

Portfolio

August 2019

Marktüberblick und Positionierung

Die Sitzung der US-Notenbank FED von Mitte Juni 2019 wird die Finanzmärkte für lange Zeit massgeblich beeinflussen. Mit dem Entscheid für baldige Zinssenkungen ist die Zinswende in den USA Geschichte. Die Leitzinsen dürften schon Ende Juli sinken. Die Finanzmärkte erwarten eine weiterhin grosszügige Geldpolitik. Von Sommerflaute somit keine Spur.

Wachstum im Fokus

Die von uns analysierten Vorlaufindikatoren für das Wachstum zeigen immer noch geringe Rezessionsrisiken an. Wir gehen aber weiterhin von einem langsameren Wirtschaftswachstum aus – in den USA und global. Der mittlerweile schon sehr langanhaltende Wachstumszyklus scheint zwar an Schwung zu verlieren, ist aber dank den Massnahmen der Nationalbanken noch nicht zu Ende. Zudem fehlen Indikationen, dass der aktuelle Aufschwung ein abruptes Ende nehmen könnte. Die Finanzierungskonditionen für Unternehmen sind immer noch attraktiv, und eine aggressiv straffere Geldpolitik kann ausgeschlossen werden.

China stabilisiert sich auf tieferem Niveau

Die chinesischen Wachstumsstatistiken reflektieren mittlerweile die Handelsstreitigkeiten mit den USA und die globale Wachstumsverlangsamung. Im 2. Quartal 2019 wuchs die chinesische Wirtschaft mit «lediglich» 6,2 Prozent – der niedrigste Wert seit 30 Jahren. Die Wirtschaft spüre neuen Abwärtsdruck und das eingetrübte Umfeld beeinträchtigt ihre Leistung, hiess es dazu von offizieller Seite. An dieser Stelle muss zwischen dem langfristigen strukturellen Trend zu einer tieferen Wachstumsrate und den kurzfristigen Ursachen geringeren Wachstums unterschieden werden. Wir gehen davon aus, dass die ergriffenen fiskalischen Massnahmen die chinesische Wirtschaft kurzfristig weiterhin stützen.



«Tiefe Zinsen begleiten uns im zweiten Halbjahr – defensive Aktien und Immobilien als Opportunität.»

Alex Müller, Chief Investment Officer

Geopolitische Stolpersteine

Anhaltende Handelsstreitigkeiten und aufkommende geopolitische Konflikte lassen die makroökonomischen Unsicherheiten zunehmen. Wir sehen deshalb weiterhin Gegenwind für das globale Wachstum. Die Spannungen im Handelsstreit zwischen den USA und China dürften uns noch lange beschäftigen, auch wenn das Thema zwischenzeitlich immer wieder aus dem Rampenlicht gerät.

Brexit und Italien

In Europa steht nach der Sommerpause erneut der Brexit vor der Tür. Ob die neuen politischen Konstellationen in Brüssel und London die finalen Debatten zum Austritt der Briten erleichtern, ist fraglich. Bis Ende Oktober gilt es noch einige Klippen zu umschiffen. Daher gehen wir von keiner einfachen Umsetzung des Austritts aus. Zudem dürfte der Brexit viel Aufmerksamkeit von einem anderen europäischen Sorgenthema, dem italienischen Haushaltsbudget, abziehen.

Wir begleiten Sie im Leben.

Marktüberblick und Positionierung

Absehbare Zinssenkung in den USA

Die US-Notenbank FED thematisierte bereits im Juni 2019 Wachstumsrisiken wegen des Handelskriegs mit China. Entsprechend liegt die Kehrtwende der US-Geldpolitik nun etwas mehr als ein Monat zurück. Die Finanzmärkte erwarten eine erste Leitzinssenkung noch per Ende Juli.

