

Anlagen **aktuell**

Handelskrieg: vorerst viel Gebrüll und wenig Wirkungen

Zerstört Trump das „Goldlöffchen-Szenario“?

Ein Umfeld mit moderatem Wachstum, tiefen Zinsen und verhaltener Teuerung bildete in den letzten Jahren einen idealen Nährboden für stark steigende Aktienkurse und anhaltend tiefe Obligationenrenditen. Gut möglich, dass US-Präsident Trump mit Steuersenkungen zum Zeitpunkt einer bereits auf Hochtouren laufenden US-Konjunktur mit dem dadurch ausgelösten zusätzlichen Wachstumsschub dieses ideale „Goldlöffchen-Szenario“ zerstört hat.

Nicht zu heiss und nicht zu kalt

Goldlöffchen, die Heldin in Charles Dickens Weihnachtsgeschichte mochte ihren Brei weder zu warm noch zu kalt. Ähnlich scheint es den Anlegern an den internationalen Kapitalmärkten zu gehen, die ein wirtschaftliches Umfeld lieben, in dem die Wirtschaft nicht allzu heiss läuft, aber auch nicht dermassen abkühlt, dass eine Rezession droht. Die letzten Jahre waren durch ein solches „Goldlöffchen-Szenario“ gekennzeichnet, mit moderatem Wachstum, geringer Inflation und tiefen Nominal- und Realzinsen – ein ideales Umfeld für haussierende Aktienmärkte.

Fiskal-Schub just zur falschen Zeit

Die US-Steuerreform dürfte zusätzliche Wachstumsimpulse auslösen, auch wenn die gestiegenen Gewinne hauptsächlich für Aktienrückkaufprogramme verwendet werden. Dies zu einem Zeitpunkt, wo die Kapazitäten ausgelastet sind und Vollbeschäftigung am Arbeitsmarkt herrscht. Da gleichzeitig die Staatsausgaben insbesondere im Bereich Militär massiv erhöht werden, steigt das US-Budgetdefizit sprunghaft an. Diese zusätzlichen Konjunkturimpulse zur falschen Zeit bergen die Gefahr, primär über Lohnkostensteigerungen die Inflation neu zu entfachen und über höhere Zinsen einen „Boom and Bust“ Zyklus auszulösen. Einige Beobachter sehen bereits das Risiko, dass die US-Konjunktur just zum Zeitpunkt der nächsten Wahlen 2020 zur Schwäche neigen und Trump sich so gewissermassen sein eigenes Grab schaufeln könnte.

Berühmt-berüchtigte Zwillingssdefizite

Die US-Staatsschulden sind in den letzten Jahren gemessen am Brutto sozialprodukt stark angestiegen und dürften in den kommenden Jahren weiter deutlich grösser werden. Die Amerikaner werden damit auch die nächsten Jahre über ihren Verhältnissen leben und sich einen grossen Teil ihrer neuen Schulden vom Ausland finanzieren lassen.

Es sind denn auch nicht einfach die bösen Chinesen, Japaner und Deutschen, welche mit ihren Exportüberschüssen die Amerikaner ins Verderben führen. Fundamentale Ursache des Handelsbilanzdefizits ist vielmehr die zu geringe Sparquote bzw. die steigende Verschuldung von Staat und Privaten, eine Entwicklung, die bereits vor der Finanzkrise beobachtet werden konnte und nach einer Konsolidierungsphase erneut in die falsche Richtung geht.

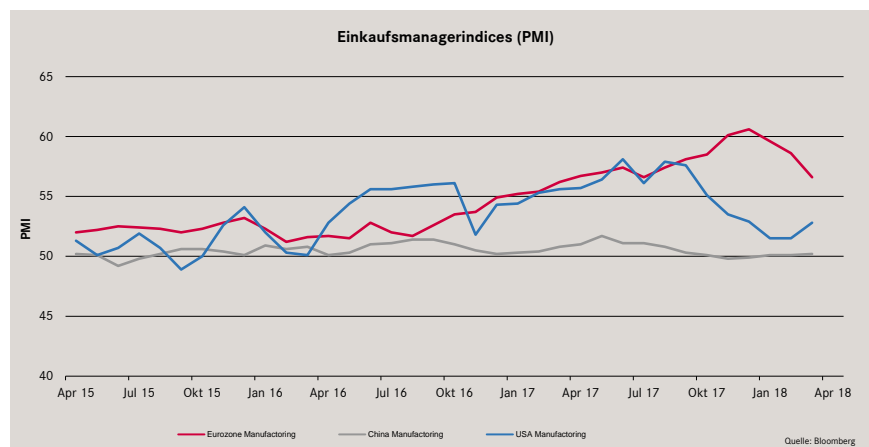
Als Folge der Steuersenkungen und der gestiegenen Staatsausgaben werden die USA nach Schätzungen in diesem Jahr Staatsanleihen von über USD 1'200 Mia. neu zu finanzieren haben, nach rund USD 400 Mia. im letzten Jahr. Und dies just in einem Zeitpunkt, wo sich die US-Notenbank anschickt, ihren Bestand an Treasuries deutlich herunterzufahren.

