Ausblick 2019

Uneinheitliche Konjunktur-entwicklungen

Chancen und Risiken für Anleger

UBP

Union Bancaire Privée

Risikomanagement in einer fragmentierten Weltwirtschaft

MICHAËL LOK
Group CIO und Co-CEO
Asset Management

Anfang 2018 strotzten die Anleger vor Zuversicht, in einem Umfeld eines weltweit synchron verlaufenden Wirtschaftswachstums. Die Welt konnte aufatmen und endlich die Krise hinter sich lassen. Die Finanzmärkte blieben attraktiv, doch mussten sich die Anleger bald einmal auf bescheidenere Renditen und höhere Volatilität einstellen. Die Gründe dafür waren neben der geldpolitischen Normalisierung in historisch hohen Aktienbewertungen, Anleihenrenditen im Allzeittief und rekordtiefen Risikoaufschlägen zu suchen. 2019 sollten die Märkte die Stellung halten, doch bekommt die Landschaft allmählich Risse. Wir sind der Auffassung, dass uneinheitliche Konjunkturentwicklungen im kommenden Jahr das beherrschende Thema sein werden.

Die USA sind in ihrem Konjunktur- und geldpolitischen Zyklus, der als Treiber der Dollar-Stärke fungierte, den anderen Volkswirtschaften voraus. Europa hat sich endlich aus seiner Nachkrisendeflation befreit, doch geht seine Erholung nur langsam voran, mit stark variierenden Wachstumsmustern. Die Schwellenmärkte geben ein ähnlich fragmentiertes Bild ab. Während Asien auf Kurs bleibt, ist die Entwicklung in Lateinamerika, Osteuropa und im Nahen Osten alles andere als homogen.

In einer vor allem in Europa und im Nahen Osten geopolitisch angespannten Lage hat diese Zersplitterung eine Verschlechterung der Visibilität und einen Anstieg der Risiken zur Folge. Derweil wird die straffere Geldpolitik der Zentralbanken die Langfristzinsen unter Druck setzen, während auf China und vielleicht auch auf Autoproduzenten in Europa und Japan neue Strafzölle zukommen.

Unser risikofokussierter Ansatz hat es uns ermöglicht, kurzfristige Anleihen vorzuziehen, um den letztjährigen Ausverkauf an den Bondmärkten zu meistern. Parallel dazu stiegen wir auf festverzinsliche Instrumente um, die nicht von Unternehmen begeben werden, um uns gegen die Volatilität am globalen Kapitalmarkt abzusichern. Für 2019 halten wir an unserer Positionierung in kurzfristigen US-Papieren fest. Die Anleger sollten Europa gegenüber Vorsicht walten lassen, da die Anleihenmärkte hier trotz ihres dreijährigen Rückstands eine Neubewertung und eine steilere Zinskurve verzeichnen sollten.

Die Aussicht auf bescheidenere Erträge traditioneller Anlageklassen im kommenden Jahr sollte die Anleger zu taktischen Umschichtungen auf strukturierte Produkte und Hedgefonds-Strategien veranlassen, um das Verlustrisiko in Zeiten steigender Volatilität zu reduzieren.

Die Unternehmen sind gegenwärtig mit höherem Kostendruck und begrenzterem Gewinnwachstum konfrontiert. Kapitalgeschützte Produkte auf Aktien können als Absicherung gegen die zunehmende Ungewissheit dienen. Wir haben unseren Fokus vom Energiesektor auf die innovativsten Unternehmen im Technologiesektor und im Gesundheitswesen verlagert. Dadurch können die Anleger ihren strategischen Fokus ändern und gleichzeitig ihren Anlagehorizont verlängern, indem sie in langfristige Trends investieren und sich zur Erzielung von Mehrwert vermehrt auf Unternehmensanalysen stützen. Besonders der Bereich «Impact Investing» sollte als verantwortungsbewusste Anlageform weiter an Bedeutung gewinnen, da die Millenials als neue Investorengruppe hier vermehrt aktiv werden dürften.

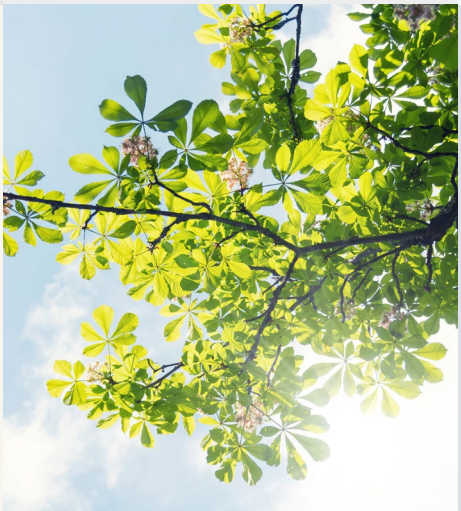
Diese und andere Themen werden wir in den nachfolgenden Beiträgen genauer besprechen. Unser oberstes Ziel bleibt die Zusammenarbeit mit unseren Kunden zur Entwicklung von Wertschriftenportfolios, die ihren Bedürfnissen gerecht werden.

INHALTSVERZEICHNIS

6
AUSBLICK
Uneinheitliche Konjunktur-entwicklungen

8
INFLATION UND ZINSEN
Löhne und Inflationsspirale

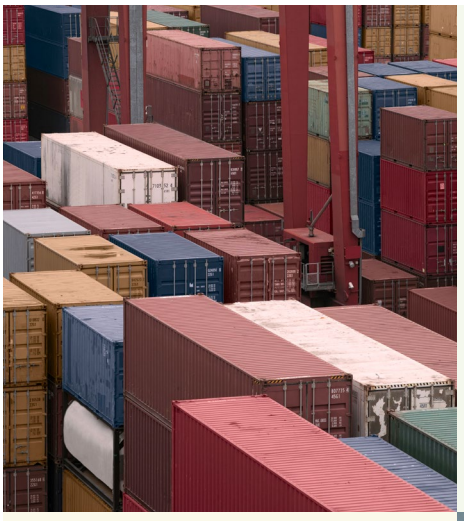
10
SCHULDENDYNAMIK
Staats- und Privatverschuldung



11
IMPACT INVESTING
Finanzielle Erträge mit sozialer Reichweite

12
AKTIEN
Kursdifferenzen zwischen Regionen reduzieren sich

14
SEKTORFOKUS
Innovation eröffnet Chancen im Gesundheitswesen



15

ROHSTOFFE

Zeit, den Fokus von Öl auf Industrie-metalle zu erweitern

16

DEVISEN

Globale und wirtschaft-liche Gegenwinde begünstigen US-Dollar

18

CHINA

Ein neuer Kalter Krieg

20

HANDELSKONFLIKT

Risikofokus verschiebt sich vom Handelsstreit USA-China auf USA-Europa

21

EUROPA

Das italienische Dilemma

22

BREXIT

Deal oder no Deal?

UNEINHEITLICHE KONJUNKTUR-ENTWICKLUNGEN

Im kommenden Jahr wird sich das Wachstum der Weltwirtschaft wahrscheinlich verlangsamen und noch stärkere regionale Unterschiede werden zu Tage treten. Während die USA erneut der Treiber des globalen Konjunkturzyklus sein sollten, wird China weiter um seinen Platz im Rennen um die Führungsposition in der Welt kämpfen. Die anderen Länder werden wohl oder übel ihre Politik gegenüber den beiden Supermächten anpassen müssen.

Nach zwei Jahren einer weltweit lebhaften Konjunktur dürfte 2019 eine Verlangsamung einsetzen. Ab 2016 hatten alle Regionen eine Erholung ihres Wachstums verzeichnet, das sich ab 2017 festigte und synchron verlief. Kurz vor Beginn des neuen Jahres stellen wir fest, dass 2018, von steigenden Risiken geprägt, den Übergang aller Regionen zum Reifestadium ihres Zyklus markierte.

2019 dürfte das Wachstum 3,5% erreichen und sich damit sowohl unter den in 2018 erzielten 3,7%, als auch unter den Prognosen des IWF von 3,7% ansiedeln. Alle Regionen werden an Schwung verlieren und zunehmend uneinheitliche Konjunkturentwicklungen verzeichnen. Verschiedene Faktoren könnten in mehreren Ländern die Wirtschaft aus der Bahn werfen. Dazu gehören grössere Risiken von politischer Seite, eine unterschiedlich starke Binnennachfrage, eine Wende in den internationalen Handelsbeziehungen und eine straffere Geldpolitik.

Dynamisches Wachstum ist wahrscheinlich auf die USA beschränkt.

Die Verlangsamung wird das Wachstum schrittweise auf seinen Potenzialwert bringen – der auf einem Anstieg der aktiven Bevölkerung und der Produktivitätsauslastung beruht, womit sich die Unterschiede zwischen den Ländern verstärken sollten.

Seit 2016 übertraf die Wirtschaftstätigkeit in allen Regionen ihr Potenzial, sei es dank Stimulierungsmassnahmen oder sei es dank einer Ankurbelung des Welthandels und günstiger Rohstoffpreise. Ein solches Tempo kann aber nur mithilfe entsprechender Massnahmen und einer auf Hochtouren laufenden Wirtschaft beibehalten werden. Leider gingen die Investitionen und der Konsum ausser in den USA überall zurück, während die Zweifel an der Globalisierung dem Welthandel den Wind aus den Segeln nahmen.

Noch sind die USA Konjunkturtreiber

Während die Verlangsamung alle Länder treffen sollte, dürfte sie in den USA weniger stark als in den anderen Industrieländern

BIP-ZUWACHS IN 2019

6%	2,6%	1,8%	1%
CHINA	USA	EUROZONE	JAPAN
Talsohle durchschritten	Stärke	Verlangsamung	Stabilität
↘↗	↗	↘	→

↗ Trend der Binnennachfrage

Quelle: UBP

ausfallen und das Wachstum nach fast 3% in diesem Jahr 2019 auf 2,6% sinken. Anhaltend niedrige Zinsen sollten dort zusammen mit der Reform der Unternehmenssteuern und Anreizen zur Schaffung von Arbeitsplätzen vor Ort die Investitionen und die Binnennachfrage begünstigen. Die Infrastrukturpläne, die Donald Trump zu Beginn seiner Präsidentschaft vorlegte, könnten 2019 wieder aktuell werden und über Ausgaben der öffentlichen Hand die Nachfrage beflügeln.

