

Anlagekompass

31. Januar 2019

In Kürze

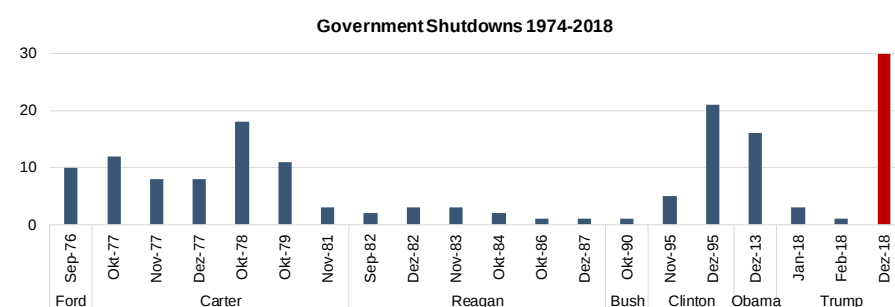
Die Gefahr einer Eskalation des Handelskonflikts bleibt das grösste Risiko für die globale Konjunktur und die Finanzmärkte. Der Druck auf die Kontrahenten USA und China, einen Kompromiss zu finden, steigt im Zuge der globalen Konjunkturabkühlung. Wir gehen davon aus, dass in den nächsten Wochen erste Verhandlungsfortschritte erzielt werden, wobei es kaum zu einer umfassenden Vereinbarung kommen wird. Die globale Konjunktur kühlt sich weiter ab, was die Notenbanken zu einem moderateren Kurs bewegen wird. Im Portfoliokontext haben die untergewichteten Anleihen in Europa aufgrund der ungewöhnlich tiefen Renditen einen grossen Teil ihrer Pufferfunktion verloren. Die Erholung an den Börsen erachten wir aufgrund des Drucks auf die Unternehmensgewinne nicht als nachhaltig, weshalb wir an der Teilabsicherung festhalten. Gold als Schutz gegenüber "Tail-Risiken" würden wir weiterhin übergewichten.

Marktdaten

		30.01.19	31.01.18	31.12.18	P/E-19
New York	Dow Jones Ind. Avge	25'015	-4.3%	7.2%	13.9x
New York	S&P 500	2'681	-5.1%	6.9%	14.4x
New York	Nasdaq	7'183	-3.1%	8.3%	16.2x
Europa	Stoxx-50 Euro	3'162	-12.4%	5.3%	11.4x
Tokio	Nikkei 225	20'773	-10.1%	3.8%	13.6x
Schweiz	Swiss Perf. Index	10'509	-2.1%	6.9%	14.4x
Swiss Bond Index	Rendite CHF	-0.23%	-34 bps	+2 bps	
CHF/USD		0.99	6.6%	1.0%	
CHF/EUR		1.14	-1.1%	1.4%	

Teure Blockaden im US-Kongress

Regierungsstillstände seit 1976 (in Tagen)



Die Rating-Agentur Standard & Poor's schätzt die Kosten des längsten Shutdowns in der US-Geschichte auf mindestens USD 6 Mrd. Der Stillstand hat demnach mehr gekostet, als Präsident Trump für die Grenzmauer wollte. Darin eingerechnet sind die Kosten aufgrund der Produktivitätsverluste der Regierungsarbeiter. Direkt betroffen waren aber auch Zehntausende von Angestellten von Privatunternehmen, deren Dienstleistungen und Güter von der stillgelegten Bundesverwaltung nicht oder nur in reduziertem Umfang nachgefragt wurden. Auf

Ebene des BIP wird die Einbusse lediglich auf 0.15 Prozentpunkte geschätzt. Die groteske Auseinandersetzung widerspiegelt das tiefe Zerwürfnis zwischen Republikanern und Demokraten und ist ein schlechtes Omen für die anstehende Debatte über die Schuldenobergrenze. Vermutlich wird die nächste Auseinandersetzung die Rating-Agenturen auf den Plan rufen. Bei einer Rating-Rückstufung dürfte der finanzielle Schaden wesentlich höher ausfallen als die Kosten des jüngsten Shutdowns.

