

Anlagen **aktuell**

Eskalation im Handelsstreit – geringe Chancen auf eine Einigung

Kampf um die globale Technologieführerschaft

Der von Trump ausgelöste Handelskrieg mit China nimmt immer mehr die Form eines kalten Krieges um die globale Technologieführerschaft in den Zukunftsindustrien des 21. Jahrhunderts an. Aufgrund der fundamentalen Interessengegensätze, die nicht zuletzt in den unterschiedlichen Wirtschaftssystemen der Kontrahenten begründet sind, ist eine dauerhafte Einigung in weite Ferne gerückt. Das globale Wachstum schwächt sich dadurch weiter ab und die Tiefzinspolitik wird fortgesetzt.

Ein neuer kalter Technologiekrieg

Auf dem Hintergrund der von "gut unterrichteten Kreisen" wiederholt in Aussicht gestellten baldigen Einigung im Handelskrieg, verzeichneten die meisten wichtigen Börsen bis Ende April erfreuliche zweistellige Kursgewinne. Selbst nach dem überraschenden Tweet von Präsident Trump, die Zölle auf Importe im Umfang von USD 200 Mia. aus China von 10% auf 25% anzuheben, glaubten viele Investoren vorerst an ein primär taktisch motiviertes Manöver mit dem Ziel, den Druck auf die Chinesischen Unterhändler nochmals zu erhöhen.

Die Reaktionen und Verlautbarungen der Kontrahenten in den letzten Wochen lassen nun aber darauf schliessen, dass es den USA um weit mehr geht, als an China und Asien verlorene Industriearbeitsplätze wieder in die USA zurückzuholen und damit das US-Handelsbilanzdefizit zu reduzieren. Die drastischen Massnahmen, dem Telekom-riesen Huawei den Zugang zu Android-Software und unverzichtbaren Komponenten amerikanischer Chip-Produzenten abzuschneiden, deuten auf einen lang-jährigen kalten Technologiekrieg hin. Auch wenn Sicherheitsbedenken vorgeschoben werden, geht es den USA letztlich um die Technologieführerschaft bei den wichtigsten Zukunfts-Technologien wie 5G-Netzwerke, künstliche Intelligenz, Internet der Dinge, Cloud oder Quantum Computing. Es steht viel auf dem Spiel, da diese Technologien auch eine enorme Bedeutung für die militärische Stärke der beiden Länder haben werden.

Die Krux der Planwirtschaft Peking's

Auch wenn der Anteil der Privatwirtschaft in China in den letzten Jahren stark gestiegen ist, weisen die Schlüsselsektoren immer noch stark planwirtschaftliche Elemente auf. Beim Streitpunkt des erzwungenen Technologietransfers wie auch beim Patentschutz liesse sich allenfalls mit den

Chinesen noch eine Einigung erzielen, zumal auch chinesische Unternehmen zunehmend an einem wirksamen Schutz der Immaterialgüterrechte interessiert sind. Auf Granit beissen dürften die amerikanischen Unterhändler beim Versuch, Peking bei den ohnehin schwer kontrollierbaren Subventionen zugunsten strategisch wichtiger Industrien einzuschränken oder gar wichtige Pfeiler der chinesischen Planwirtschaft aus den Angeln zu heben. Vielmehr wird es sich China nach den Erfahrungen um die Vorzeigeunternehmen ZTE und Huawei nicht nehmen lassen, in den nächsten Jahren Hunderte von Milliarden in Zukunftstechnologien und eine eigene Chip-Industrie zu investieren.

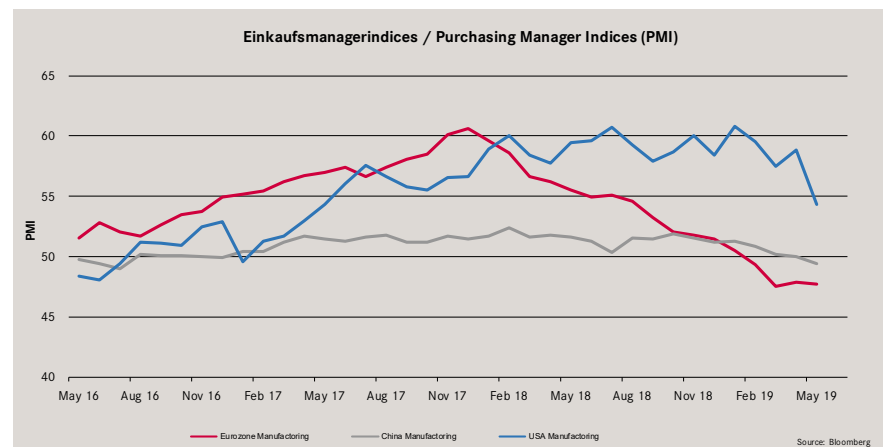
Folgen für die Weltwirtschaft

Mit globalen Makromodellen wie NiGEM lassen sich die Bremswirkungen auf das Bruttoinlandprodukt der beiden Länder grob berechnen: Bei einer Erhöhung der US-Zölle auf 25% für alle chinesischen Importe und Vergeltungsmassnahmen Pekings dürfte China 2021 um rund 1% und die USA um 0.7% weniger wachsen. Da die beiden Länder zusammen rund 40% des globalen Bruttosozialproduktes ausmachen, errechnet sich für die Weltwirtschaft

