

## BÖRSEN AUF REKORDSTÄNDEN UND ANLEGER BLEIBEN TROTZDEM SKEPTISCH.

Zwei unterschiedliche Geschichten:

An den Aktienmärkten wird anhaltendes Wachstum bei niedriger Inflation und akkomodierender Geldpolitik eingepreist.

Der Anleihenmarkt eskomptiert jedoch eine: pessimistische Entwicklung der Konjunktur – deshalb sind weitere Zinssenkungen und aggressivere Liquiditätszufuhr der Zentralbanken nötig.



## EINE VER-RÜCKTE WELT

9. JULI 2019

### AKTIEN- ODER ANLEIHENMÄRKTE – WER LIEGT RICHTIG?

Die Aktienindizes haben ein exzellentes erstes Halbjahr hinter sich. Der Dow Jones mit knapp 27'000 und der SMI mit über 10'000 Punkten notieren auf Rekordhochs. Die Anleger beäugen die Entwicklung jedoch anhaltend skeptisch. Stetig ist eine latente Angst vor größeren Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten vorhanden. Warum?

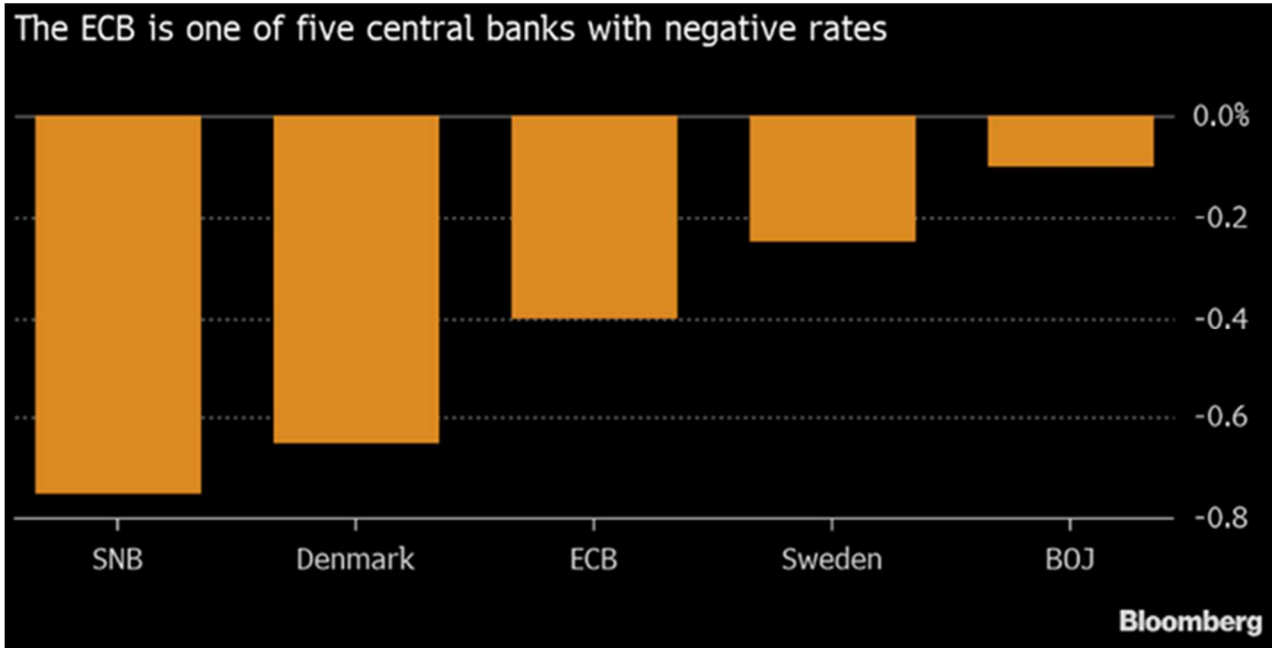
**Aktien- und Obligationenmärkte erzählen eine komplett andere Geschichte.** In einem sich klar abkühlenden konjunkturellen Umfeld haben mitunter interventionistische Manöver, geschickt platziert und vor allem durch Donald Trump über Twitter verbreitet, zu dieser einmaligen Situation geführt. Wir verzeichnen gleichzeitig neue Höchststände auf der Aktienseite, sowie Rekordniveaus der negativen Verzinsung von Obligationen.

