

# Globale Anlagestrategie

Viertes Quartal 2018

# Inhalt

---

Teil 1: Performance-Übersicht	Seite 4
Teil 2: Weltwirtschaft – Übersicht und Prognose	Seite 5
Teil 3: Geldpolitik – Zinserhöhungen Schwellenländer	Seite 28
Teil 4: Anleihen – Ergänzungsmärkte interessant	Seite 31
Teil 5: Weltwährungen – Schwellenländer unter Druck	Seite 44
Teil 6: Hedge Funds und Immobilien	Seite 49
Teil 7: Aktienmärkte – Anhaltendes Gewinnwachstum	Seite 57
Teil 8: Rohstoffe – Weltkonjunktur stützt insgesamt	Seite 70
Teil 9: Anlagestrategie – Wirtschaftstrends weitgehend intakt	Seite 72

# Übersicht Türkei

Die Türkei (rund 1% des Welt-BIPs) ist ein «Middle-Income» Land mit positiven demographischen Trends (eine junge und wachsende Bevölkerung) und einem immer noch hohen Anteil der Beschäftigung im Agrarsektor.

Die Türkei exportiert hauptsächlich Produkte mit geringer Wertschöpfung. Die Wettbewerbsfähigkeit ist schwach. Dies und ein – gerade in Schwellenländern unübliches – Spardefizit des Privatsektors bewirken, dass das Land ein strukturelles Handelsdefizit aufweist und laufend auf neues ausländisches Kapital angewiesen ist. Die Inflation ist strukturell vergleichsweise hoch, und es fehlt an Vertrauen in die Unabhängigkeit der Geldpolitik. In dieser Konstellation können externe Schocks (wie die U.S. Zollerhöhung auf Stahl Anfang August) das Land stark treffen. Die Türkei bleibt gefordert, die strukturellen Ungleichgewichte abzubauen (die Regierung hat für September einen Plan in Aussicht gestellt).

Aufgrund der insgesamt geringen Handels- und Finanzverflechtungen stellt die Türkei kein Systemrisiko für Europa (geschweige denn für die Welt) dar. Während die EU-Banken (über Tochtergesellschaften und Direktkredite) etwa ein Viertel des türkischen Kreditmarktes kontrollieren, liegt der Anteil an den risikogewichteten Aktiva nur bei der spanischen BBVA über 10% (an zweiter Stelle stehen Unicredit mit 7% und BNP mit 2%).

## Strukturdaten

	Türkei	Italien	Deutschland
<b>Arbeitsmarkt</b>			
Bevölkerung (Mio.)	75	61	82
Ausbildung (globaler Rang)	55	45	17
Arbeitsmarkt-Regulierung (gl.Rang)	127	126	28
<b>Kapital</b>			
Ausl. Direkt-Investitionen (%BIP, 5 J.)	1.8	-1.5	-1.5
<b>Wachstum</b>			
BIP-Wachstum (10-Jahres-Mittel, %)	4.7	-0.6	1.2

## Strukturdaten

Kaufkraft (pro Kopf, \$)	24'912	36'833	48'111
BIP (pro Kopf, US\$)	10'743	30'507	41'902
Beschäftigte Landwirtsch. (%Total)	23.6	3.7	1.6
Industrie (%BIP)	30.3	23.9	30.7
Dienstleistungen (%BIP)	60.9	73.9	68.5
Wettbewerbsfähigkeit (glob. Rang)	55	44	5
Korruptionsindex (globaler Rang)	75	60	10

## Finanzmärkte

Börsenkapitalisierung (US\$/Kopf)	2'300	9'668	21'018
Reporting-Qualität (globaler Rang)	82	97	17

Quelle: U.S. Census Bureau, CIA, nationale Statistiken

## Exporte Türkei

Exporte (%BIP)	23.7
Exportprodukte	Bekleidung, Lebensmittel, Textilien, Metallserzeugnisse, Transportgeräte
Export-Länder	Deutschland 9,6%, UK 6,1%, VAE 5,9%, Irak 5,8%, USA 5,5%, Italien 5,4%, Frankreich 4,2%, Spanien 4% (2017)

Quelle: CIA, nationale Statistiken

# Update zur U.S. Aussenhandelspolitik

Die U.S. Handelspolitik verfolgt im Wesentlichen drei Ziele (von denen zwei China betreffen): Verringerung des U.S. Waren-Handelsdefizits, sicherstellen, dass China geistiges Eigentum respektiert und verhindern, dass China zu einem globalen Technologieführer aufsteigt.

