

Anlagen **aktuell**

Handelskrieg zielt verstärkt auf Technologie-Führerschaft

Robuste US-Wirtschaft – einbrechende Börsenkurse

Weltweit sind die Aktienkurse in den letzten Monaten stark eingebrochen. Hauptursache dieser Entwicklung dürfte die wachsende Angst der Investoren sein, dass ein unkontrolliert geführter Handelskrieg zu einer beschleunigten globalen Wachstumsverlangsamung führen könnte. Zu hoffen ist, dass die sich abzeichnende Verlagerung vom Streit um Zolltarife auf einen Kampf um die globale Technologieführerschaft zu geringeren wirtschaftlichen Kollateralschäden führen wird.

Der Börsen-Bär ist los!

Bis im September dieses Jahres schienen weder ein eskalierender Handelskrieg, die Gefahr eines unkontrollierten Brexits, noch steigende US-Zinsen den US-Leitbörsen etwas anhaben zu können. Mittlerweile hat sich das Blatt an den Aktienmärkten rasant gewendet und der S&P500-Leitindex befindet sich mit Verlusten von mehr als 20% gegenüber dem Jahreshöchst in einem Bärenmarkt.

Nachdem Europa und auch China schon seit mehreren Monaten konjunkturelle Schwächezeichen erkennen lassen, ist in den letzten Wochen auch in den USA die Angst vor einer wirtschaftlichen Abschwächung stark gestiegen. Zwar ist die Arbeitslosigkeit mit rund 3.9% anhaltend auf rekordtiefem Niveau und die Konsumlust der Amerikaner im Weihnachtsgeschäft ungebrochen geblieben. Weit pessimistischer sehen dies Investoren an den US-Aktien- und Obligationenmärkten, wie die massiven Kursrückgänge und fallenden Renditen auf Staatsanleihen deutlich machen.

Die Angst vor einer globalen Rezession

Richtet man den Blick auf die Vergangenheit, lassen sich folgende Gründe für einen Bärenmarkt an den Aktienmärkten ausmachen: Rezessionsängste, Überbewertungen bzw. Kursblasen, extrem hohe Rohstoffpreise (Erdöl) und aggressive Zinssteigerungen der Notenbanken bzw. des US-FED.

Rohstoffpreise als auch das aktuelle Zinsniveau mit dem US-Leitzins bei 2.5% scheiden als Crash-Ursache im aktuellen Umfeld bislang wohl aus. Auch wenn man davon ausgeht, dass die Gewinnerwartungen der Analysten für die meisten Firmen immer noch zu hoch ausfallen, sind Aktien gemessen an historischen Bewertungen auf den aktuellen Niveaus angemessen bewertet.

Als wichtigste Begründung für die markante Schwäche an den weltweiten Aktienmärkten mag die Angst vor einer deutlichen Konjunkturabschwächung oder gar einer **Rezession** dienen. In der Tat sind starke Rückschläge an den Börsen ein sehr valabler Frühindikator für eine baldige Rezession, wobei die Aktienmärkte in der Vergangenheit allerdings die eine oder andere Rezession zu viel angezeigt haben. Dabei stellt sich auch die Frage nach dem Transmissionriemen, welcher im aktuellen Marktumfeld eine drastische konjunkturelle Abschwächung bewirken könnte?

Nachdem die letzte Rezession primär durch die von den USA ausgehende Finanzmarkt- und die nachfolgende Staatsschuldenkrise in Europa ausgelöst wurde, mag man sich fragen, **ob der aktuelle Handelsstreit das Potential birgt, eine ähnlich grosse Bremswirkung auf die globale wirtschaftliche Entwicklung auszuüben.**