Insgesamt ist die US-Wirtschaft aus unserer Sicht aber immer noch solide aufgestellt. Sowohl die Inflationsentwicklung als auch die Arbeitsmarktverfassung verlangen an sich keine Zinssenkung. Deshalb ist ein kritischer Blick auf den wohl kommenden Zinsschritt der US-Notenbank FED angebracht. Wir beleuchten dies im Anlagethema des Monats etwas näher. Trotzdem: Eine Senkung der Leitzinsen um mindestens 25 Basispunkte per Ende Juli ist unser Basisszenario. Dass es so kommt, hat FED-Chef Jerome Powell bei einer Anhörung des Kongresses Anfang Monat zumindest nicht dementiert.

EZB: Chefwechsel im Herbst

Mit Blick auf die europäische Geldpolitik bleibt indessen fraglich, ob der scheidende EZB-Präsident Mario Draghi nochmals Impulse geben will. Seine Amtszeit endet am 31. Oktober, zeitgleich mit dem Brexit. Der Herbst dürfte daher spannend werden. Mit der Politikerin Christine Lagarde übernimmt anschliessend eine krisenerprobte Persönlichkeit den Vorsitz der Europäischen Zentralbank (EZB). Wir gehen davon aus, dass diese Ernennung nichts an der Geldpolitik ändern wird. Unsere Einschätzung erfolgt auch vor dem Hintergrund schwachen Wirtschaftswachstums und tiefen Inflationsraten. Es ist in diesem Umfeld durchaus möglich und realistisch, dass die Leitzinsen in Europa und in der Schweiz noch tiefer fallen bzw. negativer

werden. Glaubt man den aktuellen Einschätzungen der Finanzmärkte, wird die Schweizerische Nationalbank (SNB) die Leitzinsen in den nächsten 6 bis 12 Monaten um weitere 0,25 Prozent reduzieren; dies wäre ein historischer Tiefstzins von minus 1 Prozent. Entsprechend würde der Anlagedruck auf die Investoren noch weiter zunehmen.

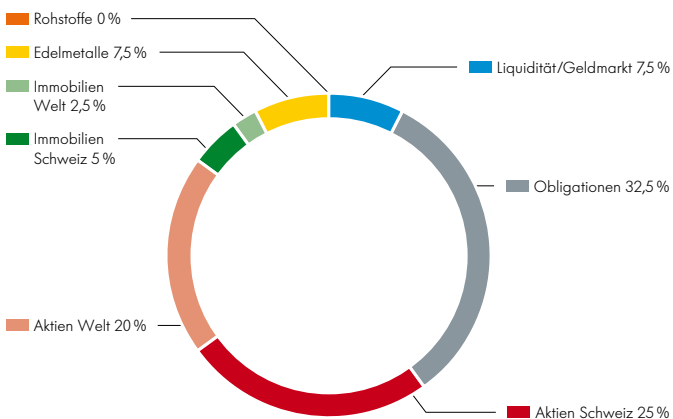
Finanzmärkte in Hochform – Warnzeichen aus der Industrie

Die Finanzmärkte entwickelten sich dank der Notenbankpolitik in den letzten Wochen einmal mehr erfreulich. Investoren in Obligationen erzielten dank des Drucks auf die Zinsen Kursgewinne, auch Aktienanleger erfreuten sich höherer Notierungen. Tiefe Zinsen, tiefe Inflation, moderates Wachstum: Scheint die Sonne für Aktien ungetrübt? Es gibt genug Gründe, die (noch) positive Kursentwicklung mit Misstrauen zu betrachten. Einige Industrieunternehmen haben bereits ihre Halbjahreszahlen veröffentlicht. Diese fielen – auch in der Schweiz – ernüchternd aus. Sie reflektieren offensichtlich die Entwicklung der konjunkturellen Vorlaufindikatoren und haben die Erwartungen mehrheitlich enttäuscht.

Was bedeutet das für Anleger?

Wir sind überzeugt, dass es auch im aktuellen spätzyklischen Umfeld Sinn macht, weiterhin eine hohe Aktienquote zu halten. Dennoch scheinen die Anleger die Lage etwas zu gelassen zu betrachten. Wir empfehlen weiterhin, selektiv defensive Aktienwerte zu bevorzugen. Schweizer Immobilien bleiben attraktiv.