Das erste Halbjahr 2019 wurde durch die weitere Eskalation im US-chinesischen Handelsstreit, sowie durch eines der spektakulärsten und schnellsten Wendemanöver einer großen Zentralbank geprägt. Die US-Notenbank hatte noch im Dezember davon gesprochen, dass sie die Geldpolitik im „Autopiloten-Modus“ weiter straffen werde. 6 Monate später kündigt nun dieselbe Fed an, dass sie angesichts der sich rapide verschlechternden Konjunkturstimmung bereit sei, die Zinsen demnächst zu senken. Ist der der Zentralbankenchef J. Powell, trotz angespannter Lage am Arbeitsmarkt, unter dem Druck von Trump eingeknickt?

Etliche Börsenindizes übertrafen jüngst ihre Höchststände und sind um rekordhohe Zuwächse im zweistelligen Bereich bis zu 20% angestiegen. Mitunter der SMI, der im 2019 bisher zu den Indizes mit den größten Avancen zählt. Gleichzeitig sind die Renditen auf der Fixed-income Seite auf neue Tiefstwerte gefallen. Eine ganz andere Geschichte also.

In Europa werfen mittlerweile **drei Viertel aller Staatsanleihen nur noch negative Renditen** ab. Weltweit handeln aktuell, gemäß Bloomberg, 25% der ausstehenden Staats- und Unternehmensanleihen mit negativer Rendite, d.h. ein Volumen von sagenhaften USD 1,4 Bio. Obligationen rentiert negativ.

Das ist nach den Höchstständen vom Sommer 2016 ein neuer Rekordwert und verdeutlicht den, durch die Zentralbanken hervorgerufenen Anlagenotstand.



In der Schweiz ist das Problem für Anleger noch extremer. Hier warf einzig der 30-jährige Eidgenosse, so heißen Staatsanleihen in der Schweiz, noch eine minimal positive Rendite von 0,02% (vor Gebühren) ab.

In der vergangenen Woche sind die Renditen nochmals gesunken. Parallel dazu sind auch die Inflationserwartungen zurückgegangen. D.h. die Realzinsen sind nicht effektiv oder im selben Verhältnis gefallen. Eine vertrackte Situation, die immer komplizierter wird, je länger sie andauert oder je stärker die Inflationserwartungen zurückgehen. Zeigt sich hier ein mögliches Ende der künstlichen Geldpolitik?

Mit der Ernennung von Christine Lagarde (aktuell Chefin des Internationalen Währungsfonds IWF) zur neuen EZB-Präsidentin haben die EU-Staats- und Regierungschefs eine hochgradig politische Person ausgesucht, welche als Juristin definitiv nicht als konservative Hüterin der geld- und fiskalpolitischen Stabilität bekannt ist.

Die NZZ betitelte ihre Ernennung am 4.7.19: „Das falsche Signal! Wer will unter diesen Umständen staatliche Ausgabenprogramme unter dem Deckmäntelchen „sinnvoller Infrastruktur-Investments“ noch ausschließen, indirekt finanziert mithilfe der Notenbanken?“