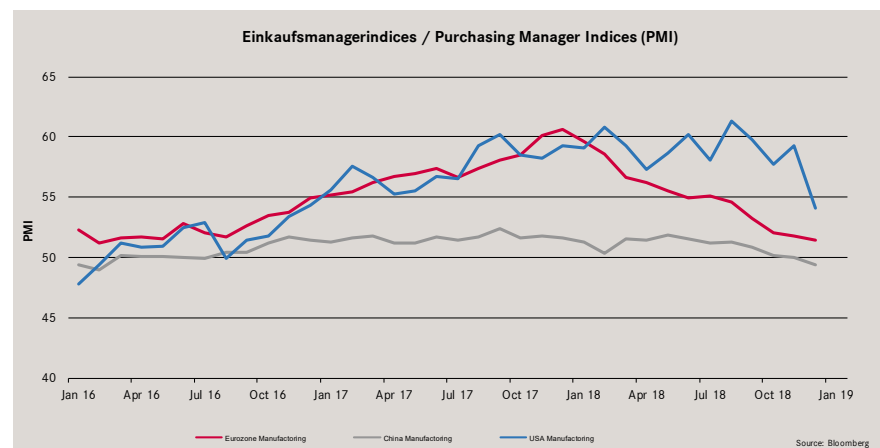
Kosten eines globalen Handelskrieges

Neuere Analysen von IMF, OECD und spezialisierten Analysefirmen machen deutlich, dass Prognosen über die Auswirkungen handelspolitischer Verwerfungen ausgesprochen schwierig sind. Immerhin lässt sich sagen, dass die maximal angedrohten

Zollerhöhungen die USA etwa 1% und China etwa 2% des Bruttosozialproduktes "kosten" würden. Wesentlich schwieriger sind die vielfältigen Sekundärwirkungen zu quantifizieren. Aufgrund der bisherig erhobenen Zollerhöhungen zeichnet sich ab, dass die globalen Wertschöpfungsketten globaler Unternehmen massiv gestört und einzelne Branchen wie etwa die US-Autoindustrie mit stark steigenden Kosten für aus dem Ausland bezogene Komponenten konfrontiert werden. Auch haben in Asien zahlreiche Firmen die Verlagerung ihrer Produktionsstätten weg von China beschleunigt. Der unsichere Ausgang des Handelskrieges führt zu hoher Investitionsunsicherheit und massiven Friktionen im globalen Handel. Hinzu kommt ein Anstieg der Inflation in den USA, welche das FED bewegen könnte, die Zinsen stärker als nötig anzuheben.

Je schlechter die Daten ausfallen, desto mehr dürfte der Druck steigen, eine Lösung im Handelsstreit zu finden. Es ist deshalb zu hoffen, dass die "Architekten" der "Made in America" Politik ihr Augenmerk verstärkt vom Zolltarifstreit auf das wichtigere, aber auch schwieriger zu lösende Problem des **erzwungenen Technologietransfers** und des **Immaterialgüterrechtsschutzes** richten. Allzu viel wird sich dabei aber nicht mehr erreichen lassen, da China mittlerweile in vielen Bereichen zu einem Innovations-Leader geworden ist. So hatte China 2017 einen Anteil von rund 40% an den weltweit angemeldeten Patenten im Vergleich zu den USA mit "nur" 20%. Immerhin dürfte eine selektiv auf die Technologieführerschaft ausgerichtete Politik weit **geringere konjunkturelle Bremswirkungen** als ein erratischer Zolltarifstreit entfalten.

Prof. Markus Ruffner



Abkühlung der Konjunktur

In den meisten Volkswirtschaften (Europa, Japan, China, England) hat sich die Konjunktur verlangsamt und der Welthandel verliert deutlich an Schwung. Erste Anzeichen einer Wachstumsabschwächung zeigen sich auch in den USA, wobei die aktuellen Zahlen nicht auf einen dramatischen Einbruch hinweisen: So sank der als verlässlicher Vorlaufindikator geltende US Purchasing Manger Index (PMI) des verarbeitenden Gewerbes im Dezember von 59.3 im Vormonat auf 54.1 Punkte. Werte über 50 weisen weiterhin auf ein stabiles Wachstum hin. Dennoch mehren sich die Stimmen, welche die amerikanische Wirtschaft vor einer deutlichen wirtschaftlichen Abkühlung sehen. Befürchtet wird, dass die expansive Wirkung der Steuerreform 2019 ausläuft und höhere Zinsen Bautätigkeit und Investitionen bremsen werden. Der von den USA vom Zaum gerissene Handelsstreit ist bei einzelnen Gütern mittlerweile auch für den amerikanischen Konsumenten in Form von Preiserhöhungen bei wichtigen Gütern sichtbar geworden. Dies führt zu einer höheren Teuerung, was wiederum die Notenbank zu weiteren Zinsschritten bewegen könnte. Dass die US-Wirtschaft nicht im Tempo von 2018 weiterwachsen kann, scheint unbestritten. Eine nüchterne Analyse möglicher Auswirkungen des Handelskriegs deutet allerdings wie eingangs dargelegt nicht darauf hin, dass deren Auswirkungen das Ausmass der Finanzkrise erreichen und es zu einer baldigen Rezession in den USA kommen muss. Ein Wachstumseinbruch in den USA auf deutlich unter 2% im Jahre 2020 erscheint aber durchaus möglich.

