

## Anlagen **aktuell**

### „Verlorene“ Produktionsstätten kommen nicht in die USA zurück

#### Handelskrieg mit China: wenige Gewinner – viele Verlierer

**Nachdem die USA die Zölle auf chinesische Importe im Wert von USD 34 Mia. erhöht haben, zogen die Chinesen umgehend mit Zollerhöhungen für 800 US-Produkte nach. Die Gefahr einer Ausweitung des Handelskriegs ist hoch, da keine Partei dieses „Tit for Tat“-Spiel ohne Prestigeverlust beenden kann. Auch wenn in einer ersten Runde China mehr verlieren dürfte, wird es Trump mit Zöllen kaum gelingen, „verlorene“ Industriearbeitsplätze wieder in die USA zurückzubringen.**

#### «Easy to win?»

Ein Blick auf die Handelsstatistiken scheint Trumps Propagandaspruch zu bestätigen, dass ein Handelskrieg mit China **leicht zu gewinnen ist**. Den letztjährigen chinesischen Exporten in die USA von USD 505 Mia. stehen gerade mal USD 130 Mia. in die andere Richtung gegenüber. China – so die naheliegende Überlegung – hat demnach nur etwa ein Viertel der amerikanischen «Munition», um Zollerhöhungen auf weitere Importe auszuweiten, wenn die USA in einem ausgewachsenen Handelskrieg ihrerseits immer mehr Exportgüter aus China mit höheren Sätzen belasten.

Ganz so einfach dürfte die Rechnung der US-Handelsstrategen in einem Streit nach dem Prinzip «wie du mir – so ich dir» nicht sein: Nach Berechnungen der Deutschen Bank setzen US-Niederlassungen in China Produkte und Dienstleistungen im Wert von rund USD 280 Mia. ab. Die Machthaber in Peking können den US-Ablegern das Leben über staatlich inspirierte Boykotte schwer machen, wie sie das bei früheren Handelsstreitigkeiten schon gegenüber Japan und Korea praktiziert haben. Eine weitere Abwehrmassnahme ist eine Abwertung der chinesischen Währung, welche US-Importe verteuert und chinesische Waren verbilligt. China muss hier zwar aufpassen, dass eine solche Abwertung nicht aus dem Ruder läuft und zu unkontrollierten Devisenabflüssen führt. Gewissermassen als letztes Mittel könnten die Chinesen als grösster Gläubiger von US-Staatsanleihen in grösserem Umfang US-Schuldtitel abtossen – just in einer Zeit, wo der amerikanische Staat ein stark wachsendes Defizit aufweist und die Notenbank ihre Käufe zurückfährt. Stark steigende Renditen und eine Rezession wären die Folge. China wird eine solche Massnahme nicht ohne Not einsetzen und vorerst versuchen, Trump mit gezielten Zollerhöhungen auf preissensitiven Agrar-

gütern (insbesondere Soja) politisch zu treffen. Sie treffen US-Bauern, die zur treuesten Wählerbasis von Trump zählen.