Umfeld bleibt schwierig

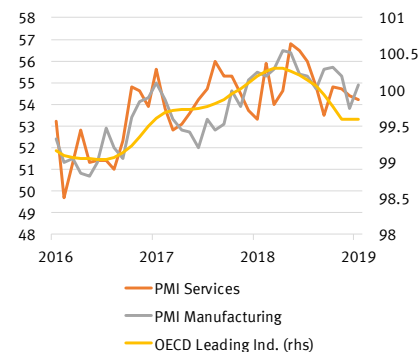
Auch andere politische Unruheherden, sei es die Brexit-Frage, die Ausmarchung der verschiedenen Interessen in Syrien, die Auseinandersetzung zwischen Israel und dem Iran, die Zweifel an der atomaren Abrüstung in Nordkorea oder die Machtansprüche Chinas im südchinesischen Meer, könnten zu negativen Schlagzeilen führen. Mit Blick auf die globale Konjunktur steigen die Sorgen vor einer harten Landung in China. Auch in Europa und Japan überraschen die jüngsten Daten negativ. Wenn geld- oder fiskalpolitische Stimuli ausbleiben, dürften die Rezessionsängste steigen. In den USA gehen die Märkte mittlerweile schon von Zinssenkungen aus. Als Signal für eine geldpolitische Lockerung könnte das Fed den Bilanzabbau verlangsamen. Auch die EZB sieht erhöhte Abwärtsrisiken. Eine Weiterführung der Langfriskredite für Banken erachten wir als wahrscheinlich, obwohl die Massnahme kaum grosse Wirkung entfalten wird – weder für die Banken noch für die Konjunktur. Aufgrund des extrem tiefen Renditeniveaus (CHF und EUR) und der hohen Absicherungskosten für USD-Anleihen bleiben Obligationen trotz der negativen Korrelation zu Aktien wenig attraktiv. Die Bondquote bleibt deshalb untergewichtet. Bei den Währungen erwarten wir aufgrund der hohen Zinsdifferenz und des stärkeren US-Wachstums kurzfristig einen leicht stärkeren Greenback. Mittelfristig dürfte dieser, mit Blick auf den Kurswechsel des Fed und die steigenden US-Zwillingssdefizite, aber eher wieder schwächeln. Die Erholung an den Börsen, die vor allem durch den gemässigten Ton seitens des Fed unterstützt worden ist, erachten wir nicht als nachhaltig. Als Bremsklotz wirkt die globale Wachstumsverlangsamung und die damit einhergehende Margenkontraktion. Die Gewinnschätzungen werden von den Analysten zwar laufend nach unten revidiert, wir gehen aber davon aus, dass dieser Prozess noch nicht abgeschlossen ist. Bei weiteren Marktavancen würden wir einen zusätzlichen Risikoabbau oder eine Verlängerung der Absicherung in Erwägung ziehen. (ubr)

US-Konjunktur

Die Risiken für das US-Wachstum steigen trotz des hohen Niveaus und der scheinbaren Stabilisierung der Einkaufsmanager-Indizes weiter. Zwar wird erwartet, dass der Handelsstreit nicht eskaliert, der geänderte Ton und der Fokus auf langfristige Themen haben aber bereits zu einem Risikobewusstsein geführt, welches internationale Beziehungen und die Wirtschaft längerfristig prägen wird. Aber nicht nur langfristig sind Anpassungen zu erwarten. Kurzfristig ist es in den USA mit der Androhung der Zolltarife zu einem verstärkten Lageraufbau gekommen. Dieser muss so oder so abgebaut werden und wird das Wachstum in den kommenden Monaten belasten. Hinzu kommt die wachsende Belas-

tung aus dem Haushaltsstreit. Auch hier gibt es die langfristige und kurzfristige Komponente. Wer will eine Einigung feiern, wenn der nächste Streit und damit die nächste Blockade unvermeidbar scheinen? Kurzfristig werden die Einflüsse wahrscheinlich auch grösser sein, als es der Einkaufsmanager-Index signalisiert. Dies liegt daran, dass die PMI-Umfrage nur private Unternehmen erfasst. Die ausbleibenden Löhne aus dem Staatssektor fehlen; erfasst werden höchstens die Einkommen der privaten Zulieferer, deren Dienste im vergangenen Monat nicht nachgefragt wurden. Eine Stagnation der Wirtschaftsleistung im ersten Quartal wird selbst von der US-Regierung für möglich gehalten.

