

# **Perspektiven für Finanz- und Kapitalmärkte**

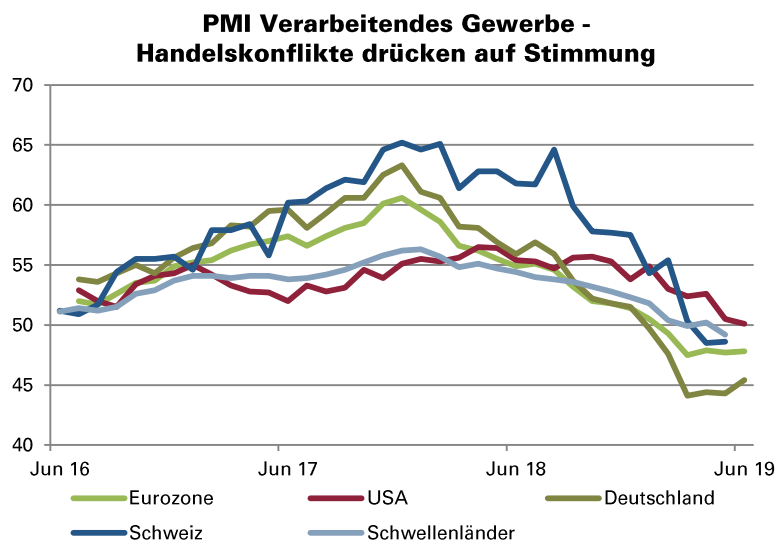
## **Rückblick und Ausblick 2. Semester 2019**



## Rückblick 1. Semester 2019

### Konjunktur – Eintrübung wegen Handelskonflikten

Der noch immer andauernde **Wirtschaftsaufschwung geht als längster in die neuere Geschichte ein** und Experten prognostizieren ein fortgesetztes Wachstum. Eine Verunsicherung, erzeugt durch die von den USA hervorgerufenen **handelspolitischen Spannungen**, und eine **Konjunktur, die in einem fortgeschrittenen Stadium** ist und sich langsam dem Zyklusende nähert, führten zu einer Abkühlung der globalen Wirtschaft. Dies ist in den vielbeachteten Einkaufsmanagerindizes (englisch Purchasing Managers Indices, PMI) und Konjunkturprognosen immer deutlicher erkennbar. Die PMI in den USA, die sich lange Zeit dank der schuldenbasierten Steuerreform von anderen Regionen der Welt entkoppelt hatten, haben nun ebenfalls korrigiert und notieren noch knapp über der Marke von 50, dem Schwellenwert, der zwischen wirtschaftlicher Expansion und Kontraktion unterscheidet. Nach einem Lageraufbau in den Vorquartalen überrascht diese wieder schwächere Entwicklung in den USA nicht. Global haben wir es mit einer **Schwäche des verarbeitenden Gewerbes als Hauptleidtragender der Handelskonflikte** zu tun. Beunruhigend tiefe Werte weist das verarbeitende



Quelle: Reuters / eigene Darstellung

Gewerbe in Deutschland aus. Der aktuelle Indexstand von 44.3 Punkten liegt aktuell klar unter der Grenze von 50. Somit schrammt dieser Teil der deutschen Wirtschaft, der einen Anteil am Bruttoinlandprodukt von rund 30% besitzt, derzeit ganz knapp an einer Rezession vorbei. Der **Dienstleistungssektor kann die Schwäche des verarbeitenden Gewerbes bisher kompensieren**, womit der PMI zur Gesamtwirtschaft sich auf einem noch akzeptablen Niveau bewegt. Europa, als eine recht stark im internationalen Handel engagierten Wirtschaftsregion, kann nach einer ausgeprägten Schwächephase eine gewisse Stabilisierung attestiert werden. Der relativ schwache Euro und der niedrigere Ölpreise könnten gerade für die europäische Konjunktur positiv wirken und wieder zu besseren Zahlen führen. Auch die Schweiz als offene Wirtschaft leidet unter der Entwicklung. So hat das Konjunkturforschungsinstitut der ETH Zürich (KOF) die Wachstumsschätzung für 2019 von 1.6% auf 1.0% reduziert. Der Internationale Währungsfonds (IWF) hat zuletzt die Erwartungen für das weltweite Wirtschaftswachstum mit Hinweis auf die Handelskonflikte gedämpft, geht aber weiter von einer positiven Entwicklung der globalen Konjunktur aus. Es besteht das Risiko, dass sich das globale Wachstum gegenüber den letzten Schätzungen vom April 2019 (für 2019: 3.3%, für 2020: 3.4%) nochmals um mehr als ein halbes Prozent verringern könnte. Dies wären die tiefsten Wachstumsraten der letzten 30 Jahre. Das grösste Wachstum unter den grossen Regionen erwartet der IWF im asiatischen Raum.

Es ist nicht von der Hand zu weisen, dass die globale Konjunktur verschiedene Warnsignale aussendet. Die noch vorsichtig **optimistischen Prognosen setzen jedoch voraus, dass es zu keiner**



**weiteren Eskalation im Handelsstreit zwischen den USA und China oder beim Konflikt USA-Iran kommt.** Nach einer Phase von positiven Fortschritten ist die Rhetorik von US-Präsident Trump im Mai allerdings wieder aggressiver geworden, um den Verhandlungsdruck auf seine Gegenparteien – von Partnern kann man aktuell kaum mehr sprechen – zu erhöhen. Das bilaterale Treffen zwischen China und den USA am Rande des G20-Gipfels Ende Juni konnte die Wogen im Handelsstreit zumindest etwas glätten. Sorge bereiten auch die zunehmenden Spannungen im Golf von Oman bzw. der für die Ölversorgung enorm wichtigen Strasse von Hormus. Die **Europa-Wahlen** haben zu keinen wesentlichen Änderungen geführt und können insgesamt als „pro-Europa“ interpretiert werden. Der unsägliche **Brexit** wurde wie von uns erwartet verschoben. Die Nachfolge von Premierministerin May ist offen. Die Wahlen finden im Verlaufe des Juli statt und es läuft derzeit auf die Berufung des europakritischen und auf einen raschen Brexit drängenden Boris Johnson hinaus. Die britischen Konservativen scheinen für den Brexit auch grössere Opfer erbringen zu wollen. Ohne die gesamte britische Politik wird es aber nicht gehen.