Handelskrieg kennt primär Verlierer

Der von Präsident Trump mit viel rhetori-

stellt sich zudem die Frage, ob sie überhaupt Wirkung entfalten werden. So sind etwa die erhöhten Exportquoten für US-Autoexporte nach Südkorea kaum mehr als ein Papiertiger, solange US-Cars bei den Südkoreanern Ladenhüter bleiben. Mehr und mehr wird deutlich, dass sich der Zorn des US-Präsidenten primär an den Chinesen ausrichtet, die mit Amerika einen jährlichen bilateralen Handelsüberschuss von rund USD 350 Mia. erzielen. Im Mittelpunkt stehen Handelsströme, die mit geistigem Eigentum bzw. Technologietransfer verbunden sind und damit insbesondere auch Chip-Produzenten betreffen. Nun sind es aber gerade die Chinesen, welche über zahlreiche gute Karten verfügen, um in einem ausgewachsenen Handelsstreit wirkungsvolle Gegenmassnahmen zu ergreifen. Unternehmen wie Apple lassen nicht nur einen Teil ihrer Produkte und Komponenten in China produzieren, sondern setzen auch einen beachtlichen Teil ihrer Handys im Land der Mitte ab. Ob es sich lohnt, etablierte Wertschöpfungsketten von global operierenden Firmen bei ungewissem Ausgang mit einem Handelsstreit zu zerstören, muss bezweifelt werden.

Es macht ganz den Anschein, dass sich der Zauberlehrling im US-Präsidentenamtschick, das Goldlöffchen-Szenario an den globalen Märkten durch eine Reihe von wirtschaftspolitisch motivierten Hau-Ruck-



schem Getöse losgetretene Handelsdisput mit der Androhung von massiven Zollerhöhungen hat bei Investoren und Anlegern für weitverbreitete Unsicherheit gesorgt. Von einem eigentlichen Handelskrieg zu sprechen, erscheint aber verfrüht. Bei den in Windeseile mit einzelnen Ländern ausgehandelten handelspolitischen Anpassungen

Massnahmen ernsthaft zu gefährden. So sind die Risiken gestiegen, dass Inflation und Zinsen deutlich steigen und der Keim für eine baldige Konjunkturabschwächung gelegt wird. Zu heiss oder zu kalt scheint den Investoren an den Aktien- und Obligationenmärkten nicht zu gefallen.

Globaler Aufschwung setzt sich fort

Die vorlaufenden Konjunkturindikatoren deuten darauf hin, dass sich das weitgehend synchron verlaufende globale Wachstum im Jahre 2018 fortsetzen wird. So kann für die Weltwirtschaft in diesem Jahr mit einem Wachstum von knapp 3.5% gerechnet werden. Einzelne ökonomische Zahlen deuten allerdings darauf hin, dass die Bäume nicht in den Himmel wachsen. Dies gilt selbst für die **USA**, wo man einen zusätzlichen Schub durch die Steuerreform erwartet hat. So waren die Konsumausgaben im Januar leicht rückläufig und im Februar gleichbleibend. Die massive Ausweitung des US-Budgetdefizits am Ende einer langen Wachstumsphase hat jedoch das Risiko erhöht, dass in den USA ein „Boost and Bust“ Zyklus ausgelöst wurde. Das aufgrund der ausgelasteten Kapazitäten und der Dollarabwertung gestiegene Inflationsrisiko könnte insbesondere die US-Notenbank veranlassen, die Zügel (zu?) stark anzuziehen, mit dem Resultat einer deutlichen Wachstumsverlangsamung in der zweiten Hälfte 2019 oder 2020. Für 2018 erwarten wir für die USA ein Wachstum von 2.7% bei einer Kerninflation um rund 2%.

