

Anlagestrategie Mai 2018

Die Einkaufsmanagerindizes konnten sich nach einer Abschwächung stabilisieren. Das globale Wachstum bleibt vorerst robust. Steigende Schulden als zukünftige Herausforderung.

Makroökonomisches Umfeld

Nach durchzogenem ersten Quartal wieder bessere Einkaufsmanagerindizes

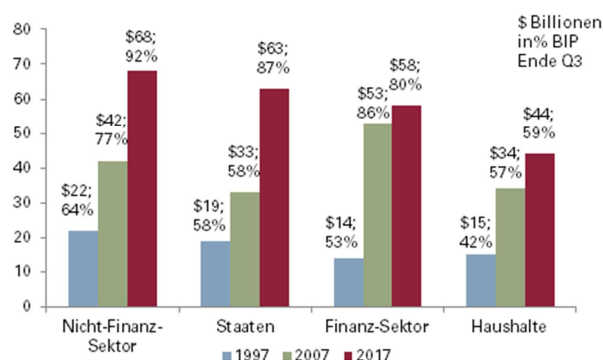
Die meisten Einkaufsmanagerindizes (PMI) zeigten nach einer eher schwachen Dynamik im ersten Quartal eine Stabilisierung an. Der globale, wirtschaftskraftgewichtete PMI hat sich dabei leicht von 53.3 auf 53.5 Punkte verbessert. Der absolute Stand der PMI liegt in der Regel noch immer recht deutlich über der 50-er Marke. Mit wenigen Ausnahmen (z.B. Italien) konnten gerade in Europa die Erwartungen nach einer Phase von Enttäuschungen wieder übertroffen werden. Einen der besten PMI-Werte zeigt die Schweiz; dieser notiert sogar in der Boom-Zone über 60. Insgesamt kann man weiter von einer soliden und synchronen Wirtschaftsentwicklung ausgehen. Das Erreichen von Kapazitätsgrenzen bei Personal und Kapital könnte aber zu einem gewissen Abflachen des Wachstums führen. Davon ist Europa weniger stark betroffen als zum Beispiel die USA. Unsere Konklusion ist, dass wir uns aus Sicht des Wirtschaftszyklus an der Schwelle zur Phase des Spätzyklus befinden. Der gesamte Aufschwung seit der Finanzkrise hält bereits beeindruckend lange an. Die erreichten Zuwachsraten präsentierten sich bisher aber unterdurchschnittlich. Deshalb könnte dieser Übergang ebenfalls etwas länger dauern als bei früheren Konjunkturzyklen mit rund 1.5 Jahren.

In den USA hat die Inflation die Zielmarke des US-Fed von 2% gemessen am sogenannten „PCE-Deflator“ erreicht. Die erwähnten Kapazitätsgänge könnten zu einem gewissen weiteren Anstieg führen. Bei den Lohnsteigerungen fehlte bisher ein materielles Wachstum. Wir gehen davon aus, dass die US-Fed ein Überschreiten über das anvisierte Ziel von bis zu 0.5% tolerieren wird, das heisst eine Inflationsrate gemäss US-Fed von 2.5%, was einem Anstieg des Konsumentenpreisindex („CPI“) von ca. 3% entsprechen würde. Ein darüberhinausgehendes Überschreiten erwarten wir aufgrund struktureller Faktoren (Technologie) weiter nicht. Sollten die Energiepreise nicht durch die Decke gehen, dann könnte sich die Inflation im zweiten Semester aufgrund von Basiseffekten beim Jahresvergleich sogar wieder abflachen.

Aus Sicht der geopolitischen Risiken sind einerseits die Entspannung in Korea und andererseits der unilaterale Ausstieg der USA aus dem „Atom-Deal“ mit dem Iran zu erwähnen. Wir bleiben bei unserer Sicht der Dinge, dass die Massnahmen der Trump-Regierung innenpolitischen Zwecken im Hinblick auf die „Mid-Term Elections“ dienen, die Ankündigungen die Verhandlungsbasis Trumps verbessern und das Aussenhandelsdefizit durch erhöhte Exporte von Waffen und Öl verkleinern helfen sollen. Erste Verhandlungen zwischen den USA und China brachten keine Erfolge. Dieses Thema könnte sich ab Ende Mai wieder akzentuieren. Die zunehmend protektionistische Wirtschaftspolitik von Trump bedeutet für uns immer noch das grösste Risiko für die ansonsten gut laufende Weltwirtschaft.

Ein bedeutendes Strukturproblem stellt die seit der Finanzkrise weiter angestiegene Verschuldung dar. Die grössten Schuldenzuwächse verzeichneten dabei die Unternehmen und die Staaten, während die Schulden des Finanzsektors und der Haushalte nur leicht anstiegen bzw. im Verhältnis zum Bruttosozialprodukt sogar leicht abnahmen (Entschuldung oder Deleveraging).