### **Geldpolitik – Umkehr von der Umkehr, Notenbanken geniessen hohes Vertrauen**

Selten zuvor hat ein US-Präsident sich derart in die Geldpolitik der Zentralbank US-Fed einzumischen versucht. Die Forderung nach tiefen Zinsen scheint erhört worden zu sein, jedoch nicht aus den gleichen Gründen, wie Trump sich dies zurechtlegt, sondern aus den falschen Gründen. Die **US-Fed** hat unseres Erachtens zum richtigen Zeitpunkt auf die sich abschwächenden Konjunkturindikatoren **reagiert**. Sie fühlte sich veranlasst, zumindest einen Stopp beim eingeleiteten Regimewechsel hin zu einer restriktiveren Geldpolitik zu machen und den Märkten ein Zeichen von Flexibilität zu geben. In der Juni-Sitzung **signalisierte** sie sogar **Zinssatzreduktionen für das zweite Semester**. Auch die Inflationserwartungen haben sich zuletzt wieder reduziert. Dies ist eine sehr spannende Angelegenheit mit Bezug auf die verhängten Strafzölle in den USA. Strafzölle und eine Abschottung des Heimmarktes führen (zumindest theoretisch) für die Konsumenten im Heimmarkt zu einer Verteuerung der importierten Güter und Dienstleistungen und somit zu mehr Inflation. Die Strafzölle werden in Form höherer Preise durch die Unternehmen weitergegeben und eine Abschottung schränkt das Angebot an Gütern ein. Die Märkte scheinen das gegenwärtig etwas anders zu beurteilen, da wie erwähnt die Inflationserwartung momentan im Sinken begriffen ist. Es wäre nicht das erste Mal, dass den Unternehmen die Weiterreichung höherer Kosten an die Konsumenten verboten werden würde (zuletzt 1970 unter US-Präsident Nixon), wenn auch nur temporär. Die möglichen finalen Konsequenzen wären gravierend, so ein erhöhtes Risiko einer Stagflation, das heisst das gleichzeitige Auftreten von bestenfalls wirtschaftlicher Stagnation und hoher Inflation.

### **Geopolitische Risikolandschaft 2019**

- „America First“ / Handelsstreit / Merkantilismus (USA – China, USA – Iran, USA – Nordkorea)
- Brexit verschoben
- Angeschlagene Regierungen europäischer Länder
- Saudi Arabien / Mittlerer Osten
- Populismus
- Globale Verschuldung
- Geldpolitisches Neuland und neue „Ideen“

In Europa sind der **Europäischen Zentralbank EZB aufgrund der relativ schwachen wirtschaftlichen Dynamik die Hände gebunden**. Eine mögliche Zinserhöhung wurde mindestens auf die zweite Jahreshälfte 2020 verschoben. In einem seiner letzten Auftritte vor dem Wechsel an der Spitze der EZB im Oktober signalisierte Mario Draghi wie Jerome Powell von der US-Fed nochmals Flexibilität. Die bisherige IWF-Chefin Lagarde wurde als Nachfolgerin von Draghi nominiert. Dies deutet auf eine



Fortführung der lockeren Geldpolitik hin. Ebenso wichtig für die zukünftige geldpolitische Richtung der EZB wird aber auch die Zusammensetzung der stimmberechtigten Kommissionsmitglieder sein.

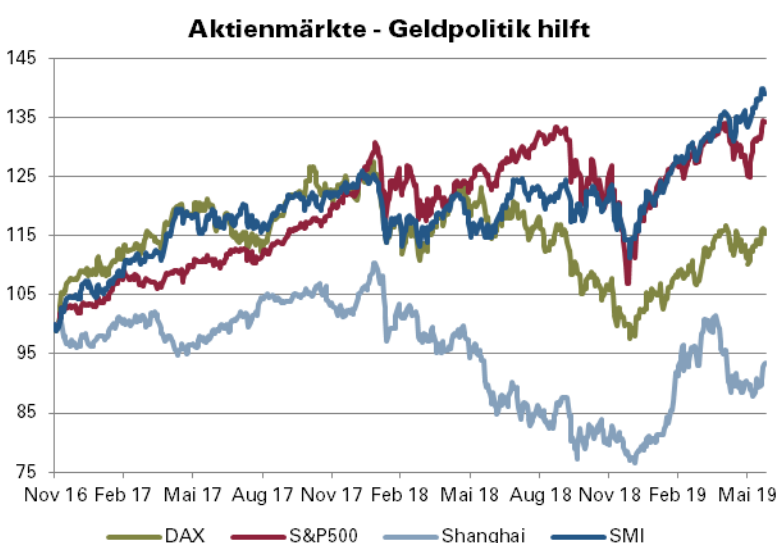
Die Kommunikation der EZB lässt wieder einmal die **Befürchtung japanischer Verhältnisse** mit unbegrenzt tiefen Zinsen aufkommen. In Japan hält das Umfeld extrem niedriger Zinsen bereits rund 20 Jahre an, während Europa ins vierte und wohl auch fünfte Jahr mit vergleichbaren Verhältnissen gestartet ist. Leider haben die jeweiligen Regierungen die von der EZB gekaufte Zeit noch nicht richtig genutzt, um überfällige Strukturreformen umzusetzen und die Bankbilanzen nachhaltig von schlechten Schulden zu bereinigen. Zeugnis dafür ist die unterdurchschnittliche Entwicklung europäischer Bankaktien, von denen wir in unserer Anlagestrategie keine halten. Positiv ist, dass – mit wenigen Ausnahmen und im Gegensatz zu den USA – die Staatsschulden im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung nicht noch weiter gestiegen sind und eine gewisse Budgetdisziplin erkennbar ist. So erwirtschafteten einige Staaten, allen voran Deutschland und die Schweiz als nicht-EU Land, in der guten Konjunktur sogar Überschüsse. Dies bietet einen gewissen fiskalpolitischen Spielraum, der genutzt werden könnte. An der Tatsache, dass sich die Schweizerische Nationalbank SNB im Schlepptau der EZB befindet, hat sich nichts geändert und wird sich wohl auch vorläufig nichts ändern.