US-Wirtschaft im Abwärtstrend



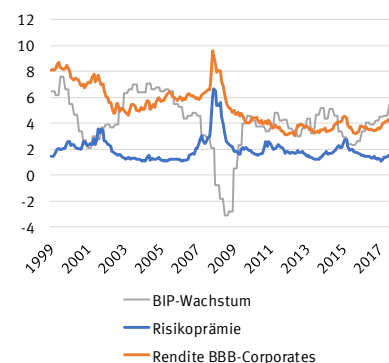
In Anbetracht der Risiken scheint ein Nachgeben der Frühindikatoren auch in den USA unausweichlich.

Risiko Unternehmensschulden

Es wurde bereits auf die gestiegene Verschuldung des US-Unternehmenssektors hingewiesen (Anlagekompass Okt. 2018). Diese widerspiegelt sich nicht nur in den Bilanzen der einzelnen Unternehmen, sondern auch in einem höheren Anteil des BBB-Segments im US-Unternehmenssektor (58 %). Die höhere Verschuldung ist kein Problem, solange sie getragen werden kann. Als grobe Annäherung an den zusätzlichen "Ertrag" des Unternehmenssektors kann das Wachstum des nominalen BIP gesehen werden. Die Finanzierungskosten entsprechen auf der anderen Seite etwa den Zinskosten der Unternehmen, abgebildet durch die laufende Rendite eines US-BBB-Corporate-Index. Es zeigt sich, dass

Phasen, in denen die Rendite des BBB-Index höher ist als das Wachstum, zu einem starken Anstieg der Risikoprämien führen. Das war nach der Dotcom-Blase der Fall, nach der Finanzkrise 2008 und während des Ölpreisverfalls 2015. Seit 2016 ist das Wachstum höher als die Renditen. Auch die Steuersenkung, welche die Tragbarkeit der Verschuldung erhöht hat, ist im BIP-Wachstum sichtbar. Die reale Gefahr ist, dass das Wachstum aufgrund der geschilderten Risiken unter das Niveau der Rendite der Unternehmensanleihen absinkt. Dann wären die Unternehmen zu sparen geordert, um die Risikoprämien zu drücken, oder das Fed müsste die Zinsen deutlicher senken.

Wachstum, Rendite und Risikoprämie



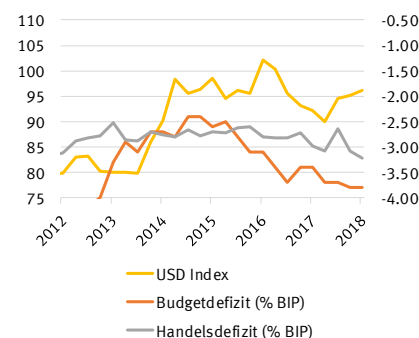
Durch die Steuersenkung ist die Tragfähigkeit der Schulden gestiegen, der Puffer ist jedoch in Anbetracht der Risiken nicht üppig.

Währungen

Der Haushaltsstreit in Italien ist kein Top-Thema mehr. Auch wenn die italienische Verschuldung weiterhin ein Problem darstellt, sollte der Streit keinen unmittelbaren Einfluss auf die (Wechsel-)Kurse haben. Dasselbe gilt für Frankreich, wo der fiskalpolitische Druck noch nicht hoch genug ist, um die Märkte zu bewegen. Damit fehlen dem Franken relativ zum Euro entscheidende Einflussfaktoren. Das Währungspaar sollte seitwärts tendieren. Relativ zum US-Dollar werden sowohl der Franken wie der Euro durch einen starken Zahlungsbilanzüberschuss unterstützt oder – aus dem Blickwinkel des Handelsstreits betrachtet – gefährdet. Wir sehen also die Vorteile des US-Dollars als Handelswährung. Aus der relativen wirtschaftlichen