Im Juli haben sich die USA darauf geeinigt, die Gespräche mit der EU wieder aufzunehmen, und ein Bericht darüber, ob Autoeinfuhren eine Bedrohung für die nationale Sicherheit darstellen, wurde zurückgestellt. Darüber hinaus versuchen die USA, Japan und die EU über die Welthandelsorganisation (WTO) mehr Druck auf China auszuüben. Im August haben die USA ein neues Handelsabkommen mit Mexiko ausgehandelt (NAFTA-Ersatz; wir erwarten auch ein Abkommen mit Kanada).

Am 17. September teilten die USA mit, dass sie ab dem 24. September einen Zoll von 10% (der am 1. Januar 2019 auf 25% erhöht wird) auf ca. 200 Mrd. USD zusätzlicher chinesischer Importe erheben. Nach der Ankündigung von Vergeltungsmassnahmen Chinas (Einführung von Zöllen von 5-10% auf U.S. Importen im Wert von 60 Mrd. USD) dürften die USA Zölle auf alle chinesischen Importe (zusätzliche 267 Mrd. USD) erheben. Chinas Gegenmassnahmen werden nichttarifärer Natur sein (Bsp. informelle Kampagnen gegen U.S. Markenprodukte, informelle Einschränkung des Marktzugangs für U.S. Unternehmen, Steuervergünstigungen für Exporteure und eine moderate Abwertung des Renminbi).

## USA: Komponenten der Leistungsbilanz (USD Mrd., 2017)

	EU	Kanada	Mexiko	China	Total
Exporte	528	341	277	188	2'141
Waren	285	283	244	130	1'442
Dienstleistungen	243	58	33	58	700
Vermögenseinkommen	396	62	16	17	760
Direktinvestitionen	232	27	9	13	412
Portfolioinvest.	141	31	6	3	302
Transfers	44	4	1	2	81
Importe	629	339	345	524	2'703
Waren	437	306	320	506	2'231
Dienstleistungen	192	33	25	17	471
Ausländer-Vermögen	288	50	15	33	619
Direktinvestitionen	101	22	1	0	192
Portfolioinvest.	169	25	2	30	388
Transfers	38	5	16	6	157
Netto-Exporte	-101	3	-69	-336	-561
Waren	-153	-23	-76	-376	-789
Dienstleistungen	51	25	7	40	228
Netto-Vermögenseink.	108	12	0	-16	140
Netto Transfers	6	-1	-16	-4	-76
<b>Total</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>-84</b>	<b>-356</b>	<b>-497</b>
<i>BIP (USD Mrd., 2017)</i>	<i>17'308</i>	<i>1'652</i>	<i>1'149</i>	<i>12'014</i>	<i>-</i>

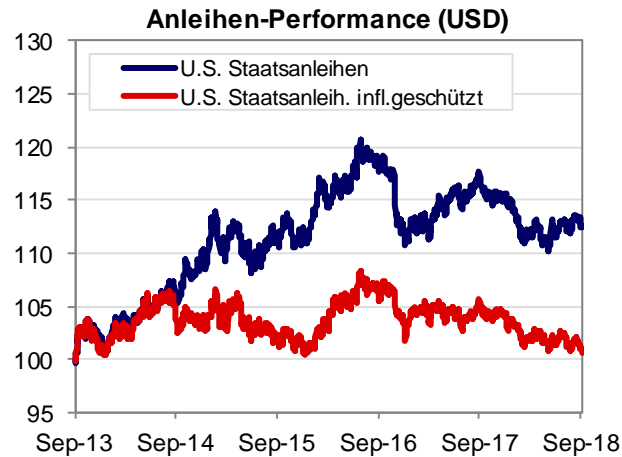
Anmerkungen: China ohne Hongkong. Das Total besteht aus Europa, Kanada, Latein-Amerika, Asien-Pazifik, Naher Osten und Afrika. Quelle: BEA, IMF, eigene Berechnungen