Eine solche Expansion dürfte sich wahrscheinlich auf die USA beschränken. Für die anderen Regionen wird ganz klar ein markanter Abschwung erwartet. Demnach dürfte die Wachstumsrate im Euro-Raum nach 2,5% in 2017 bzw. 2,7% in 2018 im kommenden Jahr unter 2%, nämlich auf 1,8% fallen. Europa bekommt den Handelskonflikt mit den USA zu spüren. Nach dem Streit zu den Stahlzöllen liegt die Vermutung nahe, dass sich europäische Autohersteller einer Revision der Zollabkommen nicht entziehen können. Man darf nicht vergessen, dass Europa eine gewisse Zeit brauchte, um das während der Finanzkrise verlorene Kapital wieder aufzubauen. Solange das europäische Potenzialwachstum moderat ausfällt, solange werden Volkswirtschaften wie Griechenland und Italien anfällig bleiben und bezüglich ihrer Haushaltspolitik keinen Spielraum haben. Präsident Macrons politischer Wille in Ehren, die künftige EU ist noch lange nicht definiert. Dem Projekt Europa droht die Gefahr, dass sich einige Regierungen gegenüber der von der Kommission vorgeschlagenen Haushaltspolitik und bestimmten Grundsätzen wie der Personenfreizügigkeit offen feindselig verhalten. Derweil sind die Verhandlungen zum Brexit festgefahren, obwohl im März 2019 Grossbritanniens Austritt ansteht (siehe Seite 22).

In Japan dürfte die politische Stabilität die Regierung bei der Umstrukturierung von Wirtschaft und Gesellschaft unterstützen. Leider halten eine alternde Bevölkerung und niedrigere konjunkturfördernde Staatsausgaben Japans Potenzialwachstum unter 1%. Der Privatkonsum dürfte nur begrenzt steigen und trotz hoher Investitionen und bedeutender Bemühungen in den Bereichen Automatisierung und Robotisierung dürfte das Wachstum 2019 kaum höher ausfallen.

China: Handelspartner oder Gegner?

Chinas Wachstum sollte sich im kommenden Jahr bei etwa 6% einpendeln. Obwohl mit dem näher rückenden Jahresende eine Verlangsamung bereits eingesetzt hat, liegt es nicht an den von den USA verhängten Zöllen. Fast alle chinesischen Exportgüter wurden im Laufe des Jahres mit Strafzöllen belegt. Peking holte zum Gegenschlag auf US-Produkte aus und nährte dadurch eine für den Welthandel gefährliche Eskalation (siehe Seite 20). Angesichts dieser Bedrohung und beim Versuch, die Verlangsamung einzudämmen, lockerte China seine Wirtschaftspolitik, indem es gewisse Bereiche wie den Immobiliensektor unterstützte und eine erleichterte Finanzierung für strategische Bereiche bereitstellte. Der Handelskonflikt könnte noch eine Weile andauern und neue Stimulierungsmassnahmen im Inland bewirken.

In unserer Analyse der weltweiten Wachstumsentwicklung rechnen wir mit einer Beilegung des Handelskonflikts zwischen den USA und China. Selbst wenn sie in einigen Bereichen einen Kompromiss finden sollten – wie in den 1980er Jahren mit Japan – ist trotzdem mit vorübergehenden Schwierigkeiten zu rechnen (siehe Seite 18).

In den Schwellenländern sanken die Wachstumsprognosen, nachdem einige Währungen unter Druck gerieten und eine Straffung der Geld- und Haushaltspolitik hervorriefen. Den anfälligsten Ländern wie Argentinien und der Türkei droht ein Kollaps. In anderen Ländern wie Indonesien und Indien könnte die Wirtschaftstätigkeit durch die Anfang Jahr eingeführte striktere Wirtschaftspolitik beschränkt werden, sich später aber wieder beleben. 2019 werden demnach grosse Unterschiede zwischen den Schwellenländern auftreten: In Asien dürfte sich das Wachstum gut halten, mit einem sich stabilisierenden China, währenddem in Lateinamerika die Hoffnung auf eine Erholung von der Wirtschaftspolitik abhängt, die Brasilien und Argentinien anwenden werden.

LÖHNE UND INFLATIONSSPIRALE

Trotz des kräftigen Wirtschaftswachstums blieben Inflation und Lohnwachstum verhalten, doch der Druck am Arbeitsmarkt und daher auch auf die Löhne steigt, nicht nur in den USA. Die Zentralbanken dürften einen viel restriktiveren geldpolitischen Kurs einschlagen, wenn es zu einer Lohn-Preis-Spirale kommt.

Nach mehreren Jahren, in denen Deflation die grösste Gefahr darzustellen schien, hat sich die Situation 2018 geändert: Die Märkte halten Ausschau nach Anzeichen einer Überhitzung, da der Konjunkturzyklus in vielen Ländern das Reifestadium erreicht. In diesem Quartal ist die Inflation wieder auf die Zielwerte der meisten Zentralbanken angestiegen; ausser in Japan. Hauptgrund dafür war die Erholung der Rohstoffpreise und die Währungsvolatilität. Die Inflationsrate zog daher in den USA und in Grossbritannien auf nahezu 3% an und überschritt im Euro-Raum und in Deutschland 2%. Unseres Erachtens sollte sie sich nächstes Jahr in den USA zwischen 2% und 2,5% und in Europa bei rund 2% einpendeln, es sei denn, an den Devisen- und den Rohstoffmärkten kommt es zu grösseren Verwerfungen. In den Schwellenmärkten dürfte die Inflation in den Ländern, deren Währungen 2018 stark abwerteten, automatisch steigen, sollte sich dann aber – sobald die Nachfrage durch eine restriktivere Wirtschaftspolitik gedrosselt wird – stabilisieren oder sinken.

Die Finanzmärkte haben auf diese Veränderung des Inflationsumfelds zwischen 2015 und 2018 gut reagiert und die mittelfristigen Erwartungen (basierend auf inflationsindexierten Anleihen) deuten in den USA und in Europa auf eine Inflationsrate von rund 2% hin.

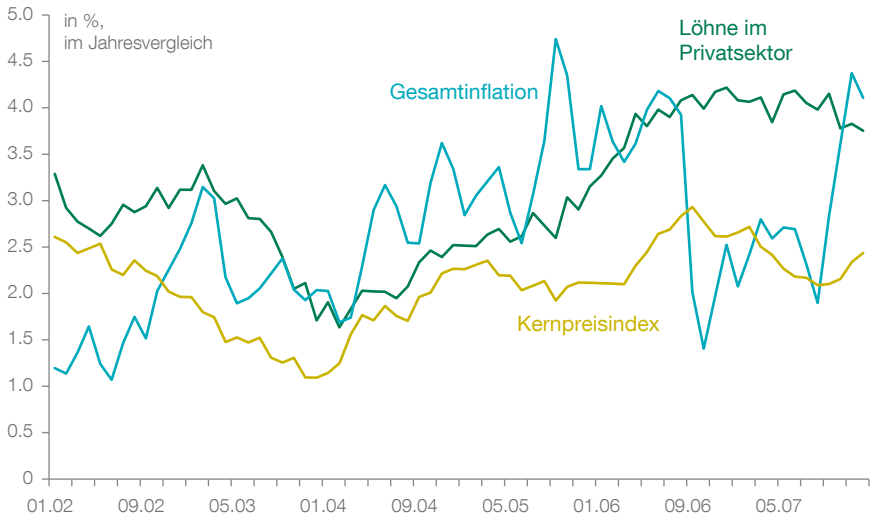
Da sich mehrere Industriestaaten im Reifestadium des Konjunkturzyklus befinden, besteht das grösste Risiko für die Volkswirtschaften, Währungsbehörden und Anleihenmärkte in einem durch Lohnwachstum ausgelösten Inflationsanstieg. Dies würde die Zentralbanken – allen voran die Fed – zwingen, ihre Strategien der sehr langsamen Zinsnormalisierung zu überdenken und drastischer vorzugehen.

Festerer Arbeitsmarkt und steigende Löhne

Da der Konjunkturzyklus in den USA das Reifestadium erreicht hat, hat sich der Arbeitsmarkt gefestigt und bei den qualifizierten und unqualifizierten Arbeitskräften ist ein Engpass entstanden. Einige grosse Verteiler mussten die Grundlöhne deutlich anheben und der Druck könnte bei einem weiteren US-Konjunkturprogramm noch zunehmen.

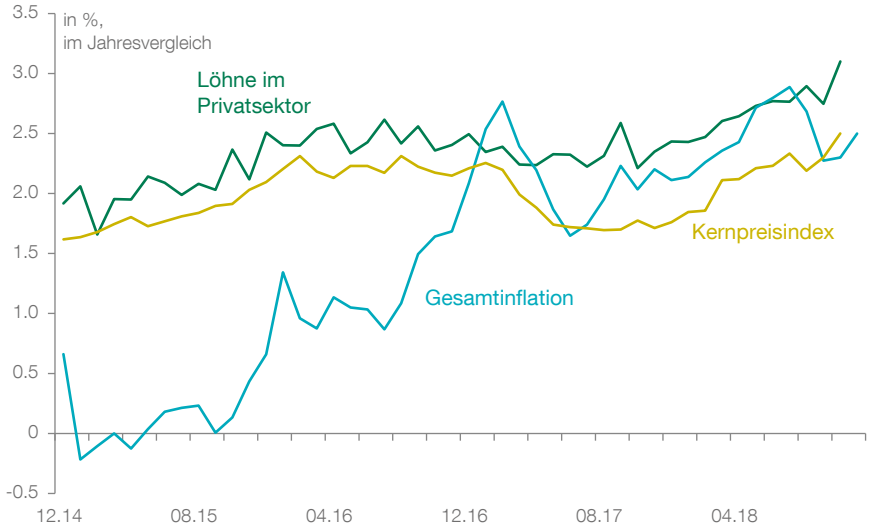
Löhne und Inflation dürften wieder stark miteinander korrelieren.

