



Dr. Sandro Merino
Chief Investment Officer
Bank Cler

- **Donald Trump führt US-Handelszölle für chinesische Produkte ein. Eskalation mit Folgen?**
- **Anlagestrategie: Wir reduzieren die Aktienquote nicht weiter.**
- **Anagetipp: Aktien von Goldminen**

Trump geht auf Eskalationsstufe 1

Ab Freitagmittag, 6. Juli (Lokalzeit Washington), erheben die USA Zölle von 25% auf 34 Milliarden USD an Importen aus China. Die Massnahme wird voraussichtlich in 2 Wochen auf weitere 16 Milliarden USD an Importen aus China ausgedehnt. China hat postwendend die analoge Massnahme auf Importe aus den USA umgesetzt. Damit läutet das erste Scharmützel eines drohenden Handelskriegs eine neue Phase im globalen Welthandel ein. Donald Trump müsste jetzt, gemäss seiner geäusserten Drohung, auf die schon erfolgte Antwort Chinas bereits wieder reagieren und seine Zölle auf weitere Importe aus China ausdehnen. Trump hatte mit Zöllen von 10% auf weitere Waren aus China im Wert von 200 Milliarden gedroht. Selbst wenn diese zweite, inzwischen wahrscheinliche, Eskalationsstufe erreicht würde, wären die Folgen für das Wachstum in China und in den USA zwar spür-, aber überschaubar.

Chinas Überschuss als US-Vorteil im Handelskrieg?

Donald Trump argumentiert, dass der Exportüberschuss Chinas von ca. 330 Milliarden bedeute, dass er den Handelskrieg leicht gewinnen könne. Schliesslich könnte er ja viel mehr Ziele treffen als China. Tatsächlich hat Trump am Vorabend des Inkrafttretens der Zölle an Bord der Präsidentenmaschine «Air Force One» vor Reportern geprahlt, dass er nach den 200 Milliarden nochmals weitere 300 Milliarden an Zollvolumen aufstocken könne. Damit würden dann sämtliche Importe aus China mit US-Zöllen belegt sein. Dabei unterdrückt Trump die Tatsache, dass US-Unternehmen in China viel mehr Umsatz machen als chinesische Unternehmen in den USA. Tatsächlich ist die US-Wirtschaft in einem Handelskrieg mindestens genauso exponiert wie die chinesische. Eine durch staatliche Propaganda erzeugte Stimmung gegen US-Produkte könnte für viele US-Unternehmen sehr teuer werden.

Vertreter der US-Wirtschaft haben dies Trump bestimmt sehr eindringlich klar gemacht. Da wir hinter der Fassade von Trumps irrationaler Aggression dennoch keinen Hang zur Selbstzerstörung annehmen, ist es wahrscheinlich, dass zur Wahrung von US-Interessen eine totale Eskalation vermieden werden wird.

Eskalationsstufe 3: Zölle auf Autoimporte

Die Untersuchung zu den US-Autoimporten, die Trump im Mai angeordnet hat, kommt bald zu Ergebnissen. Trump diskutiert offenbar die Option, Zölle von 25% auf US-Importe von Autos und allenfalls auch von Autobauteilen aus der ganzen Welt im Wert von über 360 Milliarden USD zu erheben. Auf Lastwagen erheben die USA diesen Zoll schon seit längerer Zeit und haben den US-Standort für die Herstellung von Lastwagen damit abgeschirmt. Eine solche Massnahme hätte gerade für deutsche Autohersteller tiefgreifende wirtschaftliche und strategische Folgen. Dagegen sind die vieldiskutierten und bereits erhobenen neuen US-Zölle auf Stahl- und Aluminiumimporte aus der EU ein vernachlässigbares Detail. Aber auch die Preise für Autos würden in den USA steigen. Inflationsanstieg und steigende US-Zinsen könnten die Folge sein. Der seit 2011 globale wirtschaftliche Aufschwung steht durch eine Ausweitung der Eskalation auf die globalen Lieferketten der Automobilhersteller und ihre Zulieferer auf dem Spiel.

Scheitert die WTO an ihrem Begründer USA?

Die US-Zölle auf Stahl- und Aluminiumprodukte haben bereits zu Klagen der EU bei der WTO geführt. Auch China hat die neuen US-Zölle als illegal verurteilt und dürfte ebenfalls bei der WTO klagen. Falls die USA allfällige Urteile gegen Trumps Zölle nicht akzeptieren, droht das faktische Ende der WTO. Eine Entwicklung mit unabsehbaren Folgen für den Welthandel.

