# Anlagekompass

27. September 2018

## In Kürze

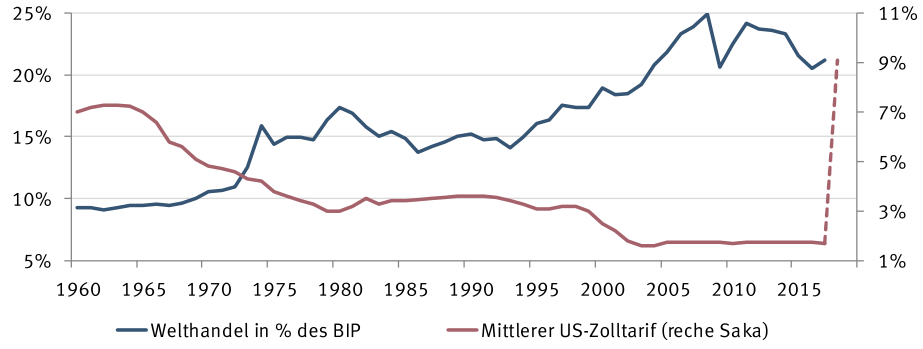
**Im Handelskrieg mit China hat die US-Regierung eine weitere Eskalationsstufe gezündet. Wir vermuten, dass der Konflikt nicht rasch beigelegt wird und die Märkte weitere Schritte nicht mehr so unbedacht wie in den letzten Monaten wegstecken. In den USA bleibt der Konjunkturausblick zunächst wolkenlos, wogegen in Europa und China der Schwung abnimmt. Die US-Notenbank wird zunächst am Restriktionskurs festhalten, während die EZB und die SNB an der Tiefzinspolitik festhalten. Die Bondquote würden wird vor allem mit Blick auf die in Europa unattraktive Renditelandschaft untergewichten. Opportunitäten sehen wir neu in Emerging Markets-Anleihen, die nach den starken Korrekturen eine attraktive Risikoprämie bieten. An der neutralen Gewichtung der Aktien halten wir fest. Stützend wirken die noch tiefen Zinsen und gesamthaft guten Konjunkturdaten. Die politischen Risiken stufen wir hingegen als unverändert hoch ein, weshalb wir nach wie vor einen Teil der Aktienquote absichern würden.**

## Marktdaten

| | Index | Stand | Veränderung seit | | Markt- |
|---|---|---|---|---|---|
| | | 26.9.18 | 27.9.17 | 31.12.17 | P/E-19 |
| New York | Dow Jones Ind. Avge | 26'385 | 27.8% | 6.7% | 15.4x |
| New York | S&P 500 | 2'906 | 23.5% | 8.7% | 16.3x |
| New York | Nasdaq | 7'990 | 36.3% | 15.7% | 18.8x |
| Europa | Stoxx-50 Euro | 3'433 | -1.1% | -2.0% | 12.9x |
| Tokio | Nikkei 225 | 23'797 | 26.2% | 4.5% | 14.8x |
| Schweiz | Swiss Perf. Index | 10'796 | 12.0% | 0.4% | 15.6x |
| Swiss Bond Index | Rendite CHF | 0.04% | +18 bps | +15 bps | |
| CHF/USD | | 0.97 | 0.0% | -1.0% | |
| CHF/EUR | | 1.13 | 0.1% | -1.2% | |

## Weitere Zuspitzung des Handelskonflikts?

**Welthandel und US-Zolltarif**




Wenn die USA auch die dritte Eskalationsstufe zündet und sämtliche Importe aus China und die Autoimporte aus allen Ländern dem protektionistischen Zollregime unterstellen, wird der mittlere US-Zolltarif auf rund 9% steigen. Unmittelbar würde in den USA damit ein wachstumsbremsender Kostenschub eintreten. Auf Ebene des BIP wird der maximale negative Einfluss auf gegen 0.5% veranschlagt, was noch einigermassen erträglich wäre. Unter Berücksichtigung der indirekten Effekte (Störung der globalen Lieferketten, Aufschub von Investitionen, allgemeine Verunsicherung) dürfte der negative Effekt viel höher ausfallen. Weil die chinesischen Importe aus den USA viel kleiner sind als die US-Importe aus China, würde China auf den Konflikt mit anderen Mitteln reagieren. Auf der chinesischen Sanktionsliste stehen eine Erschwerung des Marktzugangs für US-Unternehmen, eine Abwertung des Renminbi oder der Verkauf von US-Staatsanleihen.

