

# Anlagen **aktuell**

## Anlagestrategie in einem Tiefzinsumfeld

### Negativzinsen – auf alle Ewigkeit?

In rund 90% aller Staaten zeigt die wirtschaftliche Tätigkeit im laufenden Jahr Bremspuren und Inflation scheint nach wie vor kein Thema zu sein. Die meisten Zentralbanken sehen sich gezwungen, monetäres Gegensteuer zu geben. Die Obligationenrenditen sind nochmals deutlich zurückgekommen. In der Schweiz und Deutschland haben alle Staatsanleihen bis zu einer dreissigjährigen Laufzeit Negativzinsen. Diese Situation ruft nach einer angepassten Anlagestrategie.

#### Globale Wachstumsverlangsamung

Die in den letzten Wochen veröffentlichten Konjunkturdaten machen klar, dass sich das wirtschaftliche Wachstum auch in den USA kontinuierlich verlangsamt. Das sich eintrübende konjunkturelle Umfeld kommt nicht ganz überraschend, nachdem die US-Wirtschaft sich nun schon bald seit 10 Jahren im Aufwind befindet und durch die Trump'sche Steuerreform in den Jahren 2017/2018 nochmals befeuert wurde. Verschärft wird der Abschwung sicherlich auch durch den erratisch verlaufenden Handelsstreit der USA mit China. Die globale Güterproduktion mit ihren komplexen Zulieferketten ist durch die Zollerhöhungen massiv durcheinandergeraten. Der durch ein Hü und Hott geprägte Handelskrieg mit China hat die Unsicherheit bezüglich der industriellen Standortwahl massiv erhöht und wirkt bremsend auf Investitionen. Dass der industriellastige Exportweltmeister Deutschland sich bereits in einer Art technischen Rezession befindet, ist auf diesem Hintergrund nicht allzu erstaunlich.

#### Den Notenbanken geht die Munition aus

Die expansiv Geldpolitik der letzten 10 Jahre hat ihren Ursprung in der Finanzmarktkrise und war eigentlich als temporäre Massnahme gedacht, um das Risiko einer massiven globalen Rezession zu verhindern. Just zu einem Zeitpunkt an dem die Zentralbanken eine Normalisierung der Geldpolitik eingeleitet haben (USA) oder sich auf eine solche vorbereiten wollten (Europa), hat sich das konjunkturelle Umfeld wieder deutlich eingetrübt. Während in den USA Notenbankchef Powell das Steuer bei den Zinsen herumzureissen versucht, muten die jüngsten Lockerungen der EZB-Geldpolitik durch Draghi schon fast wie eine Verzweiflungstat an. Es mehren sich die Zeichen und auch die kritischen Stimmen, dass allein mit offenen Geldschleusen, die

verschiedentlich an strukturellen Problemen leidenden europäischen Volkswirtschaften nicht auf Trab gebracht werden können. Insbesondere die japanische Notenbank und die EZB haben sich in eine Art geldpolitische Falle manövriert, aus der sie nur schwer wieder ausbrechen können. Zinserhöhungen sind damit für eine längere Zeit vom Tapet und Anleger müssen wohl weiterhin mit tiefen Zinsen leben.