Somit kann konstatiert werden, dass das **monetäre Umfeld in Europa wie auch in den USA und China konjunkturfreundlich bleibt**. Das Vertrauen in die Geldpolitik verharrt vorerst auf hohem Niveau. Japanische Verhältnisse in Europa sind aber nicht ganz auszuschliessen.

### Finanz- und Kapitalmärkte

Nach einem doch überraschend schwachen Jahr 2018 erholten sich praktisch alle Anlageklassen deutlich, allen voran die sogenannten Risikoanlagen wie **Aktien**. Auslöser war der oben erwähnte Marschhalt der US-Fed, in dessen Folge sich die Zinsen gerade in den USA wieder deutlich ermässigten. Positiv wurde auch der Entscheid zur Verschiebung des Brexit aufgenommen. Sehr wahrscheinlich spielt auch eine gewisse Saisonalität eine Rolle, da das dritte und das vierte Amtsjahr von US-Präsidenten mit einer sehr hohen Wahrscheinlichkeit positive Renditen am Aktienmarkt bringen. Vor allem die Geldpolitik konnte so wieder einmal die Finanz- und Kapitalmärkte über

Wasser halten, nachdem diese im Jahr 2018 unter der Last einer nachlassenden wirtschaftlichen Dynamik und mannigfaltigen geopolitischen Risiken unterzugehen schienen. Wir hatten darauf hingewiesen, dass die Aktienmärkte im 2018 eine hohe Rezessionswahrscheinlichkeit eingepreist hatten. Dies schien zumindest für den Moment übertrieben gewesen zu sein.

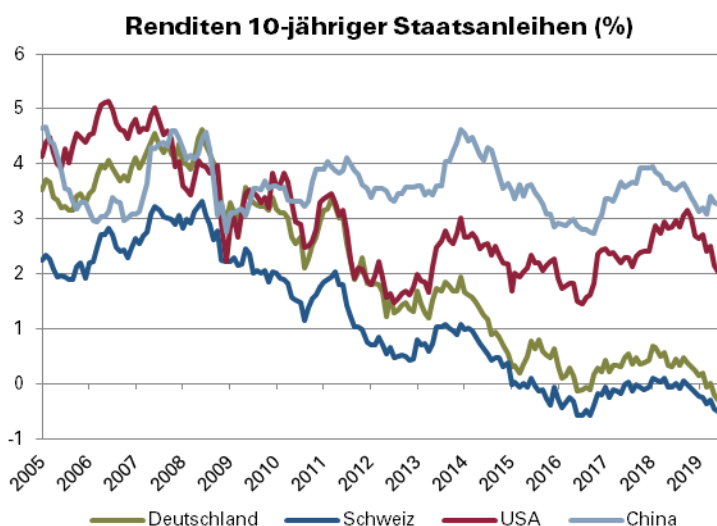


Quelle: Reuters / eigene Darstellung

Die Entwicklung der Länderindizes grosskapitalisierter Werte ist im laufenden Jahr relativ homogen. Bei Betrachtung der Performance



einzelner Sektoren fällt auf, dass Technologie ein anhaltend hohes Momentum genießt, gefolgt von Sektoren, die von einer tieferen Inflation profitieren und/oder eine nachhaltig gesicherte Dividende zahlen können, das heisst Unternehmen aus dem Bereich Basisverbrauchsgüter und aus den Bereichen Grundstoffe, Bau und Industrie. Mühe hatten Aktien aus den Sektoren Energie, Rohstoffe, Banken und Telekommunikation. Hier können sektorspezifische Problemfelder angeführt werden: sinkende Ölpreise aufgrund hoher Lagerbestände in den USA, Handelskonflikte beim Sektor Rohstoffe, sinkende Zinsen bei den Banken und die Versteigerung von 5G-Lizenzen im Sektor Telekommunikation. Nach Abschluss der Versteigerungen dürfte der Sektor wieder an Attraktivität



Quelle: Reuters / eigene Darstellung

(noch) ohne etwas an den Leitzinsen geändert zu haben. Die Rendite für 10-jährigen US-Staatsanleihen fiel von den Höchstständen im Oktober um knapp 1.0% auf noch 2.1%. Die Rendite der 10-jährigen deutschen Staatsanleihen fiel wieder unter die 0.0%-Marke, was für die 10-jährigen Eidgenossen schon seit längerem gilt. Sinkende Zinsen heisst steigende Obligationenpreise. So können im laufenden Jahr praktisch alle Obligationenmärkte mit einer attraktiven Performance aufwarten. Da sich die Kreditrisikoprämien ebenfalls wieder einengten, weisen hochriskante Obligationen (sogenannte „High-Yield Bonds“) zusammen mit den ultra-langen Laufzeiten die beste Performance auf, gefolgt von Schwellenländer-Obligationen. Die sinkenden Inflationserwartungen liessen nur eine unterdurchschnittliche Entwicklung für inflationsgeschützte Obligationen zu. Trotz der rekordtiefen Zinsen zieht der Ausblick auf ein möglicherweise weiteres Sinken dieser die Anleger in die Obligationen. Die UBS berichtete, dass in der Woche vom 5. Juni über USD 17 Mrd in globale Obligationen flossen, der zweithöchste je verzeichnete wöchentliche Zufluss. In der selben Woche zogen Anleger rund USD 10 Mrd aus globalen Aktienfonds ab, womit seit Jahresbeginn stolze USD 155 Mrd. aus diesem Segment abflossen.

