

Rahn+Bodmer Co.
Talstrasse 15
8022 Zürich
Telefon +41 44 639 11 11
www.rahnbodmer.ch

Anlagekompass

In Kürze

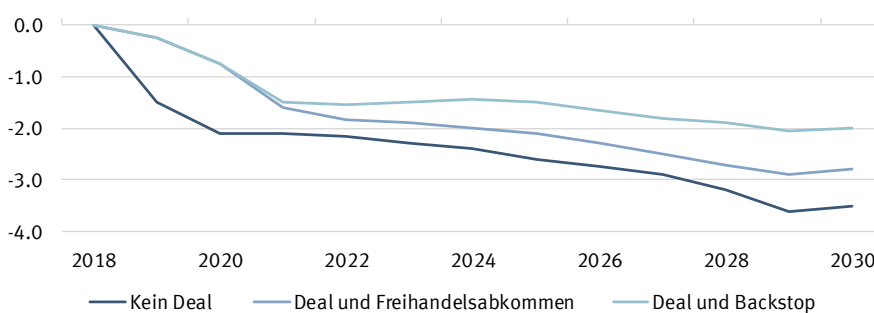
Das Jahr 2018 war geprägt von unvorhersehbaren politischen Entwicklungen und ungewöhnlich grossen Schwankungen an den Finanzmärkten. An den Aktienmärkten wurde der anfängliche Optimismus von Ernüchterungen und heftigen Turbulenzen abgelöst. Praktisch alle wichtigen Anlageklassen, namentlich die wichtigen Börsenplätze in Europa, Asien, den USA und den Schwellenländern sowie die Edelmetalle, Immobilienfonds und Hedge-Fonds, verzeichneten eine negative Gesamtpformance. Eine Eskalation des Handelskonflikts zwischen den USA und China, die globalen konjunkturellen Bedenken und ein mögliches Überschiessen der US-Geldpolitik sind gegenwärtig die grössten Unwägbarkeiten an den Finanzmärkten. Zwar sehen wir durchaus auch gewisse Lichtblicke, die zu einer Stabilisierung oder Gegenbewegung führen könnten, vorderhand halten wir jedoch an der defensiven Positionierung fest.

Marktdaten

	Index	Stand 19.12.18	Veränderung seit		Markt- P/E-19
			20.12.17	31.12.17	
New York	Dow Jones Ind. Avge	23'324	-5.7%	-6.1%	13.5x
New York	S&P 500	2'507	-6.4%	-6.7%	14.2x
New York	Nasdaq	6'637	-4.7%	-4.5%	15.8x
Europa	Stoxx-50 Euro	3'051	-14.1%	-13.4%	11.8x
Tokio	Nikkei 225	20'393	-10.9%	-10.5%	13.2x
Schweiz	Swiss Perf. Index	9'954	-6.7%	-7.7%	14.6x
Swiss Bond Index	Rendite CHF	-0.21%	-8 bps	-8 bps	
CHF/USD		0.99	0.6%	1.5%	
CHF/EUR		1.13	-3.4%	-3.2%	

Brexit noch nicht in trockenen Tüchern

Veränderung Bruttoinlandprodukt pro Kopf in verschiedenen Szenarien (in %)



Die monatelangen nervenaufreibenden Brexit-Verhandlungen gehen weiter und die Abstimmung im britischen Unterhaus steht auf der Kippe. Folgende Szenarien sind unseres Erachtens möglich: (1) Die EU macht entgegen den jüngsten Verlautbarungen doch kleinere oder grössere Zugeständnisse in Bezug auf die Auffanglösung für Nordirland (Backstop). (2) Die Chancen für ein zweites Referendum steigen, weil der EU-Gerichtshof ein Gutachten veröffentlicht hat, wonach Grossbritannien die Auslösung des

Artikels 50 über den EU-Austritt einseitig rückgängig machen kann. Ein zweites Referendum würde von 80 Abgeordneten, darunter acht Vertretern der konservativen Partei, unterstützt. Eine Mehrheit käme allerdings nur zustande, wenn die Abstimmung auch von Labour mitgetragen würde. (3) Ein harter Brexit ohne Vereinbarung ist nach unserer Einschätzung unwahrscheinlich, insbesondere nachdem das Mitspracherecht des Parlaments gesetzlich verankert worden ist.