Strategische Positionierung (Basis ausgewogene Anlagestrategie)



Taktische Positionierung

	-	-	=	+	+
Liquidität/Geldmarkt					
Obligationen					
Obligationen CHF					
Obligationen Welt ex CHF					
Wandelobligationen					
Aktien					
Aktien Schweiz					
Aktien Welt ex Schweiz					
Aktien Emerging Markets					
Immobilien					
Immobilien Schweiz					
Immobilien Welt					
Alternative Anlagen					
Rohstoffe					
Gold					

Anlagethema des Monats

Fallende Zinsen: Weiteres Potenzial für Aktien?

Die Zinswende in den USA, eingeläutet im Sommer 2016, war nur von kurzer Dauer. Nach der Aktienmarktschwäche vom Dezember 2018 ruderte die US-Notenbank FED zurück, um die Märkte zu beruhigen. Rasch drehten die Markterwartungen: Anfang 2019 rechnete man mit zwei Zinserhöhungen im laufenden Jahr, jetzt dagegen werden sogar wieder Zinssenkungen eingepreist. Dies, obwohl die globale Wirtschaft wächst.

Europa hat Zinswende verpasst

Eines steht fest: Die EZB verpasste die Einleitung der geldpolitischen Normalisierung trotz jahrelang guter Wirtschaftsdaten. Nun sollen die Zinsen mindestens bis zum Sommer 2020 auf dem aktuellen Niveau von minus 0,4 Prozent bleiben. Sollte die Inflation nicht steigen, erwägt die EZB weitere geldpolitische Massnahmen.

Zinssenkung ohne Rezession?

Wenn die US-Notenbank FED die Zinsen Ende Juli tatsächlich senkt, wäre das seit langem ein einmaliger Vorgang ausserhalb einer Finanzkrise (siehe Grafik 1): Trotz nachlassendem Wachstum expandiert die Weltwirtschaft weiter, die US-Teuerung liegt nahe dem Ziel von 2 Prozent und eine Rezession ist noch nicht absehbar. Da erscheint eine Zinssenkung verfrüht.

Äusserst proaktive FED

Früher agierte die US-Notenbank FED deutlich verhaltener. 1994 erhöhte sie die Zinsen mehrfach, obwohl sich die Wirtschaft bereits abkühlte. Sie gab erst im Sommer 1995 Gegensteuer, als die Wirtschaftsindikatoren eine klare Abschwächung anzeigten. Genauso war es nach dem Platzen der Technologieblase im Frühling 2000 und der folgenden Rezession. Damals reagierte die

US-Notenbank FED erst 2001. Eine Ausnahme war 2008, als sie rasch mit tieferen Zinsen auf die Finanzkrise reagierte.

Aktienmärkte könnten erneut profitieren

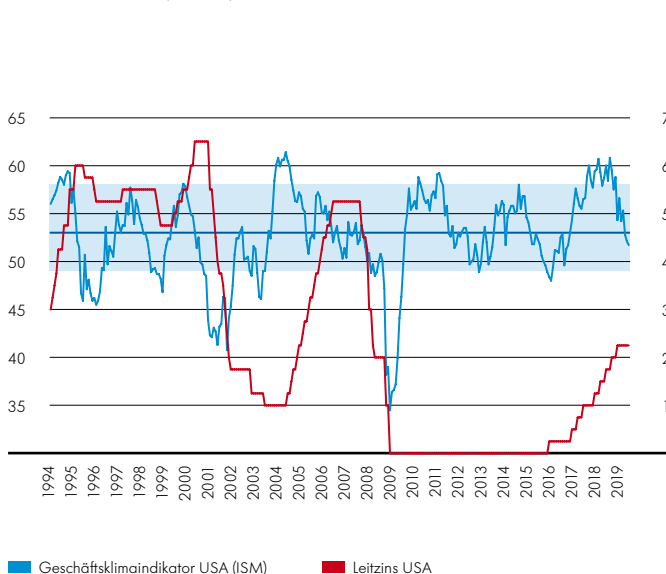
Die Zinsen sind ein wichtiger Faktor bei der Bewertung globaler Aktienmärkte (siehe Grafik 2). Je tiefer 10-jährige Schweizer Staatsanleihen rentieren, desto höher ist die Bewertung, gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), des Schweizer Aktienmarktes. Sollten die Zinsen nochmals fallen, hätten die Aktienmärkte auch nach ihrer starken Performance im ersten Halbjahr 2019 weiteres Potenzial, obwohl die Gewinnentwicklung der Unternehmen seit Anfang des Jahres leicht rückläufig ist. Entsprechend würde eine Zinssenkung im aktuellen Umfeld erneutes Potenzial für Aktienanlagen bedeuten und hätte somit weitreichende Konsequenzen für Anleger.