USA: LOHNWACHSTUM & INFLATION 2002-2007



Quellen: Fed, BLS

USA: LOHNWACHSTUM & INFLATION
2015-2018



Quellen: Fed, BLS

Auch in anderen Ländern macht sich der Mangel an qualifizierten Arbeitskräften allmählich bemerkbar. In Japan beginnen die Grundlöhne aufgrund von staatlichen Anreizen stärker zu steigen. In Deutschland fehlt es ebenfalls an Arbeitskräften – ebenso in Grossbritannien, wo aufgrund des Brexits weniger ausländische Arbeitskräfte ins Land kommen.

Dieser Lohndruck könnte sich akzentuieren und die Kernpreisindizes (d. h. ohne Lebensmittel und Energie) schneller als erwartet ansteigen lassen. Bis anhin haben diese Indizes den Anstieg der Gesamtinflation nur teilweise nachgebildet, doch angesichts der soliden Nachfrage und des Rückgangs der Arbeitslosenquote sollten die Preise 2019 höher liegen. Es besteht das Risiko, dass Kerninflation und Löhne wieder korrelieren, wie dies 2005-2007 der Fall war, als das Lohnwachstum die Verbraucherpreisindizes in die Höhe trieb und die Zentralbanken zwang, ihre Strategien anzupassen.

Eine beschleunigte Zinsnormalisierung der Fed wäre auch ein grosser Schock für die Geldmärkte, welche die drei für 2019 vorgesehenen Leitzinserhöhungen immer noch nicht voll eingepreist haben. Sollten Löhne und Inflation sprunghaft ansteigen, könnte die Fed die Zinsen viermal oder mehr anheben, und zwar in Schritten von 50 und nicht 25 Basispunkten. In diesem Szenario würden die Langfristrenditen unweigerlich in die Höhe schiessen und die Zinskurve würde sich verflachen.

Sollte die Lohninflation im Euro-Raum anziehen, könnte Deutschland auf eine radikalere Anpassung der Geldpolitik drängen, als sie Mario Draghi derzeit plant (keine Zinserhöhung bis zum dritten Quartal 2019). Doch der Wechsel an der EZB-Spitze 2019 könnte entscheidend sein und eine Abkehr von Draghis berühmter What-ever-it-takes-Aussage von 2012 bedeuten, mit der die quantitative Lockerung eingeleitet wurde. Die Bank of England wiederum wird die Inflationsentwicklung und die Auswirkungen des Brexits auf den Arbeitsmarkt genau verfolgen und könnte die Leitzinsen weiter anheben. Sollte sich das Risiko einer Lohn-Preis-Spirale konkretisieren, könnten das Wirtschaftswachstum und die Finanzmärkte einbrechen, da diese mit einer viel restriktiveren Geldpolitik konfrontiert wären als erwartet. Ausserdem dürfte die Liquidität an den Märkten immer knapper werden, da die Fed eine Bilanzverkürzung und die EZB einen Ausstieg aus dem Quantitative Easing planen.

STAATS- UND PRIVATVERSCHULDUNG

Seit der Finanzkrise steigt die Verschuldung. Nun beginnen die Zentralbanken mit einer Straffung der Geldpolitik und die reichlich vorhandene Liquiditätssituation reduziert sich allmählich. Noch spiegeln die Langfristzinsen und die Kreditspreads keine bedeutenden Risiken wider, doch die Märkte könnten diesbezüglich etwas zu optimistisch sein.

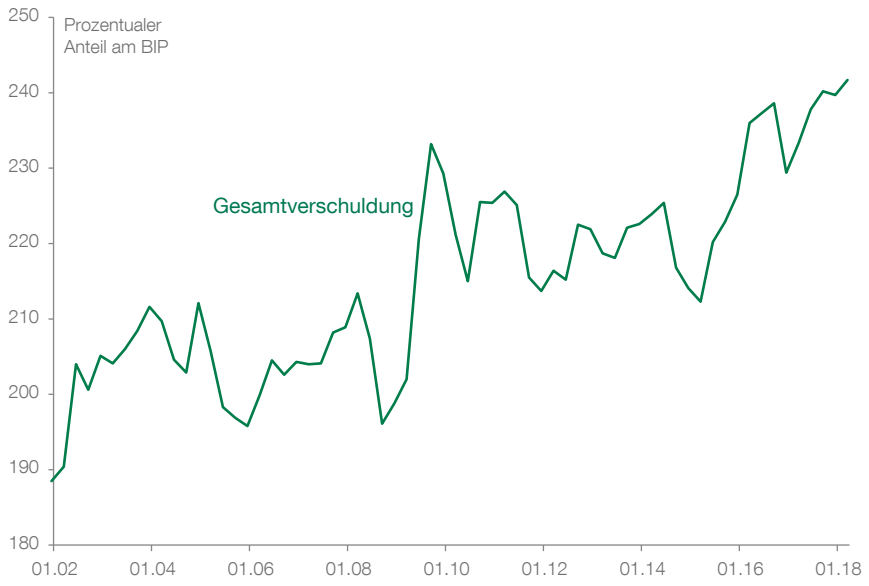
Angesichts der beginnenden geldpolitischen Straffung ist die stetige Zunahme der weltweiten Gesamtverschuldung alarmierend. Das Tiefzinsumfeld und die reichlich vorhandene Liquidität förderten den Aufbau von Schulden und die Aufnahme von Fremdkapital. In den zehn Jahren seit der Krise ist die Gesamtverschuldung im Verhältnis zum BIP stark angestiegen. Insbesondere in den wichtigsten Finanzzentren ist die Verschuldung der Wirtschaftsakteure stärker gewachsen als anderswo, was zu einer Verschärfung der Unterschiede von Land zu Land und von Sektor zu Sektor sowie zu Schwachstellen in verschiedenen Bereichen geführt hat.

Was die USA betrifft, ist der IWF insbesondere über den Anstieg der Verschuldung der öffentlichen Hand besorgt, die deutlich über der Verschuldung der Unternehmen liegt. Letztere hält sich in Grenzen und sollte – solange die Rentabilität hoch ist – überschaubar bleiben. Die Schulden der privaten Haushalte nehmen moderat zu, werden aber dank den steigenden Löhnen problemlos bedient. Die grösste Schwäche des Euro-Raums ist die Staatsverschuldung, die im Verhältnis zum BIP seit der Finanzkrise hoch geblieben ist und erst seit 2016 leicht zurückgeht. Die Privatverschuldung im Verhältnis zum BIP ist leicht rückläufig, doch die Unternehmen nehmen mehr Fremdkapital auf und die privaten Haushalte sind aufgrund von Hypotheken stärker vom Immobilienmarkt abhängig. In China ist die Verschuldung der privaten Haushalte und der Unternehmen rasch angestiegen, da die Unternehmen weiter Fremdkapital aufnehmen. In anderen Schwellenländern ist ein ähnlicher Trend zu beobachten. Die Risiken in China im Zusammenhang mit dem unregulierten Bankensektor wurden eingepreist. Weitere Daten zeigen, dass die Staatsverschuldung in den Schwellenländern seit 2016 steigt, nachdem sie von 2007 bis 2015 stagnierte. Sie liegt aber immer noch unter 100% des BIP.

Die Struktur der weltweiten Verschuldung deutet darauf hin, dass eine unerwartet starke Straffung der Geldpolitik eine ernsthafte Bedrohung darstellen könnte, insbesondere für die öffentliche Hand, die bis anhin von den sehr niedrigen Zinsen profitiert hat. Ausserdem sind die Industriestaaten nach wie vor stark auf ausländisches Kapital angewiesen – ebenso wie der Privatsektor in den Schwellenländern. Solange sich die Indikatoren für das Konsum- und Geschäftsklima behaupten können, haben die Kapitalmärkte nichts Besonderes zu befürchten. Doch obwohl die Geldpolitik gestrafft wird, sind die Langfristrenditen von Staatsanleihen immer noch sehr niedrig und die Kreditspreads sehr eng, sodass kaum Spielraum für eine Abfederung allfälliger Schocks oder einer eventuellen Verschlechterung der Bonität besteht.

Niedrige Zinsen und hohe Liquidität verstärken die Schuldenabhängigkeit, ein Déjà-vu.

GESAMTVERSCHULDUNG ALLER LÄNDER



Quellen: BIZ, UBP

FINANZIELLE ERTRÄGE MIT SOZIALER REICHWEITE

Ziel und Anspruch jeder Investition ist die Generierung von Wert. Impact Investing ist keine Ausnahme, definiert aber Wert im weiteren Sinne und bezeichnet damit sowohl finanzielle als auch nicht-finanzielle Renditen.

Impact Investing wurde lange Zeit vor allem über Projektfinanzierungen und via Private Equity betrieben. Die zunehmende Nachfrage der Investoren, neben einer finanziellen Rendite auch eine soziale Wirkung zu erzielen, führte zur Erweiterung der Anlegerbasis und Ausweitung des Konzepts auf liquidere Anlageklassen. Impact Investing via börsennotierte Aktien ist eine attraktive Möglichkeit, den Zugang zu dieser Art von Investitionen zu erleichtern und ihre Wirksamkeit zu steigern.

Impact Investing definiert Wert im weiteren Sinne.

Börsennotierte Unternehmen, die aufgrund ihrer Geschäftstätigkeit zur Lösung der weltweit dringlichsten Probleme beitragen, mit Kapital zu versorgen, ist eine wirkungsvolle Art, sich am wachsenden Trend zugunsten verantwortungsbewussten Investierens zu beteiligen und gleichzeitig nicht-finanzielle «Dividenden» zu generieren.