Aussichten für 2019

Im Handelskonflikt dürfte der Druck für eine Kompromissfindung steigen. Das Risiko eines Handelskrieges darf nicht bagatellisiert werden, in unserer Wahrnehmung nimmt die Gefahr einer Eskalation aber eher ab. Grosse Unwägbarkeiten sind auch mit der Brexit-Diskussion verbunden, ein harter Brexit ist nach unserer Einschätzung aber eher unwahrscheinlich. Brüssel und Rom haben eine Übereinkunft gefunden und den Streit um das italienische Budget 2019 beigelegt. Damit sind Italiens Probleme jedoch keineswegs gelöst. Auf der Ebene der Konjunktur werden die USA die erhöhten Zinsen und das Auslaufen des Fiskalimpulses zu spüren bekommen, während in Europa die schwächeren Exporte negative Spuren hinterlassen werden. Auch in China steigen die konjunkturellen Risiken, sodass wir eine Abschwächung des globalen Wachstums auf ein Niveau unterhalb des langfristigen Potenzials erwarten. In den USA rechnen wir noch mit einem Zinsschritt im Jahre 2019, und die EZB wird die Laufzeiten ihres Anleihen-Portfolios vermutlich verlängern, falls die Rezessionsrisiken steigen. Die erhöhte Risikoaversion stützt die Bondmärkte, allerdings wird das Angebot im Zuge des beendeten QE-Programms in Europa und der Fortsetzung des Bilanzabbaus in den USA steigen, sodass wir für 2019 mit moderat steigenden Renditen rechnen. Sowohl in den USA als auch in Europa werden die Kredit- und Liquiditätsrisiken trotz des jüngsten Anstiegs der Prämien ungenügend entschädigt. Die Aktienmärkte sind in technischer Hinsicht stark überverkauft und die Stimmungsindikatoren sind auf sehr tiefe Niveaus gesunken, was für eine Gegenbewegung spricht. Nach den jüngsten heftigen Marktkorrekturen sind die P/E-Ratios der meisten Märkte auf die zehnjährigen Mittelwerte gesunken. Richtig günstig sind die Märkte allerdings nicht: Viele Gewinnschätzungen für 2019 müssen vermutlich noch nach unten revidiert werden, was die Bewertungen nach oben drücken könnte. Deshalb halten wir an der defensiven Ausrichtung fest. (ubr)

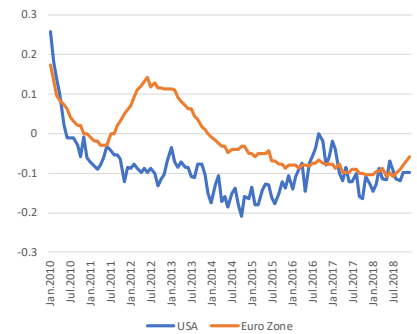
Obligationen

Konjunktur

Seit bald einem Vierteljahr verschlechtern sich die Erwartungen an die globale Wirtschaft schrittweise. Die Marktreaktionen legen nahe, dass die im Vormonat an dieser Stelle angedeutete Wahrscheinlichkeit einer Rezession bereits vielerorts als deutlich erhöht angesehen wird. Dies gilt noch nicht für die Notenbanken. Hier beurteilt das Fed die Wirtschaft als robust, die EZB ist zuversichtlich und hält die Risiken noch für ausgewogen, und die SNB teilt die Meinung der EZB, sieht die Risiken aber deutlich auf der negativen Seite. Dies möglicherweise, weil die Schweiz noch stärker vom Handel abhängig ist als Europa. Der Optimismus der Notenbanken kommt vermutlich aus der soliden Binnennach-

frage, die dem Beschäftigungszuwachs und den Lohnerhöhungen zuzuschreiben ist. Flacht das Wachstum aber ab, dürfte die Beschäftigung schon bei Erreichen des Potenzialwachstums nicht weiter steigen. Zumindest in Europa steigen die Löhne nicht unbedingt aufgrund höherer Arbeitsnachfrage. Ein Grossteil der Erhöhung ist durch Anstiege der Mindest- und Tariflöhne bedingt. Änderungen können also schnell eintreten. Ebenfalls bedenklich scheint uns, dass trotz positiverer Nachrichten bezüglich Handelsstreit und des Einlenkens Italiens im Haushaltsstreit keine positiven Impulse zu beobachten waren. Das Misstrauen scheint tiefer zu sitzen. Wir sind daher eher pessimistischer als die SNB.