Die US Öl-Lagerbestände befinden sich auf dem höchsten Stand seit zwei Jahren. Dies lastet derzeit auf dem **Ölpreis**. Eine Eskalation der fragilen Situation im mittleren Osten kann den Preis jederzeit sprunghaft ansteigen lassen. Die Schwäche des Kupferpreises passt in das momentan von Unsicherheit geprägte Bild. Andere **Rohstoffe** wie die Stahlpreise oder die Eisenerzpreise sind durch Spezialsituationen beeinflusst. So haben sich nach einem Lageraufbau mit steigenden Preisen im Vorfeld der Strafzölle die Stahlpreise wieder deutlich reduziert, während die Preise für Eisenerz aufgrund eines Unfalls in Brasilien deutlich anzogen. Rohstoffe dürften im Fokus der internationalen

gewinnen. Die Unternehmensergebnisse im ersten Quartal waren gut und die Unternehmen konnten mehrheitlich die (reduzierten) Erwartungen übertreffen, was ebenfalls zur Beruhigung beitrug. Die Nervosität an den Aktienmärkten gemessen am Volatilitätsindex VIX stieg im Mai wieder leicht an, liegt aber immer noch unter dem langfristigen Trend.

Die Notenbanken haben allein durch ihre Kommunikation die **Zinsen** deutlich sinken lassen,



Handelskonflikte bleiben. So kündigte China als grösstes Erzeugerland an, im Bereich der für die Technologie-Unternehmen wichtigen sogenannten seltenen Erden Massnahmen zu ergreifen.

Der **Goldpreis** durchlief bis Mitte Juni eine als normal einzustufende saisonale Entwicklung. Zu Beginn des Jahres verzeichnete das Gold gewohnt starke Preissteigerungen. Nach einer zwischenzeitlich schwächeren Phase konnte der Goldpreis dann wegen der sinkenden Zinsen und der erhöhten geopolitischen Spannungen wieder deutlich an Wert gewinnen. Im Juni wurde die seit über 5 Jahren bestehende chart-technische Widerstandslinie bei USD 1350 erneut ins Visier genommen und am 20.6.2019, auch auf Basis des Tagesschlusskurses, überschritten. Die Wahrscheinlichkeit eines nachhaltigen Ausbruchs aus dem mehr als 5-jährigen Seitwärtstrend hat sich somit deutlich erhöht. Wir sind überzeugt, dass Gold entsprechendes Aufwertungspotential bei begrenztem Abwärtsrisiko besitzt. Nicht nur chart-technische sondern auch fundamentale Gründe wie eine erwartete rückläufige Produktion aufgrund mangelnder Investitionen in den vergangenen Jahren und einer anhaltend hohen Nachfrage von Notenbanken aus Schwellenländern sprechen dafür.

### Gold: Über 5-jähriger Seitwärtstrend wohl beendet



Die Kursveränderungen bei den **Währungen** waren insgesamt recht ereignislos. Die meisten Valuten bewegten sich seitwärts in relativ engen Bändern. Schwellenländerwährungen, von denen einige im letzten Jahr gegenüber dem USD besonders hart getroffen wurden, fanden zwischenzeitlich einen gewissen Boden, nahmen dann aber wieder den leichten Abwärtstrend auf.

## Ausblick

### Konjunktur

Das Treffen zwischen den Präsidenten **Chinas und der USA** am Rande des G20-Treffens Ende Juni wurde genauestens verfolgt. Das Ergebnis konnte die tiefen Erwartungen erfüllen. So kam es zu keiner weiteren Eskalation, aber auch nicht zu einem wirklichen Durchbruch. Die Ergebnisse könnte man als **Burgfrieden** oder Waffenstillstand bezeichnen. Dies hilft die Lage vorerst etwas zu beruhigen, obschon damit zu rechnen ist, dass die Streitigkeiten weitergehen. Den zweiten Brennpunkt bilden die Spannungen zwischen den USA und dem Iran, welche zuletzt laufend





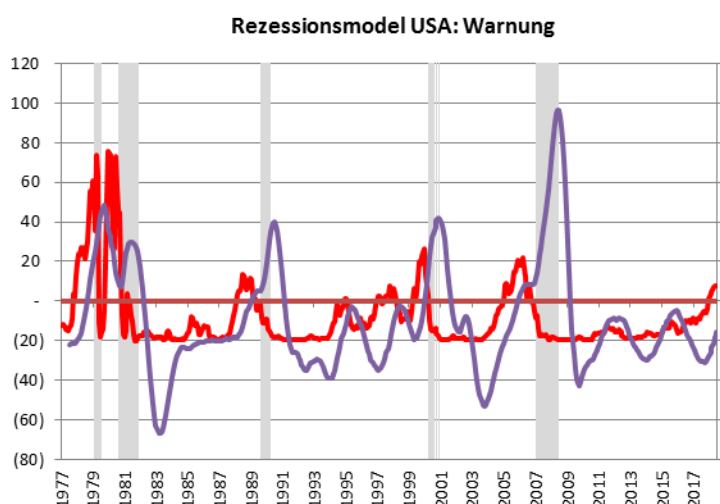
zunahmen. Die Attacken auf Tankschiffe im Golf von Oman sind undurchsichtig; die US-Regierung hat den Iran bereits als Angreifer verantwortlich gemacht. Der Abschuss einer US-Drone wurde vom Iran bestätigt; die Frage bleibt, über welchem Hoheitsgebiet dies geschah. Beide Faktoren können im Falle einer negativen Entwicklung das Wirtschaftswachstum nochmals deutlich drosseln. Der Schlüssel liegt in beiden Fällen bei US-Präsident **Trump**. Er **bleibt unberechenbar**. Um wiedergewählt zu werden, muss er zumindest bis zum Wahltermin im Spätherbst 2020 ein positives Wirtschaftsumfeld und gute Börsen vorweisen können. Dies sollte das Risiko von Eskalationen reduzieren. Historisch sorgten jeweils Kriege und Krisen für rekordhohe Zustimmungswerte bei US-Präsidenten (und hohe Inflationsraten). Falsch würden wir und die meisten liegen, wenn Trump diesen Weg geht. Völlig ausschliessen können wir diese Option leider nicht.