So spannend diese Entwicklung ist, bedarf die Schaffung von Wert in diesem weiteren Sinne der Messung der finanziellen und nicht-finanziellen Vorteile, damit sich der Anleger ein umfassenderes Bild der Wirkung seiner Aktieninvestitionen machen kann.

Neben den üblichen Kennzahlen wie beispielsweise der Kursentwicklung sollten Impact-Anleger und Manager von Impact-Fonds andere Informationen bewerten und offenlegen. So sollten sie vorlegen, wieviel Innovation mit einer Million Dollar erreicht werden kann, zum Beispiel wie gross die Menge an sauber erzeugter Energie beziehungsweise wie hoch die eingesparte CO2-Menge wäre.

Oft werden viele dieser nicht-finanziellen Messzahlen von den Unternehmen weder in ihren Geschäftsberichten noch in ihren Berichten zur unternehmerischen Verantwortung ausgewiesen und daher auch nicht von Wirtschaftsprüfern einer Revision unterzogen. Es bestehen also kaum bis wenige Vergleichsmassstäbe. Daher bleibt der direkte Kontakt zu den Unternehmen die bei weitem wirksamste Art, relevante und nützliche Informationen zu erlangen.

Im Zentrum von Impact-Anlagen in börsennotierten Unternehmen steht die Frage, wie intensives und aufrichtiges Engagement bedeutende nicht-finanzielle Auswirkungen haben kann, ohne auf finanzielle Gewinne zu verzichten zu müssen. Nicht nur der Anleger, auch die Gesellschaft im weiten Sinne soll profitieren.

INVESTITIONEN IN UNTERNEHMEN, DIE ZUR LÖSUNG DER WELTWEIT DRINGLICHSTEN PROBLEME BEITRAGEN, ERMÖGLICHEN ES, DEN STRUKTURWANDEL HIN ZU SOZIAL VERANTWORTLICHEN UNTERNEHMEN ZU NUTZEN.

KURSDIFFERENZEN ZWISCHEN REGIONEN REDUZIEREN SICH

Die globale Outperformance von US-Aktien, die bereits seit fünf Jahren anhält, dürfte 2019 nachlassen. Anleger sollten ihr Augenmerk auf Japan richten, wo die Aktienbewertungen nahe der Tiefstände von 2008 liegen und die Unternehmen seit 2013 ein höheres Gewinnwachstum verzeichnen als in den USA und Europa.

Seit dem Ende der Euroraum-Krise im Jahr 2013 haben sich US-Aktien in Lokalwährung besser entwickelt als Aktien in anderen wichtigen Regionen und zwar um 25% besser als in Japan, um 40% besser als in Europa und um fast 52% besser als in den Schwellenländern. 2019 erwarten wir, dass dem aussergewöhnlich langen Höhenflug der US-Aktien allmählich die Luft ausgeht.

Begründet wird die Outperformance der US-Aktien generell mit einer Kombination aus geschickter und proaktiver Politik, einer flexiblen Binnenwirtschaft sowie aktionärsfreundlichen Unternehmen, die der Renditesteigerung für Anleger Priorität einräumen. Seit Anfang der 90er Jahre haben diese Faktoren dazu beigetragen, die Renditen zu stützen, wobei US-Firmen einen Grossteil ihrer Outperformance dadurch erzielen konnten, dass ihr Gewinnwachstum höher ausfiel als jenes von Unternehmen in Europa und Japan.

Doch die seit 2013 andauernde US-Kursrally basiert auf einem anderen Treiber als den hohen Renditen, welche US-Unternehmen ihren Aktionären gesichert haben. Und zwar auf der Bereitschaft der Anleger, mehr für US-Unternehmen zu zahlen, oder, anders ausgedrückt, auf den steigenden KGV-Kennzahlen.

Tatsächlich ist die Outperformance der US-Aktien gegenüber europäischen und japanischen Aktien im Berichtszeitraum praktisch komplett auf den KGV-Anstieg in den USA zurückzuführen. Die US-Erträge trugen nämlich seit 2013 nur knapp 6 Prozentpunkte zur jährlichen Wachstumsrate von 11% der Gesamterträge bei – dies war lediglich genauso viel wie die 6 Prozentpunkte der europäischen Unternehmen und weniger als der Beitrag aus Japan von fast 11 Prozentpunkten (siehe Grafik 1).

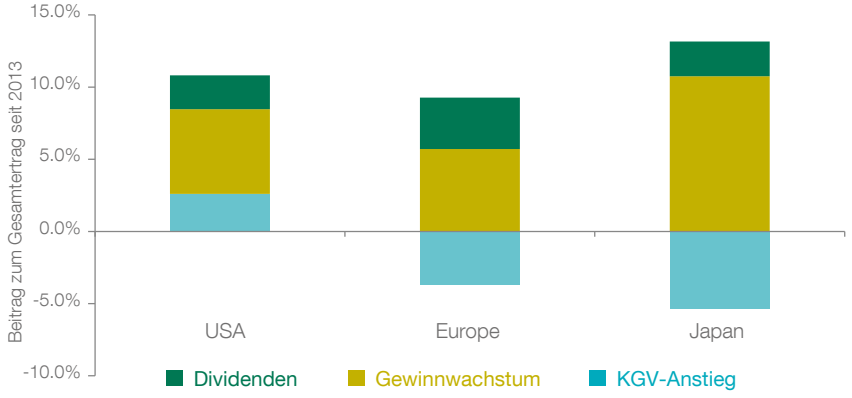
Wenn das KGV in den USA nicht gestiegen wäre, während es sowohl in Europa als auch in Japan sank, wären die US-Aktien insgesamt im analysierten Zeitraum hinter den europäischen und japanischen Aktien zurückgeblieben, da die Dividenden und Unternehmensgewinne in den USA nicht besser abschnitten.

Ein wichtiger Grund für die Bereitschaft der Anleger, über KGV-Kennzahlen mehr für US-Firmen zu zahlen, war zugegebenermassen die Dominanz des Technologiesektors unter den börsennotierten US-Unternehmen. Unseres Erachtens steht die seit 2013 anhaltende drastische Neubewertung der globalen KGVs von Technologieunternehmen nun zum Leid der Anleger kurz vor dem Ende (siehe Seite 13).

Da das KGV des Technologiesektors in Zukunft nicht mehr für einen breiteren Anstieg der US-KGVs sorgen dürfte, gehen wir davon aus, dass sich der Vorsprung der US-Aktien im Jahr 2019 zurückbildet (siehe Grafik 2).

Obwohl Japan auch einen grossen Technologiesektor hat, schnitten japanische Aktien nicht so gut ab wie die US-Papiere. Auch wenn die Unternehmensgewinne der japanischen Titel seit Ende 2013 um 63% gestiegen sind und jene der US-Aktien nur um 31%, zahlen die Anleger heute 25%

1. AUSSERGEWÖHNLICH LANGE US-KURSRALLY IST AUF HÖHERE KGVS ZURÜCKZUFÜHREN

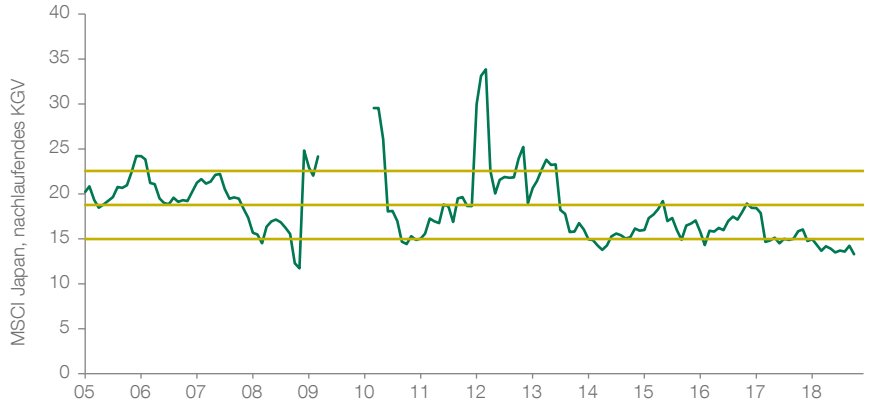


Quellen: MSCI, Bloomberg Finance L.P. und UBP

2. US-TECHNOLOGIE – KGV-ANSTIEG STEHT KURZ VOR DEM ENDE

Quellen: MSCI, Bloomberg Finance L.P., UBP

3. JAPANISCHE AKTIEN – BEWERTUNGEN WIEDER AUF NIVEAUS DER TIEFSTÄNDE VON 2008



Quellen: MSCI, Bloomberg Finance L.P., UBP

weniger KGV, wobei die Kennzahl auf das 13,3-fache gesunken ist. Dieses Niveau wurde zuletzt während der Tiefstände der weltweiten Finanzkrise 2008 (siehe Grafik 3) erreicht.

Angesichts des kräftigen internationalen und inländischen Wachstums, der eher akkommodierenden als restriktiven Geldpolitik der Zentralbank in Japan (im Gegensatz zu den USA und Europa), und der nach wie vor historisch günstigen Währung dürften sich die Makrofaktoren 2019 weiter positiv für Anleger in japanischen Aktien auswirken.

Erfreulicherweise verfügen europäische Aktien über ähnliche Bewertungsqualitäten, nachdem sich die Kennzahlen seit ihren Höchstwerten von 2016 fast halbiert und Ende 2018 das 16-fache bisheriger Gewinne erreicht haben.

Obwohl die Bewertungen in Europa im Gegensatz zu Japan immer noch deutlich über den Tiefständen von 2008 liegen, gilt zu berücksichtigen, dass die letzte kontinuierliche Outperformance Europas gegenüber den USA von 2003 bis 2007 mit einer deutlichen Underperformance des Technologiesektors im weltweiten Vergleich zusammenfiel. Da dieser an Dynamik verlieren dürfte, erwarten wir, dass die europäischen Aktien zu den US-Werten aufschliessen.