Entwicklung erwächst ihm unseres Erachtens kein Vorteil, da die Richtung hier wie dort vermutlich dieselbe ist. Der Stand spielt eine untergeordnete Rolle. Wir stehen dem Dollar in erster Linie wegen des hohen und wachsenden Defizits sowie der negativen Handelsbilanz skeptisch gegenüber. Aktuell zeichnet sich eine Reservewährung gerade dadurch aus, dass es dem zugehörigen Land leicht fällt, Defizite zu finanzieren. Aber was passiert, wenn der Status kippt und sich der Anteil des US-Dollars an den Weltreserven (63%) dem Gewicht des US-BIP (25%) annähert? Hier rührt unsere Grundskepsis gegenüber dem US-Dollar her. Wir erwarten daher mittelfristig eher tiefere Kurse. (tk)

US-Dollar und Zwillingsdefizite



Über kurz oder lang (vermutlich länger) wird das Zwillingsdefizit auf dem US-Dollar lasten.

Guter Start ins neue Jahr

Die Börsen sind erstaunlich gut ins neue Jahr gestartet. Hoffnungen auf eine Annäherung zwischen den USA und China im Handelsstreit sowie die moderateren Signale der US-Notenbank haben die Märkte massgebend gestützt. Boden gut gemacht haben jene Märkte, die im Schlussquartal am stärksten unter die Räder geraten waren. Dazu zählt insbesondere der US-Markt, der vom Höchststand (September 2018) bis zum Tiefststand (Ende Dezember 2018) 20% einbüsste. Erholt haben sich auch Brasilien und China, wogegen die europäischen Märkte auch in den ersten Wochen von 2019 Mühe bekundeten. Auf Sektorebene standen die zyklischen Titel bis Ende Jahr unter Druck und erholten sich dann in den letzten Wochen, wogegen die defensiven Aktien typischerweise mit wesentlich bescheideneren Schwankungen über die Runden kamen.

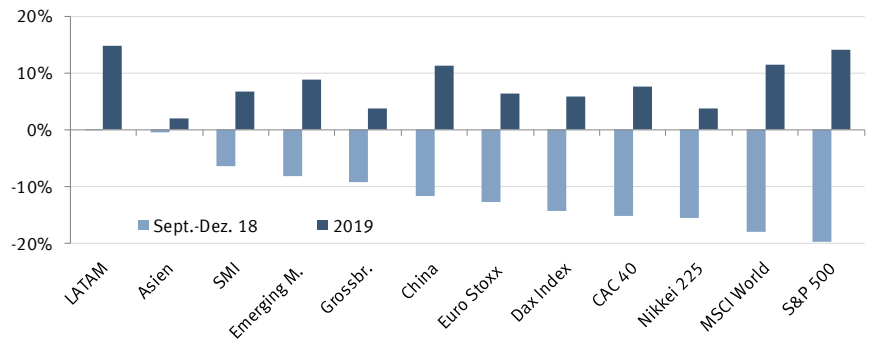
Trendwende oder Korrektur?

Wenn eine Börse um 20% korrigiert, spricht Wallstreet von einem Bärenmarkt bzw. einer länger andauernden Korrektur. Die aktuelle Gegenbewegung schürt Hoffnungen, dass die Baisse bereits überwunden ist. In den letzten Jahren hatte es sich jeweils gelohnt, in Schwächephasen zuzukaufen. Weil sich die Rahmenbedingungen in einigen wichtigen Punkten verschlechtert haben, glauben wir, dass die Verunsicherung noch einige Zeit anhalten wird. Geändert hat sich das Vorzeichen bezüglich der globalen Liquidität: Nach einer Phase mit einer sehr expansiven Geldpolitik, die über eine Ausweitung der Bilanzsummen der Notenbanken gesteuert worden war, wird die Überschussliquidität abgeschöpft. Diese "Entwöhnungskur" findet nun in einer Phase statt, in der sich das globale Wachstum synchron abschwächt und die geopolitischen Unsicherheiten zunehmen. Verwöhnt wurden die Märkte aber auch von steigenden Unternehmensgewinnen, wobei zuletzt die US-Steuerreform und die zahlreichen Aktienrückkäufe für ausserordentlich hohe Gewinnzuwächse sorgten.