eine Wachstumseinbusse von etwa 0.6%. Japan, Singapur, Hongkong und Südkorea zählen zu den asiatischen Ländern, die am stärksten getroffen würden. Dabei wirken höhere Zölle wie eine massive Zusatzsteuer auf den Konsum. Hinzu kommt, dass Einschränkungen beim US-Technologieexport gemäss Berechnungen der *Information Technology and Innovation Foundation* innerhalb von 5 Jahren zu einem Exportrückgang von über USD 50 Mia. und einem Verlust von rund 75'000 Jobs führen würden. Starke Rückschläge an den Börsen würden die Wachstumsabschwächung verschärfen und im Extremfall den Druck erhöhen, eine Art Einigung zu finden.

China wird in einer ersten Runde von einer Eskalation des Streits wirtschaftlich stärker betroffen sein als die USA. Chinesische Aktien haben in den letzten Wochen denn auch mehr verloren als die Titel von US-Firmen. Weitere Rückschläge an den Börsen sind gut möglich. Die veränderte Zinspolitik des US-FED, welche das Frühjahrsrally an den Aktienmärkten ausgelöst hat, dürfte die Verluste allerdings begrenzen. Auch haben die Notenbanken signalisiert, dass sie eine höhere Inflation als Folge höherer Zölle nicht mit Zinserhöhungen beantworten. Auf Ebene der Unternehmen sind die hauptsächlichsten Verlierer nicht allzu schwer auszumachen: Es sind dies insbesondere die chinesischen Abnehmer und die US-Produzenten (Qualcomm, Broadcom, Micron, Intel, Nvidia etc.), die von Liefer einschränkungen getroffen werden. Zu den grossen Verlierern zählen auch alle Unternehmen, die ihre international ausgelegten Wertschöpfungsketten aufgrund von Zollerhöhungen fundamental umstellen müssen.

Prof. Markus Ruffner



Abschwächung setzt sich fort

Die jüngsten Wirtschaftsindikatoren nach der Bekanntgabe des Scheiterns einer Einigung im Handelskrieg deuten darauf hin, dass auch in den USA deutliche konjunkturelle Brems Spuren auszumachen sind. Gemäss den Umfragen, die nach der Bekanntgabe der Strafzölle durchgeführt wurden, sank der als verlässlicher Vorlaufindikator geltende US Purchasing Manager Index (PMI), welcher Produktion und Dienstleistungen umfasst, von zuletzt 53 % auf 50.6%. Erstaunlich ist, dass auch der Dienstleistungssektor schwächelt mit einem Rückgang des PMI Services von 53% auf 50.9%. Auch wenn einzelne Monatswerte immer mit der nötigen Vorsicht interpretiert werden müssen, signalisieren diese Werte für die USA ein annualisiertes Wachstum von lediglich noch 1%. Bestätigt wird die Abkühlung der Wirtschaft durch den Rückgang der Bestellungen für langlebige Güter im Monat April um 2.1% und den Rückgang der zivilen Kapitalgüterbestellungen um 0.9%. Bemerkenswert ist auch, dass die Direktinvestitionen Chinas in den USA völlig eingebrochen sind. Als Ursachen für die rückläufige Konjunktur sind die auslaufenden Stimulierungseffekte der Steuerreform und die wachsende Verunsicherung mit steigenden Kosten im Zusammenhang mit dem Handelskrieg ausmachen. Ähnlich ernüchternd fielen die jüngsten Konjunkturdaten auch in der Eurozone aus. Während der PMI Services nur leicht von 52.8% auf 52.5% zurückfiel, gab der PMI Manufacturing von 47.9% auf 47.7% nach. Bestätigt wird die Schwäche im Produktionssektor durch den Auftragseingang, der auf Monatsbasis zum achten Mal in Folge rückläufig war. Die Belebung der deutschen Wirtschaft im 1. Quartal 2019 dürfte damit wenig mehr als ein Strohfeuer gewesen

sein. Für das 2. Quartal dieses Jahres darf deshalb lediglich mit einem Wachstum um 0.2% (nach 0.4% im Q1) gerechnet werden. Insbesondere Deutschland als Exportweltmeister und Industriestandort dürfte von den negativen Folgen des eskalierenden Handels- und Technologiestreitens besonders stark betroffen sein.