Im Gegensatz zu Japan werden die Anleger in Europa jedoch mit abgeschwächten Konjunkturmassnahmen der Zentralbank und einer Reihe politischer Ereignisse konfrontiert werden – von Italiens Haushalt (siehe Seite 21) über den Brexit (siehe Seite 22) bis hin zu den Wahlen für das Europäische Parlament. Sie könnten daher zögern, 2019 mehr Risiken einzugehen.

Diese Probleme dürften angesichts der laufenden europäischen Reform allerdings vorübergehender Natur sein. Daher sollte insbesondere die übertriebene Einpreisung einer Fragmentierung der Eurozone als taktische Chance für Investoren angesehen werden.

Während sich die Anleger in den letzten Jahren stark auf US-Aktien und vor allem den Technologiesektor verliessen, um Renditen zu erzielen, können sie sich 2019 nun von nicht nachhaltigen Renditetreibern (wie einem ungebrochenen KGV-Anstieg) zu nachhaltigeren hin orientieren. Weltweit bieten sich dazu über eine umsichtige Aktienauswahl Möglichkeiten in thematischen Bereichen wie dem Impact Investing (siehe Seite 11), dem Gesundheitswesen (siehe Seite 14) und in wirklich innovative Technologie-Unternehmen. Geografisch könnten sich Anleger zunehmend auf Japan und taktisch auch auf Europa konzentrieren.

5-jährige US-Outperformance dürfte 2019 nachlassen.

Japans Bewertungen befinden sich nah der Tiefstände von 2008, trotz schnellerem Gewinnwachstum als in den USA.

Politische Volatilität in Europa dürfte taktische Chancen eröffnen.

Kurswechsel im globalen Technologiesektor

Seit 2013 hat der globale Technologiesektor beeindruckende Renditen von jährlich +18,8% erzielt und damit die weltweiten Aktien (+10,4%) und sogar Wachstums-Werte (+11,8%) deutlich übertroffen.

Dieser Expansion liegt jedoch eine kürzlich erfolgte Verschiebung der Renditetreiber zugrunde, die künftig zu einer Reduktion der Outperformance führen könnte. Vor 2018 trugen sowohl Gewinne als auch Dividenden und steigende KGVs zu den Renditen im Technologiesektor bei. Von 2013 bis 2017 machten allein steigende KGVs fast die Hälfte der Renditen aus.

2018 dagegen basierten im Wesentlichen alle von den Anlegern in der Technologie erzielten Renditen auf dem Gewinnwachstum, während die KGVs sanken (siehe Grafik 2). Trotz des KGV-Rückgangs im Oktober sollten die Anleger 2019 eher einer stabilen Entwicklung als einer kontinuierlichen Neubewertung beiwohnen.

Darüber hinaus wird es voraussichtlich keine grossen positiven Überraschungen beim aktuellen Gewinnkonsens geben, denn die Prognosen zeigen für die kommenden fünf Jahre bereits 20% an. Da die wichtigsten Frühindikatoren darauf hindeuten, dass die US-Wirtschaft ihren Höhepunkt erreicht, dürften auch die Investitionsausgaben der US-Firmen weniger schnell steigen. Dadurch wird voraussichtlich ein wichtiger Treiber wegfallen, der es den Unternehmen über weite Teile des Jahres 2018 ermöglichte, ihre Prognosen zu übertreffen.

Unseres Erachtens begann 2018 eine neue langfristige Anpassungsphase für Technologieanleger weltweit. Ähnlich wie im Zeitraum von 2002 bis 2012 nach der Technologie-Baisse von 2000-2001 werden die Anleger für höhere Renditen in diesem Sektor vor allem auf das Gewinnwachstum und wirklich innovative Unternehmen angewiesen sein.

Im Gegensatz zu 2002, als sich die US-Wirtschaft gerade wieder erholte und die Technologiedurchdringung gering und im Steigen begriffen war, sind Anleger 2019 dagegen mit einer US-Wirtschaft konfrontiert, die sich in der Spätphase ihres Zyklus befindet, sowie mit einem deutlich etablierteren Technologiesektor. Um den stärkeren zyklischen Gegenwind in diesem Sektor zu meistern, werden Anleger für die Identifizierung von innovativen Unternehmen daher zunehmend auf aktive Managementstrategien zurückgreifen müssen.

(Für weitere Informationen siehe UBP Spotlight: A Regime Change Ahead for Global Technology, August 2018.)

INNOVATION ERÖFFNET CHANCEN IM GESUNDHEITSWESEN

Auch wenn die langfristigen Trends im Gesundheitswesen – alternde Bevölkerung, Nachfrage aus den Schwellenländern und der Ausbau der Krankengrundversicherung – die gleichen bleiben, sollten die Anleger ihren Fokus verlagern. Und zwar auf innovative, mittelgrosse Biotech-, Medizinaltechnik- und gesundheitsorientierte IT-Unternehmen.

Der globale Gesundheitsmarkt wächst aufgrund der alternden Bevölkerung, der Nachfrage aus den Schwellenländern und des Ausbaus der Krankengrundversicherung weiterhin rasant. Dies dürfte die Nachfrage nach erstklassigen und hocheffizienten Behandlungsmöglichkeiten weiter beflügeln: Es wird geschätzt, dass die weltweiten Gesundheitsausgaben von 2017 bis 2021 um jährlich 4,1% steigen werden, gegenüber lediglich 1,3% für 2012 bis 2016. Die Gesundheitsausgaben der wichtigsten Regionen der Welt dürften bis 2020 insgesamt 8,7 Billionen US-Dollar erreichen, gegenüber 7 Billionen US-Dollar 2015.

Branchenberichten zufolge sind mehr als 60% des über 20%-igen Umsatzwachstums der 45 wichtigsten pharmazeutischen Produkte in den USA in den letzten drei Jahren auf durchschnittliche Preiserhöhungen zurückzuführen. Diese Preisanhebungen und ihre positiven Auswirkungen für den Sektor dürften weiter nachlassen, da die Nachfrage nach diesen Produkten fortan langsamer steigt. Dies liegt auch daran, dass sich viele Pharmaunternehmen als Reaktion auf politischen Druck aus den USA dazu bereit erklärt haben, die Medikamentenpreise 2018 nicht zu erhöhen.

Ohne diese Preissteigerungen, die das Wachstum antreiben, müssen die Anleger ihren Fokus auf Innovation als wichtigste Renditequelle verlagern. Vor allem therapeutische und technologische Innovationen, die das Potenzial haben, den bestehenden biopharmazeutischen Markt mit seinem Jahresumsatz von 1 Billion US-Dollar umzuwälzen, stellen eine wichtige Chance dar: Die Zahl der Zulassungen für neue Medikamente ist deutlich gestiegen, und die Budgets für Forschung und Entwicklung, die sich auf Bereiche mit ungedecktem Bedarf konzentrieren, steigen. Wir haben sechs Wachstumsbereiche im derzeitigen Innovationszyklus identifiziert: Immunonkologie, Gentherapie, seltene Krankheiten, Fettleibigkeit, neurologische Erkrankungen und Gesundheits-IT.

Die neue langfristige Wachstumschance liegt in der differenzierten Innovation von Produkten und Dienstleistungen.

Für Anleger ist es keine zukunftsfähige Strategie mehr, sich nur auf die weltweit grössten Pharmaunternehmen zu konzentrieren, um an diesen Wachstumstrends zu partizipieren. Bernstein Research hebt hervor, dass fast 50% der Blockbuster-Medikamente – mit Spitzenumsätzen von über 1 Milliarde US-Dollar – inzwischen von kleineren und mittleren Biotech- und Medtech-Unternehmen stammen. Diese brauchen wiederum Investoren, um ihren Schwerpunkt zu verändern.

Darüber hinaus eröffnet die hohe Ineffizienz im globalen Gesundheitsmarkt unseres Erachtens eine Chance im Bereich Gesundheits-IT. Der Consultingkonzern Gartner schätzt, dass Gesundheitsdienstleister in den USA 2017 rund 42 Milliarden US-Dollar für IT-Dienstleistungen ausgegeben haben. Das entspricht etwas mehr als 1% der inländischen Gesundheitsausgaben der USA. Würden die durchschnittlichen Ausgaben für IT-Dienstleistungen bei Gesundheitsunternehmen 3,3% erreichen (vergleichbar mit Nicht-Gesundheitsunternehmen in den USA), so könnte das Anbietern von Gesundheits-IT zusätzliche Einnahmequellen von über 70 Milliarden US-Dollar erschliessen.

Obwohl im Gesundheitssektor weiterhin einige der langfristigen Wachstumstreiber aus vergangenen Jahrzehnten wirken dürften, muss eine Verlagerung des Schwerpunkts von sicheren, dividendenzahlenden Titeln hin zu einer Kombination aus mehreren, sich schnell verändernden Faktoren stattfinden. Nur so ist es möglich, weiter am anhaltenden Innovationsprozess und an der zunehmenden Effizienz in der Gesundheitsversorgung teilzuhaben.

70 MRD. USD

potenzielle Erträge in der Gesundheits-IT

50%

der Blockbuster-Medikamente werden von KMU hergestellt

ZEIT, DEN FOKUS VON ÖL AUF INDUSTRIEMETALLE ZU ERWEITERN

Für höhere Ölpreise ist ein Angebotsschock erforderlich, stattdessen dürfte es 2019 bei Industriemetallen zu einem knapperen Angebot und somit einer Unterstützung der Preise kommen.

Wie in unserer Publikation «Ausblick 2018» dargelegt, gehen wir davon aus, dass sich die Energie- und Industrierohstoffe nach der Baisse zu Beginn dieses Jahrzehnts nun in der Anfangsphase einer Wende in einem langen Zyklus befinden. Die Divergenz zwischen den Preisen für Rohöl und Industrierohstoffe 2018 widerlegt die Fundamentaldaten und eröffnet Möglichkeiten für Anleger, 2019 ihren Fokus von Energie auf Metalle zu erweitern.