Investitionen gezielt selektieren

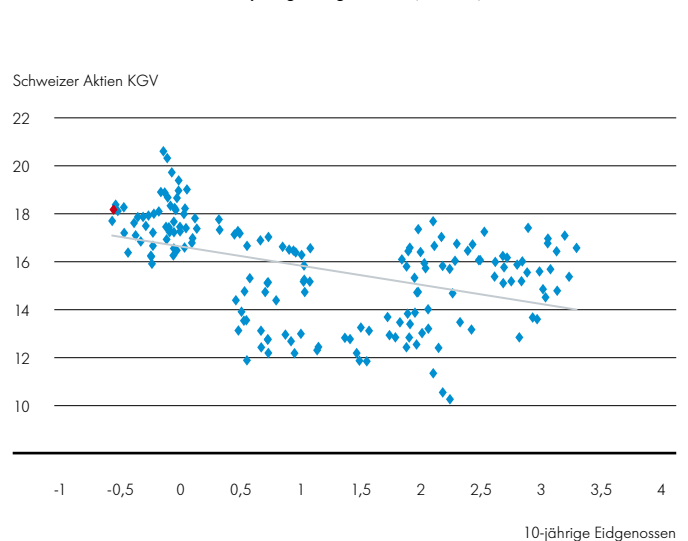
Die aktuelle Markterwartung zeigt, dass sich der Handelskrieg zwischen den USA und China bald entschärft und auch Stützungsmaßnahmen für die chinesische Wirtschaft greifen. Kommt es anders, könnten deutliche Korrekturen am Aktienmarkt erfolgen. Insbesondere bei zyklischen Titeln sollten Investoren mit Vorsicht agieren. Anschauungsunterricht dazu erteilten kürzlich der europäische Automobilsektor und seine Zulieferer.

Wir bleiben in Aktien investiert und favorisieren dabei weiterhin Unternehmen mit defensiven Geschäftsmodellen. Diese sind nur bedingt vom globalen Wirtschaftszyklus abhängig und überzeugen Investoren durch ihre starken Cashflows, attraktive Dividenden und hohe Renditen.

ISM & Leitzins USA (Grafik 1)



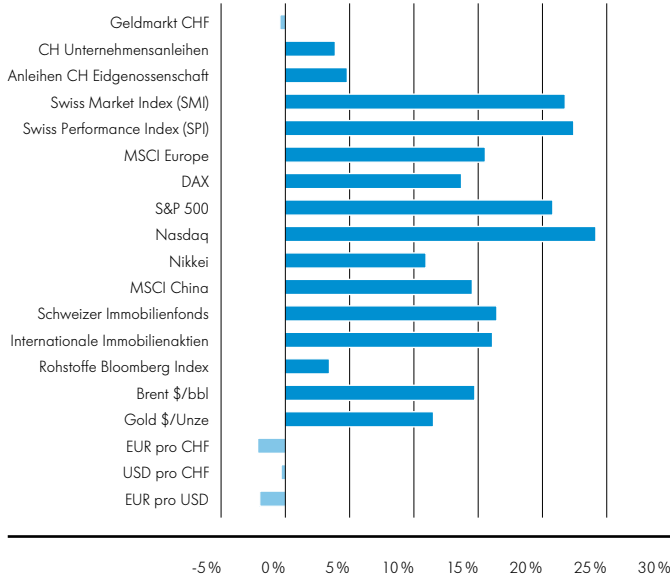
Kurs-Gewinn-Verhältnis & 10-jährige Eidgenossen (Grafik 2)