### Konjunkturprognosen: Reduzierte Wachstumsraten

	Wachstum	Inflation	Zinsprognose	
Eurozone	+1.0%	1.2%	EZB-Hauptref.	-0.1%
USA	+2.4%	1.6%	Fed-Funds Rate	2.0%
Industrieländer	+1.6%		10-j. Bund	-0.5%
Schwellenländer	+4.5%		10-j. US-Tr.	1.5%
Welt	+3.3%		10-j. Eidgen.	-0.3%
Schweiz	+1.0%	0.5%		
Deutschland	+0.7%			

Quelle: IWF, M.M.Warburg, KOF

Die **Wachstumsrate des Wirtschaftsaufschwungs war bisher unterdurchschnittlich**. Dies lässt auch hoffen, dass eine mögliche Rezession entsprechend mild ablaufen wird. Das heisst: geringe und relativ kurz verlaufende Wirtschaftskontraktion und geringer Anstieg der Arbeitslosigkeit. Ein solches Szenario könnte mit noch vertretbaren geld- und fiskalpolitischen Massnahmen begleitet werden.



Quelle: Reuters / eigene Darstellung

aufgeblähten Notenbankbilanzen nochmals ausgeweitet, was das bisher vorhandene Vertrauen in diese Institutionen erschüttern könnte. Kein Wunder werden neue Geldtheorien

Das Szenario einer tiefergehenden und länger dauernden Rezession (wozu unseres Erachtens ein externer Schock notwendig wäre, siehe oben) würde sowohl die Geld- als auch die Fiskalpolitik vor enorme Probleme stellen. Die Zinsen in den USA sind in den letzten Rezessionen am kurzen Ende um rund 5.0% und am langen Ende um rund 3.8% gesunken. Das würde auch in den USA Negativezinsen bedeuten und die Zinsen in Europa wohl noch tiefer ins Negative reissen. Die schon



entwickelt wie die „Modern Monetary Theory“ (MMT), die mehr oder weniger offen das Geld drucken zur Finanzierung von Staatsschulden propagiert. **Unser Basisszenario bleibt ein sogenanntes „Soft-Landing“, tieferes Wachstum in den Jahren 2019 und 2020 ohne einen deutlichen Wachstumseinbruch.** Wir rechnen zumindest für das laufende Jahr mit keiner Rezession trotz einer gestiegenen Wahrscheinlichkeit. Die Prognoserisiken sind aber aus den oben erwähnten Gründen hoch.

### **Obligationen / Währungen**

Experten streiten sich derzeit, ob die Kommunikation der US-Fed bereits eine Zinssatzreduktion im Herbst voraussagt oder ob nur Flexibilität signalisiert wurde. Die Obligationenmärkte behielten in ihren Einschätzungen bisher meist recht, was eine weitere Zinssatzreduktion im Verlaufe des Herbsts bedeuten würde. Die Wende von der Wende wäre dann Tatsache. Wir rechnen damit, dass die **Zinsen vor allem in den USA sinken, während sie in Europa stabil gehalten werden.** In erster Linie hätte dies **Konsequenzen auf das Währungsgefüge.** Wir sähen dann einen sich abschwächenden USD, was von einer Anzahl Experten auch so prognostiziert wird. Anfangs Juni machte der EUR erste Ansätze, um aus der Lethargie gegenüber dem USD auszubrechen. Dies wäre auch für die Währungen und Wirtschaften aus den Schwellenländern ein gewisser Segen und US-Präsident Trump könnte einen weiteren Erfolg vorweisen (erneut aus den falschen Gründen). So absurd es klingen mag: Die Aussicht auf tiefere Zinsen macht Obligationen selbst bei diesen rekordtiefen Zinsniveaus wieder attraktiver. Wir haben deshalb die Obligationenquote wieder leicht angehoben, wobei wir wie üblich auf Qualität, Transparenz und Liquidität bzw. Flexibilität achten. Die vielbeachtete Zinsstrukturkurve ist in den USA in vereinzelt Bereichen invers und deutet auf wirtschaftliche Schwierigkeiten, nicht aber zwingend auf eine unmittelbar anstehende Rezession hin.

### **Aktien**

Die wohl wichtigsten Einflussfaktoren für die Aktienmärkte sind die Unternehmensergebnisse bzw. die Erwartungen zukünftiger Gewinne. Die **Unternehmen müssen gute Zahlen liefern, um die recht hohen Erwartungen zu erfüllen.** Damit die Erwartungen der Analysten erfüllt werden können, ist für den Rest des Jahres zum Teil ein zweistelliges Gewinnwachstum vonnöten. Vor allem in Europa und den USA scheinen diese Erwartungen immer noch ambitioniert, weshalb Enttäuschungen im laufenden Jahr möglich sind. Nach den starken Gewinnanstiegen im vergangenen Jahr liegt die Messlatte in den USA am höchsten. Hinzu kommt die oben erwähnte Frage, ob die US-Unternehmen die Strafzölle an die Konsumenten weitergeben können bzw. dürfen. Der weiteren Entwicklung der Unternehmensergebnisse und den Erwartungen muss im momentanen Umfeld deshalb noch stärkeres Augenmerk als üblich gegeben werden.