Der Konjunkturfrühling in **Europa** dauerte weit weniger lang als in Amerika. Auch

wenn die Beschäftigung (als nachlaufender Konjunkturindikator) in der EU weiter zunimmt, zeigte die Konjunkturentwicklung schon seit dem 2. Quartal 2018 Schwächezeichen. Dies gilt insbesondere auch für den europäischen Wirtschaftsmotor Deutschland, wo im 3. Quartal nicht zuletzt wegen der schwächelnden Automobilproduktion ein negatives Wachstum ausgewiesen wurde. Trotz drohendem harten Brexit und populistischen Strömungen in Italien und Frankreich, welche notwendige strukturelle Marktformen im Keime ersticken, rechnen wir in Europa im 2019 und 2020 mit Wachstumsraten um etwa 1.5%.

Wankt der chinesische Koloss?

Von grosser Bedeutung für das globale Wachstum und insbesondere das Wohl der asiatischen Staaten wird die weitere Entwicklung in China sein. Von den Folgen des Handelskrieges am stärksten betroffen ist ohne Zweifel China, wobei man sich fragen mag, ob das Land der Mitte nach den sensationellen Wachstumsraten über mehrere Jahrzehnte nicht "reif" für einen grösseren konjunkturellen Einbruch ist. Anders als nach der Finanzmarktkrise, wo China mit einem massiven Ausgabenprogramm erstaunlich rasch wieder Tritt fand, befindet sich die chinesische Wirtschaftspolitik heute in einem Dilemma: Sie muss angesichts steigender fauler Kredite das Kreditwachstum im Zaume halten und zum anderen verhindern, dass eine zu restriktive Kreditpolitik zu einem Einbruch der Immobilienpreise führt. Was bleibt, ist eine expansive Fiskalpolitik, um die fragil gewordene Wirtschaft auf Wachstumskurs in einem Bereich von 5% bis 6% p.a. zu halten.

Strategie

Asset Allocation	Untergewichtet	Neutral	Übergewichtet
Liquidität		■	
Obligationen		■	
Aktien		■	
Immobilien		■	
Rohstoffe		■	
Edelmetalle		■	

Obligationen sollten in einem Umfeld rückläufigen Wachstums gleichgewichtet werden. Bei entsprechender Diversifikation sind weiterhin Unternehmensanleihen mit Investment-Rating und kurzen bis mittleren Laufzeiten zu favorisieren. Selektiv kann auch in höher rentierende Schwellenländeranleihen investiert werden.

Aktien sind nach den herben Rückschlägen fast überall moderat bewertet, auch wenn davon ausgegangen wird, dass die Unternehmensgewinne weniger stark steigen werden. Auch wenn europäische Aktien aktuell völlig ausser Mode sind, halten wir an europäischen Titeln wie auch an günstig bewerteten Aktien aus Emerging Markets fest.

Gewerbliche **Immobilien** bergen in Ländern wie der Schweiz ein Konsolidierungsrisiko. In einigen europäischen Ländern (z.B. Deutschland) besteht nach wie vor Potential für höhere Immobilienpreise, vorab im Wohnungsbau.

Rohstoffe: Nach massiven Preisrückschlägen bei Erdöl sehen wir ein gewisses Erholungspotential dank Produktionskürzungen der OPEC-Länder.

Edelmetalle: Wir betrachten Gold und Silber hauptsächlich als Absicherung gegen globale Politikrisiken.

	Reales BIP-Wachstum			Inflation			Output Gap	Defizit Verschuldung CDS Spanne			Realzins
	in %			in %			in %	in% BIP	in% BIP	in bp	in %
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E		2018	2018		
USA	2.2	2.9	2.5	2.1	2.4	1.8	-1.19	-4.3	82.3	24.35	0.14
Euro-Zone	2.6	2.0	1.6	1.5	1.7	1.2	-0.07	-1	n.e.	n.e.	n.e.
Deutschland	2.4	1.6	1.4	1.7	1.8	1.4	-0.17	1	64.1	16.67	-1.51
Frankreich	1.8	1.6	1.0	1.2	2.0	1.1	0.23	-2.7	97.0	41.67	-1.11
Italien	1.5	1.3	0.9	1.3	1.2	1.1	-4.10	-2.4	131.5	226.86	1.67
UK	1.5	1.5	1.5	2.7	2.5	2.0	-3.23	-1.8	87.0	42.01	-1.27
Schweiz	0.9	2.8	1.5	0.5	0.8	1.0	-2.58	0.441	42.8	12.72	-1.03
Japan	1.7	0.9	0.8	0.5	1.0	1.0	-1.51	-2.63	236.4	25.69	-1.12
China	6.8	6.6	6.0	1.6	2.1	1.9	n.e.	-3.72	47.8	66.8	0.85
Indien	6.5	7.7	7.4	3.3	4.5	4.3	n.e.	-4.01	70.2	115.8	2.67
Russland	1.5	1.5	2.3	3.7	2.8	4.0	n.e.	0.80	17.4	153.33	5.65
Brasilien	1.0	1.2	2.0	3.5	3.3	4.1	n.e.	-7.1	84.0	196.07	1.50