Nachdem sich in den **Europäischen Ländern** die Konjunktur 2017 sehr positiv entwickelte, hat sich der PMI-Index der Eurozone (welcher die Stimmung der Einkaufsmanager misst) in den letzten Monaten gegenüber den vorher erzielten Höchstständen deutlich abgeschwächt. Die neusten Zahlen zeigen, dass die starke Aufwertung des Euros insbesondere gegenüber dem US-Dollar konjunkturelle Bremspuren hinterlässt, auch wenn die Zeichen nach wie vor auf Expansion stehen. Erfreulich ist insbesondere, dass die Arbeitslosenzahlen in der EU weiter nach unten tendieren, wobei sich in Deutschland in

einzelnen Sektoren gar ein Mangel an qualifizierten Arbeitskräften abzeichnet. Insgesamt rechnen wir für die Eurozone mit einem Wachstum von 2.3% bei einer Inflation unter der Zielmarke von 2%.

Bislang ohne grosse Auswirkungen auf die Märkte blieb der Umstand, dass in Italien anlässlich der jüngsten Parlamentswahlen die eurokritischen Parteien klar die Oberhand gewonnen haben. Setzen diese Parteien darüber hinaus ihre stark ausgabe-freudigen Wahlversprechen um, könnte sich dies destabilisierend auf den Euro auswirken.

Eine leichte Wachstumsverlangsamung zeichnet sich auch in **Japan** ab, dessen Währung gegenüber dem Dollar noch stärker aufgewertet hat als der Euro.

Eine Fortsetzung der stabilen Konjunktur lässt sich auch für fast alle **Schwellenländer** erwarten. **China** überrascht weiterhin mit Wachstumsraten von fast 7%, insbesondere auch aufgrund der massiven Investitionen zur Reduktion der Umweltbelastung. Trotz positiv überraschenden vorlaufenden Indikatoren – der März Manufacturing PMI betrug 51.5% und der Non-Manufacturing PMI 54.6 – dürfte sich dennoch aufgrund des überhitzten Immobilienmarktes und der hohen Verschuldung in diesem Segment das Wachstum in der zweiten Jahreshälfte leicht abschwächen. In den meisten Schwellenländern lässt sich dank steigender Löhne ein starkes Wachstum des Konsums beobachten. Darüber hinaus profitieren die stark exportorientierten Schwellen- und Entwicklungsländer vom schwachen Dollar wie auch von den gestiegenen Rohstoffpreisen. Dies ist insbesondere für **Brasilien** und **Russland**, welche nach Jahren der Rezession klare Zeichen der wirtschaftlichen Erholung aufweisen

Prof. Markus Ruffner

Strategie

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

Obligationen sollten in einem Umfeld mit anhaltender wirtschaftlicher Dynamik und dem sich abzeichnenden Ende der ultraexpansiven Geldpolitik deutlich untergewichtet werden. Bei entsprechender Diversifikation sind weiterhin Unternehmens-Anleihen mit kurzen bis mittleren Laufzeiten zu favorisieren.

Aktien sind nach den jüngsten Kursrückschlägen dank weiter steigenden Gewinnen in etwa auf dem durchschnittlichen historischen Niveau bewertet. Obwohl oder gerade weil US-Aktien in der jüngsten Vergangenheit besser abgeschnitten haben, billigen wir Aktien japanischer und europäischer Unternehmen wie auch solchen aus Schwellenländern ein höheres Potential zu. Auf Frist Ende Jahr sehen wir ein bescheidenes Erholungspotential.

Immobilien bergen aufgrund anziehender Renditen ein gewisses Konsolidierungsrisiko. Stärker gefährdet erscheinen beispielsweise auch in der Schweiz bei steigendem Leerbestand die Preise gewerblicher Immobilien. In Ländern wie Deutschland) besteht vorab im Wohnungsbau ein gewisser Nachholbedarf.

Rohstoffe: Die preisbestimmenden Produzenten innerhalb und ausserhalb der OPEC haben ein Interesse, das erreichte Preisniveau zu halten.