Marktdaten (Börsen & Märkte)

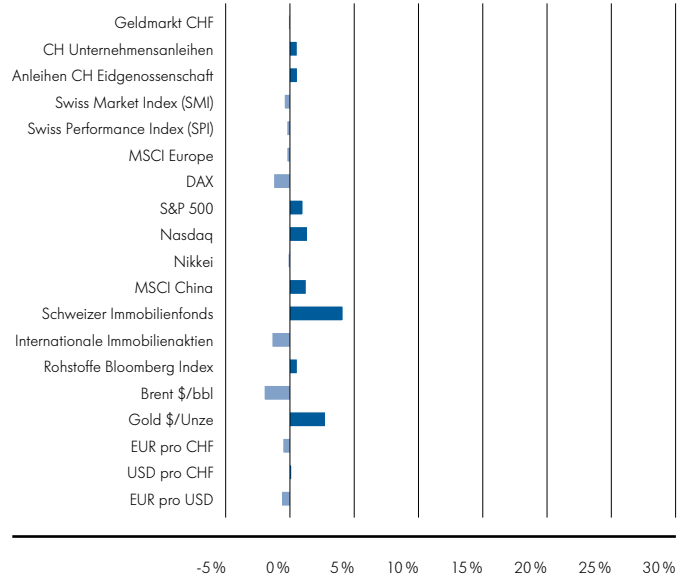
Rendite Anlageklassen (in CHF)

seit Jahresbeginn (per 19.07.2019)



Rendite Anlageklassen (in CHF)

letzter Monat (per 19.07.2019 rollend)



Quelle: Bloomberg, Zuger Kantonalbank

Aktien Schweiz SMI (seit Jahresbeginn bis 19.07.2019)

Richemont 35,78% / CHF 86.22	Swiss Life 34,71% / CHF 494.8	Lonza 34,29% / CHF 335.1	Nestle 31,91% / CHF 103.7	Novartis 28,77% / CHF 92.46
Lafarge Holcim 27,03% / CHF 49.34	Julius Bär 26,26% / CHF 42.76	Zurich 26,18% / CHF 348.8	Sika 24,86% / CHF 153.6	Geberit 23,86% / CHF 461.3
Adecco 21,58% / CHF 53.5	Givaudan 19,96% / CHF 2711	Credit Suisse 14,64% / CHF 12.28	Swiss Re 13,52% / CHF 97.02	SGS 12,31% / CHF 2433
Roche 12,21% / CHF 271.2	Swatch Group 10,91% / CHF 308.2	Swisscom 7,54% / CHF 484.1	ABB 3,32% / CHF 18.455	UBS 1,95% / CHF 11.92

Vorlaufindikatoren der Industrieentwicklung

Werte > 50 deuten auf eine Expansion hin, Werte < 50 auf eine Kontraktion

Global	52.9	52.7	52.5	52.1	52	51.9	51.4	50.8	50.6	50.5	50.4	49.8	49.4
Schweiz	61.8	61.7	64.6	59.9	57.8	57.7	57.5	54.3	55.4	50.3	48.5	48.6	47.7
Eurozone	54.9	55.1	54.6	53.2	52	51.8	51.4	50.5	49.3	47.5	47.9	47.7	47.6
Deutschland	55.9	56.9	55.9	53.7	52.2	51.8	51.5	49.7	47.6	44.1	44.4	44.3	45
Grossbritannien	54	53.9	52.9	53.7	51.1	53.3	54.3	52.8	52.1	55.1	53.1	49.4	48
USA	60	58.4	60.8	59.5	57.5	58.8	54.3	56.6	54.2	55.3	52.8	52.1	51.7
Japan	53	52.3	52.5	52.5	52.9	52.2	52.6	50.3	48.9	49.2	50.2	49.8	49.3
Schwellenländer	51.2	51	50.8	50.3	50.5	50.7	50.2	49.5	50.6	51	50.5	50.4	49.9
China	51	50.8	50.6	50	50.1	50.2	49.7	48.3	49.9	50.8	50.2	50.2	49.4
Brasilien	49.8	50.5	51.1	50.9	51.1	52.7	52.6	52.7	53.4	52.8	51.5	50.2	51