## Ausblick und Positionierung

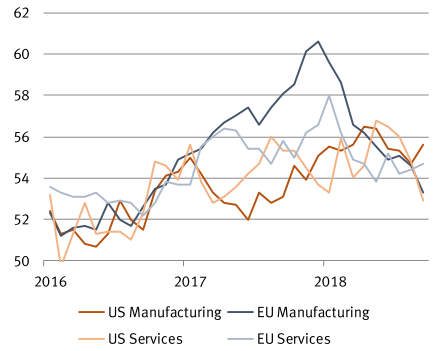
Noch kann nur gemutmasst werden, welche Absichten tatsächlich hinter dem angezettelten Handelskrieg stehen. Wenn es den USA nur darum geht, das Leistungsbilanzdefizit zu reduzieren, wäre ein verschärftes Zollregime eine falsche Rezeptur. Möglicherweise ist der massive Druck nur dazu aufgebaut worden, um einen möglichst vorteilhaften "Deal" herauszuholen. Eine viel grössere Tragweite hätte die Auseinandersetzung, wenn die USA beabsichtigt, China wirtschaftlich so stark zu schwächen und zu isolieren, damit es seine strategischen Pläne nicht umsetzen kann. In Europa will Brüssel den Brexit als abschreckendes Desaster inszenieren und eine rasche Einigung verhindern, wobei es kürzlich eher wieder zu positiven Signalen gekommen ist. Mit Blick auf den italienischen Budgetentwurf, dürfte Brüssel von einer harten Gangart absehen, nachdem der lautstärkste Exponent der italienischen Regierung, Matteo Salvini, leisere Töne angeschlagen hat. Die Aktienmärkte haben begonnen, tiefere Wachstumsraten für 2019 und den graduellen Liquiditätsentzug durch die Notenbanken zu antizipieren, was sich in den sinkenden Bewertungen widerspiegelt. Eine generelle Trendwende an den Aktienmärkten dürfte aber erst dann eintreten, wenn die US-Notenbank stark an der Zinsschraube dreht oder die US-Konjunktur plötzlich unter Druck gerät, was wir derzeit nicht erwarten. An den Anleihemärkten sind die Risikoprämien im Unternehmenssektor in den USA und Europa wieder gesunken. Die Bonitäts- und insbesondere die Liquiditätsrisiken werden nach wie vor nicht adäquat entschädigt. Eine attraktive Rendite bieten nach den starken Korrekturen hingegen Emerging Markets-Anleihen. Verglichen mit den 90er-Jahren stehen die Emerging Markets dank höheren Leistungsbilanzüberschüssen und Devisenreserven auf einem solideren finanziellen Fundament. Leicht reduziert haben wir die erwartete Bandbreite für die EUR/CHF-Relation. Ausschlaggebend hierfür sind die globalen Risiken und die überraschend erfreuliche Entwicklung der Schweizer Wirtschaft, welche die SNB wahrscheinlich vor raschen Interventionen abhalten wird. (ubr)

# Obligationen

## Konjunktur

Die Composite PMIs, das heisst die konsolidierten Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe und die Dienstleister sind in Europa und den USA gefallen. In den USA ist der Rückgang mit 1.3 etwas stärker als in Europa (0.3), dafür ist das Niveau noch höher. Weitere Unterschiede finden sich in der Zusammensetzung der Indizes. Während in den USA der Dienstleistungssektor deutlich gefallen ist, hat das verarbeitende Gewerbe stark zugelegt. In Europa ist es eher umgekehrt und die Dienstleister haben leicht zugelegt, während die Produktion etwas stärker abgegeben hat. Weil rund 80% der Wirtschaftsleistung jeweils auf die Dienstleister entfällt, könnte man die Zahlen für Europa auch positiver interpretieren. Das verarbeitende Gewerbe ist zwar kleiner aber volatiler und häufig ein Frühindikator. Aus diesem Blickwinkel wären die US-Zahlen die deutlich besseren. Hierbei möchten wir aber anmerken, dass die Autoindustrie mit der neuen Abgasverordnung in Europa ihre eigenen Probleme hat und dies, mit fast 10% der deutschen Wirtschafts-leistung (3% auf europäischem Niveau) sicher eine hohe Belastung darstellt. Im Service-Bereich der USA fällt auf, dass Kosteninflation und Arbeitsknappheit dämpfende Faktoren sind, die sich auch in den geforderten Preisen niederschlägt. Ein damit verbundener Nachfragerückgang mag der Grund für die sinkenden Erwartungen in beiden Sektoren sein.