Arbeitslosenquoten: Veränderung in %



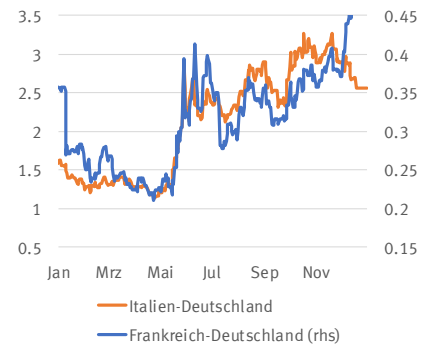
- Sinkt die Arbeitslosenquote langsamer, kann dies negativ auf die Erwartungen an die Binnekonjunktur abstrahlen.

Bondmarkt Europa

Die kritischere Beurteilung der konjunkturellen Lage lässt sich ausser an den Aktienmärkten und den Renditen der sicheren Anleihen auch an den Risikoprämien nicht sicherer Anleihen ablesen. Dies gilt sowohl für Unternehmens- wie für Staatsanleihen. Die Marktbewegung belastet entsprechend dem Risiko gleichermassen. In der nebenstehenden Grafik sind die Risikoprämien von Italien und Frankreich abgebildet. Sie bewegen sich ähnlich, aber – wie der Vergleich der Achsen zeigt – mit Faktor 10 zulasten des riskanteren Staates. Am aktuellen Rand zeigt sich aber eine deutliche Divergenz. Die Risikoprämien Italiens sinken, während jene Frankreichs steigen. Italien scheint sich dem Druck der Politik

oder der Märkte zu beugen und die geplante Neuverschuldung zu reduzieren. Frankreich beugt sich dem Druck der Strasse und weitet die Neuverschuldung aus. Es ist verständlich, dass dies Italien sauer aufstösst, zumal der zuständige (französische) EU-Kommissar kein Problem mit einer wiederholten Verletzung der Maastricht-Kriterien durch Frankreich hat, wohl aber mit einem ausgeweiteten Haushalt in Italien. Wir vermuten, dass die Unstimmigkeiten zu einem früheren Einlenken der EU im Streit mit Italien führen werden. Leider bedeutet dies in beiden Ländern mehr Schulden. Und selbst bei nachgebendem Wachstum sind diese eher das Problem als die Lösung.

Risikoprämien Staatsanleihen



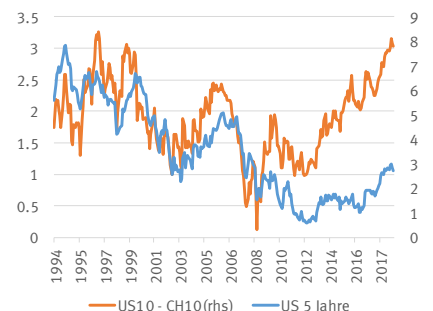
- Neben dem allgemeinen Marktumfeld bewegen auch individuelle Entscheidungen die Risikoprämien einzelner Emittenten.

Bondmarkt USA

Überraschenderweise und entgegen den im Vormonat geäusserten Vermutungen hat der Euro zur Monatsmitte mit erneut schwächeren PMI-Indikatoren gegenüber dem US-Dollar und dem Schweizer Franken an Wert verloren. Entgegen unseren Erwartungen scheint die Wirtschaftsschwäche in Europa noch nicht vollständig in den Kursen berücksichtigt gewesen zu sein. Ein weiteres Argument für einen schwächeren US-Dollar war die in Zukunft möglicherweise abnehmende Zinsdifferenz. Gemessen am zehnjährigen Zins ist diese aussergewöhnlich gross. In der Regel hat sie sich bei steigenden US-Zinsen ausgeweitet und entsprechend bei abnehmenden US-Renditen verkleinert. Dieser Zusammenhang

gilt noch immer. Mit den QE-Programmen hat in den vergangenen Jahren aber eine Niveauverschiebung stattgefunden. Die Frage ist, ob mit dem Ende des QE-Programms in Europa auch der hohe Spread zu sinken beginnt. Wäre dies der Fall, könnten sich die US-Bondmärkte mittelfristig besser entwickeln. Ein währungsgesichertes Engagement am US-Markt könnte dann interessant werden, auch wenn die Kosten für die Währungssicherung und die in Europa noch steileren Zinskurven momentan dagegensprechen. Wir verfolgen diese Entwicklung, um gegebenenfalls frühzeitig davon profitieren zu können. (tk)

Bietet der US-Bondmarkt Chancen?