Keine weitere Reduktion der Aktienquote

Ende Mai haben wir die Aktienquote in unseren Vermögensverwaltungsmandaten reduziert. Wir halten gegenwärtig an unserer aktuellen taktischen Positionierung fest. Wir nehmen die oben beschriebenen Risiken im Handelsstreit ernst, erwarten aber eine Rückkehr zu mehr Vernunft. Trotz steigender Umfragewerte für Trump dürfte der Widerstand aus der US-Wirtschaft zunehmen.

Anagetipp: Aktien von Goldminen

Diese Titel gehörten in den vergangenen Jahren zu den Verlierern. Der seit 2013 gefallene Goldpreis hat zu aktuell günstigen Bewertungen geführt. Der Ausblick hellt sich jetzt auf und ein moderates Ansteigen des Goldpreises könnte zu einem starken Kursanstieg von Goldminenaktien führen. Unsere Kundenberater bieten Ihnen gerne weitere Informationen zu diesem Anlage-thema an.

USA: trotz Handelsstreit Signale auf Grün

Die Aussenpolitik der USA ist unter Donald Trump für «Freund und Feind» deutlich unberechenbar geworden. Dies gilt insbesondere auch für den Aussenhandel. Das Risiko einer weiteren Eskalation im Zollstreit ist vorhanden. Dabei gilt in der Zwischenzeit einer gegen alle. Auch langjährige Verbündete sind vor Trumps Zöllen nicht gefeit. Es stört den US-Präsidenten anscheinend nicht, dass er ein austariertes System ins Schleudern bringen kann. Der einseitige Verweis auf tiefere US-Zölle für bestimmte Güter unterschlägt die Tatsache, dass dafür bei anderen Gütern die Zölle bspw. der EU geringer sind. Bislang haben die Handelsstreitigkeiten noch keine Spuren in der US-Wirtschaft hinterlassen. Dafür sorgen unter anderem die Anfang des Jahres durchgeführte Steuerreform und die Vollbeschäftigung auf dem Arbeitsmarkt (Abb. 1). Der Einkaufsmanagerindex für die Industrie verspricht weiter hohe Wachstumsraten des BIP. Ein Plus von mindestens 2,5% bleibt realistisch.

EU: politische Risiken bestimmen das Geschehen

Ob die Rechts-links-Regierung in Italien oder der Streit um die Asylpolitik in Deutschland, die Politik beeinflusst im Moment die konjunkturellen Aussichten der Eurozone. Die Streitigkeiten und Unsicherheiten fallen in eine Zeit, in der Europa gerade in Bezug auf die USA mit einer Stimme sprechen sollte und Überlegungen in Hinblick auf die Stabilität des Euro kontraproduktiv sind. Die damit verbundenen Risiken können Investitionen aufschieben bzw. verhindern und damit die mittelfristigen Aussichten eintrüben. Koalitionsstreitigkeiten in Deutschland, der grössten Volkswirtschaft Europas, sind deshalb Gift für die weitere Entwicklung. Aber auch hier gilt: Bislang hat die Konjunktur keinen nachhaltigen Schaden genommen. Die Aussichten bleiben gut, die Stimmung ist weiter auf einem historisch hohen Niveau (Abb. 2).

Schweiz: starke Verzahnung mit der EU

Die jüngsten Diskussionen in Europa bleiben nicht ohne Einfluss auf die Schweizer Wirtschaft. Käme es zu einem deutlichen Einbruch der europäischen Konjunktur, wäre auch die Schweizer Wirtschaft aufgrund ihrer engen Verzahnung negativ betroffen. Der Handel mit der EU dominiert den Schweizer Aussenhandel. Aktuell ist die Stimmung in der Schweizer Wirtschaft aber weiter gut. Der KOF-Indikator ist leicht gestiegen und auch der Einkaufsmanagerindex der Industrie ist deutlich expansiv (Abb. 3). Der Subindex Beschäftigung deutet auf einen noch immer überdurchschnittlich starken Personalaufbau hin, ein gutes Zeichen für den privaten Konsum.