**Einkaufsmangerindices**

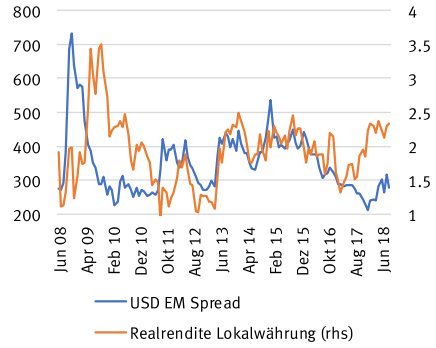



- Auffallend ist die Divergenz von Verarbeitendem Gewerbe und den Dienstleistungen in den USA und Europa mit unterschiedlichem Vorzeichen.

## Emerging Markets

Vergangenen Monat hatten wir über die mit dem starken USD verbundenen Konjunkturrisiken für die Emerging Markets berichtet. Diese Risiken wurden über die Währungen und die Zinsen in den Preisen der Staatsanleihen dieser Länder berücksichtigt. Dies hat dazu geführt, dass die Risiken nun attraktiver gepreist sind als andere Kreditrisiken. Geht man davon aus, dass Inflationsdifferenzen mittelfristig durch die Wechselkursentwicklung kompensiert werden, bleiben dem Anleger die realen Renditen, die in einigen Staaten aktuell bei über 5% liegt. Diese Prämie ist natürlich nur unter Inkaufnahme des Wechselkursrisikos zu erwirtschaften. Die Relation ist im Vergleich zu anderen Asset-Klassen aktuell durchaus attraktiv. Kurzfristig ist es natürlich so, dass steigende US Zinsen und ein starker US-Dollar weiter ein Risiko darstellen. Dies gilt aber auch für die anderen Asset-Klassen, die in diesem Fall ein grösseres Korrekturpotenzial hätten. Auf der anderen Seite besteht durchaus eine Wahrscheinlichkeit, dass die US Notenbank die Zinserhöhungen oder den Bilanzabbau (QT) streckt, und so ein positives Wachstumssignal sendet bzw. der USD-Stärke entgegenwirkt, was zu einer Erholung der Emerging Markets führen könnte. Kurzfristig bedeutet das, dass Emerging Market Bonds in Lokalwährung mindestens relativ, wenn nicht gar absolut eine attraktive Beimischung in einem gemischten Mandat darstellen können.

**Realrenditen Emerging Markets.**

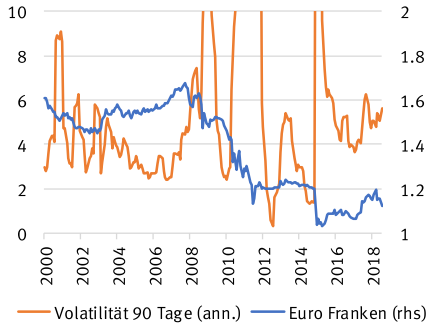



- Die Renditen der Emerging Markets in Lokalwährung sind mindestens relativ attraktiv.

## Schweizer Franken

Die SNB belässt erwartungsgemäss ihre Einschätzung zur Geld- und wichtiger zur Wechselkurspolitik unverändert. Der Schweizer Franken wird weiter als hoch bewertet eingestuft, was unmittelbar zu einer unveränderten Geldpolitik führt, zumal die EZB kategorisch an ihrer ausgedehnten Forward Guidance festhält. Allerdings kommt man nicht umhin, festzustellen, dass der Wirtschaftsmotor in der Schweiz weiter brummt, was sich auch in der um 0.5-1% höheren Wachstumsprognose widerspiegelt. Dies wie auch der Leistungsbilanzüberschuss legen den Verdacht nahe, dass der Wechselkurs gar nicht so hoch bewertet ist, wie die SNB dies glaubt. Ein sicheres Problem ist, dass ein aufgrund exogener Shocks etwas stärkerer Franken das Bild schnell drehen kann und das Wachstum nicht Grund für eine stärke, sondern Folge einer zu starken Währung ist. Der Grat zwischen stark und zu stark ist in der Schweiz aufgrund des grossen Handels sicher schmaler als bei anderen Währungen. Wir denken aber, dass die gute Verfassung und die bereits grosse Bilanz die SNB eher zögerlicher auftreten lässt als noch vor einem halben Jahr. Daher korrigieren wir die Prognose leicht nach unten (1.15 zum Euro), gehen aber weiter von einer Seitwärtsbewegung aus. Diese wird unseres Erachtens aber volatil bleiben. Dies liegt am binären Charakter einiger Risiken, an der Tatsache, dass nicht alle Risiken «gut» für den Schweizer Franken sind und daran, dass wir die europäische Wirtschaft noch nicht abgeschrieben haben. (tk)