Die Rohölmärkte verzeichneten seit den Produktionskürzungen Saudi-Arabiens und Russlands 2017 einen erheblichen Kursanstieg. Nun rechnen wir bis 2020 mit einem grösseren Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage. Zum Jahreswechsel 2017/2018 reichte eine gemeinsame Massnahme der zwei Ölgiganten aus, um Knappheit zu schaffen und den Barrelpreis für Rohöl von seinen Tiefs bei USD 27 auf Hochs von bis zu USD 80 im Sommer 2018 zu treiben.

Mitte des Jahres gab es einen spekulativeren Treiber für steigende Ölpreise: Die Sanktionen für den Verkauf von iranischem Rohöl wurden wieder aufgenommen, so dass sich das Angebot verknappte. Dennoch kam es laut Angaben der IAEO erstmals seit Anfang 2017 im Juni 2018 zu einer ungünstigen Angebots-Nachfrage-Dynamik und das Angebot überstieg die Nachfrage.

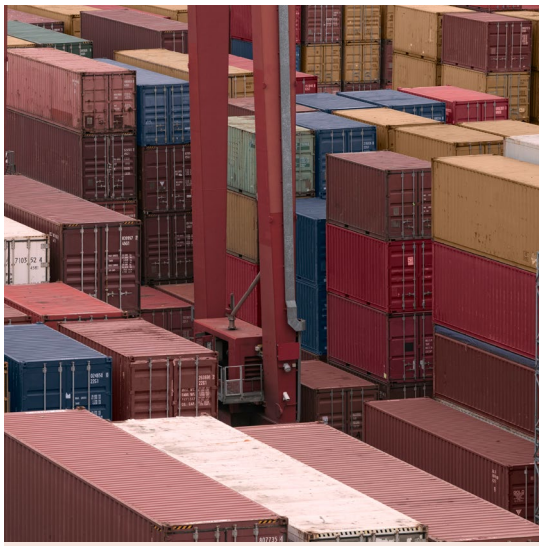
Die freien Kapazitäten der OPEC befinden sich allerdings nahe historischer Tiefstände, so dass ein neuer Angebotsschock noch stärker steigende Ölpreise auslösen könnte. Da die Dynamik von Angebot und Nachfrage sich jedoch zulasten der Anleger verschiebt, begünstigt das Risiko/Ertrags-Verhältnis an den Energiemärkten keine wesentlich höheren Preise als das aktuelle Niveau.

Im Gegensatz zum kräftigen Rohölanstieg 2018 sind die Industriemetallpreise in weiten Teilen des Jahres auf breiter Front gesunken. Dies war vor allem auf das langsamere Wachstum in China und den verstärkten Handelskonflikt zwischen den USA und China zurückzuführen. Unterschwellig hat sich jedoch bei den wichtigsten Metallen der Druck aufgrund einer Unterversorgung weiter verstärkt, was Ende 2017 ein positives fundamentales Umfeld für Energiepreise schaffte.

Drei Jahre Unterversorgung eröffnen Chancen für Industriemetalle.

Voraussetzung für eine Erholung der Industriemetalle 2019 ist eindeutig eine Bodenbildung und eine Wende im chinesischen Wachstum. Obwohl der Handelsüberschuss 2019 fortbestehen dürfte, haben die politischen Entscheidungsträger Chinas weitere Konjunkturmassnahmen zur Stabilisierung der Wirtschaftstätigkeit ergriffen, da sich das BIP-Wachstum in Richtung des wichtigen Niveaus von 6% verlangsamt hat. Deshalb und weil die US-Strafzölle im Januar 2019 vermutlich ausgedehnt werden, könnte die zögerliche Lockerungsstrategie der zweiten Jahreshälfte 2018 im nächsten Jahr proaktiver werden.

Nachdem 2018 bereits eine Zeit lang eine Unterversorgung bei bedeutenden Industriemetallen ersichtlich war, könnte sich diese 2019 wiederholen. Stabilisiert und verbessert sich die chinesische Nachfrage (bzw. verschlechtert sie sich nicht), sollten die Anleger auf proaktive Anzeichen seitens der chinesischen Entscheidungsträger achten, der wichtigste Katalysator für Industriemetalle im Jahr 2019.



Metalle dürften 2019 genauso wie Öl 2018 eine Rally verzeichnen.

Die defensive Rolle von Gold ist viel wert.

Für Gold bleibt die fundamentale Unterstützung dagegen schwach, und seine Entwicklung deutet auf ein anhaltendes Überangebot im Jahr 2019 hin. Der stärkere US-Dollar und die stetig über die gesamte Kurve hinweg steigenden US-Zinsen dürften den Goldpreis deckeln. Die Anleger werden sich als Treiber für höhere Goldkurse in den kommenden Monaten auf die Aussicht auf geopolitische Instabilität verlassen müssen. Glücklicherweise für Goldanleger bleiben grosse potenzielle Spannungsherde bestehen, dank denen dem gelben Metall im aktuellen Umfeld eine wichtige Rolle in den Portfolios zukommt.

GLOBALE UND WIRTSCHAFTLICHE GEGENWINDE BEGÜNSTIGEN US-DOLLAR

2019 dürfte das weltweit uneinheitliche Wirtschaftswachstum in Verbindung mit der zunehmenden lokalen, regionalen und globalen politischen Instabilität weiter für Volatilität an den Devisenmärkten sorgen. Der US-Dollar sollte sich seine Stärke wie über weite Strecken in 2018 bewahren.

Das anhaltende, sich aber stabilisierende Wirtschaftswachstum und die zunehmenden Zinsdifferenzen zwischen den USA und ihren wichtigsten Handelspartnern dürften den US-Dollar weiter stützen.

Während die Märkte für 2019 von zwei weiteren Zinserhöhungen ausgehen, haben der Fed-Vorsitzende Jerome Powell und andere Mitglieder des für die Geldpolitik zuständigen Offenmarktausschusses (FOMC) Ende 2018 in Reden einen schärferen Ton angeschlagen. Dies lässt darauf schliessen, dass es 2019 eher zu mehr als zu weniger Zinsanhebungen kommen könnte als erwartet.

Zudem dürfte die Verlagerung dieses «Normalisierungsprozesses» auf den 10-jährigen Bereich der US-Zinskurve dazu führen, dass sich auch die Unterschiede zwischen den globalen Langfristzinsen 2019 zugunsten des US-Dollars noch ausweiten dürften.

Im Hinblick auf die US-Kongresswahlen könnten politische Risiken den Dollar unmittelbar danach beeinflussen. Seit dem Verlust der Republikaner-Mehrheit ist eine vorübergehende Stilllegung der Regierung nicht auszuschliessen, falls der Haushalt nicht bis zum 7. Dezember bewilligt wird.

In der Eurozone hat die positive wirtschaftliche Dynamik die EZB zwar dazu veranlasst, die Einstellung ihres quantitativen Lockerungsprogramms anzukündigen. Dieser Ausstieg dürfte jedoch schrittweise erfolgen, um eine Beeinträchtigung der noch zaghaften Erholung zu vermeiden.

In der Tat gab es im letzten Quartal 2018 Anzeichen dafür, dass die Wirtschaftsdynamik im Euro-Raum ihren Höhepunkt erreicht hat. Dieser Trend wird durch das nachlassende Wachstum in den wichtigsten Schwellenmärkten verstärkt, die proportional wichtigere Handelspartner für Europa sind als für die USA.

Da Zinserhöhungen durch die EZB frühestens im 2. Halbjahr 2019 erwartet werden, sollten sich die Zins- und Wachstumsunterschiede negativ auf eine nachhaltige Stärke des Euro während des Jahres auswirken. Wir gehen allerdings davon aus, dass die Ende 2018 noch bestehende Konfrontation Italiens mit der EU über ihre Haushaltspolitik in den nachfolgenden Monaten beigelegt wird. Taktisch gesehen könnten die italienischen Risikoprämien dann Anfang 2019 sinken und der Euro wieder erstarken. Angesichts der Wahlen zum Europäischen Parlament im Mai 2019 rechnen wir dann ab Mitte des Jahres wieder mit politischer Ungewissheit.

Das britische Pfund scheint die Schwäche der Wirtschaftsaktivität und des Immobilienmarkts in Grossbritannien zu widerspiegeln. Auch wenn Fortschritte in Richtung einer Vereinbarung gemacht wurden, scheint das Risiko eines «harten» Brexit im März 2019 an den Devisenmärkten etwas unterschätzt zu sein.

Beim japanischen Yen dürften Anleger eine ähnliche Entwicklung erleben wie bei den kontinentaleuropäischen Währungen. Die reaktive Politik der Bank of Japan und die daraus resultierenden Zinsunterschiede dürften sich 2019 weiterhin nachteilig auf den

Yen auswirken. Innenpolitisch wird durch die Anhebung der Verbrauchsteuern im Oktober 2019 voraussichtlich weiter ein schwacher Yen begünstigt, um die sich noch erholende Wirtschaft nicht übermässig zu belasten.

Die Exportabhängigkeit bedeutet aufgrund der schwächelnden Schwellenländer für Japan, ebenso wie für Europa, dass sich der Unterschied zum Wachstum in den USA vergrössern könnte.

Taktisch gesehen dürfte der Yen dank seiner Rolle als sicherer Hafen bei zunehmender geopolitischer Instabilität regelmässig ansteigen. Mit diesen Aufwertungen kann zwar umgegangen werden, sie sind unseres Erachtens aber nur vorübergehender Natur, weshalb wir für 2019 insgesamt eher von einer Abschwächung des Yen ausgehen.