Abb. 1: US-Arbeitslosenquote in %

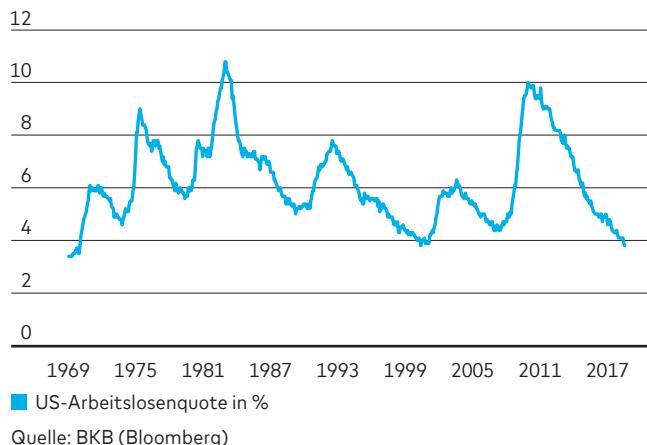


Abb. 2: Eurozone – Stimmungsindikatoren

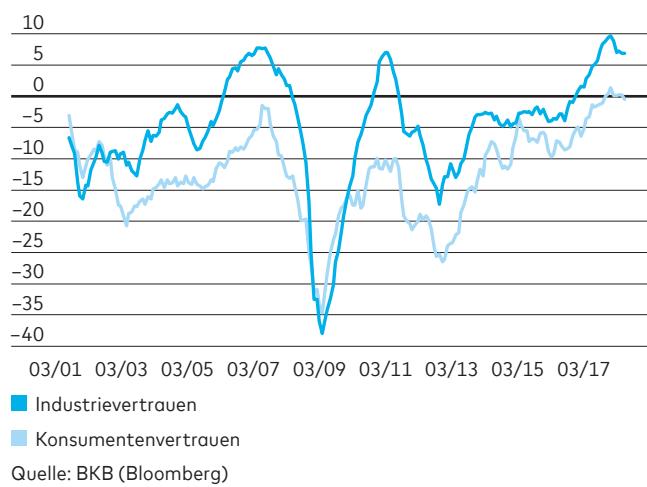
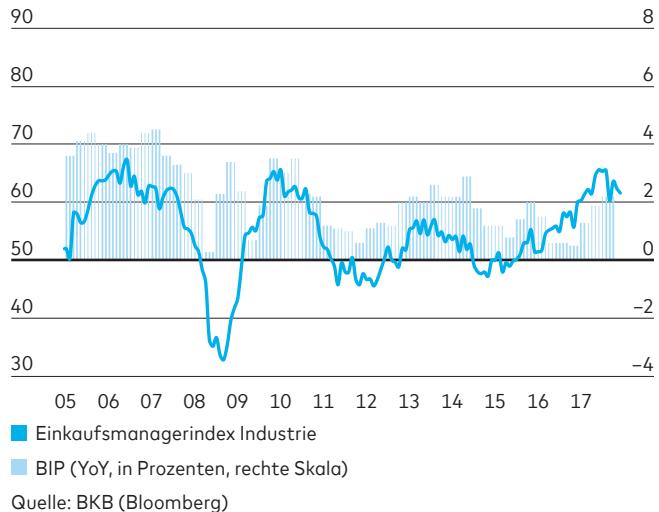


Abb. 3: Schweizer Einkaufsmanagerindex und BIP



Zinsen, Währungen und Immobilienmarkt

Investment Letter 07/2018

SNB im Fahrwasser der EZB

Die Schweizer Nationalbank (SNB) hat an ihrer geldpolitischen Lagebeurteilung im Juni entschieden, keine Veränderungen an ihrer lockeren Geldpolitik vorzunehmen. Aus Sicht der SNB ist der Franken immer noch hoch bewertet. Zudem bleibt gemäss Nationalbankpräsident Thomas Jordan die Lage am Devisenmarkt nach wie vor fragil. Die Bereitschaft, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren, sowie der Negativzins sind somit immer noch angebracht. Damit soll die Attraktivität von Geldanlagen in Franken reduziert werden. Die Zinsdifferenz zwischen Franken und Euro ist laut Jordan sehr wichtig, sie wirkt sich auf den Wechselkurs aus. Außerdem bleibt der Franken ein sicherer Hafen. Wenn die Unsicherheit zunimmt, entsteht sehr schnell ein Aufwertungsdruck. Damit sind Frankenanlagen für Investoren attraktiv. Es ist deshalb im Interesse der SNB, dass die Geldanlagen in Euro höher verzinst werden. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat an ihrer Ratssitzung angekündigt, das Anleihekaufprogramm per Ende Jahr auslaufen zu lassen. Die Zinsen sollen aber bis zum Sommer 2019 unverändert tief bleiben. Mit einer Zinserhöhung wird frühestens im Herbst 2019 gerechnet. Angesicht dieser Umstände wird die SNB mit grosser Wahrscheinlichkeit mit einer Erhöhung der Leitzinsen zuwarten, bis die EZB den ersten Schritt macht.