**Euro vs. Schweizer Franken**



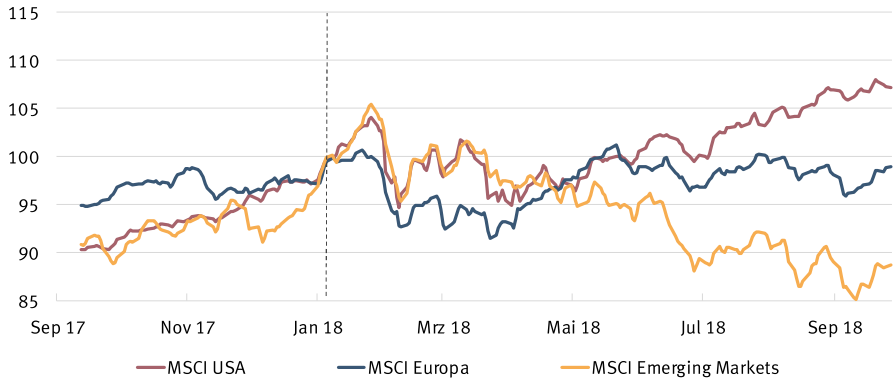

- Selbst mit einer sehr feinen Achsenskalierung bewegt sich der Euro zum Franken kaum, was nicht heisst, dass das Paar gleichwertig ist.

# Aktien

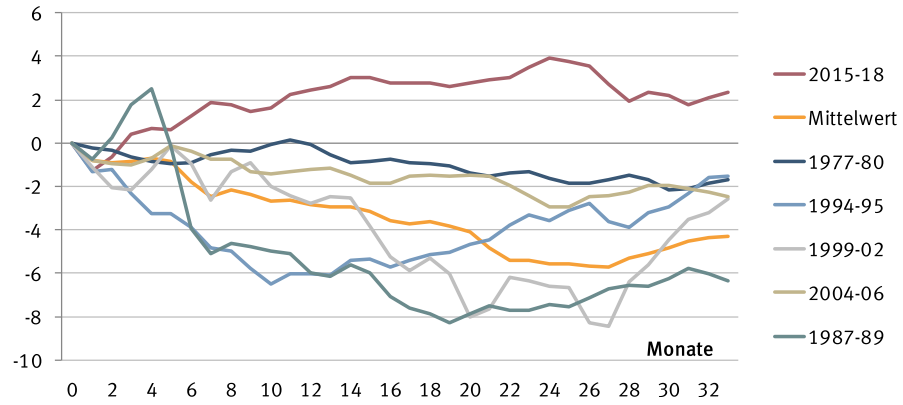
**Dauerhafte Abkoppelung der US-Börse?**
Aufgrund der US-Steuersenkungen, stark anziehender Aktienrückkäufe und des hohen Gewinnwachstums hat sich die US-Börse von den anderen Märkten quasi abgekoppelt. Den Handelskonflikt und die damit einhergehenden Wachstumsrisiken haben die Märkte fast komplett ausgeblendet. Wenn die Auswirkungen 2019 sichtbarer werden oder das Zollregime weiter verschärft wird, werden sich die Börsen stärker mit den Wachstums- und Inflationsrisiken auseinandersetzten. Ausschlaggebend für die Marktdivergenzen sind die auseinanderklaffenden Gewinnerwartungen. In den ersten neun Monaten wurden die Gewinnschätzungen für die USA kräftig nach oben revidiert, während jene für Europa leicht und jene für die Emerging Markets stark gesenkt wurden. Diese Divergenzen werden sich kaum so aufgeprägt wie in den letzten Monaten fortsetzten. Dagegen sprechen einerseits die nun sehr hohen Bewertungsunterschiede zwischen dem US-Markt und fast allen anderen Börsen, andererseits dürfte die hohe Rentabilität viele US-Unternehmen im Zuge des zunehmenden Kostendrucks bzw. durch steigende Löhne und Finanzierungskosten unter Druck geraten. Schlecht ins historische Bild passt die Bewertungsexpansion des US-Marktes auch im Zusammenhang mit dem aktuellen Zinserhöhungszyklus. In allen Restriktionsphasen seit den 90er-Jahren sind die Bewertungen am Aktienmarkt mehr oder weniger stark gefallen (siehe Grafik 2). Eine Erklärung für dieses Phänomen ist der Umstand, dass die Leitzinsen im aktuellen Zyklus nur moderat erhöht worden sind und real erst knapp über Null notieren.

