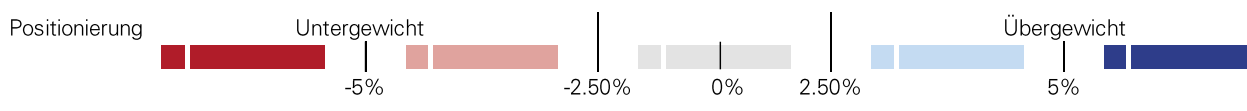
Asset Allokation (mit Veränderung gegenüber Vormonat)

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.