Ausblick

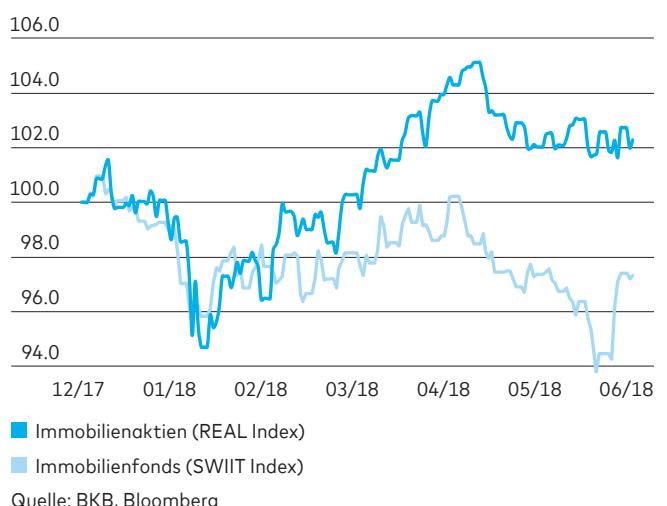
Kurzfristig dominieren der wachsende Handelskonflikt und die politische Unsicherheit in Europa das Marktgeschehen. Entsprechend wurden die 10-jährigen Staatsanleihen der USA, Deutschlands und der Schweiz in der letzten Juniwoche verstärkt nachgefragt, was zu einem leichten Rückgang der Renditen führte. In den kommenden drei Jahren rechnen wir mit leicht steigenden Zinsen. Die Entwicklung der langfristigen Zinsen hängt nicht nur von den Konjunkturaussichten, sondern auch von den Inflationserwartungen ab. Letztere sind in der Eurozone und der Schweiz weiter moderat. Fundamental wären deutlich höhere Renditen gerechtfertigt. Der Schweizer Realzins 10-jähriger Staatsanleihen liegt aktuell mehr als 2 Prozentpunkte unter dem 20-jährigen Durchschnitt. Bis Ende 2019 ist ein Anstieg der Rendite um 0,5% bis 1% deshalb durchaus realistisch.

Schweizer Immobilienmarkt

In den ersten sechs Monaten des laufenden Jahres konnten die Schweizer Immobilien die in sie gesteckten Erwartungen nur teilweise erfüllen. Trotz des insgesamt schwierigeren Umfelds hatten wir mit einer leicht positiven Wertentwicklung gerechnet, nämlich in etwa im Rahmen der Ausschüttungsrenditen. Diese liegen bei den Immobilienfonds im Durchschnitt nach wie vor über 2%. Sie sind vor diesem Hintergrund deutlich attraktiver als Schweizer Obligationen. De facto weisen die Schweizer Immobilienfonds aber per 30.6. ein leichtes Minus von 2,6% auf. Die Immobilienaktien haben sich dagegen besser geschlagen. Sie liegen zum genannten Stichtag im Durchschnitt mit 2,7% im Plus (Abb. 1). Die negative Entwicklung bei den Immobilienfonds hat dazu geführt, dass die Agios (also das Aufgeld, das im Vergleich zum Net Asset Value zu zahlen ist) in den letzten Monaten gesunken sind. Ende Mai lagen diese durchschnittlich leicht unter 20%. Dabei liegt das Aufgeld bei den Wohnimmobilien in der Regel etwas darüber, bei den kommerziellen Liegenschaften dagegen deutlich darunter.

Wir bleiben im Segment der indirekten Immobilienanlagen mit einer Quote von rund 5% neutral gewichtet. Für das Festhalten an dieser Quote spricht die nach wie vor attraktive Ausschüttungsrendite von durchschnittlich 2,8%.