Nach der Bewertungskorrektur im Jahr 2018 und der starken Erholung im laufenden Jahr sind die **Aktienmärkte insgesamt noch einigermaßen fair bewertet.** Längerfristige Bewertungskennzahlen wie das Shiller-KGV deuten auf eine anhaltend hohe Bewertung des US-Aktienmarktes hin. Die europäischen Märkte erscheinen dagegen relativ günstig und preisen viel Negatives ein, da sie einen höheren Anteil traditioneller und international verzahnter Industrien aufweisen. Nebst der höheren Bewertung macht in unseren Augen aber auch die **Möglichkeit sinkender Aktienrückkäufe** den US-Markt etwas verwundbarer. Die tiefen Zinsen bleiben ohne Zweifel eine Stütze für die Aktienmärkte, denn die Gewinnrenditen der Unternehmen übertreffen die erzielbaren Obligationenrenditen recht deutlich. Besonders ausgeprägt ist diese Konstellation in Europa. Angesichts eines gemischten Bildes mit Aufwärts- als auch Abwärtsrisiken erachten wir eine **neutrale Positionierung mit einem Fokus**





auf dividendenstarke Qualitätstitel sowie einer regional soliden Diversifikation als vertretbar. Trotz der Turbulenzen sollten Aktien aus den Wachstumsregionen Asiens nicht gemieden werden. Ein weiteres Wachstumsthema ist der Bereich Lithium und Batterien, wo zumindest bei damit zusammenhängenden Aktien endlich der Boden erreicht zu sein scheint.

### Bewertungskennzahlen – Bewertungen noch ok nach den Kursgewinnen im Jahr 2019

Index	Whrg.	Div. Yield	FCF Yield	PE 2019	PE 2020	EV/EBITDA	P/B	ROE	
Schweiz	SPI SWISS PERFORMANCE IX	CHF	3.03	5.74	18.31	16.58	13.27	2.18	12.98
	SWISS MARKET INDEX	CHF	3.26	6.14	16.99	15.46	12.50	2.68	12.91
	SPI SML & MID COMP INDEX	CHF	2.51	4.90	21.52	18.92	13.08	0.99	11.37
Europa	Euro Stoxx 50 Pr	EUR	3.65	7.15	14.18	12.85	8.82	1.63	9.80
	STXE 600 € Pr	EUR	3.71	5.34	14.58	13.37	9.00	1.80	10.91
	DAX INDEX	EUR	3.30	0.84	13.78	12.31	7.86	1.58	9.98
	MDAX PERF INDEX	EUR	2.57	3.43	18.98	16.96	13.59	1.83	10.39
	OMX STOCKHOLM 30 INDEX	SEK	4.18	2.82	14.41	14.72	10.00	2.22	17.51
	FTSE 100 INDEX	GBP	4.68	4.95	13.14	12.14	7.54	1.76	11.53
	CAC 40 INDEX	EUR	3.34	4.79	14.66	13.31	8.84	1.61	8.90
	IBEX 35 INDEX	EUR	4.58	20.25	12.20	11.22	8.11	1.30	9.88
	FTSE MIB INDEX	EUR	4.65	0.67	10.79	10.02	6.35	1.11	9.13
USA	S&P 500 INDEX	USD	1.96	4.36	17.89	16.17	12.12	3.46	16.04
	NASDAQ COMPOSITE INDEX	USD	1.13	3.42	24.22	20.81	14.85	3.76	11.07
	RUSSELL 2000 INDEX	USD	1.62	0.74	24.88	19.78	12.73	2.15	3.52
NIKKEI 225	JPY	2.08	3.14	15.67	14.95	8.36	1.64	10.29	
Schwellenländer	MSCI EM	USD	2.97	6.76	13.03	11.47	8.94	1.58	11.94
	SHANGHAI SE COMPOSITE	CNY	2.64	10.94	11.82	10.61	8.60	1.51	10.36
	HANG SENG INDEX	HKD	3.64	13.87	11.27	10.46	9.00	1.26	11.72
	BRAZIL IBOVESPA INDEX	BRL	3.43	8.45	12.74	11.23	7.28	2.16	11.72
	MOEX Russia Index	RUB	6.55	13.42	6.21	5.89	4.34	0.90	16.58
	Nifty 50	INR	1.56	0.61	18.85	16.05	11.25	2.99	11.91
	MSCI WORLD VALUE INDEX	USD	3.67	5.42	12.90	11.96	9.04	1.64	10.63
	MSCI WORLD GROWTH INDEX	USD	1.43	3.84	21.97	19.49	13.51	4.51	18.84
	MSCI World Large Cap	USD	2.60	4.76	16.09	14.68	10.67	2.47	13.42
MSCI WORLD SMALL CAP	USD	2.36	1.92	19.09	16.42	14.48	1.79	5.00	
MSCI WORLD	USD	2.53	4.63	16.34	14.90	10.87	2.43	12.87	

Quelle: Bloomberg / eigene Darstellung

**Markttechnisch** sehen wir eine **fortgesetzte Seitwärtsbewegung** und somit eine gewisse Orientierungssuche an den meisten Aktienmärkten. Die bisher gerade in längerfristigen Charts erkennbare stark überkaufte Situation wurde teilweise abgebaut. Aufgrund von unterschiedlichen politischen und ökonomischen Unsicherheiten ist immer wieder mit Rückschlägen zu rechnen. Informationen, egal ob im Nachhinein falsch oder richtig, werden atemberaubend schnell in den Märkten verarbeitet, sei es in Form von Kursveränderungen des Gesamtmarktes oder in Form von Sektorrotation.