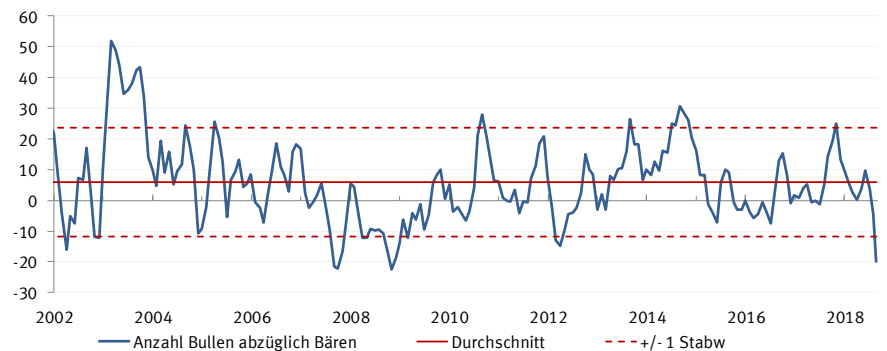
- Die grosse Zinsdifferenz gegenüber den USA ist währungsgesichert noch nicht attraktiv, kann es aber werden.

Aktien

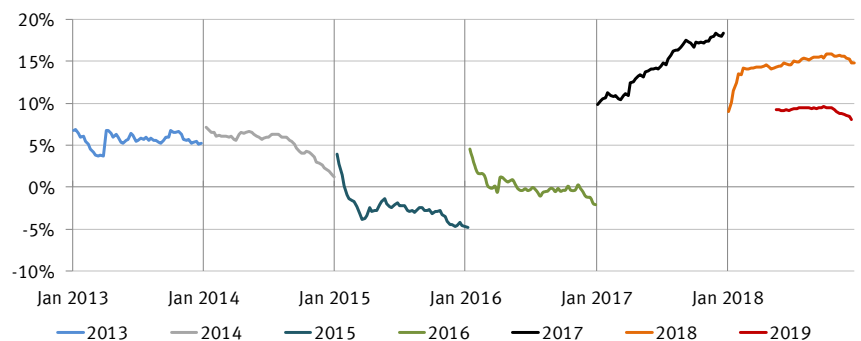
Zu hohe Gewinnerwartungen?

Wir haben den Eindruck, dass der Konjunkturpessimismus überhandgenommen und die Zinsängste in den Hintergrund gedrängt hat. In technischer Hinsicht sind die Märkte stark überverkauft und die Stimmungsindikatoren sind auf sehr tiefe Niveaus gesunken, was für eine Gegenbewegung spricht. So ist der einschlägig bekannte AAll-Sentiment-Index, der den Saldo aus der Anzahl "bullischer" und "bearischer" Investoren aufzeigt, auf einen mehrjährigen Tiefstwert gefallen. Die Kurs/Gewinn-Verhältnisse sind nach den jüngsten heftigen Marktkorrekturen an den meisten Börsen auf die zehnjährigen Mittelwerte gesunken. Richtig günstig sind die Börsen allerdings nicht, zumal viele Gewinnschätzungen für 2019 vermutlich noch nach unten angepasst werden müssen, was die Bewertungen noch nach oben drücken könnte. Tatsächlich sind die Konsensus-Gewinnerwartungen für 2019 in den letzten Monaten lediglich um rund zwei Prozentpunkte gesunken, womit die laufende Konjunkturabschwächung und der in einigen Sektoren registrierte Kostenanstieg noch nicht in vollem Umfang Niederschlag gefunden haben. Analysten passen ihre Prognosen bekanntlich dann an, wenn die Fakten auf dem Tisch liegen. Dementsprechend melden sie sich häufig (erst) anlässlich von Gewinnwarnungen zu Wort. Aus heutiger Sicht werden viele Unternehmen anlässlich der Bekanntgabe der Abschlüsse im Hinblick auf 2019 vorsichtiger Töne anschlagen. Die Zinsängste erachten wir hingegen als übertrieben. So hat die US-Notenbank in der Vergangenheit immer wieder auf die Gefahr von starken Preisrückgängen an den Finanzmärkten hingewiesen, weshalb die jüngsten Turbulenzen im Hinblick auf die kommenden geldpolitischen Entscheidungen berücksichtigt werden. Auch die aggressive US-Handelspolitik müsste auf einen moderateren Kurs einschwenken, zumal es wahrscheinlicher geworden ist, dass die aufgebaute protektionistische Drohkulisse realwirtschaftliche Schäden verursachen wird. So könnte eine moderatere Geld- und Handelspolitik der USA gewissermaßen zu einer Stabilisierung an den globalen Aktienmärkten führen. Sollte sich in der Folge der Konjunkturpessimismus doch als übertrieben herausstellen, wäre den Märkten im Jahresverlauf durchaus wieder Erholungspotenzial zu attestieren. Zyklische Sektoren mit globaler Ausrichtung haben die grössten Einbussen erlitten, insbeson-