#### Anlagedilemma mit Obligationen

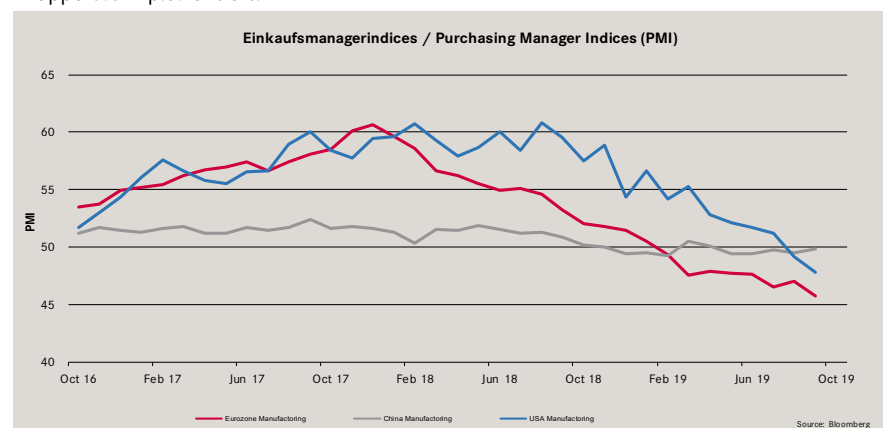
Die globale Wachstumsschwäche hat verbunden mit der geldpolitischen Lockerung den Obligationären nochmals deutliche Kursgewinne beschert. Als Kehrseite davon lassen sich nun aber insbesondere in der Schweiz und Europa kaum mehr Investment-Rating Anleihen finden, die positive Renditen abwerfen. Obligationäre stehen vielmehr vor einem Anlagedilemma: Nicht nur werfen Obligationen keine positiven Coupons mehr ab, vielmehr bergen sie nach den jüngsten Kursgewinnen ein erhöhtes Rückschlagsrisiko. Oder welcher Anleger hat denn schon den Mut, eine 100-jährige Obligation der Oesterreichischen Republik zu kaufen, die sich 2019 im Kurs fast verdoppelt hat und bei einem Kurs von über 190 noch knappe 0.8 % p.a. rentiert.

#### Anlegen im Tiefzinsumfeld

Im historischen Vergleich scheinen alle Anlagekategorien hoch bewertet zu sein. Eine alleinige Flucht in negativ rentierende Staatsanleihen kann aber ausser bei sehr defensiv eingestellten Anlegern keine Strategie sein. Vielmehr empfiehlt sich ein Portfolio mit folgender Vermögensaufteilung:

- Ein höherer Cash-Bestand, um insbesondere gegen Rückschläge bei Anleihen und Aktien gewappnet zu sein;
- ein Fokus auf Unternehmensanleihen und Hochzinsanleihen bei breiter Diversifikation (Fonds) einschliesslich Schwellenländeranleihen;
- ein diversifiziertes Portfolio von Wandelanleihen, welche neben einer minimalen Rendite zusätzlich an höheren Aktienkursen partizipieren lassen;
- Gold als Absicherung gegen sog. Ereignisrisiken;
- und "last but not least" kommt man an Aktien und darauf basierenden strukturierten Produkten trotz historisch hoher Bewertung kaum vorbei. Das weiter anhaltende Tiefzinsumfeld macht Dividentitel relativ günstiger. Davon profitieren vor allem Werte mit hoher (gesicherter) Dividende wie etwa Infrastrukturaktien, mit einem auf Jahre hinaus gesicherten Cash-Flow. Trotz hoher Bewertung fliesst nach wie vor viel Geld auch in sog. SWAN-Aktien ("sleep well at night"), die wie etwa die schweizerischen Nestlé und Givaudan zwar hoch bewertet, aber auch nachhaltige, wenig konjunktursensitive Geschäftsmodelle aufweisen.

Prof. Markus Ruffner



## Schafft sich Trump seine Rezession?

In den letzten Monaten hat sich die wirtschaftliche Situation in fast allen Ländern weiter eingetrübt. So hat sich der **globale Handel** nicht zuletzt als Folge des globalen Handelsstreits und der Gefahr eines ungeordneten Brexits deutlich abgeschwächt. So rechnet die Welthandelsorganisation für 2019 nur noch mit einem Wachstum des globalen Handels von 1.2%, dem tiefsten Wert seit der Finanzmarktkrise im Jahre 2009. Besonders stark eingebrochen ist die industrielle Produktion. Die vorlaufenden Indikatoren wie die Industrie-Einkaufsmanagerindizes (PMI Industries) deuten fast überall auf eine weitere Abschwächung hin. Umgekehrt haben sich die Einkaufsmangerindizes für Dienstleistungen (PMI Services) **bislang** als erstaunlich stabil erwiesen. Dazu beigetragen haben sicher auch die Konsumausgaben, die sich bislang in fast allen Ländern als wirksame Konjunkturstütze erwiesen haben. Entsprechend ist die Abschwächung in Ländern mit einem hohen **Industrieanteil** besonders ausgeprägt (Japan: 21%; Deutschland: 21%; Südkorea: 28%; China: 30%), während weniger industriellastige Volkswirtschaften ein geringeres Rezessionsrisiko aufweisen (UK: 9%; Frankreich 10%, USA: 11%).