Steigende globale Verschuldung



Quelle: Altman / Independent UK mit Daten von IIF, BIS, IMF und Haver

Trotz der tiefen Zinsen hat sich die Kreditqualität der Unternehmen gerade in den USA laufend verschlechtert. So gibt es nur noch zwei Unternehmen mit einem AAA-Rating (Microsoft und Johnson&Johnson) und die Unternehmensanleihen, die im Bereich von BBB notieren, also dem geringsten Rating mit Investitionsqualität („Investment Grade“), hat massiv zugenommen

und übersteigt den Stand sowohl vor dem Platzen der Dot-Com-Blase als auch vor der Finanzkrise deutlich.

US-Unternehmen mit hohem Schuldenberg ohne Finanzsektor / blau: in Billionen USD (I.S.) / rote Linie in % BIP (r.S.)



Quelle: Finanz und Wirtschaft

Im Weiteren sind allererste Anzeichen erkennbar, dass in den USA der Schuldendienst der Firmen und der Haushalte (Hypotheken) sich wieder etwas schwieriger gestaltet. Angesichts der wie erwähnt gut laufenden Wirtschaft und den immer noch vergleichsweise tiefen Zinsen stellt die Entwicklung keine unmittelbare Bedrohung dar. Dies drückt sich in den anhaltend tiefen Risikoprämien für BBB-Obligationen, aber auch für die hochverzinslichen Obligationen („High Yield“) aus, die bisher kaum auf die höheren Zinsen oder die gestiegene Marktvolatilität an den Aktienmärkten reagiert haben. Trotzdem wird uns diese Entwicklung irgendwann einholen. An die Schuldner gerade aus den tieferen Rating-Regionen stellen wir deshalb erhöhte Ansprüche.

Geldpolitik / Zinsen

10-jährige US-Treasuries testen die 3%-Marke

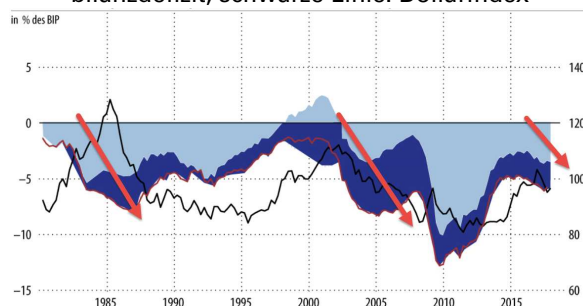
Die langjährigen Zinsen in den USA verharren seit Ende April bei 3%, während die kurzfristigen Zinsen im Bereich von 2.5% notieren. Diese bieten auf dem erreichten Niveau eine gewisse Anlagealternative. Die Zinsstrukturkurve ist weiterhin recht flach, aber noch einigermaßen deutlich von einer inversen Struktur entfernt. Wir gehen im Rahmen des Marktkonsensus von zwei weiteren Zinserhöhungen des US-Fed im 2018 aus (Juni und September bzw. Dezember). Ein dritter Schritt im Jahr 2019 würde wohl zulasten allfälliger Schritte im Jahr 2019 gehen. Somit ist das Risiko von Kursverlusten bei Obligationen im Jahr 2018 aus unserer Sicht nun limitiert und der Zielertrag dürfte sich im Rahmen der Coupons bewegen. Nur ein übermässiger Anstieg der Inflation würde eine deutliche Bewegung über 3% ermöglichen.

Der Anstieg der Zinsen in den USA hat im April auch die Zinsdifferenz zu anderen Märkten, insbesondere Europas, erhöht. Diese beträgt bei den 10-jährigen Obligationen jetzt rund 2.4%. Dies hatte positive Auswirkungen auf den USD, der kurzfristig stark zulegen konnte. Wir gehen davon aus, dass der Anstieg der Zinsen in den USA vor allem aufgrund von steigenden Inflationserwar-

tungen erfolgte. Eine relativ zu anderen Volkswirtschaften hohe Inflation in den USA zusammen mit dem steigenden Doppeldefizit spricht auf längere Frist für einen schwachen USD. Wir gehen davon aus, dass der USD noch etwas zulegen kann, bevor die belastenden Faktoren wieder an Relevanz gewinnen.

Zwillingdefizit spricht für schwachen US-Dollar

hellblau: Budgetdefizit; dunkelblau Leistungsbilanzdefizit; schwarze Linie: Dollarindex



Quelle: Finanz und Wirtschaft

Aktien

Solide Unternehmensergebnisse

Wie von uns erwartet konnten die Aktien im Verlaufe des Aprils zu einer Erholung ansetzen. Die Erwartung einer starken Q1-Berichtssaison wurde erfüllt. Selbst die hochgesteckten Ziele konnten in den USA von knapp 80% der Unternehmen übertroffen werden. Auf der schwächeren Seite lagen die Versorger und Telekom-Unternehmen, während der diskretionäre Konsum, Industrie, Grundstoffe und Technologie überzeugten. Nicht vollends hingegen konnten dies die Preisreaktionen der Aktien. Es scheint, als ob die sehr guten Resultate als Grund zum Verkaufen von Aktien genutzt wurden (sell on good news). Dies stimmt zu einer gewissen Vorsicht bezüglich der weiteren Entwicklung. Auch der Smart Money Flow Index sendet gewisse Warnsignale aus, wobei der Effekt von ETF-Flows nicht abschliessend geklärt werden kann. Trotz allem sind wir angesichts der soliden Wirtschaftslage und den guten Gewinnaussichten von dieser Anlageklasse weiterhin überzeugt.