# Inflationsgeschützte Anleihen

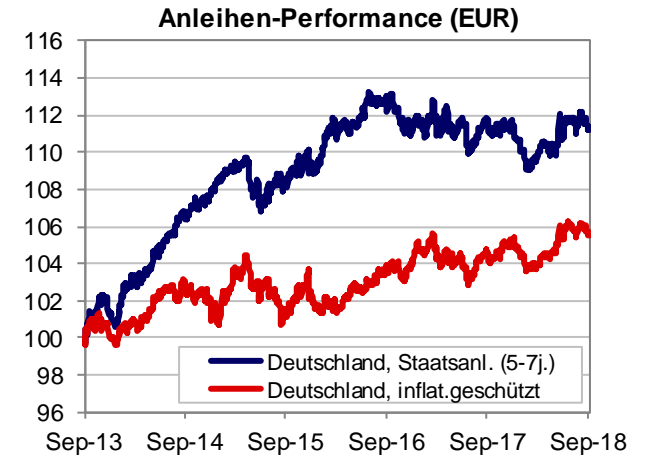
Inflationsgeschützte Anleihen sind dann attraktiv, wenn die Realzinsen im Vergleich zu den Inflationserwartungen zurückgehen (bzw. wenn die ausgewiesene Inflation über einige Zeit höher ausfällt als die eingepreiste bzw. erwartete Inflation).

Inflationsgeschützte Anleihen sind als Beimischung für Dollar-basierte Anleger sinnvoll, da wir in diesem und im nächsten Jahr ein Anziehen der Inflation sehen.

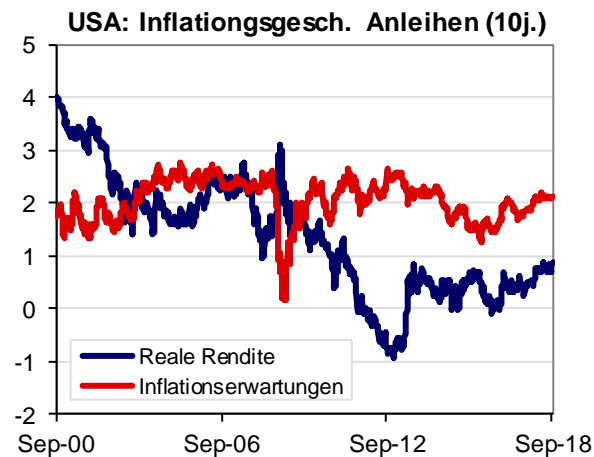
Aufgrund einer anhaltend tiefen Inflation in Europa drängt sich hier ein entsprechender Schutz weniger auf (ausser allenfalls in Deutschland, da dort die Wirtschaft im Zyklus weiter fortgeschritten ist und die Lohnwachstums- und Inflationsrisiken damit höher sind als im Durchschnitt des Euroraums).