Nachdem die Konjunktur in den **USA** sich lange als stabil erwies, schwächte sich der PMI Manufacturing Index des ISM im September 2019 von 49.1 auf 47.8 Punkte ab, dem tiefsten Stand seit mehr als 10 Jahren. Aber auch der vom ISM für die USA errechnete PMI Services rutschte von 56.4 auf 52.6 Punkte ab. Mittlerweile sind auch die Zinskurven über alle Laufzeitenbänder im US-Dollar invers, d.h. die Renditen für kurze Laufzeiten liegen über denjenigen für län-

ger laufende Obligationen. Auch wenn inverse Zinskurven sich in der Vergangenheit als eine der zuverlässigsten Indikatoren für eine Rezession erwiesen, erscheint ein übertriebener konjunktureller Pessimismus für die USA nicht angebracht. Wie die jüngst verkündete Pseudo- oder Mini-Einigung im Handelsstreit mit China zeigt, ist Präsident Trump vor den Wahlen im November 2020 nicht daran interessiert, sich sein eigenes Grab zu schaufeln und mit einer Eskalation eine Rezession zu provozieren.

## Bremsspuren in Europa und Japan

Der vergleichsweise hohe Industrieanteil und der Strukturwandel im Automobilsektor hin zu Elektroautos machen die europäische Konjunkturlokomotive **Deutschland** besonders anfällig auf die gestiegenen Handelsrisiken und den Brexit. Da die Geldpolitik ihr Pulver weitgehend verschossen hat, rechnen wir deshalb für Europa im Jahre 2020 mit einem Wachstum von deutlich unter 1%. Noch schlechter abschneiden dürfte **Japan**, wo aufgrund der stark gestiegenen Unsicherheiten in den Handelsbeziehungen für 2020 ein negatives Wachstum nicht mehr ausgeschlossen werden kann.

Weniger dramatisch erscheint die Konjunkturlage in **China**. Angesichts der mittlerweile erreichten Grösse der Volkswirtschaft ist es aufgrund von Basiseffekten nur normal, wenn die jährlichen Wachstumsraten sinken. Dank des durchaus intakten Spielraums für geld- und fiskalpolitische Massnahmen, rechnen wir für China mit einem Wachstum von rund 6% im kommenden Jahr. Ein rückläufiges Exportwachstum dürfte weiterhin durch eine erhöhte Inlandnachfrage und gesteigerte Infrastrukturinvestitionen abgefedert werden.

## Strategie

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

**Obligationen** sollten in einem Umfeld rekordtiefer Zinsen untergewichtet werden. Kurz- und mittelfristige Unternehmens-Anleihen mit Investment-Rating sind weiterhin zu favorisieren. Selektiv kann auch in höher rentierende Schwellenländeranleihen investiert werden.

**Aktien** sind nach den deutlichen Kurserholungen nicht mehr günstig. Trotz rückläufigen Gewinnerwartungen rechnen wir nicht mit grossen Rückschlägen, auch wenn die Gefahr einer erneuten Eskalation des Handelsstreits weiterbesteht. Die Aussicht auf weiterhin tiefe Zinsen dürfte sich an den Aktienmärkten als wertvolle Stütze erweisen.

Die Preise gewerblicher **Immobilien** bergen in zahlreichen Ländern ein Konsolidierungsrisiko. In einigen europäischen Ländern (z.B. Deutschland) besteht nach wie vor Potential für höhere Immobilienpreise, vorab im mittelständischen Wohnungsbau.