Aktienmärkte – fundamentale Bewertungen (Performance in Lokalwährungen)

	Performance Aktien (in %) YTD	Preis/Buchwert	KGV aktuell	KGV 2019E	Dividendenrendite 2019E	Index
USA	-7.03	3.02	17.29	13.38	2.43	S&P 500
Deutschland	-18.26	1.45	11.90	10.42	4.08	DAX
Frankreich	-11.93	1.45	14.66	10.83	4.35	CAC 40
Italien	-16.15	1.02	38.80	8.39	5.73	FTSE MIB
UK	-12.48	1.62	15.76	10.89	5.29	FTSE 100
Schweiz	-10.16	2.25	22.12	12.78	4.16	SMI
Japan	-12.08	1.54	13.88	12.83	2.34	NIKKEI
China	-13.61	1.20	9.82	8.99	4.46	Hang Seng
Indien	3.15	2.90	22.02	15.98	1.78	Nifty
Russland	15.09	0.80	5.50	5.03	n/a	RTS
Brasilien	15.03	1.95	20.38	10.32	4.30	BOVESPA

Quelle: Bloomberg

Herbe Rückschläge

Nach dem Spitzenjahr 2017 war 2018 ein Börsenjahr zum vergessen. Die meisten Aktienmärkte wiesen im abgelaufenen Jahr hohe zweistellige Kursverluste aus. Besonders arg unter die Räder gerieten die an den **Inlandbörsen** kotierten chinesischen Aktien, die im Jahresverlauf rund 30% einbüßten. Aber auch die amerikanischen Aktienindizes, die im internationalen Vergleich der entwickelten Märkte noch am besten abschnitten, mussten gegenüber ihren im Jahresverlauf erzielten Höchstkursen herbe zweistellige Rückschläge verzeichnen, wobei es die klein- und mittelkapitalisierten Firmen am härtesten traf. Selbst die großen Technologietitel, die bis Oktober einen sehr guten Lauf hatten, kamen in den letzten beiden Monaten des Jahres stark unter die Räder.

Anhaltende Tiefzinsphase

Die Geldpolitik in den einzelnen Wirtschaftsregionen hätte im abelaufenen Jahr unterschiedlicher nicht sein können. Während das amerikanische FED die Leitzätze in vier Schritten auf zuletzt 2.5% erhöhte, blieben die europäische und die japanische Notenbank Gewehr bei Fuss. Angesichts der aufkeimenden Rezessionsängste scheint das FED jüngst etwas vorsichtiger geworden zu sein und hat die Anzahl der prognostizierten Zinsschritte für 2019 von vier auf zwei zurückgenommen. Die Europäische Notenbank hinkt zeitlich hinterher: Per Ende Jahr wird das Anleihen-Aufkaufprogramm zwar nicht mehr ausgebaut; auslaufende Anleihen werden aber weiterhin durch den Kauf neuer Anleihen kompensiert. Angesichts der enttäuschenden Wachstumsdynamik im Euro-Raum und den notorischen Problemen Italiens, ein halbwegs zufriedenstellendes

Noch schlechter schnitten Europäische Werte ab, einschliesslich Deutscher Titel, wobei Sonderfaktoren wie die Diesel-Affäre die deutschen Autowerte besonders stark nach unten zogen. Aber auch andere Börsen-Schwergewichte im DAX wie Bayer mussten aufgrund der belastenden Übernahme von Monsanto massive Kursverluste einstreichen.