Gewinner und Verlierer in Asien

Asien ist naturgemäss von den Folgen der eskalierenden Beziehungen zwischen den beiden wirtschaftlichen Supermächten besonders stark getroffen. Zu den Verlierern dürften die stark industrielastigen Länder Japan und Korea zählen. Die politische und militärische Abhängigkeit Koreas von den USA gekoppelt mit der starken Position in der Telekom- und Elektronikindustrie erscheint besonders brisant und dürfte Unternehmen wie Politik anfällig für Druckversuche von beiden Seiten machen. Auch wenn die jüngsten Konjunkturzahlen in Japan überraschend positiv ausfielen, darf dies nicht darüber hinwegtäuschen, dass diese Zahlen durch stark rückläufige Importe und einen massiven Lageraufbau "verfälscht" wurden. Die wichtigsten Vorlaufindikatoren sind denn auch unter die Wachstumsschwelle von 50 gefallen und lassen für das Land der Mitte eine deutliche Wachstumsverlangsamung erwarten. Die Regierung in Peking wird sich dagegen von der US-Administration kaum in die Knie zwingen lassen. So soll zum einen mit riesigen Infrastrukturinvestitionen negative Auswirkungen auf das Wachstum entgegengewirkt werden. Zum andern sind Ausgaben in der Grössenordnung von rund USD 150 Mia. für den Aufbau einer eigenen Chip-Industrie geplant, welche die Abhängigkeit von ausländischen Lieferanten auf mittlere Frist beenden sollen.

Strategie

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

Obligationen sollten in einem Umfeld rekordtiefer Zinsen untergewichtet werden. Bei entsprechender Diversifikation sind weiterhin Unternehmens-Anleihen mit Investment-Rating und kurzen bis mittleren Laufzeiten zu favorisieren. Selektiv kann auch in höher rentierende Schwellenländeranleihen investiert werden.

Aktien sind nach den deutlichen Kursereholungen nicht mehr günstig. Trotz verhaltenen Gewinnerwartungen rechnen wir auch bei einem anhaltenden Ringen um die Technologieführerschaft nicht mit allzu grossen Rückschlägen. Die Aussicht auf weiterhin tiefe Zinsen dürfte sich an den Aktienmärkten als wertvolle Stütze erweisen.

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 deutlichen Preisrückschlägen bei Erdöl sehen wir eine Stabilisierung dank Produktionskürzungen der OPEC-Länder und einer wachsenden Investitionsdisziplin der US Schieferöl-Produzenten.

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

	Reales BIP-Wachstum			Inflation			Output Gap	Defizit	Verschuldung	CDS	Spanne	Realizins
	in %			in %			in %	in% BIP	in% BIP	in bp	in %	
	2017	2018	2019E	2017	2018	2019E		2019	2019			
USA	2.2	2.9	2.4	2.1	2.4	1.8	-1.19	-4.4	82.3	18.89	-0.37	
Euro-Zone	2.2	1.8	1.2	1.5	1.8	1.3	-0.07	-0.5	n.e.	n.e.	n.e.	
Deutschland	2.4	1.4	0.9	1.7	1.9	1.5	-0.17	1.7	64.1	13.67	-1.90	
Frankreich	1.8	1.5	1.3	1.1	2.1	1.3	0.23	-2.5	97.0	32	-1.59	
Italien	1.5	0.9	0.3	1.4	1.3	1.0	-4.10	-2.1	131.5	235.73	1.49	
UK	1.5	1.4	1.3	2.7	2.5	1.9	-3.43	-1.5	87.0	33	-1.61	
Schweiz	0.9	2.6	1.1	0.5	1.0	0.7	-2.66	0.441	42.8	11.09	-1.29	
Japan	1.5	1.4	1.1	0.5	0.8	0.5	-1.46	-2.04	236.4	25.37	-1.19	
China	6.8	6.6	6.2	1.6	2.1	2.4	n.e.	-3.69	47.8	61.3	0.96	
Indien	6.5	7.4	6.9	3.4	4.8	3.7	n.e.	-3.94	70.2	88.96	2.27	
Russland	1.9	2.3	1.5	3.8	2.9	4.5	n.e.	0.80	17.4	132.4	4.91	
Brasilien	0.7	1.1	1.8	3.4	3.5	4.1	n.e.	-6.98	84.0	183.4	1.57	

Quellen: Bloomberg, Goldman Sachs, IMF, Economist, NPB Neue Privat Bank

Kurzfristige Zinsen (Geldmarkt Libor 3 Monate)

Wir rechnen bis Juni 2020 mit einer ersten Zinssenkung der US-Notenbank. Die EZB wird die expansive Geldpolitik beibehalten, um die südlichen Mitgliedsländer nicht zusätzlich zu belasten.