## Strategische Eckpunkte für das 2. Semester 2019

- Für das Jahr 2019 rechnen wir mit keiner globalen Rezession. Wir befinden uns in der Spätphase des laufenden Konjunkturzyklus. Grösste Gefahr ist ein akzentuierter Handelskrieg oder eine Eskalation im Nahen Osten. In den USA dürfte der Lagerzyklus hemmend auf das Wirtschaftswachstum wirken. In Europa und Asien könnte sich das konjunkturelle Bild wieder leicht aufhellen. Fiskalpolitik könnte wieder an Bedeutung gewinnen. Die Prognoserisiken bleiben hoch.
- Die Trendwende bei den Zinsen wurde verschoben. Die Geldpolitik bleibt vorerst unterstützend, da auch die Inflation keine Sprünge macht. Wir rechnen mit einer Zinssatzreduktion in den USA. Die Gefahr von geldpolitischen Fehlern nimmt zu und zunehmender politischer Einfluss auf die Geldpolitik ist gerade in den USA erkennbar. Wieder sinkende Zinsen blenden das Problem der global hohen Verschuldung aus.
- Politische Unsicherheiten sowie die handelspolitischen Spannungen werden die nächsten Monate prägen.
- Nach der starken Erholung an den Aktienmärkten befinden wir uns kurzfristig in einer gewissen Konsolidierung, wobei die Tendenz für den Rest des Jahres insgesamt freundlich bleiben sollte.
- Volatilitätsschocks sind angesichts einer sich verknappenden Marktliquidität und dem sehr hohen Anteil von Computer-Handel (Algorithmen, „High Frequency Trading“, etc.) möglich.
- Renditeerwartungen sollten angesichts der akkumulierten Kurszuwächse im laufenden Jahr, den dadurch wieder höheren Bewertungen und den sinkenden Zinsen nicht zu hoch angesetzt werden.
- Mit Blick auf die anhaltend komplexe Ausgangslage mit vielerlei möglichen Resultaten, empfehlen wir die Portfolios möglichst einfach zu gestalten und flexibel zu bleiben. **Wichtig in solch einem Umfeld ist, die langfristige Strategie im Auge zu behalten, sich bei der Auswahl der Finanzanlagen von den Kriterien Qualität, Transparenz und Liquidität leiten zu lassen und bei diesen Anlagen konsequent engagiert zu bleiben. Qualität wird und bleibt immer gesucht.**

## Ausblick Anlageklassen

**Aktien** Wir haben eine **neutrale Gewichtung** der Aktien. Die hohen Rezessionsbefürchtungen vom letzten Jahr treten nicht ein und haben zu der Erholung an den Aktienmärkten beigetragen. Die Geldpolitik wirkt momentan wieder unterstützend. Wir sind aber angesichts der mannigfaltigen Risiken und der weiter nachlassenden wirtschaftlichen Dynamik nicht euphorisch. **Defensive, grosskapitalisierte Aktien** von Unternehmen aus den industrialisierten Ländern **mit hoher Qualität** (i.e. Bilanz, Cash Flow) **und nachhaltigen Dividendenzahlungen** auch in einem schwierigen konjunkturellen Umfeld sind unsere Favoriten. Der Sektor Technologie ist aufgrund der Wachstumsperspektiven weiterhin als ein wichtiger Portfoliobaustein zu halten. Als Ergänzung bieten sich **Wachstumssegmente wie Elektromobilität (Lithium und Batterien), Medizintechnik oder auch Infrastruktur USA** an. **Energietitel** gehören als eine gewisse Absicherung bei stark steigenden Ölpreisen ebenfalls ins Portfolio. Ein Engagement in Schwellenländeraktien, insbesondere den



wachstumsstarken Regionen Asiens, ist angesichts deren zunehmender wirtschaftlicher Bedeutung gerade auf längere Frist absolut vertretbar.

**Obligationen** Trotz der rekordtiefen Zinsen sind wir den Obligationen gegenüber wieder **neutral** eingestellt. Obschon die Obligationen mit hohen Kreditrisiken beachtliche Zuwächse im laufenden Jahr erreichten, meiden wir diese Anlageklasse so weit wie möglich und bleiben bei Qualität, Liquidität und Flexibilität. Sinkende Inflationserwartungen wirkten negativ auf inflationsgeschützte Obligationen. Als Baustein für die Stabilisierung des Portfolios kann ein gewisser Anteil unseres Erachtens weiterhin gehalten werden. Die Beimischung von **Hartwährungs-Schwelmländer-Obligationen** ist sinnvoll.

**Währungen** Die **Währungsrisiken** empfehlen wir **eher gering** zu **halten**. Da wir mit einer gewissen Einengung der Zinsdifferenz zwischen dem USD und dem EUR rechnen, könnte der EUR wieder zur Stärke neigen. Eine Eskalation der geopolitischen Brennpunkte würde den USD stützen. Der CHF bleibt ein Hort der Stabilität.

**Gold** Gold als Versicherung und natürliche Währung macht für uns in diesem von Unsicherheit geprägten Umfeld absolut Sinn und wir empfehlen hier **übergewichtet** dabei zu **bleiben**. Die Wahrscheinlichkeit ist gross, dass der 5-jährige Seitwärtstrend nach oben durchbrochen wurde. Eine Gewichtung in Höhe von 10% des Portfolios, die sich aus vorwiegend physischem Gold zusammensetzt und mit Goldminenaktien ergänzt wird, erachten wir derzeit als opportun.

Redaktionsschluss: 4. Juli 2019

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar und ersetzt nicht eine kunden- und produktgerechte Beratung. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.