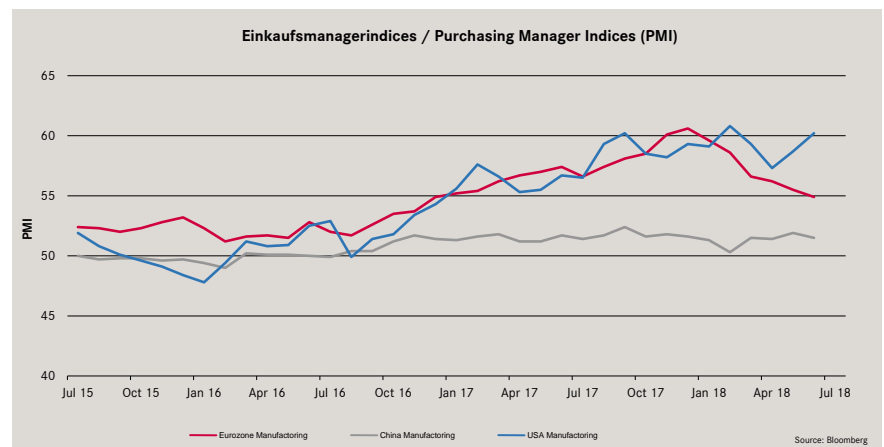
#### Rad der Zeit nicht zurückdrehbar

Amerika hat in der Tat beginnend um die Jahrtausendwende Millionen von Industriearbeitsplätzen nach Asien und allen voran nach China verloren. So haben die chinesischen Exporte nach den USA in den letzten 20 Jahren um exorbitante 640% (!) zugelegt. Stark dazu beigetragen haben auch amerikanische Firmen wie Apple, welche die Komponenten für ihre Produkte hauptsächlich in Asien produzieren lassen. Wie Trump selbst immer wieder mit einem Seitenhieb an seine Amtsvorgänger betont, kommt er mit seiner Disziplinierungs-

Bereichen wettgemacht und ist heute in einzelnen Branchen zu einem ernstzunehmenden Know-how-Konkurrenten geworden, wie sich dies trotz Tesla beim Bau von Elektroautos beobachten lässt. Mit höheren Zöllen allein lässt sich das Rad der Geschichte nicht zurückdrehen. Eine solche Politik riskiert auch, dass hochkomplexe und eingespielte globale Wertschöpfungsketten mit unabsehbaren Kostenfolgen «zerstört» werden. Chinesische Unternehmen können die allein gegen China gerichteten Zölle auch umlaufen, indem sie Produktionsanlagen in andere asiatische Länder auslagern.

#### USA als Zweitrundenverlierer

Nimmt man die Reaktion der Börsen als Massstab, hat Amerika die erste Runde im Handelsstreit deutlich gewonnen, sind doch die Aktienkurse an den chinesischen Inlandbörsen viel stärker als der US-Markt gesunken. Dank der Fiskalimpulse erscheint die US-Wirtschaft gestärkt, während Peking gegen ein abflachendes Wirtschaftswachstum kämpft. Auch wenn China kurzfristig einen nicht unbeträchtlichen Preis in Form einer spürbaren Wachstumsverlangsamung zahlen muss, wird das



strategie reichlich spät, wenn er einen Teil der Produktion und die zugehörigen Arbeitsplätze wieder in die USA zurückholen möchte. Ob es den Westen freut oder nicht: Den Chinesen ist es in den letzten Jahrzehnten gelungen, moderne Industrieanlagen zu bauen, die wie beispielsweise die hochmodernen Aluminiumwerke effizienter sind als die teilweise veralteten Produktionsanlagen in den alten Industrieländern. Mit seiner gezielten Technologietransferpolitik hat China den Rückstand zum Westen in vielen

Land mittel- und langfristig seine Beziehungen mit anderen Wirtschaftsregionen auszubauen versuchen. Dass globale Unternehmen wegen 4 oder 8 Jahren Amtszeit von Trump ihre Investitionen im grossen Stil in die USA verlagern, erscheint wenig wahrscheinlich. Ebenso wenig dürfte es den USA gelingen, das Aussenhandelsdefizit nachhaltig zu verringern. Der Preis für ein bisschen Rückenwind für die Midterm-Wahlen im kommenden Herbst erscheint aus diesem Blickwinkel sehr hoch.

## USA top – Europa flop?

Der von JP Morgan errechnete globale Einkaufsmanagerindex (PMI) deutet mit einem Wert von 53.0 (ein Wert über 50 bedeutet eine Verbesserung der Geschäftslage) auf ein nach wie vor stabiles globales Wachstum hin. Betrachtet man die einzelnen Wirtschaftsregionen, ergibt sich ein differenziertes Bild einer unter Volldampf stehenden US-Konjunktur und einer Wachstumsabschwächung in anderen Wirtschaftsregionen, wie etwa in Europa. So ist der PMI für die USA im Juni von 58.7 auf 60.2 gestiegen, während er in Europa von 55.5 auf 54.9 gesunken ist. Die Wachstumsbeschleunigung in den USA lässt sich in erster Linie durch den zusätzlichen Impuls erklären, der durch die massive Steuerensenkung und die Ausweitung der Staatsausgaben ausgelöst wurde. Dennoch steigen entgegen der Lehrbuchtheorie die **Lohnkosten** bei rekordtiefer Arbeitslosigkeit nur moderat und die Kerninflation (ohne Preise für Lebensmittel und Energie) pendelt in etwa um den Zielkorridor der US-Notenbank von 2%.