**Rohstoffe:** Nach deutlichen Preisrückschlägen bei Erdöl sehen wir eine Stabilisierung dank Produktionskürzungen der OPEC-Länder und einer waschenden 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 %							
	2017	2018	2019E	2017	2018	2019E		2019	2019		
USA	2.2	2.8	2.2	2.1	2.5	2.0	-1.19	-4.4	82.3	14.53	-0.94
Euro-Zone	2.2	2.3	1.2	1.5	1.6	1.1	-0.07	-0.5	n.e.	n.e.	n.e.
Deutschland	2.4	2.2	0.5	1.7	1.7	1.3	-0.17	1.7	64.1	11.47	-2.27
Frankreich	1.8	2	1.2	1.1	1.8	1.2	0.23	-2.5	97.0	21.32	-2.04
Italien	1.5	1.4	0.1	1.4	1.2	0.7	-4.10	-2.1	131.5	136.57	-0.34
UK	1.5	1.4	1.0	2.7	2.5	1.8	-3.43	-1.5	87.0	34.19	-2.05
Schweiz	0.9	2.2	0.8	0.5	0.8	0.5	-2.66	0.441	42.8	12.1	-1.58
Japan	1.5	1.3	1.0	0.5	1.1	1.0	-1.46	-2.04	236.4	24.75	-1.31
China	6.8	6.6	6.1	1.6	2.3	2.7	n.e.	-4.17	47.8	49.1	0.81
Indien	6.5	7.3	5.2	3.4	4.7	3.6	n.e.	-3.94	70.2	78.76	1.75
Russland	1.9	1.8	1.3	3.8	3	4	n.e.	0.80	17.4	91.33	3.79
Brasilien	0.7	2.2	0.8	3.4	3.4	3.8	n.e.	-6.32	84.0	144.58	0.50

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

## Aktienmärkte – fundamentale Bewertungen (Performance in Lokalwährungen)

	Performance Aktien (in %) YTD	Preis/Buchwert	KGV aktuell	KGV 2020E	Dividendenrendite 2018E	Index
USA	15.41	3.31	19.02	15.80	2.17	S&P 500
Deutschland	14.80	1.59	19.71	12.47	3.52	DAX
Frankreich	16.22	1.62	18.86	13.26	3.68	CAC 40
Italien	17.59	1.13	12.98	10.35	4.77	FTSE MIB
UK	6.83	1.71	17.43	11.89	4.99	FTSE 100
Schweiz	16.85	2.70	21.64	15.17	3.51	SMI
Japan	7.20	1.64	15.36	15.21	2.25	NIKKEI
China	-0.63	1.14	10.00	9.68	4.23	Hang Seng
Indien	4.15	2.82	24.26	16.38	1.77	Nifty
Russland	23.52	0.88	5.67	5.84	n/a	RTS
Brasilien	13.76	2.07	15.46	11.47	4.02	BOVESPA

Quelle: Bloomberg 9.10.2019

### Trump als "Volatilitätsgenerator"

Nach einem fulminanten Start ins 2019 hat sich an den meisten Märkten seit Ende April per Saldo nicht mehr viel getan. Sowohl der amerikanische S&P 500 wie auch der deutsche Dax befinden sich auf etwa dem gleichen Niveau wie nach den ersten vier Monaten des Jahres. Leicht höher notiert der Swiss Market Index, während sich die meisten asiatischen Märkte nicht zuletzt wegen den Turbulenzen um den Handelsstreit mehr oder weniger deutlich unter dem im April 2019 erzielten Niveau befinden. Auf Trab gehalten wurden die Märkte durch die erratische Trump'sche Twitterpolitik im Handelsstreit zwischen den USA und China. Das Pendeln zwischen Eskalation und Eindämmung in den Auseinandersetzungen um eine Neuordnung der handelspolitischen Beziehungen zwischen den beiden

grössten Volkswirtschaften, haben die Volatilität an den Märkten deutlich erhöht. Noch ist es viel zu früh, die kürzlich von Trump als Erfolg verkaufte "Teileinigung" als Etappensieg zu feiern, zumal die Details bislang nicht schriftlich festgehalten wurden. Die Anleger müssen sich wohl oder übel weiter auf überraschende Wenden in diesem wohl auf Jahre ausgelegten Streit um die globale wirtschaftliche Vorherrschaft ausrichten. Vorerst scheint es Trump auch beim Timing des Handelsstreites primär um seine Wiederwahl zu gehen. Und es wäre sicher das Dummste, wenn er diese durch eine Eskalation und eine selbstgemachte Rezession gefährden würde.