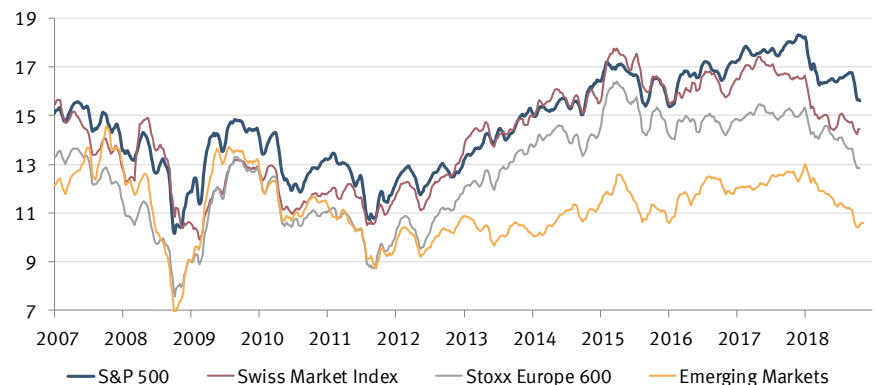
Sentiment-Index: Bullen und in der Minderheit (AAll-Index)



Verlauf der globalen Gewinnschätzungen (MSCI World)



Kurs/Gewinn-Verhältnisse



dere Unternehmen mit bedeutendem Engagement in China. In diesen Bereichen bleiben wir vorsichtig, da sich die Handelskonflikte weiter zuspitzen könnten, bevor sie nachlassen. Weil sich die globale Konjunktur aber in einem weit fortgeschrittenen Stadium befindet und die politischen Unsicherheiten gross bleiben, halten wir an der defensiven Positionierung fest. Dementsprechend werden wir auf Ebene der Einzeltitel den Fokus auf Gesellschaften mit nachhaltigen Cashflows und stabilen Dividenden legen, die im Umfeld anhaltend tiefer Zinsen die Renditevorteile zum Tragen bringen können.

Emerging Markets als Opportunität?

Die Schwellenländer sind früher unter Druck geraten als die Märkte in Europa und den USA. Verantwortlich dafür waren die Ängste vor einer neuen Krise aufgrund der hohen Unternehmensverschuldung und des starken US-Dollars. Die P/E-Ratios sind deutlich unter die langfristigen Mittelwerte gesunken und weisen rekordhohe Abschläge gegenüber den Industrieländern auf. Aus strukturellen Gründen verfügen viele Länder über ein deutlich höheres Wachstumspotenzial. Eine Schwäche des US-Dollars könnte den Emerging Markets 2019 wieder Auftrieb verleihen. (ubr)

Übersicht

An unseren Präferenzen halten wir fest.

Regionen / Währungen

Aktien - Beurteilung und historische Performance	Beurteilung				Perform. %				Obligationen			Wechselkurs	
	alt		neu		1 Mo	12 Mo	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)	+	+	-2	-14	EUR	-	-	0/-	-	0/-	0	0	
Grossbrit. (FT-SE 100)	-	-	-3	-10	GBP	0/-	0/-	0/-	-	-	0	0	
USA (S&P 500)	0	0	-5	-6	USD	0/-	0	0/+	0/+	0	0	0	
Japan (Nikkei 225)	0	0	-6	-11	JPY	0	0	0	0/-	0/-	0	0	
Schweiz (SPI)	0	0	-3	-7	CHF	-	-	-	0/-	0/-			
Emerging Markets	0	0	-1	-15									
MSCI World (lok. W.)	0	0	-4	-10									