Quelle: Bloomberg, Zuger Kantonalbank

Haben Sie Fragen zum aktuellen Portfolio oder Anregungen?

Kontaktieren Sie uns per E-Mail (alex.mueller@zugerkb.ch) oder rufen Sie uns an 041 709 11 11.

Dieses Dokument dient einzig der Information und ist weder ein Angebot noch eine Aufforderung seitens oder im Auftrag der Zuger Kantonalbank (ZugerKB) zur Beanspruchung einer Dienstleistung, zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder ähnlichen Finanzinstrumenten oder zur Teilnahme an einer spezifischen Handelsstrategie. Es richtet sich an von der ZugerKB bezeichnete Empfänger mit Wohnsitz in der Schweiz zur persönlichen Nutzung und darf ohne schriftliche Zustimmung der ZugerKB weder ganz noch teilweise vervielfältigt, verändert, oder an andere Empfänger verteilt oder übermittelt werden. ZugerKB ist nicht verpflichtet, dieses Dokument zu aktualisieren, abzuändern oder zu ergänzen oder deren Empfänger auf andere Weise zu informieren, wenn sich ein in diesem Bericht genannter Umstand oder eine darin enthaltene Stellungnahme, Schätzung oder Prognose ändert oder unzutreffend wird. Die Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse der Schweizerischen Bankiervereinigung finden auf dieses Dokument keine Anwendung. Die Informationen in diesem Dokument sind stichtagbezogen und stammen aus Quellen, die die ZugerKB als zuverlässig erachtet. Dennoch kann von der ZugerKB keine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der Informationen geleistet werden. Die ZugerKB lehnt jede Haftung für Verluste ab, die aus einem Investitionsverhalten entstehen können, dem die Informationen aus diesem Dokument zu Grunde liegen. Die Kurse und Werte der beschriebenen Investitionen und daraus resultierende Erträge können schwanken, steigen oder fallen. Ein Verweis auf frühere Entwicklungen enthält keine Aussagen zu künftigen Ergebnissen. Die Devisenkurse von Fremdwährungen können sich negativ auf den Wert, Kurs oder Ertrag eines in diesem Bericht erwähnten Produktes auswirken. Alternative Anlagen, derivative oder strukturierte Produkte sind komplexe Anlageinstrumente, die typischerweise ein hohes Risiko aufweisen und nur für den Verkauf an Anleger bestimmt sind, die alle damit verbundenen Risiken verstehen und akzeptieren. Investitionen in Schwellenmärkte sind spekulativ und beträchtlich volatil als Investitionen in herkömmliche Märkte. Die Risiken sind unter anderem politische und wirtschaftliche Risiken sowie Kredit-, Währungs- und Marktrisiken. Vor jeder Transaktion sollten Anleger prüfen, ob sich die Transaktion hinsichtlich der spezifischen Risiken, Umstände und Zielsetzungen für sie eignet. Hierzu empfiehlt ZugerKB Anlegern, dass diese gemeinsam mit einem professionellen Finanzberater eine unabhängige Beurteilung der spezifischen finanziellen sowie rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen, kreditmässigen und buchhalterischen Konsequenzen vornehmen. Dieses Dokument enthält keinerlei Empfehlungen rechtlicher Natur oder hinsichtlich Rechnungslegung oder Steuern. (V2019)