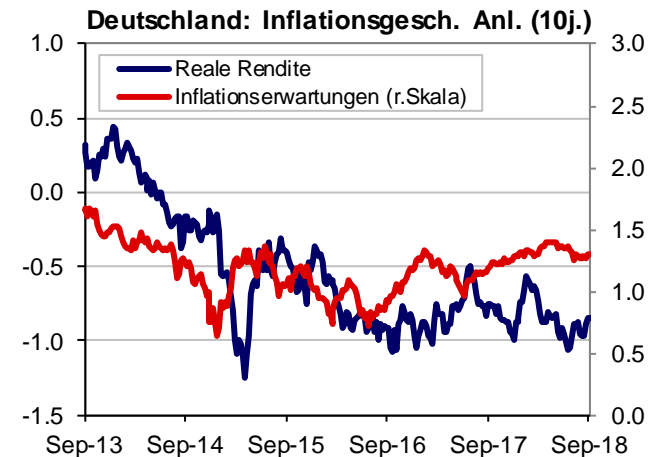
Quelle: Indexanbieter



Quelle: Indexanbieter



Quelle: Indexanbieter, eigene Berechnungen

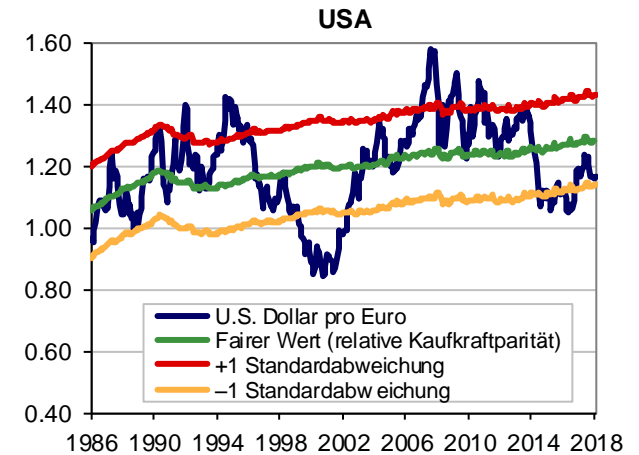


Quelle: Indexanbieter, eigene Berechnungen

# Euro-Dollar: Inflation und Zinsen

Die Grafik oben zeigt die Inflationsdifferenz zwischen der Eurozone (vor 1999 Daten für Deutschland) und den USA (relative Kaufkraftparität/KKP). Die Graphik zeigt auch, dass die Euro-Dollar-Relation häufig über dem KKP-Wert liegt (d.h. im oberen Bereich der Fair-Value-Bänder von +/- 1 Standardabweichung).

Neben inflationsbasierten Schätzungen, die mittelfristig richtungsweisend sind, helfen die Zinssätze bei der Beurteilung kurzfristiger Bewegungen. Insgesamt haben die Zinsentwicklungen in den letzten 12 Monaten zu Gunsten des Dollars gesprochen.

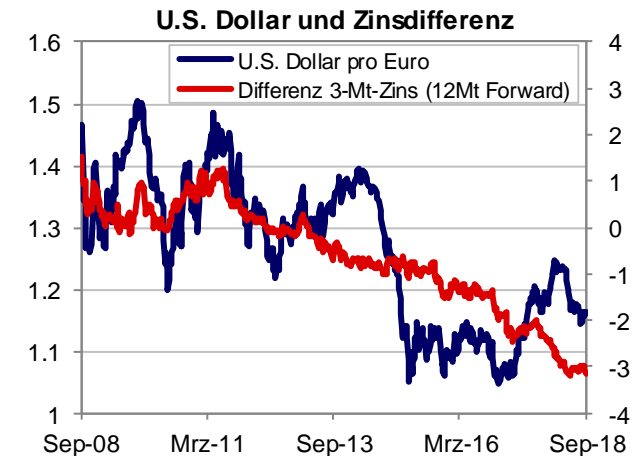


Quelle: BGN, nationale Stat., eigene Berechnungen

## 3Mt.-Libor Forward: Differenz zum Euro

Währ.	Fwd.Datum	Aktuell	Veränderung			
			1Mt.	3Mt.	6Mt.	1J.
USD-	Dec. 2018	2.96	0.10	0.03	0.16	1.09
EUR	Dec. 2019	3.19	0.14	0.16	0.44	1.36
	Dec. 2020	2.85	0.11	0.16	0.48	1.12
GBP-	Dec. 2018	1.17	0.03	0.06	-0.13	0.36
EUR	Dec. 2019	1.30	0.08	0.12	0.11	0.52
	Dec. 2020	1.16	0.06	0.14	0.21	0.50
CHF-	Dec. 2018	-0.43	0.04	0.00	-0.05	-0.04
EUR	Dec. 2019	-0.42	0.03	-0.05	-0.04	-0.02
	Dec. 2020	-0.46	-0.03	-0.02	0.03	-0.02

Quelle: Börsen, eigene Berechnungen

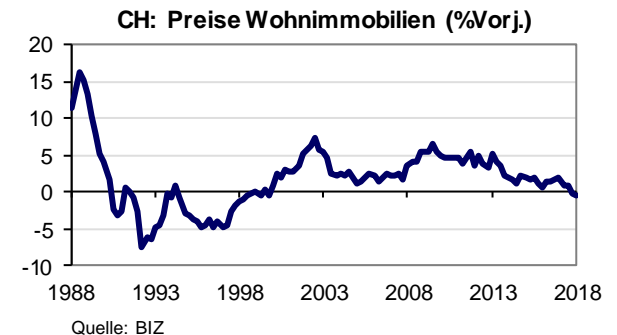


Quelle: Börsen

# Immobilien-Fonds Schweiz

Schweizer Immobilien-Fonds: Attraktives Risiko-Ertragsprofil (Basisanlage). Es gilt zu beachten, dass sich Schweizer Immobilien-Fonds bezüglich Performance-Charakteristika positiv von den meisten globalen Immobilien-Fonds und REITS abheben (letztere weisen meist eine deutlich höhere Korrelation mit den Aktienmärkten aufweisen, v.a. in Baissen).