Aktiensektoren

MSCI Sektoren	Beurteilung		Historische Perform. %	
	alt	neu	1 Mo	12 Mo
Energie	0	0	-8	-15
Grundstoffe	-	-	-5	-18
Investitionsgüter	-	-	-5	-15
Zyklischer Konsum	0	0	-3	-6
Nichtzykl. Konsum	+	+	-4	-10
Gesundheitswesen	+	+	-5	0
Finanzwerte	0	0	-7	-19
Info Technologie	+	+	-2	-4
Medien/Telekom	-	-	-1	-11
Versorger	-	-	0	0
Immobilien	-	-	-1	-5

Handelskonflikt: Sinkende Wahrscheinlichkeit einer Eskalation

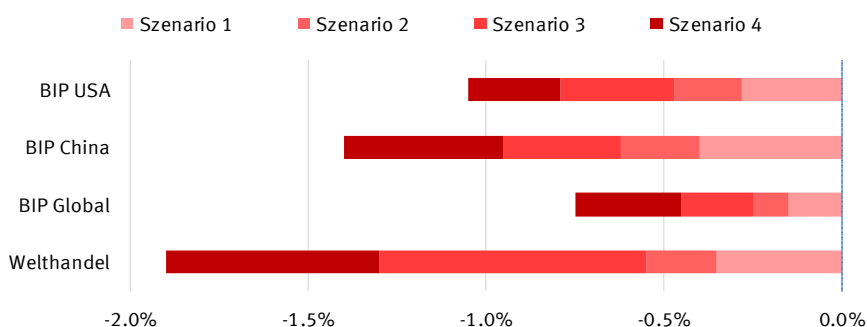
OECD berechnet Folgen einer Eskalation

Die OECD hat für verschiedene Szenarien Modellrechnungen erstellt, welche die Auswirkungen des Handelskonflikts in den kommenden Jahren aufzeigen. Die zugrundeliegenden Annahmen reichen vom Status quo (Szenario 1) über die Erhöhung der bereits eingeführten US-Strafzölle im Jahre 2019 und einem Gegenschlag Chinas (Szenario 2) bis zu US-Strafzöllen von 25 % auf allen noch nicht betroffenen chinesischen Importen (Szenario 3). Im Worst Case (Szenario 4) wird angenommen, dass an den Finanzmärkten aufgrund der steigenden Risikoaversion die Risikoprämien nach oben schnellen, womit sich das globale BIP um 0.8% und jenes in den USA und in China um 1% bzw. 1.4% verringern würde. Bei allen Szenarien wäre China stärker betroffen als die USA, weil die chinesischen Handelsüberschüsse gegenüber den USA immer noch beträchtlich sind.

Eskalationsgefahr nimmt eher ab

US-Präsident Donald Trump und Chinas Präsident Xi Jinping haben sich auf einen "Waffenstillstand" geeinigt. Als Gegen-

Auswirkungen verschiedener Eskalationsszenarien gemäss OECD



leistung für das Einfrieren der US-Zölle auf den Warenimporten aus China mit einem Handelswert von USD 200 Mrd. auf der Höhe von 10 % kaufen die Chinesen wieder amerikanische Landwirtschaftsgüter. Weitere Käufe von US-Gütern durch China sollen folgen, womit das US-Handelsdefizit gegenüber China reduziert wird. Aufgrund der absehbaren negativen Auswirkungen auf die globalen Produktionsketten, die Investitionsneigung der Unternehmen und die Weltkonjunktur wird der Druck auf die Kontrahenten steigen. Auffallend ist in diesem Zusammenhang, dass sich in den USA

immer mehr Unternehmen mit negativen Einschätzungen zu Wort melden. Mittlerweile sind rund drei Viertel aller US-Unternehmen der Meinung, dass der Handelskonflikt in den nächsten sechs Monaten einen negativen Einfluss auf die Geschäftsentwicklung haben wird. Vor diesem Hintergrund glauben wir, dass weitere Eingeständnisse folgen und Kompromisse gefunden werden. Das Risiko für die Märkte darf keineswegs bagatellisiert werden, doch die Gefahr einer Eskalation nimmt aus unserer Sicht eher ab. (ubr)

Urs Brunner (ubr), Marktstrategie, +41 44 639 13 63, urs.brunner@rahnbodmer.ch

Thorsten Kuechler (tk), Portfolio Manager Fixed Income, +41 44 639 13 87, thorsten.kuechler@rahnbodmer.ch

Rahn+Bodmer Co., Talstrasse 15, 8022 Zürich, +41 44 639 11 11, www.rahnbodmer.ch

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