Edelmetalle: Wir betrachten Gold und Silber hauptsächlich als Absicherung ge-

	Reales BIP-Wachstum			Inflation			Output Gap	Defizit	Verschuldung	CDS Spanne	Realizins
	in %			in %			in %	in% BIP	in% BIP	in bp	in %
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E		2018	2018		
USA	2.2	2.8	2.4	2.1	2.3	2.2	-1.10	-3.4	77.4	27.51	0.56
Euro-Zone	2.2	2.5	2	1.5	1.5	1.5	0.01	-1.5	n.e.	n.e.	n.e.
Deutschland	2.4	2.5	2.1	1.7	1.7	1.8	-0.10	0.8	65.7	11.62	-1.14
Frankreich	1.8	2.2	1.9	1.1	1.5	1.4	0.27	-3.4	96.1	19.08	-0.70
Italien	1.5	1.5	1.3	1.4	1.1	1.4	-4.13	-2.5	131.2	104.22	0.80
UK	1.5	1.5	1.5	2.7	2.6	2.2	-3.32	-2.9	90.4	19.31	-1.11
Schweiz	0.9	2	1.9	0.5	0.6	0.9	-2.71	0.441	32.9	13.32	-0.55
Japan	1.5	1.4	1.1	0.5	1	1.3	-1.59	-4.98	223.8	19.98	-0.97
China	6.8	6.6	6.4	1.6	2.3	2.4	n.e.	-3.72	18.6	64.49	1.47
Indien	6.5	7.2	7.6	3.4	4.8	4.7	n.e.	-3.67	50.1	75.13	2.76
Russland	1.9	1.8	1.8	3.8	3.3	3.9	n.e.	0.80	11.8	118.38	3.70
Brasilien	0.7	2.6	2.8	3.4	3.5	4.1	n.e.	-7.49	78.4	163.51	1.45

Aktienmärkte – fundamentale Bewertungen (Performance in Lokalwährungen)

	Performance Aktien (in %) YTD	Preis/Buchwert	KGV aktuell	KGV 2018E	Dividendenrendite 2018E	Index
USA	-1.82	3.21	21.17	15.22	2.20	S&P 500
Deutschland	-5.25	1.71	13.91	11.68	3.51	DAX
Frankreich	-1.06	1.50	16.33	13.30	3.62	CAC 40
Italien	5.39	1.23	38.80	11.31	4.26	FTSE MIB
UK	-6.83	1.75	13.27	12.78	4.59	FTSE 100
Schweiz	-7.51	2.32	28.91	13.79	3.95	SMI
Japan	-4.77	1.74	15.91	13.89	2.14	NIKKEI
China	1.04	1.40	12.69	10.55	3.78	Hang Seng
Indien	-1.44	3.13	22.43	14.71	1.83	Nifty
Russland	1.17	0.75	6.94	5.66	n/a	RTS
Brasilien	10.25	1.92	21.21	11.44	4.03	BOVESPA

Quelle: Bloomberg 9.4.2018

Turbulenzen trotz steigender Profite

Nach einem fulminanten Start ins neue Jahr wurden die Investoren an den Aktienmärkten jäh mit stark fallenden Kursen und massiv gestiegenen Volatilitäten konfrontiert. Per Ende des ersten Quartals wiesen nur noch wenige Märkte eine positive Performance auf, wobei vorab brasilianische und russische Aktien dazu beitrugen, dass die Performance der Emerging Market Aktien diejenige der Developed Markets übertraf. Zu den grössten Verlierern zählten im bisherigen Jahresverlauf neben britischen Aktien insbesondere deutsche und schweizerische Titel, die auch unter der Dollar-Abwertung litten. Auslöser der Kursturbulenzen waren in einer ersten Runde die stark gestiegenen Renditen auf US-Staatsanleihen, gefolgt von Befürchtungen um einen Handelskrieg zwischen der USA und

Ende der ultraexpansiven Geldpolitik

Das erste Quartal 2018 war durch deutlich anziehende Obligationenrenditen geprägt. Am stärksten war der Renditeanstieg im Dollar als Folge der starken Ausweitung des Budgetdefizits und der gleichzeitig reduzierten Nachfrage nach US-Staatsanleihen durch die Notenbank. Aufgrund der jüngsten Aktienmarkt-Turbulenzen und der sich abzeichnenden Spannungen in den Ausssenhandelsbeziehungen ist die Nachfrage nach sicheren Anlagen wie Staatsanleihen wieder gestiegen und die Renditen 10-jähriger Treasuries haben sich nach einem Hoch von nahe 3% bei rund 2.75% eingependelt. Gleichzeitig ist die Zinskurve bei Dollaranleihen im Bereich von 2- bis 30-jährigen Sätzen extrem flach georden. Aufgrund der zu erwartenden weiteren drei Zinserhöhungen des FED im Jahre 2018 gehen wir von weiterhin leicht steigenden Renditen der Dollaranleihen aus. Während im Dollar die Realrenditen nunmehr ins