Gewinnwachstum enttäuscht

Die unterschiedlich hohen Verluste an den einzelnen Börsenplätzen lassen sich zu einem guten Teil durch die abweichende Gewinndynamik erklären. Während die amerikanischen Titel im Durchschnitt dank der unternehmensfreundlichen Steuerreform 2018 ein Gewinnwachstum von über 20% erzielten, stagnierten die Unternehmensgewinne in Deutschland aufgrund der genann-

Wirtschaftswachstum zu erreichen, ist es keineswegs ausgemacht, dass die EZB im Herbst dieses Jahres eine erste Zinserhöhung wagen wird. Die stark gefallenen Erdölpreise haben einen deutlich dämpfenden Einfluss auf die Teuerung. Die nachlassende Wirtschaftsdynamik und die gemessen an den Produktivitätsfortschritten moderaten Lohnsteigerungen wirken in die gleiche Richtung. Ent-

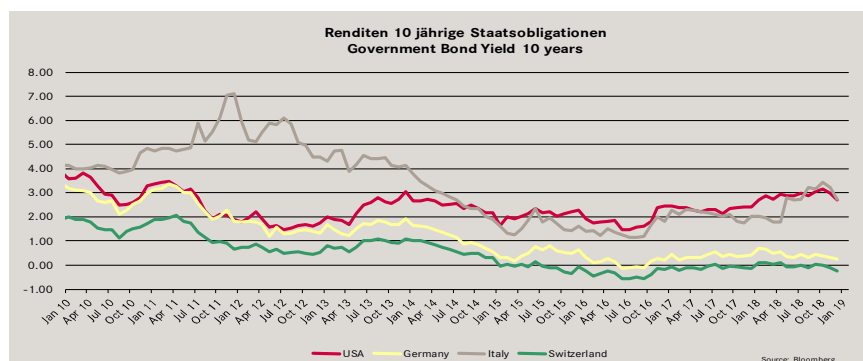
ten Sonderfaktoren und der enttäuschenden Entwicklung der Industriegüterexporte. Nach allgemein gutem Jahresstart, wo zuerst zyklische Werte im Fokus standen, wurden die Gewinnerwartungen der Unternehmen zuerst im Rest der Welt und nun auch in den USA reihenweise nach unten korrigiert.

Nach dem desaströsen vierten Quartal an den wichtigen Weltbörsen sind Aktien fundamental wieder billiger geworden (siehe nebenstehende Tabelle). Die Kurs-Gewinnverhältnisse liegen mittlerweile mehrheitlich unter den langfristigen historischen Durchschnittswerten, selbst wenn man davon ausgeht, dass die in der Tabelle enthaltenen Gewinnprognosen der Analysten immer noch zu hoch angesetzt sind. Auch wenn es schwierig ist, einen optimalen Zeitpunkt für selektive Zukäufe zu finden, bieten die aktuellen Kurse auf mittlere Frist Erholungspotential. Dieses wird umso höher sein, je weniger sich die übertriebenen Rezessionsängste bewahrheiten werden.

Defensive Titel sind wieder in

Nachdem zyklische Titel und Momentum-Aktien in den ersten beiden Quartalen noch zu den Favoriten zählten, sind die Anleger mittlerweile angesichts der zur Schwäche neigenden Volkswirtschaften vorsichtiger geworden. Es dürfte sich aktuell lohnen, Aktienanlagen primär auf defensive, wenig konjunktursensitive Werte auszurichten. In diesem Umfeld zählen auch sog. Dividendaristokraten zu den Favoriten, d.h. Aktien von Firmen, die über eine langjährige Periode ihre Dividende ausnahmslos jedes Jahr steigern konnten. Eine Lösung im Handelsstreit würde Aktien aus Schwellenländern wieder attraktiver machen.

sprechend kann damit gerechnet werden, dass die um Nahrungsmittel und Energie bereinigte Kernteuerung in den USA die 2%-Grenze nicht nachhaltig überschreiten und auch in Europa deutlich unter dem Zielband der Währungshüter bleiben wird. Da die Notenbanken ihre Bondkäufe zurückfahren oder nicht mehr ausbauen, rechnen wir bei den Obligationenrenditen in den wichtigen Währungen mit einem moderaten Anstieg.



Kurzfristige Zinsen (Geldmarkt Libor

3 Monate)

Wir rechnen bis Dezember 2019 mit einem weiteren Zinsschritt der US-Notenbank. Die EZB wird die expansive Geldpolitik behutsam zurückfahren, um die südlichen Länder nicht zusätzlich zu belasten.