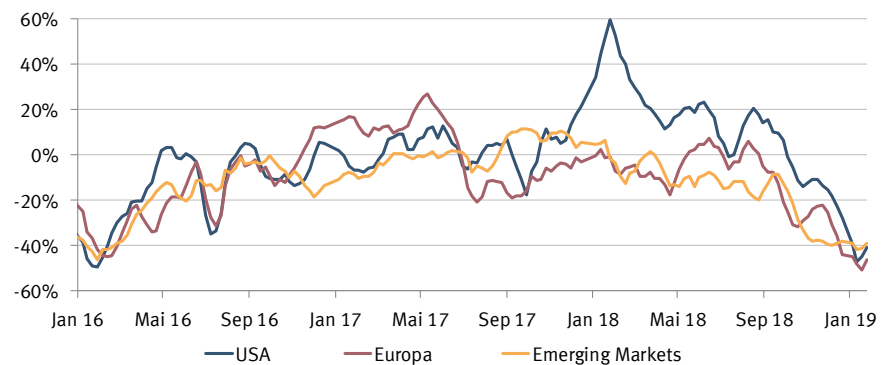
Gewinnrezession noch nicht beendet

Im Zuge der schwächeren Konjunkturdaten werden bereits seit dem vierten Quartal deutlich mehr Gewinnsschätzungen nach unten als nach oben revidiert. Der Saldo aus den entsprechenden Revisionen hat ein historisch tiefes Niveau erreicht. Nimmt man hingegen das erwartete Wachstum als Massstab, sind

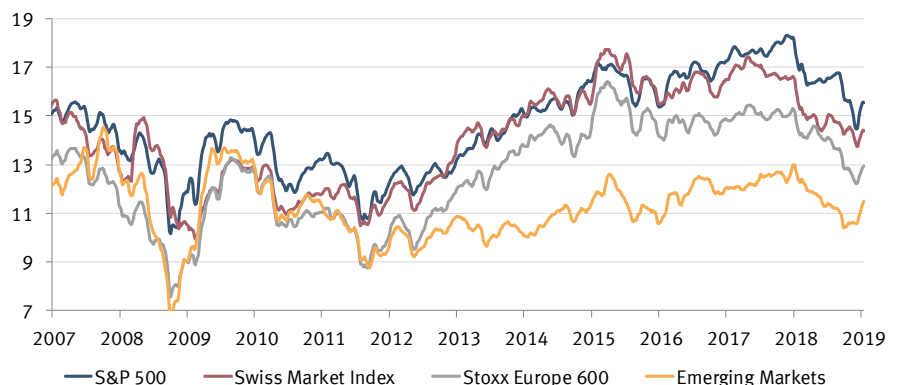
Aktienmärkte: Performance im 4. Quartal und seit Anfang 2019



Gewinnrevisionen (Anzahl höhere abzüglich tieferer Schätzungen)



Kurs/Gewinn-Verhältnisse



die Gewinnrevisionen verhalten ausgefallen: Auf Indexebene wurden die US-Schätzungen (S&P 500) für 2019 seit Mitte 2018 lediglich von +10% auf +5% zurückgenommen. Für den MSCI World bewegen sich die Korrekturen in der gleichen Grössenordnung. Im Zusammenhang mit den Schätzungen der Analysten gilt es zu beachten, dass diese ihre Annahmen in der Regel erst dann ändern, wenn die Fakten auf dem Tisch liegen. Auch die Verunsicherung seitens der Unternehmen ist gross, und dementsprechend zurückhaltend formulieren sie den Ausblick. Solange Gewinnwarnun-

gen heftige Reaktionen an den Märkten auslösen und sich die vorlaufenden Konjunkturindikatoren nicht stabilisieren, dürfte die Volatilität hoch bleiben. Nach Massgabe der Kurs/Gewinn-Verhältnisse sind die Bewertungen auf das Durchschnittsniveau der letzten 10 Jahre gesunken. Damit wurde zwar ein Teil der grossen Bewertungsexpansion korrigiert, das Umfeld spricht aber mindestens kurzfristig nicht für eine Trendwende. Insgesamt würden wir bei weiteren Marktavancen einen erneuten Risikoabbau oder eine Verlängerung der Absicherung in Erwägung ziehen. (ubr)

Übersicht

Keine Veränderung der Präferenzen.