China. Der sorglose Umgang mit von Facebook gesammelten Personendaten und die Fehde des US-Präsidenten mit dem Amazon-Gründer Bezos (u.a. mit dem nicht erhärteten Vorwurf, dass US Post mit Amazon Verluste macht) haben in den letzten Tagen auch den bislang stark performenden US-Technologiewerten zugesetzt. Generell haben die mannigfaltigen ökonomischen und politischen Unsicherheiten dafür gesorgt, dass die Anleger risikoaverser geworden sind, Gewinne mitgenommen und in weniger riskante Anlagen umgeschichtet haben. Die deutlichen Kurseinbussen kontrastieren in einem gewissen Sinne mit den erfreulichen Gewinnerwartungen vorab für den amerikanischen wie etwa auch den japanischen Aktienmarkt, für die auf 12 Monate hinaus Gewinnsteigerungen von 18% bzw. 10% vorausgesagt werden. Dieser positiven

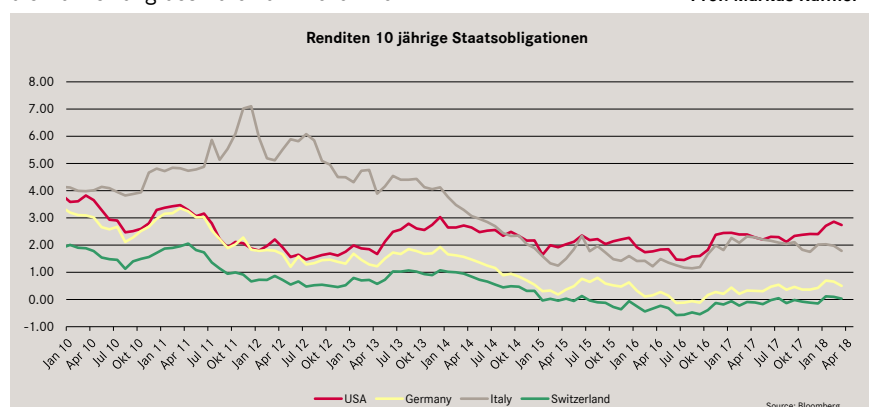
Positive gedreht haben, sind diese im Euro immer noch deutlich negativ (-0.9% bei 10-jährigen und - 0.4% bei fünfjährigen Anleihen). Ein solches Niveau kann nicht nachhaltig sein und wird sich spätestens dann normalisieren, wenn die Europäische Zentralbank 2019 eine erste Zinserhöhung wagen wird. Die starke Konjunktur dürfte zwar den Spielraum der EZB erhöht haben, die Aufwertung des Euro zum Dollar mahnt

fundamentalen Entwicklung steht das oben beschriebene Risiko gegenüber, dass das als ideale geltende Goldilock-Umfeld durch ein solches mit steigender Teuerung und höheren (Real-)zinsen abgelöst wird und es bei einer Ausweitung der Spannungen in den Handelsbeziehungen nur wenige Gewinner geben dürfte.

Immerhin lässt sich aus der Perspektive der gängigen Bewertungskriterien (Kurs-Gewinn-Verhältnis, Preis/Buchwert, Preis/Cash Flow, Dividendenrendite) feststellen, dass die meisten Aktienmärkte nach den Korrekturen fundamental nicht überbewertet sind, sondern nahe ihrer langfristigen Durchschnittswerte liegen. Zu den Ausreissern zählen der US-Markt, der im historischen Vergleich mit einem KGV von 16 immer noch hoch bewertet ist, während beispielsweise russische Aktien mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von rund 6 im historischen Vergleich klar unterbewertet ist. Auf diesem Hintergrund erwarten wir für die kommenden Monate anhaltend volatile Märkte, in denen weitere Rückschläge nicht ausgeschlossen sind. Mit Blick auf Ende 2018 gehen wir davon aus, dass die Aktienmärkte mit weiter leicht steigenden Obligationenrenditen leben können. Und auch bei den Spannungen in den internationalen Handelsbeziehungen bestehen berechnete Hoffnungen, dass trotz reisserischer Rhetorik hinter den Kulissen Lösungen gefunden werden, mit denen alle Parteien ihr Gesicht wahren und die komplexen Wertschöpfungsketten internationaler Firmen nicht grundlegend gestört werden. Damit bestehen berechnete Hoffnungen, dass wir im Verlauf des Jahres wieder eine Erholung der Kurse sehen werden.

jedoch zur Vorsicht, da höhere Zinsen die Attraktivität des Euro weiter steigern. Während Staatsanleihen im aktuellen Umfeld weiterhin ein gewisses Rückschlagspotential bergen, liegt es nahe, den Focus auf kurzlaufende Unternehmensanleihen zu legen, um die Phase steigender Renditen einigermaßen unbeschadet zu überstehen.