Die leichte Abschwächung des Wachstums in den **Europäischen Ländern** darf nicht überinterpretiert werden. Sie dürfte zumindest teilweise auf den Höhenflug des Euros im 1. Quartal zurückzuführen sein, der nur vorübergehender Natur war. So ist etwa die **Industrieproduktion** in Deutschland im Mai mit 2.6% viel stärker als erwartet gewachsen. Der von den USA angezettelte Handelskrieg hat demnach in Europa in den Statistiken noch wenig Wirkung entfaltet. Kaum Bremswirkungen haben bislang auch die politischen Entwicklungen in Italien entfaltet, obwohl eine weitgehende Umsetzung der Wahlversprechen durch die neue Regierungskoalition die Staatsschulden weiter in

die Höhe treiben würde. Eine solche Entwicklung könnte sich mittelfristig zu einer massiven Zerreissprobe der Europäischen Gemeinschaftswährung entwickeln, zumal die eigenkapitalmässig schmalbrüstigen italienischen Banken zu den grossen Gläubigern des Staates zählen. Angesichts der Verschuldung des italienischen Staates von bald EUR 2300 Mrd. wäre Italien für die EZB im Gegensatz zu Griechenland schlicht „too big to save“. Im Gegensatz zu den USA ist Inflation in Europa aktuell kein Thema, da die Kerninflationsrate bei gut 1% liegt und der Arbeitsmarkt in den meisten europäischen Ländern weit weniger angespannt ist als in den USA.

Trotz starker Währung hat sich die Abschwächung in **Japan** nicht weiter fortgesetzt, ist doch der PMI im Juni leicht auf 53 Punkte gestiegen.

Wie im einleitenden Artikel ausgeführt, wird der Handelskrieg **China** in kurzer Frist am härtesten treffen. Eskaliert der Handelsstreit weiter und weitet Amerika die Zollerhöhungen auf ein Handelsvolumen von USD 200 Mia. oder mehr aus, dürfte dies nach Berechnungen der Bloomberg Economists zu einer Wachstumsabschwächung von rund 0.5% des chinesischen BIP führen. Damit dürfte sich wohl die von der Politik angestrebte strukturelle Verschiebung der chinesischen Wirtschaft vom Export zum Konsum beschleunigen. China wird auch seinen nicht unbeträchtlichen Handlungsspielraum nutzen, mit geld- und fiskalpolitischen Massnahmen den negativen Folgen eines Handelskrieges mit den USA gegenzusteuern.

Verschlechtert haben sich die Konjunkturaussichten auch in einigen Schwellenländern, besonders stark in **Südafrika** und der **Türkei** und etwas weniger deutlich in **Brasilien** und **Russland**. 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 untergewichtet werden. Bei entsprechender Diversifikation sind Unternehmensanleihen 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. Angesichts des sich ausweitenden globalen Handelskrieges dürften US-Aktien besser abschneiden als der Rest der Welt. Das Risiko einer weiteren Kurskonsolidierung ist gestiegen, wobei wir auf Frist Ende Jahr ein bescheidenes Erholungspotential sehen.