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)	+	+	5	-12	EUR	-	-	-	0	0	0
Grossbrit. (FT-SE 100)	-	-	3	-8	GBP	0/-	0/-	0/-	-	0	0
USA (S&P 500)	0	0	7	-5	USD	0/-	0/+	0/+	0/+	0	0
Japan (Nikkei 225)	0	0	4	-10	JPY	0	0	0/-	0/-	0	0
Schweiz (SPI)	0	0	7	-2	CHF	-	-	-	0		
Emerging Markets	0	0	7	-17							
MSCI World (lok. W.)	0	0	7	-9							

Aktiensektoren

MSCI Sektoren	Beurteilung		Historische Perform. %	
	alt	neu	1 Mo	12 Mo
Energie	0	0	9	-13
Grundstoffe	+	+	5	-12
Investitionsgüter	-	-	3	-8
Zyklischer Konsum	0	0	7	-5
Nichtzykl. Konsum	0	0	4	-10
Gesundheitswesen	0	0	7	-2
Finanzwerte	0	0	7	-17
Info Technologie	0	0	7	-9
Medien/Telekom	-	-	0	-14
Versorger	-	-	3	4
Immobilien	-	-	10	-1

Wird sich China Leistungsbilanzdefizite leisten können?

China beunruhigt die Finanzmärkte mit schwachen Konjunkturdaten. Das Wachstum der Detailhandelsumsätze und der Industrieproduktion ist seit Monaten im Sinkflug, was den Eindruck erweckt, dass die offiziellen Daten geschönt sind. Was aber mindestens ebenso sehr überrascht, ist die Tatsache, dass China in den ersten drei Quartalen 2018 ein negatives Leistungsbilanzdefizit aufwies. Das Defizit von rund USD 13 Mrd. entspricht nur 0.2 Prozentpunkten des BIP. Dies wird Washington aber kaum besänftigen, zumal der Handelsbilanzüberschuss von China gegenüber den USA mit rund USD 350 Mrd. immer noch gewaltig ist. Die USA sitzen am längeren Hebel und werden alles daran setzen, ihr Defizit im Handel mit China zu reduzieren. Auch andere Faktoren könnten die Überschüsse Chinas nachhaltig reduzieren. Dazu zählen die Ankurbelung des inländischen Konsums durch Steuersenkungen und/oder höhere Infrastrukturausgaben. Aus makroökonomischer Sicht spiegelt das sinkende chinesische Leistungsbilanzdefizit eine Normalisierung der inländischen Sparquote wider, die zwischen 2004 und

Leistungsbilanzsaldo China (in % des BIP)



2008 auf ein ausserordentlich hohes Niveau gestiegen war. Eine dauerhaft tiefe Sparquote oder negative Leistungsbilanz bedeutet aber auch, dass China vom einst grössten Kapitalexporteur zu einem Kapitalimporteur mutieren wird. Wenn China nicht mehr in der Lage ist, ausländische Defizite zu finanzieren, wird dies negative Auswirkungen auf das internationale Zinsniveau haben. Aufgrund der immer noch sehr hohen Devisenreserven dürften aber die Leistungsbilanzdefizite für China selbst vorderhand kein grosses Problem sein. Ob sich

China auch langfristig Defizite leisten kann, wird insbesondere von der Investitionsbereitschaft internationaler Investoren abhängen. Deshalb dürfte sich China gezwungen sehen, die Marktliberalisierung voranzutreiben. Wie weit Peking tatsächlich bereit ist, die Kontrolle über gewisse Märkte aufzugeben, ist derzeit kaum abzuschätzen. In einem optimistischen Szenario könnten die Verhandlungen mit den USA diesen Prozess beschleunigen. Ein zu starker Druck könnte aber auch den gegenteiligen Effekt haben. (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 stichtagsbezogen. 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