# Marktübersicht 2019

BANK VON ROLL

PRIVATBANK

Quelle: Reuters per 28.06.2019 / Aktienmärkte in Lokalwährung

<b>Volkswirtschaftliche Grössen</b>	<b>per</b>	<b>Stand</b>	<b>Stand Vj.</b>	<b>YTD</b>
US Konsumentenvertrauen Universität Michigan	30.06.2019	98.2	98.3	-0.1
ISM Verarbeitendes Gewerbe	30.06.2019	51.7	54.3	-2.6
ISM Nicht-verarbeitendes Gewerbe	30.06.2019	55.1	58.0	-2.9
US Leading Indicator Index	31.05.2019	111.8	111.3	0.5
ZEW Konjunkturerwartungen Eurozone	30.06.2019	-20.2	-21.0	0.8
IFO Geschäftsklimaindex	30.06.2019	94.2	97.2	-3.0
Case-Shiller Index Hauspreise USA	30.04.2019	215.7	212.7	3.0
<b>Währungen gg. CHF</b>	<b>per</b>	<b>Stand</b>	<b>Stand Vj.</b>	<b>YTD</b>
EUR	28.06.2019	1.1098	1.1254	-1.4%
USD	28.06.2019	0.9760	0.9814	-0.6%
GBP	28.06.2019	1.2399	1.2526	-1.0%
SEK	28.06.2019	10.5100	11.0800	-5.1%
JPY	28.06.2019	0.9045	0.8955	+1.0%
AUD	28.06.2019	0.6852	0.6905	-0.8%
<b>Währungen gg. EUR</b>	<b>per</b>	<b>Stand</b>	<b>Stand Vj.</b>	<b>YTD</b>
USD	28.06.2019	0.8797	0.8719	+0.9%
CHF	28.06.2019	0.9011	0.8886	+1.4%
GBP	28.06.2019	1.1169	1.1131	+0.3%
SEK	28.06.2019	0.0947	0.0985	-3.8%
JPY	28.06.2019	0.8153	0.7955	+2.5%
AUD	28.06.2019	0.6177	0.6150	+0.4%
<b>Aktienmärkte in Lokalwährung</b>	<b>per</b>	<b>Stand</b>	<b>Stand Vj.</b>	<b>YTD</b>
MSCI Industrialisierte Länder (USD)	28.06.2019	2'178.4	1883.9	+15.6%
MSCI Schwellenländer (USD)	28.06.2019	1054.9	965.7	+9.2%
Dow Jones (USD)	28.06.2019	26'600.0	23'327.5	+14.0%
S&P 500 (USD)	28.06.2019	2'941.8	2'506.9	+17.3%
Nasdaq Composite (USD)	28.06.2019	8'006.2	6'635.3	+20.7%
Russell 3000 (USD)	28.06.2019	1730.9	1472.1	+17.6%
Brasilien BOVESPA (BRL)	28.06.2019	100'967.2	87'887.3	+14.9%
DAX (EUR)	28.06.2019	12'398.8	10'559.0	+17.4%
Euro Stoxx50 (EUR)	28.06.2019	3'473.7	3'001.4	+15.7%
IBEX 35 (EUR)	28.06.2019	9'198.8	8'539.9	+7.7%
SP1 (CHF)	28.06.2019	11'977.4	9'830.1	+21.8%
SMI (CHF)	28.06.2019	9'898.2	8'429.3	+17.4%
FTSE (GBP)	28.06.2019	7'425.6	6'728.1	+10.4%
RTS (USD)	28.06.2019	1380.5	1066.1	+29.5%
Nikkei 225 (JPY)	28.06.2019	21275.9	20'014.8	+6.3%
China Shanghai Comp. (CYN)	28.06.2019	2'978.9	2'493.9	+19.4%
India BSE 30 (INR)	28.06.2019	39'394.6	36'068.3	+9.2%
Australia S&P/ASX200 (AUD)	28.06.2019	6'618.8	5'646.4	+17.2%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>	<b>per</b>	<b>Stand</b>	<b>Stand Vj.</b>	<b>YTD</b>
3-Monats Euribor	28.06.2019	-0.35%	-0.31%	-0.04%
10-jährige Bunds	28.06.2019	-0.33%	0.25%	-0.57%
10-Jahres EUR Swap	28.06.2019	0.17%	0.79%	-0.62%
3-Monats USD-Libor	28.06.2019	2.32%	2.81%	-0.49%
10-jährige Treasuries	28.06.2019	2.00%	2.69%	-0.69%
10-Jahres USD Swap	28.06.2019	1.95%	2.69%	-0.74%
3-Monats CHF-Libor	28.06.2019	-0.73%	-0.71%	-0.01%
10-jährige Eidgenossen	28.06.2019	-0.54%	-0.20%	-0.33%
10-Jahres CHF Swap	28.06.2019	-0.23%	0.26%	-0.49%
IBOXX Euro Government 3-5 Jahre	28.06.2019	209.5	205.9	+1.8%
REX Performance Index (Deutsche Staatsanleihen)	28.06.2019	497.8	488.8	+1.8%
IBOXX Euro Corporates 3-5 Jahre	28.06.2019	235.9	223.6	+5.5%
Swiss Bond Index AAA-BBB	28.06.2019	143.8	139.7	+2.9%
Emerging Markets Hard Currency in USD (ETF)	28.06.2019	112.8	103.3	+9.2%
Emerging Markets Local Currency in USD (ETF)	28.06.2019	46.2	43.1	+7.3%
CS High Yield Index II	28.06.2019	1358.4	1233.6	+10.1%
<b>Alternative Anlagen</b>	<b>per</b>	<b>Stand</b>	<b>Stand Vj.</b>	<b>YTD</b>
VIX-Index (Volatilität S&P500)	28.06.2019	15.1	25.4	-40.7%
RICI Commodity Index (Total Return, USD)	28.06.2019	189.8	176.0	+7.9%
Gold in USD/Oz	28.06.2019	1409.1	1282.7	+9.9%
Gold in CHF/kg	28.06.2019	1375.4	1258.3	+9.3%
Gold in EUR/Oz	28.06.2019	1239.2	1117.7	+10.9%
Silber in USD/Oz	28.06.2019	15.3	15.5	-1.1%
Rohöl Brent USD (Future)	28.06.2019	66.6	53.8	+23.7%
Kupfer (Future)	28.06.2019	270.6	262.8	+2.9%
Baltic Dry Index	28.06.2019	1354.0	1282.0	+5.6%
HFRX Global Hedge Fund Index (USD, ETF)	28.06.2019	92.4	88.9	+3.9%
LPX50 (Private Equity)	28.06.2019	2'507.3	1974.3	+27.0%