**Weiter sinkende Bewertungen**
Eine eigentliche Trendwende erachten wir als unwahrscheinlich, weil wir davon ausgehen, dass die US-Notenbank weiterhin nur langsam an der Zinsschraube dreht und kein plötzlicher Konjunktureinbruch bevorsteht. Gemeinsames Merkmal aller Märkte ist die Tatsache, dass die Bewertungen (Kurs/Gewinn-Verhältnisse) im laufenden Jahr mehr oder weniger stark unter Druck geraten sind. Dieses Phänomen ist dem graduellen Liquiditätsentzug durch die Notenbanken, den generell tieferen Wachstumserwartungen und den steigenden US-Zinsen zuzuschreiben. Im Stadium eines fortgeschrittenen Konjunkturzyklus ist eine P/E-Kontraktion im Grunde genommen eine typische Entwicklung. Dies kann auch damit erklärt werden, dass in den Aktienbewertungsmodellen höhere Kapitalkosten und tiefere Wachstumsraten eingesetzt werden, womit die abdiskontiert Barwerte der Dividenden (freie Cashflows) tiefer ausfallen. Wenn man die Jahresperformance verschiedener Regionen auf die Faktoren Gewinnwachstum, P/E-Veränderung und Dividendenrendite aufschlüsselt, fällt auf, dass die jährlichen Gewinn- und P/E-Beiträge stark schwanken (siehe Grafik 3). In diesem Zusammenhang sticht die Entwicklung der Emerging Markes-Aktien ins Auge, wo verglichen mit 2017 sowohl das P/E als auch die laufenden Gewinne stark gefallen sind.

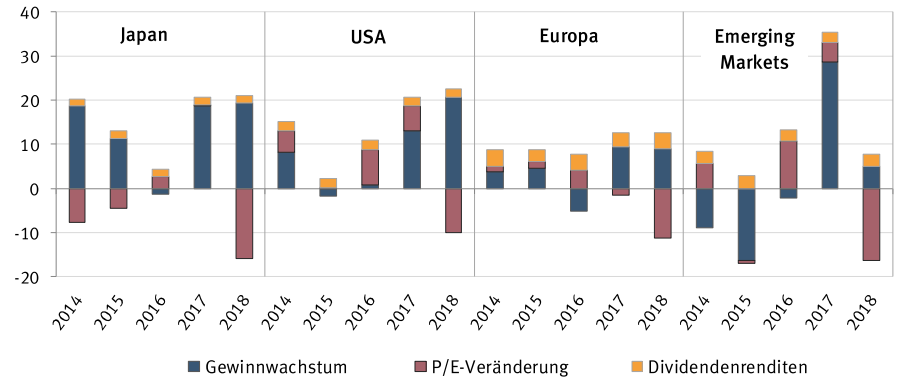
(1) USA und "Rest der Welt" (indexiert)




(2) PE-Veränderungen in Zinserhöhungsphasen (S&P 500)




(3) Gewinnwachstum, P/E-Veränderung, Dividendenrenditen als Performancetreiber




**Mit Emerging Markets-Aufbau zuwarten**
Positiv zu werten ist die Tatsache, dass die Bewertungen der Emerging Markets mit einem (prospektiven) Kurs/Gewinn-Verhältnis von 11.3x deutlich unter das Niveau der USA (16.8x) und von Europa (13.6x) gefallen sind und die langfristigen Wachstumsperspektiven, ungeachtet der gegenwärtigen Probleme, intakt bleiben. Zudem glauben wir nicht, dass die Schwellenländer wie in den 90-er Jahren in Sippenhaft genommen werden. Weil die Gewinnschätzungen aber immer noch im freien Fall sind, dürfte es sich lohnen, mit Aufstockungen zuzuwarten. (ubr)

# Übersicht

Unsere Präferenzen bleiben unverändert.