Der chinesische Renminbi hat seit Mitte 2018 kontinuierlich an Wert verloren, was die Auswirkungen der von den USA verhängten Strafzölle auf Importe aus China abschwächte (siehe Seite 18). Angesichts der neuen Strafzölle, die im kommenden Jahr in Kraft treten, dürfte die Währung weiter sinken. Falls der Handelskonflikt nicht eskaliert (siehe Seite 20), erwarten wir, dass über eine anhaltend rückläufige Währung in Verbindung mit mehr Liquidität im Inland die Auswirkungen für die chinesische Wirtschaft kompensiert werden sollten. Dies deutet darauf hin, dass der in der zweiten Jahreshälfte 2018 erfolgte Rückgang des Renminbi 2019 nachlassen, sein langfristiger Abwärtstrend aber voraussichtlich anhalten dürfte.

CHINESISCHER RENMINBI – REALER EFFEKTIVER WECHSELKURS (BASIS: VERBRAUCHERPREISINDEX VERARBEITENDES GEWERBE)

Quellen: UBP, Bloomberg Finance L.P.

Euro bekommt im 2. Halbjahr 2019 Gegenwind zu spüren.

Steuererhöhungen und Wahlen begünstigen Yen-Schwäche.

EIN NEUER KALTER KRIEG

Hinter dem Handelskonflikt zwischen den USA und China steht wahrscheinlich eine strategische Konfrontation zwischen den beiden grössten Volkswirtschaften der Welt. Der aktuelle Disput erinnert an die Beziehungen zwischen den USA und Japan in den 1980er-Jahren. Wie damals könnten im Inland getroffene politische Entscheide taktische Anlagechancen hervorbringen, diesmal aber für Investitionen in China.

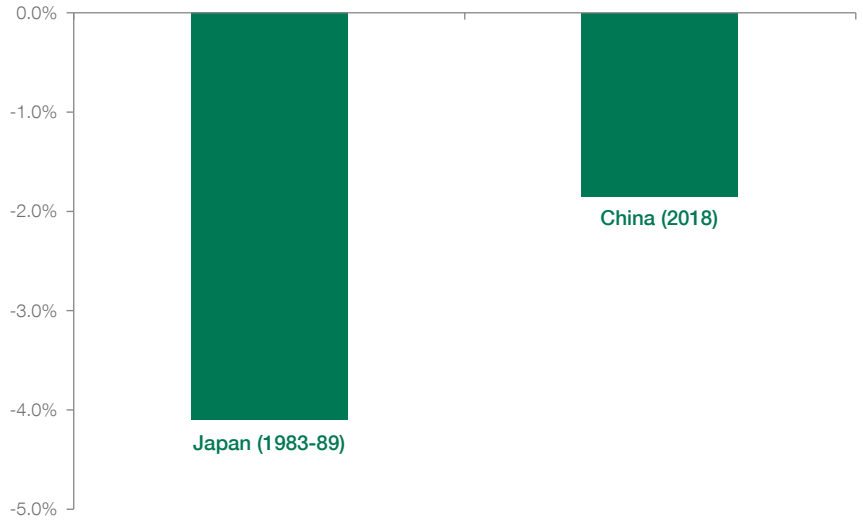
Viele glaubten, dass die Breitseite des US-Präsidenten Anfang 2018 ein Vorwand zur Erlangung besserer Bedingungen bei den Neuverhandlungen zum Freihandelsabkommen NAFTA war (was auch zutraf). Ebenso wurde dahinter eine politische Strategie zur Erfüllung seiner Wahlversprechen vermutet (was ebenfalls zutraf). Dabei achtete aber niemand darauf, dass dieser politische Wechsel die erste Runde einer breiter angelegten Kampagne war, um China, Amerikas strategischen Gegner auf der Weltbühne, in die Isolation zu treiben.

Das eigentliche Ziel begann sich im Frühling 2018 abzuzeichnen, als die USA Pekings Vorschläge zur Reduzierung ihres bilateralen Handelsüberschusses um fast 50% ablehnten. Die bis September gegen China verhängten Strafzölle signalisierten, dass die US-Administration mit dem Handelsstreit eine langfristige Strategie verfolgten (siehe hierzu unsere Publikation UBP Spotlight US–China Trade War: From Checkers to Chess, September 2018).

Im Oktober bestätigte der neue nationale Sicherheitsberater John Bolton die Isolationspolitik. So erklärte er, dass das Verhalten der chinesischen Regierung in der Handelspolitik, im internationalen, militärischen und politischen Bereich, eigentlich in einer ganzen Reihe von Bereichen, angepasst werden müsse.

Nach Chinas Gegenschlag und der Verhängung von Strafzöllen auf alle aus Amerika importierten Güter, nähert sich das Stadium der Auge-um-Auge-Reaktionen seinem Ende, obwohl am 1. Januar 2019 neue US-Zölle in Kraft treten. Wie wir im Beitrag zum Handelskrieg auf Seite 20 erläutern, dürften sich die USA bei ihrem nächsten Schritt zur Isolation Chinas im kommenden Jahr Europa vornehmen.

VARIATION DER REALZINSEN



Quellen: IWF, UBP

Zwar besteht das Risiko, dass die USA den Druck auf China weiter verstärken. Die mögliche Fokussierung auf Europa könnte China die Möglichkeit geben, eine wirtschaftspolitische Lösung im Inland zu gestalten, wie damals Japan beim Handelskrieg mit Amerika in den frühen 1980er-Jahren.

Obwohl China seine Politik an die wechselnden Handelsbedingungen angepasst hat, bekam vor allem der Renminbi die ab April 2018 intensivierten rhetorischen Angriffe zu spüren, die zu einer Abwertung von über 10% gegenüber dem US-Dollar führten. Wir schätzen, dass diese Abschwächung der chinesischen Währung annähernd die zusätzlichen Kosten aufwiegt, die für US-Unternehmen bei der Einfuhr von chinesischen Gütern anfallen.

Auch dazu gibt es interessante Parallelen zu den 80er-Jahren. Angesichts seines grossen Handelsüberschusses mit den USA und nachdem diese mit einer Erhöhung der Zölle drohten, willigte Japan in eine «freiwillige Selbstbeschränkung» der Autoausfuhren ein. Eine Abwertung um 22% des Yen gegenüber dem US-Dollar, die von 1981 bis 1985 dauerte, federte die Folgen für japanische Autohersteller und die Wirtschaft als Ganzes ab.

In Anbetracht der für Januar 2019 geplanten Anhebung der Zölle auf 25%, rechnen wir damit, dass auch China nach Japans Vorbild den Renminbi die psychologische Grenze von sieben US-Dollar überschreiten lässt, um eine weiche Landung seiner Binnenwirtschaft zu ermöglichen.

Im Fall Japan beschuldigten die USA 1985 Japan der Währungsmanipulation und erzwangen eine Aufwertung des Yen um 30% gegenüber dem US-Dollar. Bis 1988 stieg der Yen wieder um 50%.

Das Verhalten der chinesischen Regierung müsste in der Handelspolitik, im internationalen, militärischen und politischen Bereich angepasst werden.

JOHN BOLTON, NATIONALER US-SICHERHEITSBERATER, OKTOBER 2018

China will wahrscheinlich einen solchen Ausgang vermeiden und greift deshalb zu denselben Massnahmen wie damals Japan, um die Auswirkungen der US-Politik auf seine Binnenwirtschaft abzuschwächen und seine Abhängigkeit von Exporten in die USA zu reduzieren.

Deshalb strebt China danach, Freihandelsabkommen mit anderen grossen Industrieländern abzuschliessen. Bei ihrer Isolationsstrategie haben die USA aber ihre Absicht gezeigt, mögliche wichtige Partner unter Druck zu setzen und sie zu zwingen, Freihandelsabkommen entweder mit den USA oder mit China, aber nicht mit beiden einzugehen (siehe Seite 20). Darüber hinaus haben sie Japan von einem Beitritt zu regionalen Freihandelszonen «abgeraten», womit sich für China die drittgrösste Volkswirtschaft der Welt nun ausser Reichweite befindet.

Wir vermuten, dass China zur Abmilderung der Folgen der US-Politik daher letztendlich zur selben Massnahme wie Japan greifen und eine Reflationspolitik im Inland betreiben wird. Von 1983 bis 1989 fielen die inflationsbereinigten Zinsen von 4% auf fast 0% und heizten damit eine Börsenblase an, von der sich Japan noch immer erholt.

China dürfte sich wohl kaum bereitwillig zur Anwendung derselben Politik wie Japan in den 1980er-Jahren bewegen lassen. Japan reagierte 1986 auf die ausgeprägte Verlangsamung seiner Wirtschaft nach der von Amerika auferlegten Wiederaufwertung des Yen. Je mehr sich Chinas Wachstum heute der kritischen Grenze von 6% nähert, desto wahrscheinlicher wird die Tatsache, dass es Ende 2018 aggressivere Stimulierungsmassnahmen im Inland umsetzen wird.

Chinas Realzinsen (bzw. die Dreimonatszinsen für Interbankgeschäfte) sind von fast 3% Anfang 2018 auf 1% im Oktober 2018 gefallen. Dies deutet darauf hin, dass es in seinem Streit mit den USA bereits stillschweigend den gleichen Weg wie einst Japan eingeschlagen hat.

Sollten sich diese grösseren Stimulierungsmassnahmen wie erwartet 2019 durchsetzen, könnte das KGV der A-Aktien (Festland) von derzeit 11 anziehen. Dieses Niveau wurde zuletzt während den zwei Reflationsversuchen in 2008 und 2014 erreicht. In Hongkong notierte chinesische H-Aktien, unter denen viele Banken vertreten sind, fallen mit einem KGV von 7 sogar noch billiger aus, obwohl sie noch über ihrem historischen Tief von 5,5 liegen. Erfreulicherweise bieten H-Aktien mit 3% eine gute Dividendenrendite, ein Wert, der während der globalen Finanzkrise von 2008-2009 überschritten wurde und von Ausschüttungsquoten von nur 20% gestützt wird.