Quintessenz

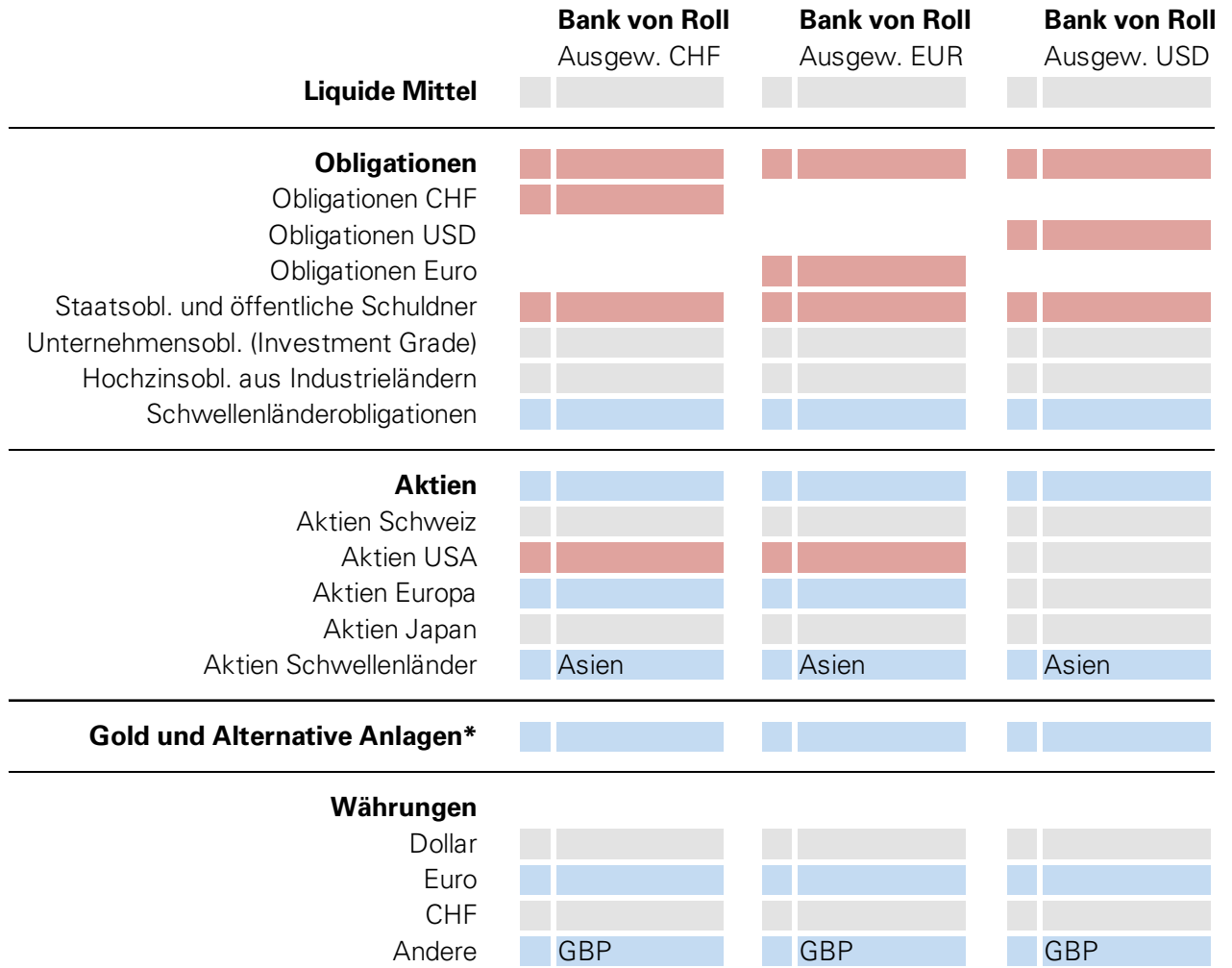
Aktien zumindest leicht übergewichten

An unserer Strategie einer zumindest leichten Übergewichtung der Aktien- und der Goldquote sowie einer leichten Untergewichtung der Obligationenquote haben wir nichts geändert. Eine Gesamtbetrachtung der verschiedenen Faktoren spricht weiterhin für die Aktien, während bei den Obligationen die Risiken steigen. Zwischenwahljahre in den USA waren historisch betrachtet volatil, boten aber auf mittelfristige Sicht gute Einstiegspunkte in die Aktien.

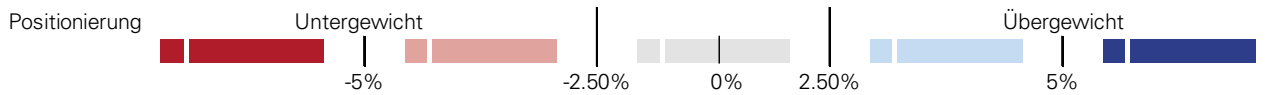
Asset Allokation (mit Veränderung gegenüber Vormonat)

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.