### Rückläufige Gewinne von US-Firmen

Dass die Aktienmärkte trotz steigender Rezessionsgefahr in den meisten entwickelten Ländern nicht eingebrochen sind, hängt stark mit der Entwicklung an der Zinsfront

### Kaufpanik an den Obligationenmärkten

Die wachsenden wirtschaftlichen und politischen Unsicherheiten, die gestiegenen Rezessionsängste gepaart mit den Zinssenkungen der Notenbanken haben an den Märkten für festverzinsliche Papiere zu einem eigentlichen Kaufrausch geführt: Dies gilt insbesondere für 10-jährige US-Staatsanleihen, die mittlerweile noch rund 1.6% rentieren, nach 2.71% zu Beginn des Jahres. Dies obwohl das Refinanzierungsvolumen des US-Staates durch die zunehmende Staatsverschuldung stark gestiegen und die Nachfrage von Ländern wie China deutlich gesunken ist. Aehnlich stark gefallen sind auch die Renditen 10-jähriger deutscher Bundesanleihen (-0.55%). Dabei zeichnet sich ab, dass in Europa die Wirksamkeit der Geldpolitik bei der Stimulierung des Wirtschaftswachstum ihre Grenzen erreicht hat. In dieses Bild passt auch, dass die

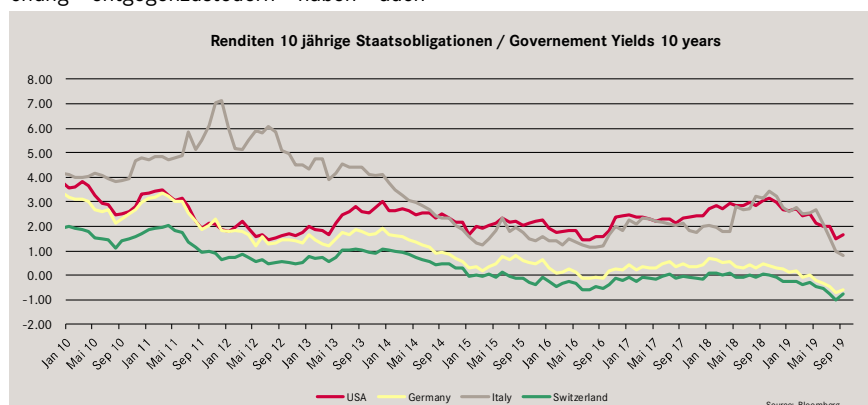
Schweizerische Nationalbank nicht mehr automatisch gewillt ist, Zinsschritte der EZB parallel nachzuvollziehen. Anders sieht es in den USA aus, wo die Erwartungen der Marktteilnehmer im aktuellen Zyklus auf 2 bis 4 (!) weitere Zinsreduktionen ausgerichtet sind. Grösseren geldpolitischen Spielraum um einer Wachstumsabschwächung entgegenzusteuern haben auch

zusammen. Da die fundamentale Bewertung von Aktien primär von der Gewinnentwicklung und der Höhe der "risikofreien" Anlage in Zinspapieren abhängt, sind Aktien im Verhältnis zu Obligationen deutlich billiger geworden. Dies lässt sich auch an den nach wie vor ansehnlichen Dividendenrenditen von Aktien ablesen, die mit den Negativzinsen bei Obligationen kontrastieren. Insbesondere bei US-Aktien muss im 3. Quartal 2019 auf Vorjahresbasis mit einem Rückgang der durchschnittlichen Gewinne von rund 4% gerechnet werden. Im Vorjahr waren diese auf Jahresbasis dank der Unternehmenssteuerreform noch um rund 25% gestiegen. Weniger dramatisch sieht es bei europäischen Titeln aus, wobei davon auszugehen ist, dass vor allem Unternehmen in zyklischen Industrien vereinzelt deutliche Abstufungen bei den Gewinnerwartungen hinnehmen müssen.

### Schwellenländeraktien tief bewertet

Auf **Länderebene** könnte die massive Out-performance der US-Aktienmärkte langsam zu Ende gehen. Aufgrund deutlich tieferer Bewertungen (siehe Tabelle) und einem höheren langfristigen Gewinnsteigerungspotential ist eine Übergewichtung von Aktien aus Schwellenländern im Vergleich zu US-Titeln auf mittlere Frist sinnvoll. Bezüglich einzelner **Branchen** sind wir gegenüber zyklischen Aktien zurückhaltend. Dividentitel (Versorger, Infrastruktur, Telekom, Energie) sind in einem extremen Tiefzinsumfeld nochmals attraktiver geworden. Immer noch kaufenswert sind auch Aktien von Unternehmen, welche wenig konjunktursensitive Produkte und Dienstleistungen anbieten und über nachhaltige Wettbewerbsvorteile verfügen (sog. Langfrist-Champions).