**Immobilien** bergen bei weiter anziehender Renditen insbesondere in den USA ein gewisses Konsolidierungsrisiko. In der Schweiz könnten bei steigendem Leerbestand die Preise gewerblicher Immobilien unter Druck geraten. In Ländern wie Deutschland besteht 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 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	2018E	2019E	2017	2018E	2019E		2018	2018		
USA	2.2	2.8	2.5	2.1	2.5	2.2	-1.10	-3.7	77.4	29.69	0.34
Euro-Zone	2.2	2.3	2	1.5	1.6	1.5	0.01	-0.9	n.e.	n.e.	n.e.
Deutschland	2.4	2.2	2.1	1.7	1.7	1.7	-0.17	1.3	65.7	13.21	-1.38
Frankreich	1.8	2	1.9	1.1	1.8	1.4	0.29	-2.6	96.1	29.61	-1.09
Italien	1.5	1.4	1.3	1.4	1.2	1.2	-4.10	-2.3	131.2	236.25	1.60
UK	1.5	1.4	1.4	2.7	2.5	2.1	-3.23	-1.9	90.4	25.63	-1.25
Schweiz	0.9	2.2	1.9	0.5	0.8	0.9	-2.58	0.441	32.9	11.38	-0.87
Japan	1.5	1.3	1.2	0.5	1.1	1.3	-1.56	-2.51	223.8	24.91	-1.07
China	6.8	6.6	6.4	1.6	2.3	2.4	n.e.	-3.72	18.6	67.57	1.25
Indien	6.5	7.3	7.5	3.4	4.7	4.8	n.e.	-3.67	50.1	96.18	3.17
Russland	1.9	1.8	1.7	3.8	3	4	n.e.	0.80	11.8	146.15	4.75
Brasilien	0.7	2.2	2.8	3.4	3.4	4.1	n.e.	-7.52	78.4	270.05	2.56

## Aktienmärkte – fundamentale Bewertungen (Performance in Lokalwährungen)

	Performance Aktien (in %) YTD	Preis/Buchwert	KGV aktuell	KGV 2018E	Dividendenrendite 2018E	Index
USA	2.60	3.31	20.91	15.65	2.11	S&P 500
Deutschland	-4.38	1.67	13.75	11.59	3.53	DAX
Frankreich	0.67	1.63	16.85	13.29	3.57	CAC 40
Italien	-0.98	1.17	38.80	10.34	4.68	FTSE MIB
UK	-0.84	1.84	13.61	12.97	4.41	FTSE 100
Schweiz	-9.27	2.30	28.31	13.54	3.99	SMI
Japan	-2.17	1.80	17.07	14.12	2.11	NIKKEI
China	-5.22	1.26	11.34	10.16	3.93	Hang Seng
Indien	1.34	2.93	21.92	14.96	1.78	Nifty
Russland	9.72	0.76	6.81	5.54	n/a	RTS
Brasilien	-6.01	1.65	18.02	9.50	4.86	BOVESPA

Quelle: Bloomberg 4.7.2018

### Wachsende Gewinne – sinkende Kurse

Nachdem im ersten Quartal 2018 die steigenden Renditen auf US-Staatsanleihen zu heftigen Korrekturen an den Aktienmärkten führten, lasteten im 2. Quartal vorab die handelspolitischen Unwägbarkeiten auf den Dividentiteln. Besonders stark gebeutelt wurde der chinesische Aktienmarkt, verloren doch die in China kotierten Titel (gemessen am Shanghai Shenzhen CSI 300) im Jahresverlauf. Generell unter Druck kamen Aktien aus Emerging Markets, da steigende US-Zinsen und ein starker Dollar vor allem für stark in Fremdwährungen verschuldete Unternehmen wenig Gutes verheissen. Das schlechte Abschneiden der schweizerischen Blue Chips lässt sich mit dem wenig attraktiven Branchen-Mix erklä-

ren, während die arg gebeutelten deutschen Autoaktien in den Sog des sich abzeichnenden Handelskrieges gerieten. Dass die US-Märkte im Ländervergleich am besten abschnitten, verdanken sie den grosskapitalisierten Technologiewerten (Amazon, Netflix, Microsoft, Google etc.), ohne die der S&P 500 auf Jahresbasis eine negative Performance aufweisen würde. Umgekehrt haben vor allem zyklische Titel gelitten, die stark vom anfänglichen Trump-Rally profitiert hatten. Generell zeichnet sich eine Sektorrotation von zyklischen Titeln zu defensiven Werten ab.

Da 2018 die Unternehmensgewinne in allen wichtigen Märkten bei meist fallenden Aktienkursen deutlich gestiegen sind, sind Dividentitel fundamental billiger geworden

und im historischen Vergleich nicht mehr teuer. Aktienkurse dürften aber weiterhin volatil bleiben. Wie in unserer Titelstory beschrieben, stehen beim Handelsstreit die Zeichen vor allem mit China auf Eskalation. Da die Auswirkungen auf die Konjunktur wie auch die Gewinnsituation der Unternehmen nur schwer abschätzbar sind, werden Investoren die Aktienrisiken kaum erhöhen. In einem solchen Umfeld mit hoher Volatilität kann es sich manchmal auch lohnen, statt direkter Aktienanlagen strukturierte Produkte zu kaufen, die über einen zusätzlichen Risikopuffer verfügen.