### Regionen / Währungen

| Aktien - Beurteilung und historische Performance | | | | | Obligationen | | | | | | Wechselkurs | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Beurteilung | | Perform. % | | | Beurteilung | | Laufzeiten Jahre | | | gegen CHF | |
| | alt | neu | 1 Mo | 12 Mo | | alt | neu | 0-3 | 3-5 | 5-10 | alt | neu |
| Europa Euro (Stoxx-50) | + | + | -1 | -3 | EUR | - | - | 0/- | - | - | + | 0 |
| Grossbrit. (FT-SE 100) | - | - | -1 | 3 | GBP | 0/- | 0/- | 0/- | 0/- | 0/- | 0 | 0 |
| USA (S&P 500) | 0 | 0 | 0 | 16 | USD | 0/- | 0/- | 0 | 0 | 0/- | 0 | 0 |
| Japan (Nikkei 225) | 0 | 0 | 4 | 17 | JPY | 0 | 0 | 0 | 0/- | 0/- | 0 | 0 |
| Schweiz (SPI) | 0 | 0 | -1 | 4 | CHF | - | - | - | 0/- | 0/- | | |
| Emerging Markets | 0 | 0 | -2 | -1 | | | | | | | | |
| MSCI World (lok. W.) | 0 | 0 | 0 | 10 | | | | | | | | |

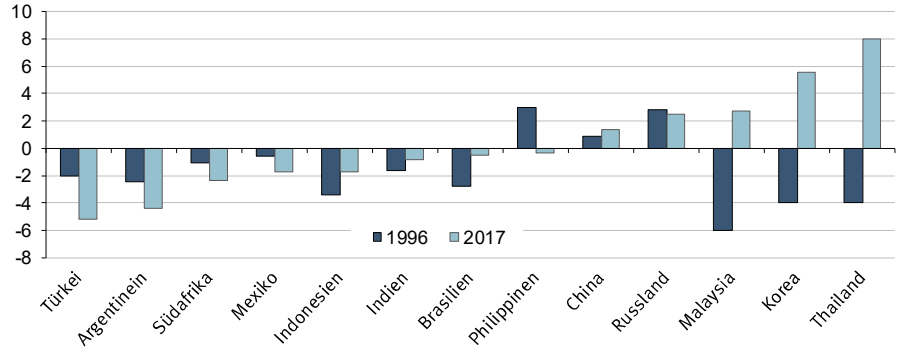
### Aktiensektoren

| MSCI Sektoren | Beurteilung | | Historische Perform. % | |
|---|---|---|---|---|
| | alt | neu | 1 Mo | 12 Mo |
| Energie | 0 | 0 | 2 | 12 |
| Grundstoffe | 0 | 0 | 1 | 4 |
| Investitionsgüter | 0 | 0 | 1 | 7 |
| Zyklischer Konsum | 0 | 0 | 1 | 18 |
| Nichtzykl. Konsum | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Gesundheitswesen | + | + | 2 | 13 |
| Finanzwerte | 0 | 0 | 0 | 2 |
| Technologie | + | + | 0 | 28 |
| Telekommunikation | - | - | 0 | -5 |
| Versorger | - | - | -2 | -3 |
| Immobilien | - | - | -3 | 0 |