## DIE LIQUIDITÄTSFALLE

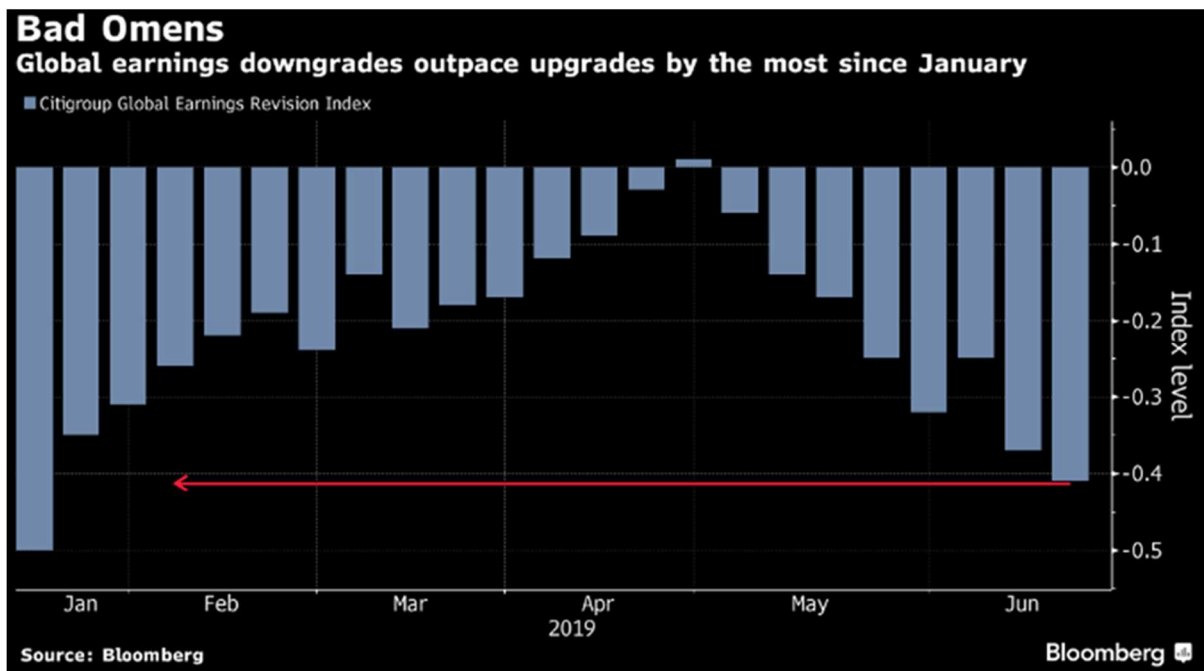
In diesem Zusammenhang sprechen unter anderem auch die Experten des Anleihenhauses Pimco davon, dass sich Europa bereits in der Frühphase einer Liquiditätsfalle befinde. Ein Begriff aus der keynesianischen Denkschule der Ökonomie, d.h. dass Europa in den kommenden zehn Jahren als Investitionsmarkt wegzubrechen droht. Japan ist diesen Weg bereits vorgegangen. Die Fiskalpolitik wird so zur neuen Geldpolitik. Pimco rechnet also damit, dass die EZB künftig einen Großteil, der im Rahmen einer expansiveren Fiskalpolitik, auszugebenden Staatsanleihen kaufen wird. Die bisherige, unkonventionelle Geldpolitik wird somit zur Normalität.

Kein Wunder haben die Edelmetalle und vor allem Gold in den letzten Wochen derart zugelegt.

**"LIQUIDITÄT IST ZWAR NICHT ALLES, ABER OHNE LIQUIDITÄT IST ALLES NICHTS"**

So in etwa lautet das Investorenmotto dieser Tage. Bei geöffneten Liquiditätsschleusen und Rekordtiefs von Unternehmens- sowie Hochzinsanleihen wächst der Anlagedruck. Damit bleiben Aktien mit stabilen Geschäftsmodellen und Dividendenrenditen von 2-3% weiterhin attraktiv. Deshalb sind defensive Aktien in den vergangenen 6 Monaten so gut gelaufen.

Der Risikoanteil der Kategorie Aktien wird derzeit, aufgrund des beherrschenden Szenarios, praktisch ausgeblendet. Ob dies mittelfristig richtig oder falsch ist, wissen wir nicht. Der folgende Chart lässt uns jedoch weiterhin vorsichtig bleiben.