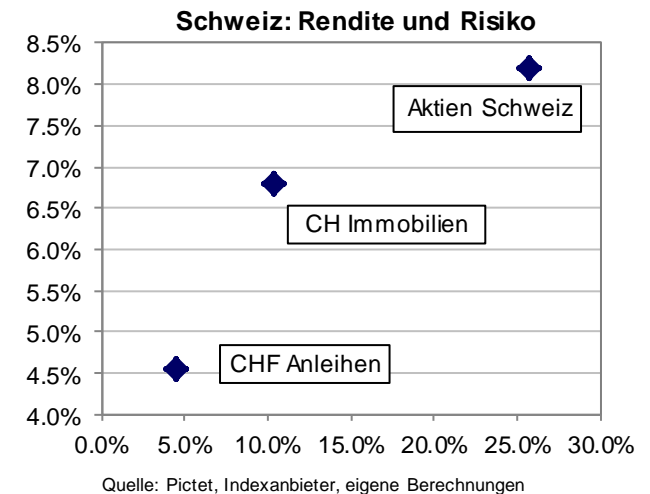
Ausblick: Die Schweizer Wohnimmobilienpreise fallen zum ersten Mal seit fast 20 Jahren, was eine gewisse Vorsicht nahelegt.



## Schweiz: Rendite und Risiko

	Immobilien-Fonds Index	Aktien (Tot.Ret.)	Anleihen (Tot.Ret.)	Konsumentenpreise
<b>Rendite und Risiko</b>				
Jährliche Rendite (geom.)	6.8%	8.2%	4.6%	2.5%
Jährliche Volatilität	10.3%	25.7%	4.5%	2.5%
Schlechtestes Jahr	-18.7%	-34.0%	-4.0%	-1.3%
<b>Korrelations-Matrix</b>				
Immobilien-Fonds Index	1.00	0.44	0.61	-0.05
Aktien (Gesamtrendite)		1.00	0.28	-0.06
Anleihen (Gesamtrendite)			1.00	-0.05
Konsumentenpreise				1.00

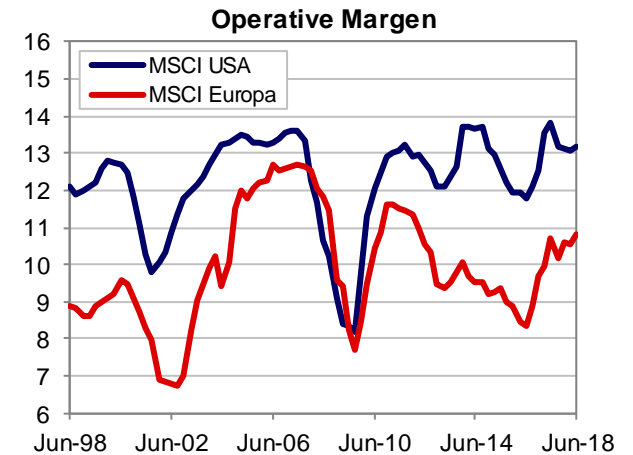
Daten: Jahresdaten 1960-2017. Quelle: Pictet, Indexanbieter, eigene Berechnungen



# Teil 7: Aktienmärkte – Anhaltendes Gewinnwachstum

Im zweiten Quartal betrug das Ergebniswachstum ausserhalb des Energiesektors in Europa (Stoxx 600) 6% und in den USA (S&P 500) 21% (wobei etwa 10% tieferen U.S. Unternehmenssteuern geschuldet sind). Aufgrund der jüngsten Euro-Schwäche erwarten wir für das dritte Quartal ein höheres Ergebniswachstum in Europa.