Grundsätzlich erachten wir es als zu früh, in die stark zurückgekommenen chinesischen und asiatischen Aktienmärkte zu investieren. Zahlreiche Analysten haben denn auch die Gewinnaussichten für diese Märkte deutlich zurückgenommen.

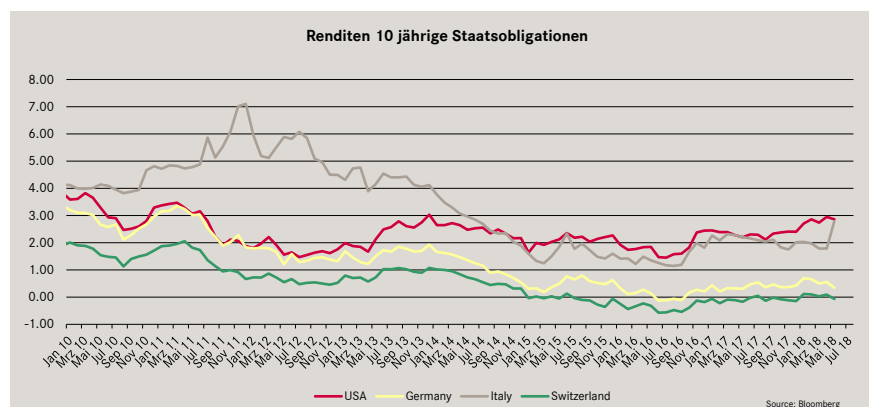
Wir gehen davon aus, dass der Handelsstreit sich insbesondere mit China noch eine ganze Weile fortsetzen wird, sodass primär in Titel von (inlandorientierten) Unternehmen investiert werden sollte, die von höheren Zöllen und Veränderungen in den globalen Wertschöpfungsketten höchstens marginal betroffen sind. Auf kurze Frist sollten US-Unternehmen von höheren Zöllen an wenigsten betroffen sein. Die USA sind auch die einzige Region, für welche Finanz-Analysten die Gewinnrevisionen weiter nach oben schrauben. Entsprechend sehen wir eine Übergewichtung für die USA vor. Eine nachhaltige Kurserholung der vom Handelsdisput am meisten gebeutelten Aktienmärkte und -sektoren sehen wir erst, wenn sich eine deutliche Entspannung im globalen Handelskrieg abzeichnet.

### Extrem flache Zinskurve in den USA

Das zweite Quartal 2018 war durch eine Stabilisierung der 10-jährigen Renditen von US-Staatsanleihen auf knapp unter 3% gekennzeichnet. Die extrem flache Zinskurve – 2-jährige Anleihen rentieren nur 30 Basispunkte weniger als 10-jährige Titel – war historisch betrachtet fast immer ein Indikator für eine sich deutlich abschwächende Konjunktur. Im aktuellen Umfeld spiegelt die flache Zinskurve aber auch die Erwartungen der Marktteilnehmer, welche eine Reihe werterer Zinsschritte der US-Notenbank als ausgemacht erachten. Ganz anders hat sich das Zinsgefüge in Europa entwickelt. Nach der Regierungsübernahme durch die ausgabefreudigen Populisten in Italien kam es bei italienischen Staatsanleihen zu einem Renditeanstieg von über einem Prozentpunkt. Umgekehrt sanken die Renditen von 10-jährigen deutschen Staatstiteln mit rund 0.3% unter das Niveau von Anfang Jahr. Die latente Gefahr einer ausufernden Verschuldung des italieni-

schen Staates wie auch die verhaltenen Konjunktursignale in Europa dürfte den Spielraum der EZB bezüglich eines baldigen Ausstiegs aus der Tiefzinspolitik nochmals

abgeschnitten als Unternehmensanleihen. Dies gilt insbesondere auch für hochverzinsliche Anleihen von Unternehmen aus Emerging Markets, die mehrheitlich herbe



eingeschränkt haben. Auch wenn das Anleihenkaufprogramm per Ende Jahr beendet wird, dürfte die EZB bis zum 4. Quartal 2019 mit ersten Zinserhöhungen zuwarten. Allgemein haben Staatsanleihen punkto Performance deutlich besser

Kursverluste erlitten haben. Die deutlich gestiegenen Renditen machen selektive Käufe dieser Anleihen wieder attraktiv.