Die Gewinnerwartungen für internationale Unternehmungen sind in den letzten Monaten drastisch nach unten revidiert worden. Zahlreiche Analysten erwarten aufgrund der ungelösten Handels- und Zollstreitigkeiten der USA mit China und Europa, weitere Gewinnrevisionen nach unten.

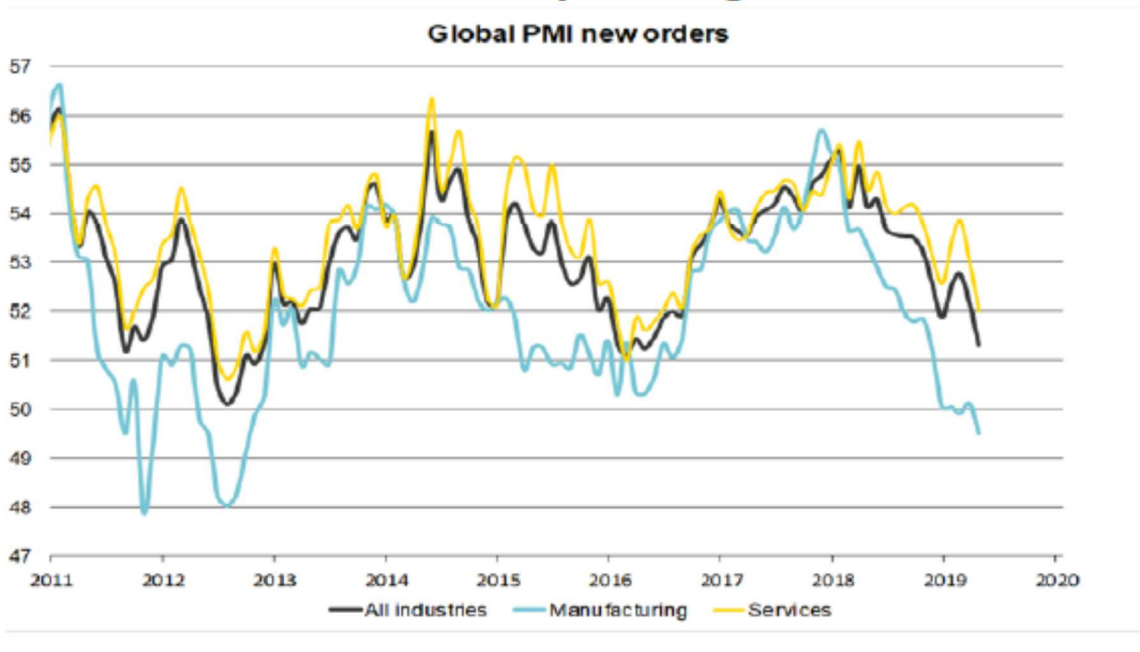
Fakt ist, dass die jüngsten Konjunkturindikatoren eine Wachstumsverlangsamung in den USA untermauern, obwohl die Juni- Arbeitsmarktzahlen die Markterwartungen übertroffen haben. Prompt haben auf diese positive Nachricht, die Börsen negativ reagiert, denn diese Zahlen gelten als Schlüsselvariablen für die US-Geldpolitik. Eine vorsorgliche Zinssenkung von 25 BP wird im Juli trotzdem wahrscheinlich bleiben, um eine ernsthafte Verschlechterung der wirtschaftlichen Aussichten in Amerika zu verhindern.

## EUROPÄISCHE INDUSTRIE BEREITS REZESSIV?

In Europa befindet sich der Industriesektor im anhaltenden Sinkflug. Seit 5 Monaten verharrt der PMI unter der Wachstumsschwelle von 50 Punkten und verzeichnet den zweittiefsten Wert der vergangenen 5 Jahre. Vor allem in Deutschland ist die Industrie fast schon in einer Rezession. Die reale Bruttowertschöpfung des Sektors ist gegenüber dem Vorjahr deutlich eingebrochen, wogegen sie bei den privaten Dienstleistungen noch stabil ist.

Der untenstehende Chart zeigt, dass seit 2018 die PMI's auch global (inkl. Schweiz und USA) stark gefallen sind.