Die makroökonomischen Fundamentaldaten deuten auf ein anhaltend gutes Gewinnwachstum hin, da das Wachstum der Lohnstückkosten moderat ist und die Gewinnmargen sowohl in Europa als auch in den USA noch etwas Spielraum nach oben aufweisen. In den USA müssen die Margenentwicklungen jedoch im Auge behalten werden, da steigende Lohnkosten allmählich belasten könnten.

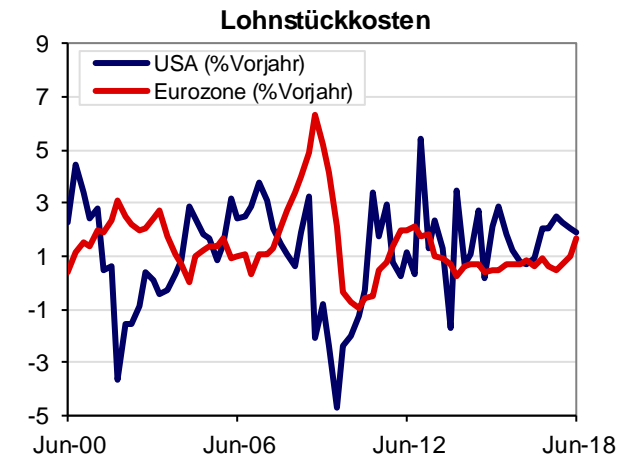


Quelle: MSCI

## Aktien-Indizes: Gewinnwachstum

Jahr	S&P 500	MSCI Europe	DAX	SMI	Topix	MSCI Em.Mark.
<b>Gewinn-Wachstum</b>						
2016	1%	-6%	-4%	-9%	-5%	-2%
2017	13%	10%	6%	4%	20%	29%
2018	21%	10%	3%	16%	13%	5%
2019	10%	10%	11%	10%	7%	11%
2020	10%	8%	9%	8%	6%	11%

Anmerkung: Daten per 17. Sep. 2018. Basierend auf Analystenschätzungen für einzelne Unternehmen. Um ausserordentliche Posten bereinigte Gewinne. Quelle: Indexanbieter, Bloomberg, eigene Berechnungen



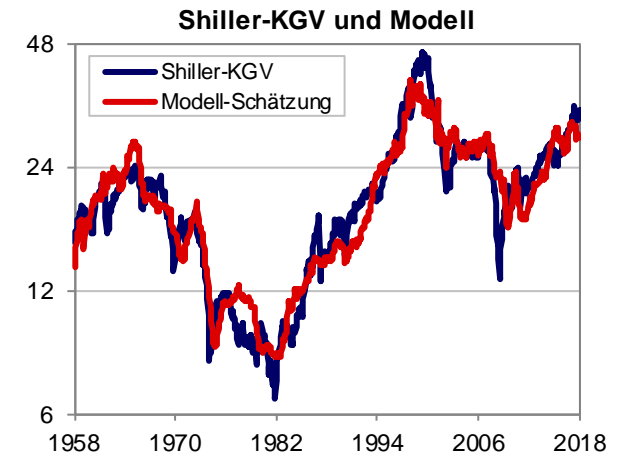
Quelle: Bureau of Labor Statistics, EZB



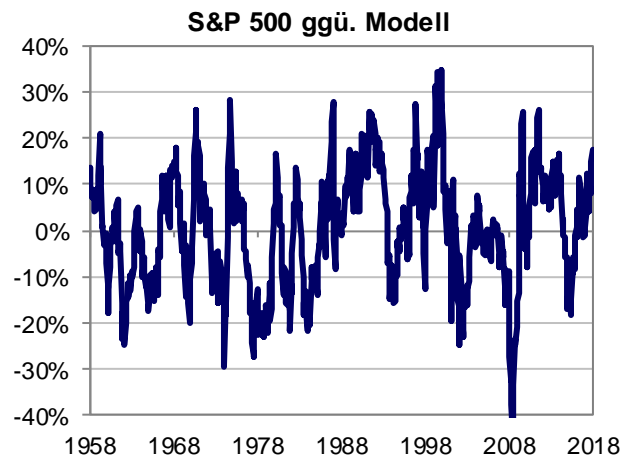
# USA: Kurzfristig leicht überbewertet

Aktienbewertungen (wie z.B. das Shiller-KGV) werden weitgehend durch wirtschaftliche und monetäre Daten wie die Arbeitslosenquote, Inflation, Anleihen-Renditen und das Wirtschaftswachstum bestimmt. Insbesondere steigen die Bewertungen während die Wirtschaft zulegt (d.h. wenn die Arbeitslosenquote sinkt) und schrumpfen während Rezessionen.