	Ende 2017	Ende 2018	YTD %	12 Monate
CHF	-0.7462	-0.7134	7.13%	-0.70
EUR	-0.3847	-0.3557	7.53%	-0.10
USD	1.6943	2.8076	65.70%	3.00
JPY	-0.0242	-0.0277	-14.46%	0.10

Langfristige Zinsen (10-jährige Staatsanleihen)

Die restriktivere Bilanzpolitik des FED und die steuerreformbedingte Ausweitung der US-Verschuldung lassen moderat höhere Anleiherenditen (2.9% für die USA) erwarten. Wir rechnen mit leicht steileren Zinskurven in Deutschland und der Schweiz.

	Ende 2017	Ende 2018	YTD %	12 Monate
CHF	-0.18	-0.24	-33.30%	0.10
EUR/GER	0.42	0.24	-42.85%	0.50
USD	2.41	2.74	13.69%	2.90
JPY	0.04	-0.01	-125.00%	0.20

Aktienmärkte

Wir erwarten bei weiterhin sehr volatilen Märkten eine moderate Kurserholung. Obwohl europäische Dividententitel bei international orientierten Investoren out sind, empfehlen wir eine Gleichgewichtung von Aktien amerikanischer und europäischer Firmen. In Asien sind klein- und mittelkapitalisierte Unternehmen fundamental nochmals billiger geworden. Angesichts der günstigeren Bewertung von Aktien ist das Rückschlagsrisiko kleiner geworden.

	Ende 2017	Ende 2018	YTD %	12 Monate
USA	2'673.61	2'485.74	-7.03%	2'500
Deutschland	12'917.64	10'558.96	-18.26%	11'500
Frankreich	5'312.56	4'678.74	-11.93%	4'900
Italien	21'853.34	18'324.03	-16.15%	18'500
UK	7'687.77	6'733.97	-12.41%	6'800
Schweiz	9'381.87	8'429.30	-10.16%	9'200
Japan	22'764.94	20'014.77	-12.08%	21'000
China/HK	29'919.15	25'504.2	-14.76%	26'000
Indien	10'530.70	10'859.9	3.13%	11'000
Russland	13'672.33	15'734.95	15.09%	17'000
Brasilien	76'402.08	87'887.26	15.03%	95'000

Erdöl und Gold

Die Erdölpreise sind 2018 insbesondere aufgrund der wachsenden Konjunktüängste stark gefallen. Dank den wirksamen Produktionskürzungen der OPEC erwarten wir eine moderate Erholung der Erdölpreise. Ein Investment in Gold erachten wir wie im Vorjahr als sinnvolle Absicherung gegen unterschiedliche Arten von globalen (Politik-)Risiken.

	Ende 2017	2.1.2018	YTD %	12 Monate
Erdöl (WTI)	60.27	46.62	-22.6%	55
Gold	1302.80	1279	-1.2%	1350

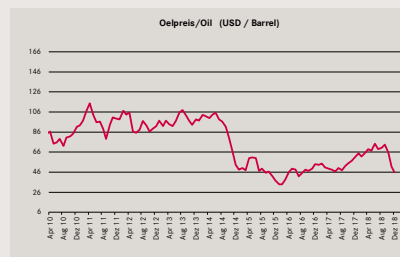
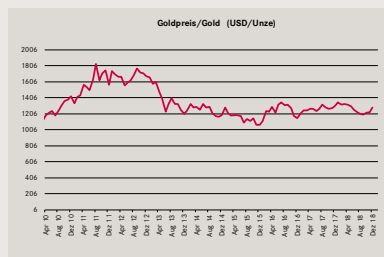
Wechselkurse

Da sich die Zinsschere zwischen USD und EURO kaum weiter auftun wird, erwarten wir eine leichte Abwertung des strukturell schwachen Dollars.

	Ende 2017	Ende 2018	YTD %	12 Monate
EUR/CHF	1.1703	1.1267	-0.23%	1.11
USD/CHF	0.9743	0.9827	0.86%	0.96
EUR/USD	1.2005	1.1466	-4.49%	1.07
EUR/JPY	135.2800	127.09	-4.37%	128

Quelle: Bloomberg 31.12.2018

Interessante Charts



Quelle: Bloomberg

Rechtliche Hinweise

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen aus zuverlässigen Quellen und wurden sorgfältig zusammengestellt. Dennoch besteht kein Anspruch oder eine Garantie bezüglich deren Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit.

Impressum

NPB Neue Privat Bank AG
 Limmatquai 1 | am Bellevue
 Postfach
 CH-8024 Zürich
 Telefon +41 44 265 11 88
 Fax +41 44 265 11 89
 info@npb-bank.ch
 www.npb-bank.ch