## Emerging Markets – Parallelen zu den 90er Jahren?

Die aktuellen Einbrüche in einigen Schwellenländern wecken Erinnerungen an die asiatische Finanzkrise, die vor gut 20 Jahren einen Flächenbrand in der Region entfachte. Als der damalige US-Notenbankchef Alan Greenspan im Jahre 1994 die Leitzinsen von 3% auf 5.5% anhob und der USD zu einem Höhenflug ansetzte, geriet zunächst Mexiko unter Druck. Als Mexiko 1995 nicht mehr in der Lage war, den fixierten Pesokurs gegenüber dem USD aufrechtzuhalten, halbierte sich der Wert des Peso innerhalb weniger Tage. Für die Asienkrise, die nur zwei Jahre später ausbrach, waren im Wesentlichen die gleichen Ursachen wie in Mexiko verantwortlich: Ein zu rasantes Wachstum der Verschuldung in Fremdwährungen, die mit dem Anstieg des USD plötzlich nicht mehr tragbar war. Die Kapitalflucht führte zu einer Abwärtsspirale, die nur mit Hilfskrediten des Währungsfonds und der Weltbank gestoppt werden konnte. Die Fremdwährungskredite für Südostasien wurden damals hauptsächlich von japanischen und deutschen Banken gesprochen. Im Zuge der Renditejagd in den letzten Jahren hat der Kapitalzufluss in die asiatischen Märkte über Obligationen und

**Leistungsbilanzen Schwellenländer 1996 und 2017 (in % des BIP)**




entsprechende ETFs stattgefunden. Weil die Kapitalmobilität heute viel höher ist als in den 90er Jahren, können die Kapitalflüsse rascher drehen. Für den rasanten Währungszerfall in der Türkei und in Argentinien sind hausgemachte Probleme verantwortlich. Beide weisen hohe Leistungsbilanzdefizite, hohe Fremdwährungsschulden und tiefe Devisenreserven auf. Im Unterschied dazu stehen die meisten südostasiatischen Länder auf einem doch wesentlich solideren finanziellen Fundament: Heute weisen die meisten Länder Leistungsbilanzüberschüsse auf. In den 90er Jahren stiegen die kurzfristigen Auslandsverbindlichkeiten der südostasiatischen Staatengemeinschaft ASEAN weit über das Niveau der Devisenreserven – heute sind es weniger als 30%. Ein weiterer wichtiger Unterschied zu damals sind die flexiblen Wechselkurse, die gewissermassen eine Ventilwirkung haben und verhindern, dass Spannungen aufbrechen. Obschon einige Länder in einer kritischen Lage sind, haben wir insgesamt den Eindruck, dass die Emerging Markets heute wesentlich besser gewappnet sind als in den 90er Jahren. (ubr)

Bank Thalwil Genossenschaft, Gotthardstrasse 14, 8800 Thalwil; privatebanking@bankthalwil.ch
Urs Diggelmann, Leiter Private Banking, Tel. 044 723 88 65

Der Anlagekompass wurde uns mit freundlicher Genehmigung von Rahn+Bodmer Co., Zürich, zur Verfügung gestellt.

Diese Publikation dient ausschliesslich Informationszwecken und trägt keinen individuellen Anlagezielen oder übrigen Anforderungen Rechnung. Die Publikation stellt weder ein öffentliches Inserat, noch eine Beratung, ein Angebot oder eine Empfehlung zur Beanspruchung einer Dienstleistung, zum Kauf oder Verkauf einer Anlage oder zum Abschluss einer anderen Transaktion dar. Bevor ein Anlageentscheid getroffen wird, sollte der Anleger eine individuelle Beratung zu seiner persönlichen Situation in Anspruch nehmen. Diese Publikation und die darin enthaltenen Informationen richten sich grundsätzlich an Personen in der Schweiz und sind insbesondere (und auch grenzüberschreitend) nicht für die Verbreitung an oder die Nutzung durch natürliche oder juristische Personen bestimmt, die Bürger eines Landes sind oder in einem Land ihren Geschäfts- oder Wohnsitz haben, in dem die Verbreitung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Nutzung dieser Informationen bzw. die darin enthaltenen Finanzinstrumente oder -anlagen geltende Gesetze oder Vorschriften verletzen würde oder aus anderen Gründen verboten ist, wie namentlich in den USA, CAN und/oder GB. Diese Publikation ist stichtagbezogen. Die darin angeführten Marktpreise, Prognosen und dergleichen beruhen auf banküblichen Informationsquellen und/oder geben die jeweilige Einschätzung des Verfassers wieder, sind indikativ, können sich jederzeit ändern und sind für Rahn+Bodmer Co. nicht verbindlich. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit übernimmt Rahn+Bodmer Co. keine Garantie oder Haftung. Hinweise auf die vergangene Performance bilden keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.
Datenquelle: Bloomberg