	Ende 2018	Aktuell	YTD %	12 Monate
CHF	-0.7134	-0.7130	-0.06%	-0.70
EUR	-0.3557	-0.3433	-3.49%	-0.40
USD	2.8076	2.5025	-10.87%	2.25
JPY	-0.0727	-0.0607	-16.51%	0.10

Langfristige Zinsen (10-jährige Staatsanleihen)

In einem Umfeld rückläufiger Wirtschaftsaktivität rechnen wir mit einer Seitwärtsbewegung bei den Anleihsrenditen (2.3% für die USA). Wir erwarten leicht steilere Zinskurven für den Franken und den EURO.

	Ende 2018	Aktuell	YTD %	12 Monate
CHF	-0.28	-0.51	81.49%	-0.20
EUR/GER	0.24	-0.21	-187.69%	0.10
USD	2.69	2.08	-22.39%	2.30
JPY	-0.01	-0.10	1860.05%	0.10

Aktienmärkte

Wir erwarten bei weiterhin sehr volatilen Märkten leicht höhere Kurse aufs Jahresende. Obwohl europäische Dividententitel bei international orientierten Investoren out sind, empfehlen wir eine Gleichgewichtung von Aktien amerikanischer und europäischer Firmen, zumal der Bewertungsunterschied historische Höchstwerte erreicht haben. Bei den meisten Aktienmärkten der Emerging Markets bleiben wir untergewichtet.

	Ende 2018	Aktuell	YTD %	12 Monate
USA	2'506.85	2'752.06	9.78%	2'800
Deutschland	10'558.96	11'726.84	11.06%	12'500
Frankreich	4'730.69	5'207.63	10.08%	5'400
Italien	18'324.03	19'621.39	7.08%	20'500
UK	6'728.13	7'161.71	6.44%	7'300
Schweiz	8'429.30	9'523.98	12.99%	9'800
Japan	20'014.77	20'410.88	1.98%	21'000
China/HK	25'845.70	26'859.70	3.92%	29'000
Indien	10'862.55	12'016.55	10.62%	13'000
Russland	1'068.72	1'282.23	19.98%	1'400
Brasilien	87'887.26	97'030.32	10.40%	95'000

Erdöl und Gold

Nach einer deutlichen Erholung der Erdölpreise in den ersten Monaten des laufenden Jahres, haben die Notierungen insbesondere auch aufgrund der gestiegenen Konjunkturängste korrigiert. Dank den wirksamen Produktionskürzungen der OPEC erwarten wir eine Stabilisierung der Preise auf dem aktuellen Niveau. Gold bleibt eine sinnvolle Absicherung gegen unterschiedliche Arten von globalen (Politik-)Risiken.

	Ende 2018	Aktuell	YTD %	12 Monate
Erdöl (WTI)	47.30	52.94	11.92%	55
Gold	1281.58	1315.41	2.64%	1350

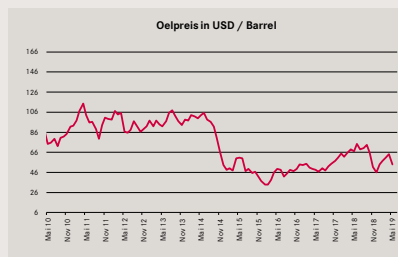
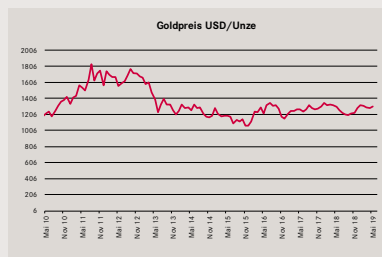
Wechselkurse

Da sich die Zinsschere zwischen USD und EURO kaum weiter auftun wird, erwarten wir eine Seitwärtsbewegung des Wechselkurses.

	Ende 2018	Aktuell	YTD %	12 Monate
EUR/CHF	1.1256	1.1132	-1.10%	1.11
USD/CHF	0.9828	0.9963	1.37%	0.98
EUR/USD	1.1452	1.1173	-2.44%	1.13
EUR/JPY	125.6200	120.9600	-3.71%	123

Quelle: Bloomberg 3.06.2019

Interessante Charts



Quelle: Bloomberg

Impressum

NPB Neue Privat Bank AG
 Limmatquai 1 | am Bellevue
 Postfach
 CH-8024 Zürich
 Telefon +41 44 265 1188
 Fax +41 44 265 1189
 info@npb-bank.ch
 www.npb-bank.ch

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.