Abb. 1: Entwicklung Schweizer Immobilienanlagen



Performance an den Aktienmärkten uneinheitlich

Die Aktienmärkte zeigten im Juni eine durchmischte Performance. Mit einem Monatsergebnis von +2% fiel der Schweizer Aktienmarkt gemäss den Indexberechnungen von MSCI positiv auf (Abb. 1). Amerikanische Aktien erzielten, unterstützt durch einen stärkeren USD, im Juni +1,4% in CHF. Schwächer zeigten sich hingegen die Aktien in der Eurozone (-0,1%), Japan (-1,4%) sowie in den Schwellenländern (-3,4%).

Politische Risiken dominieren die Märkte

Politische Unsicherheiten wie die Verschärfung des US-Handelsstreits oder die Regierungskrise in Deutschland nahmen den Anlegern den Risikoappetit. Davon profitierte der defensiv ausgerichtete Schweizer Aktienmarkt, wo die Indexschwergewichte Nestlé, Roche und Novartis überdurchschnittlich performten. Allgemein zeigten sich auf globaler Ebene die defensiven Sektoren Verbrauchsgüter, Versorger, Immobilien und Gesundheit relativ stärker als der Gesamtmarkt (Tabelle). Sie konnten insbesondere in der zweiten Monatshälfte outperformen, in der auch die Renditen der Staatsanleihen rückläufig waren.

Emerging Markets leiden unter USD-Anstieg

Auch die Schwellenländer zeigten im Juni grosse Performanceunterschiede, von Mexiko mit +10,0% bis Thailand mit -9,7%, jeweils in CHF. Insgesamt wiesen die Schwellenländeraktien aber wieder eine deutlich schwächere Performance auf als die der Industrieländer. Dies ist unverändert auf den starken USD zurückzuführen, dessen Aussenwert im Juni weiter anstieg.

Anlagestrategie

Nach der Reduktion der Aktienquote im Juni halten wir an unserem leichten Untergewicht fest. Die makroökonomischen Indikatoren zeigen zwar weiterhin eine solide fundamentale Entwicklung an, aber die politischen Unsicherheiten können weiterhin für Turbulenzen an den Aktienmärkten sorgen. Wir empfehlen auch bei unserem Anlagethema «Technologie», einen Teil der Gewinne mitzunehmen und die Position um ein Drittel zu reduzieren. Der Anstieg der Bewertungsdifferenz des Nasdaq 100 Index gegenüber Standardwerten könnte die Technologietitel für eine Korrektur anfällig machen. Langfristig empfehlen wir weiterhin eine Beimischung des Nasdaq 100 Index, der sich insbesondere als Ergänzung zum technologiearmen Schweizer Aktienmarkt eignet.

Abb. 1: Regionale Aktienperformance im Juni

Net Total Return in CHF

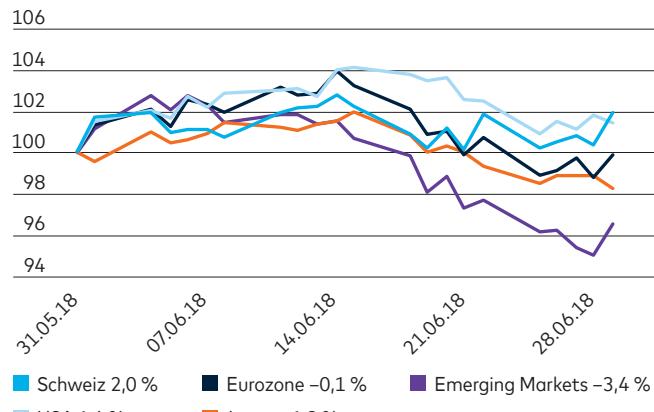


Tabelle: Globale Sektorperformance im Juni

Net Total Return in CHF

Basiskonsumgüter	3,4%
Versorgungsbetriebe	2,8%
Immobilien	2,2%
Gesundheitswesen	2,1%
Energie	2,0%
Nicht-Basiskonsumgüter	1,9%
Telekommunikationsdienste	1,4%
MSCI Welt	0,7%
IT	0,3%
Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe	-0,8%
Finanzwesen	-1,1%
Industrie	-1,8%

Quelle: BKB (Bloomberg/ MSCI)