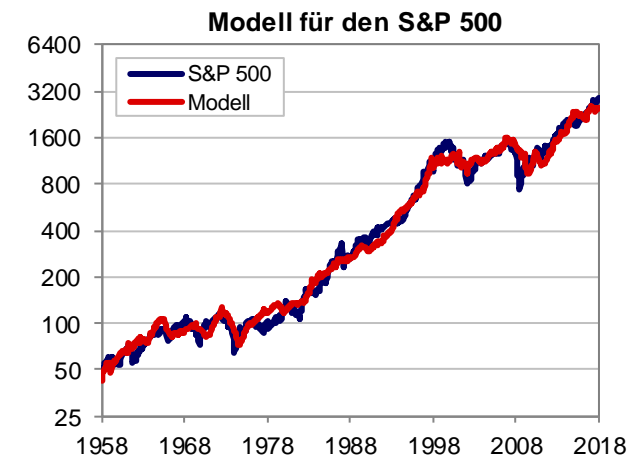
Unser Modell erklärt die Bewertungen und das Niveau des U.S. Aktienmarktes in den letzten 60 Jahren sehr gut. In den letzten 12 Monaten war der Fair-Value leicht rückläufig, da die Kerninflation gestiegen und die Arbeitslosenquote nicht mehr deutlich gefallen ist. Dies hat zu einer kurzfristigen Überbewertung geführt (die U.S. Steuersenkung ist in der Schätzung allerdings nicht vollständig berücksichtigt, da diese auf dem 10-Jahres-Mittelwert der Gewinne basiert).



Quelle: Indexanbieter, eigene Berechnungen



Quelle: Indexanbieter, eigene Berechnungen



Quelle: Indexanbieter, eigene Berechnungen

---

Die R & A Group ist ein unabhängiges, auf Finanzmarkt-Analysen und Vermögensverwaltung spezialisiertes Unternehmen. Die R & A Group zeichnet sich aus durch ein umfangreiches Investment Research mit einem Schwerpunkt in den Bereichen Anlagestrategie und Aktienselektion.

Das 2001 gegründete Unternehmen ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Zürich und Mitglied des führenden Branchenverbandes VSV (Verband Schweizerischer Vermögensverwalter).

***Investment-  
Research at Work™***

Disclaimer: Wir übernehmen keine Gewährleistung für die Richtigkeit der Informationen in diesem Dokument, obgleich die Informationen auf Quellen beruhen, die wir für verlässlich halten. Wir sind unabhängig und haben keine Geschäftsverbindungen mit Unternehmen, die in diesem Dokument erwähnt sind. Ansichten, Schätzungen und Prognosen in diesem Dokument reflektieren unsere Beurteilung zum Zeitpunkt des Schreibens. Wir haben keine Verpflichtung, dieses Dokument zu aktualisieren, zu ändern oder zu ergänzen oder den Leser zu benachrichtigen, wenn sich Ansichten, Schätzungen oder Prognosen ändern oder nicht mehr akkurat sind. Dieses Dokument ist ausschliesslich zu Informationszwecken bestimmt und stellt keine Offerte zum Kauf oder Verkauf von Aktien oder anderen Wertschriften oder jede andere Anlageentscheidung dar. Dieses Dokument darf Personen in den USA, Grossbritannien und anderen Ländern, die dies allenfalls untersagen, nicht abgegeben werden.

Die Datenquellen sind jeweils vermerkt (ausgenommen sind Kursgraphiken; hier stammen die Daten von Börsen oder Indexanbietern).

© R & A Group Research & Asset Management AG · Bodmerstrasse 3 · CH-8002 Zürich · Telefon +41-44-201 07 20 · e-Mail [info@ragroup.ch](mailto:info@ragroup.ch) · [www.ragroup.ch](http://www.ragroup.ch)