Prof. Markus Ruffner



Kurzfristige Zinsen (Geldmarkt Libor 3 Monate)

Wir rechnen bis Dezember 2018 mit drei weiteren Zinsschritten der US-Notenbank. Die EZB wird die expansive Geldpolitik behutsam zurückfahren, um die südlichen Länder nicht zusätzlich zu belasten.

	Ende 2017	aktuell	YTD %	12 Monate
CHF	-0.7462	-0.7374	-1.18%	-0.70
EUR	-0.3847	-0.3893	1.19%	-0.10
USD	1.6943	2.2481	32.69%	2.30
JPY	-0.0242	-0.0498	106.16%	0.20

Langfristige Zinsen (10-jährige Staatsanleihen)

Die restriktivere Geldpolitik und die Ausweitung der US-Verschuldung als Folge der Steuerreform lassen insbesondere für die USA höhere Renditen (3.2% für 10-jährige Anleihen) erwarten.

	Ende 2017	aktuell	YTD %	12 Monate
CHF	-0.18	-0.01	-95.19%	0.20
EUR/GER	0.42	0.52	23.21%	0.70
USD	2.41	2.83	17.50%	3.20
JPY	0.04	0.04	-8.15%	0.20

Aktienmärkte

Wir gehen davon aus, dass in den kommenden 12 Monaten das Kurspotential in Europa höher als in den USA ist. Auch japanische Aktien dürften weiter von der erfreulichen Gewinndynamik und der moderaten Bewertung profitieren. In Asien sind klein- und mittelkapitalisierte Unternehmen fundamental immer noch billig. Angesichts der mannigfaltigen ökonomischen und politischen Risiken ist das (temporäre) Rückschlagpotential grösser geworden.

	Ende 2017	aktuell	YTD %	12 Monate
USA	2'673.61	2'669.46	-0.16%	2700
Deutschland	12'917.64	12'305.19	-4.74%	12700
Frankreich	5'312.56	5'276.67	-0.68%	5500
Italien	21'853.34	22'969.50	5.11%	25000
UK	7'687.77	7'199.50	-6.35%	7300
Schweiz	9'381.87	8'742.60	-6.81%	9100
Japan	22'764.94	21'645.42	-4.92%	23000
China	29'919.15	29'518.69	-1.34%	32000
Indien	10'530.70	10'325.15	-1.95%	10900
Russland	13'672.33	15'089.43	10.36%	17000
Brasilien	76'402.08	85'722.37	12.20%	90000

Erdöl und Gold

Aufgrund der stark ausgebauten Erdöl- und Gasproduktion in den USA sehen wir trotz den Produktionskürzungen der OPEC wenig Spielraum für weiter steigende Erdölpreise. Ein Investment in Gold erachten wir als eine sinnvolle Absicherung gegen unterschiedliche Arten von globalen (Politik-)Risiken.

	Ende 2017	aktuell	YTD %	12 Monate
Erdöl (WTI)	60.27	63.78	5.82%	60
Gold	1302.80	1325.77	1.76%	1370

Wechselkurse

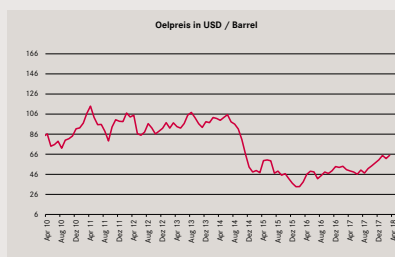
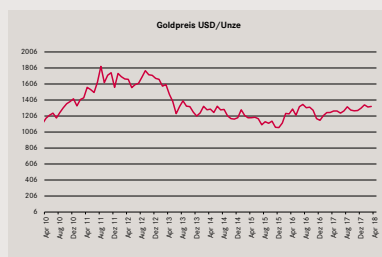
Trotz Ausweitung der Zinsschere zwischen dem USD und dem EURO erwarten wir keine Aufwertung des strukturell schwachen Dollars.

	Ende 2017	aktuell	YTD %	12 Monate
EUR/CHF	1.1703	1.1781	0.67%	1.19
USD/CHF	0.9743	0.9626	-1.20%	0.97
EUR/USD	1.2005	1.2239	1.95%	1.23
EUR/JPY	135.2800	131.4600	-2.82%	130

Quelle: **Bloomberg 06.04.2018**

Prof. Markus Ruffner

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