Schwellenländer wie China und Indien. Nachdem in der Schweiz und Deutschland Staatsanleihen über das ganze Laufzeitspektrum negativ geworden sind, ist aus unserer Sicht das Risiko von Kursrückschlägen gestiegen. Wir empfehlen deshalb den Cash-Anteil deutlich zu erhöhen und in Anleihen aus Schwellenländern zu investieren.



## Kurzfristige Zinsen (Geldmarkt Libor 3 Monate)

Wir rechnen bis Juni 2020 mit drei weiteren Zinssenkungen der US-Notenbank. Die EZB wird die expansive Geldpolitik noch mehrere Jahre weiterführen müssen, um einzelne südliche Mitgliedsländer nicht zusätzlich zu belasten.

	Ende 2018	Aktuell	YTD %	12 Monate
CHF	-0.7134	-0.7866		-0.80
EUR	-0.3557	-0.4420		-0.50
USD	2.8076	2.0120		1.25
JPY	-0.0727	-0.1160		0.00

## Langfristige Zinsen (10-jährige Staatsanleihen)

In einem Umfeld rückläufiger Wirtschaftsaktivität rechnen wir mit einer Seitwärtsbewegung bei den Anleihsrenditen (1.8% für die USA). Wir erwarten leicht steilere Zinskurven für den Franken und den EURO.

	Ende 2018	Aktuell	YTD %	12 Monate
CHF	-0.28	-0.76		-0.70
EUR/GER	0.24	-0.55		-0.40
USD	2.69	1.58		1.80
JPY	-0.01	-0.21		-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 hat. Selektiv sollen einzelne Aktienmärkte der Schwellenländer (z.B. Vietnam, Russland) übergewichtet werden.

	Ende 2018	Aktuell	YTD %	12 Monate
USA	2'506.85	2'893.06	15.41%	3100
Deutschland	10'558.96	12'121.25	14.80%	13000
Frankreich	4'730.69	5'498.16	16.22%	5700
Italien	18'324.03	21'546.71	17.59%	23000
UK	6'728.13	7'187.81	6.83%	7400
Schweiz	8'429.30	9'849.43	16.85%	10300
Japan	20'014.77	21'456.38	7.20%	23000
China/HK	25'845.70	25'682.81	-0.63%	27000
Indien	10'862.55	11'313.30	4.15%	12000
Russland	1'068.72	1'317.48	23.28%	1'500
Brasilien	87'887.26	99'981.40	13.76%	110'000

## Erdöl und Gold

Nach einer deutlichen Erholung der Erdölpreise in den ersten Monaten des laufenden Jahres, sind die Notierungen aufgrund der gestiegenen Konjunkturängste unter Druck geraten. 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)	48.22	53.06	10.04%	55
Gold	1281.58	1503.82	17.34%	1600

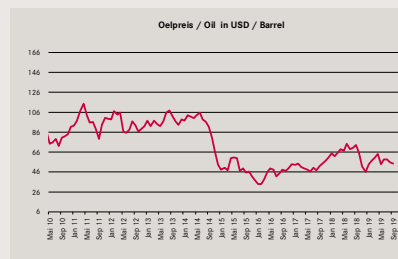
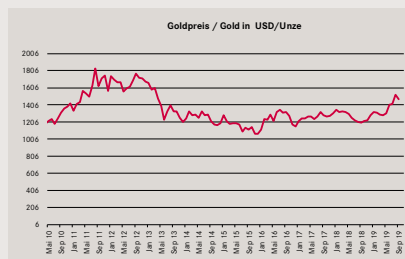
## Wechselkurse

Da sich die Zinsdifferenz zwischen USD und EURO reduzieren wird, erwarten wir eine leichte Aufwertung des EUR- Wechselkurses gegenüber dem Dollar.

	Ende 2018	Aktuell	YTD %	12 Monate
EUR/CHF	1.1256	1.0926	-2.93%	1.11
USD/CHF	0.9828	0.9952	1.26%	0.98
EUR/USD	1.1452	1.0978	-4.14%	1.13
EUR/JPY	125.6200	117.9000	-6.15%	120

Quelle: Bloomberg 9.10.2019

## 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