Prof. Markus Ruffner

## Kurzfristige Zinsen (Geldmarkt Libor 3 Monate)

Wir rechnen bis Dezember 2018 mit zwei 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	-0.7312	-2.01%	-0.5
EUR	-0.3847	-0.3671	-4.57%	0.00
USD	1.6943	2.3356	37.85%	2.75
JPY	-0.0242	-0.0392	-62.06%	0.20

## Langfristige Zinsen (10-jährige Staatsanleihen)

Obwohl wir nicht mit einer Beschleunigung der Inflation rechnen, gehen wir aufgrund der höheren Staatsverschuldung von leicht höheren Renditen für US-Anleihen (3.2% für 10-jährige Anleihen) aus.

	Ende 2017	aktuell	YTD %	12 Monate
CHF	-0.07	-0.10	-30%	0.2
EUR/GER	0.43	0.29	-32.5%	0.7
USD	2.42	2.82	16.5%	3.20
JPY	0.04	0.03	-25%	0.10

## Aktienmärkte

Wir rechnen damit, dass in den kommenden 12 Monaten das Kurspotential in den USA auch aufgrund der besseren Gewinndynamik der Firmen höher als in Europa ist. Generell ist das Rückschlagsrisiko aufgrund der Unwägbarkeiten im Zusammenhang mit dem globalen Handelskrieg gestiegen. Trotz stark gesunkener Kurse erachten wir einen Einstieg bei chinesischen Titeln als zu früh.

	Ende 2017	aktuell	YTD %	12 Monate
USA	2673.61	2743.05	2.60%	2850
Deutschland	12917.64	12398.34	-4.02%	13000
Frankreich	5312.56	5353.24	0.77%	5400
Italien	21853.34	21650.17	-0.93%	20000
UK	7687.77	7623.11	-0.84%	7700
Schweiz	9381.87	8531.11	-9.07%	9200
Japan	22764.94	22271.77	-2.17%	23000
China	29919.15	28356.26	-5.22%	27000
Indien	10530.70	10671.40	1.34%	108000
Russland	13672.33	15013.36	9.81%	17000
Brasilien	76402.08	71871.52	-5.93%	74000

## Erdöl und Gold

In Anbetracht der stark gestiegenen Erdölpreise schätzen wir das Potential für weitere Kursavancen als beschränkt ein. Der Druck der USA wird dafür sorgen, dass Saudi Arabien seine Gas- und Erdölförderung ausweiten wird. 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)	59.42	72.47	21.96%	74
Gold	1302.80	1255.42	-3.64%	1350

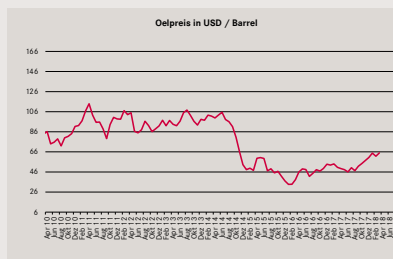
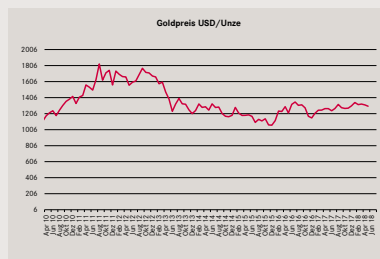
## Wechselkurse

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

	Ende 2017	aktuell	YTD %	12 Monate
EUR/CHF	1.1703	1.1536	-1.43%	1.18
USD/CHF	0.9743	0.9948	2.10%	0.99
EUR/USD	1.2005	1.1596	-3.41%	1.19
EUR/JPY	135.2800	128.1100	-5.30%	126

Quelle: Bloomberg 04.07.2018

## Interessante Charts



Quelle: Bloomberg

## 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

### 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.