## Global PMI new orders pointing lower (1)



1 Source: Vontobel Asset Management; Datastream (June 2019);

Neben der für Europa so wichtigen Automobilindustrie wird zunehmend der Maschinenbau, als zweiter Kernbereich der Industrie, in Mitleidenschaft gezogen. Als Ursache dafür werden die Handelsstreitigkeiten zwischen USA und China, sowie einen überaus schwachen Konjunkturverlauf im Reich der Mitte, gesehen.

## WELCHE GESCHICHTE SCHEINT NUN STIMMIG?

Die politischen Risiken bleiben vielfältig. Das „Postengeschachere“ in der EU oder die Brexit-Deadline gehören ebenfalls dazu. Ungeachtet des beim G-20-Gipfels vereinbarten „Waffenstillstands“ könnten jederzeit neue Zölle eingeführt werden. Die „hidden agenda“ von Präsident Trump wird das Weltgeschehen mitregieren. Es wird u.A. befürchtet der US-Präsident könnte sich zukünftig vermehrt um Europa

„kümmern“. Zunehmender Populismus, sowie nicht mehr verlässliche Rahmenbedingungen sind ebenfalls bestehende Unsicherheiten, welche ein Investor im Auge behalten muss.

Wir schliessen uns deshalb der Meinung von Bill Blain (Shard Capital) an, dass es den Notenbanken perfekt gelungen ist, die Finanzmärkte von der realen Wirtschaft zu lösen. Während die reale Welt offensichtlich ernüchtert, nervös und beunruhigt ist, gehen die Preise an den Finanz- und Immobilienmärkten durchs Dach. Weder Immobilienpreise, Aktienkurse, noch Anleihenrenditen widerspiegeln die wirtschaftliche Realität. Blain erwartet eine endlose Fortsetzung der ultralockeren Geldpolitik. Die Finanzwerte werden durch die massive quantitative Lockerung immer mehr verzerrt.

### **GOLD IST WIEDER GEFRAGT**

Der Goldpreis ist deshalb aus seiner Lethargie erwacht und hat mit USD 1400/OZ den höchsten Stand seit Mai 2013 erreicht. Zum Preisanstieg ebenfalls beigetragen haben die zunehmenden Spannungen, zwischen den USA und dem Iran, welche die Sorgen um eine militärische Auseinandersetzung im Mittleren Osten schüren. So sprechen momentan viele Faktoren dafür, dass das Umfeld für Gold positiv bleibt.

### **FAZIT:**

Für die Anlageallokation sehen wir „Risk-On“ weiterhin als opportun an, obwohl die Visibilität sehr begrenzt ist. Gegen die Zentralbanken zu wetten, scheint uns aktuell das grössere Risiko zu sein, als mit dem Liquiditätsstrom zu schwimmen. Es gibt je länger je weniger Alternativen zu den teils überbewerteten Realwerten.

Wir glauben deshalb, dass wir auch zukünftig richtig liegen, wenn wir unsere Strategie der vorsichtigen Diversifikation konsequent weiterführen. Unter Berücksichtigung von persönlichem Anlagehorizont und finanzieller Ziele unserer Kunden wählen wir einen Mittelweg zwischen Renditemöglichkeiten und Risiko.

Wir bleiben neben Positionen in alternativen Anlagen, sowie Edelmetallen, in der Kategorie Aktien neutral und in Obligationen untergewichtet investiert. Aus Stabilitätsgründen gewichten wir die Liquidität noch etwas überproportional, obwohl sie je länger je mehr klar wertvernichtend ist. Wir versprechen uns davon, in unsicheren Zeiten, das Risiko eines Portfolioteils abgrenzen zu können und sofort und flexibel auf Unwägbarkeiten agieren zu können.

Für Fragen oder weitere Auskünfte stehen wir gerne jederzeit unter +41 44 500 93 20 und/oder Email zur Verfügung.

Claudia Menzl

Quellen: Bloomberg, NZZ, ZKB, CS, UBS, Vontobel