Während dieser neue «Kalte Krieg» dem Reich der Mitte grosse Hindernisse in den Weg legt, lassen sich aus der mit Japan in den 1980er-Jahren gemachten Erfahrung generell Chancen für opportunistische Anleger erkennen, die aus den bereits jetzt absehbaren bedeutenden Stimulierungsmassnahmen der chinesischen Wirtschaft hervorgehen werden.

Es besteht durchaus die Möglichkeit, dass die USA ihren Druck direkt auf die chinesische Volkswirtschaft ausüben werden, statt auf Chinas Handelspartner. Für 2019 eignen sich daher Strategien mit kapitalgeschützten Instrumenten und/oder Optionen, die das Risiko für die Anleger begrenzen helfen.

Japan der 1980er-Jahre dient als Vorlage für China

6% BIP-Zuwachs in China bedeutet aggressivere Stimulierungsmassnahmen

Kapitalgeschütze Instrumente oder Optionen zur Risikobegrenzung

RISIKOFOKUS VERSCHIEBT SICH VOM HANDELSSTREIT USA-CHINA AUF USA-EUROPA

Obwohl bis Ende 2018 die Bedenken der Anleger über den Handelskrieg zwischen den USA und China im Vordergrund stehen sollten, könnten die USA 2019 ihr Augenmerk auf Europa richten, um ihre Strategie zur Isolation Chinas voranzutreiben und den globalen Handel aufzumischen.

Während die USA das Reich der Mitte in die Isolation schicken möchten – wie einst Japan in den 1980er Jahren (siehe Seite 18) –, schenken die Anleger dem Handelskonflikt zwischen den beiden grössten Volkswirtschaften der Welt unter Umständen zu grosse Aufmerksamkeit.

Das Risiko, dass die USA die bereits angespannte Situation mit China im neuen Jahr weiter eskalieren lassen, besteht zwar, doch wird eine andere Gefahr für die Märkte und die Weltwirtschaft bisher verkannt. Die politischen Entscheidungsträger in den USA könnten nämlich ihre Aufmerksamkeit künftig wieder auf Europa lenken, um dasselbe strategische Ziel zu erreichen – die wirtschaftliche Isolierung Chinas.

Viele Marktteilnehmer werteten das Abkommen zwischen den USA, Mexiko und Kanada als wichtiges Zeichen dafür, dass sich die Handelsbeziehungen zwischen den nordamerikanischen Handelspartnern nach Monaten schwieriger Verhandlungen wieder entspannen könnten. Die Freude über das Abkommen lenkte leider von einer wichtigen Klausel ab, welche den Unterzeichnerstaaten – allen voran den USA – gestattet, vom Vertrag zurückzutreten, sollten Kanada oder Mexiko Freihandelsabkommen mit Ländern ohne Marktwirtschaft (d. h. China) abschliessen.

Eine bis anhin verkannte Gefahr besteht darin, dass sich die USA künftig wieder auf Europa konzentrieren könnten, um China weiter zu isolieren.

Diese Klausel ist ein weiterer Beweis dafür, dass das eigentliche Ziel des US-Handelskriegs die zunehmende strategische Isolierung des Reichs der Mitte ist. Sollten die USA tatsächlich dieses Ziel verfolgen, könnten sie versucht sein, Europa ein ähnliches Handelsabkommen aufzuzwingen, das Chinas Zugang zum Kontinent einschränkt. Die USA haben Kanada und Mexiko durch Zölle auf Aluminium und Stahl unter ernsthaften Druck gesetzt und so an den Verhandlungstisch gebracht. Sie könnten zur Auffassung gelangen, dass es ebenso wirksam sein könnte, auch Europa wieder mit Strafzöllen auf Autoexporte in die USA zu drohen.

Erfreulich für Europa ist, dass Deutschlands jüngste Vereinbarung, den einheimischen Gasmarkt für Erdgasimporte aus den USA zu öffnen, die angespannten Handelsbeziehungen zwischen den USA und Europa aufzulockern scheint, sofern diese Vereinbarung auf den gesamten Kontinent ausgeweitet wird. Sollte es jedoch zu keiner solchen Ausdehnung kommen, dürften neue Zölle auf europäische Produkte wieder ein Thema werden. Während sich Aluminium- und Stahlzölle nur moderat auf das regionale und globale Wachstum auswirkten, könnten ähnlich hohe Abgaben auf Autos und deren Lieferketten oder allein schon deren Androhung die Weltwirtschaft 2019 stärker belasten.

USA NUTZEN HANDELSABKOMMEN
zur weiteren Isolation Chinas.

DAS ITALIENISCHE DILEMMA

Langfristige Bedenken über die Tragfähigkeit der italienischen Schulden bleiben, doch müssen sich die Risiken nicht im derzeitigen Streit mit der Europäischen Union konkretisieren.

Ende 2018 geriet Italien mit der EU in einen Haushaltsstreit. Dadurch flammten die Ängste wieder auf, Italien könnte den Zusammenhalt des Euro-Raums gefährden, was letztlich zu einem Anstieg der Renditen auf italienische Staatsanleihen (BTP) auf nahezu 3,7% führte.

Es ist fraglich, ob Italien bei einem solchen Niveau – sollte sich dieses verstetigen – die derzeitige Schuldenlast tragen kann, ist die italienische Volkswirtschaft doch allein schon aufgrund der höheren Zinskosten nicht in der Lage, ihre Schulden zu bedienen. Zudem würde ein längerfristiger Anstieg über 4% unseres Erachtens zu einem bedrohlichen Kapitalmangel bei den einheimischen Banken – die zu den grössten Haltern italienischer Staatsanleihen gehören – führen. Diese Banken müssten sich unter ungünstigen Bedingungen am Markt für diese Papiere refinanzieren.

Dies ist zwar nichts Neues für Italien, doch geschieht dies alles gerade zu einem Zeitpunkt, zu dem die EZB ihr Programm zum Kauf von Staatsanleihen aus dem Euro-Raum (einschliesslich Italiens) beenden möchte. 2018 kaufte die EZB 20% der neu emittierten Staatspapiere Italiens. 2019 werden es nur noch 5% sein, sodass die italienischen Renditen zusätzlich unter Aufwärtsdruck geraten dürften, da neue Käufer gefunden werden müssen.

Die italienischen Renditen könnten so die zuvor genannte Marke von 4% erreichen, wodurch sich das Insolvenzrisiko innerhalb des italienischen Bankensystems erhöhen würde.

Dies mag für die Anleger zwar beunruhigend sein, wir sind jedoch überzeugt, dass nach einer Eskalationsphase bis Ende Jahr letztlich ein Kompromiss gefunden wird und der Euro-Raum so ein weiteres Mal vor dem Zusammenbruch gerettet werden kann. Die Fünf-Sterne-Koalition muss, wie auch andere populistische Regierungen, wichtige Wahlversprechen umsetzen, insbesondere am Anfang ihrer Amtszeit. In unseren Augen befindet sich die Koalition derzeit in dieser Phase des politischen Zyklus.

Mit einem Kompromiss sollte letztlich ein Ausweg aus der verfahrenen Situation gefunden und der Euro-Raum so ein weiteres Mal vor dem Zusammenbruch gerettet werden.

Doch müssen sich solche Regierungen auch um Machterhalt bemühen und nötigenfalls Prioritäten in ihrem politischen Programm setzen. Daher gehen wir davon aus, dass sich nach der Konfrontation Ende 2018 ein Gelegenheitsfenster für einen Kompromiss eröffnen wird. Dieser könnte so aussehen, dass sich die EU damit einverstanden erklärt, im Gegenzug für Konzessionen bei einigen der umstritteneren Ausgabeprogramme Roms manche der von Italien veranschlagten Infrastruktur- und Einwanderungsausgaben zu «ausserordentlichen» Positionen umzubuchen, die nicht unter das normale Budget fallen.

Wann sich dieses Fenster öffnet, hängt einerseits ab von der Höhe der Renditen 10-jähriger italienischer Staatsanleihen (ein Vordringen in den Bereich von 3,5-4,0% würde die «Verhandlungen» beschleunigen) sowie andererseits vom genauen Termin für das Ende der Anleiheankäufe der EZB Ende 2018. Da die Renditen die Marke von 3,5-4,0% bereits durchbrochen haben, könnte das Ende der EZB-Ankäufe ein Auslöser für die Konkretisierung der Risiken im Zusammenhang mit der Tragfähigkeit der italienischen Schulden und mit der Solvenz der italienischen Banken sein, sofern diese Risiken ins neue Jahr verschleppt werden. Beide Seiten haben also grosses Interesse daran, in den kommenden Monaten einen Kompromiss zu finden.

ENDE DES QE DER EZB

ist bei ausbleibenden Reformen ein langfristiges Risiko.

4% RENDITE

auf italienische Staatsanleihe sollte Kompromiss zwischen Italien und der EU bewirken.

DEAL ODER NO DEAL?

Grossbritannien soll am 29. März 2019 aus der Europäischen Union austreten, doch keine der beiden Parteien ist bereit: Die Verhandlungen sind noch in vollem Gange und es wurden bisher noch keine Pläne verabschiedet. Einen EU-Austritt gab es noch nie. Die unterschiedlichsten Szenarien sorgen daher für Turbulenzen an den Finanzmärkten.

Der EU-Austritt Grossbritanniens ist komplex und riskant. Als Termin wurde der 29. März 2019 festgelegt, doch noch hat man sich weder auf die Bedingungen der Scheidung noch diejenigen der künftigen Beziehungen geeinigt. Verschiedenste Szenarien stehen im Raum.

Zuerst gilt es, sich auf ein Abkommen über die Austrittsbedingungen zu einigen. Nach Ablauf der einjährigen Übergangsfrist muss Grossbritannien über Handelsabkommen verfügen, die seine Beziehungen mit der EU und all seinen anderen Partnern neu definieren. Doch das Austrittsabkommen wurde aufgrund der irischen Grenze immer wieder aufgeschoben, die für die EU und für Grossbritannien nach wie vor einen Stolperstein darstellt.

Die zentrale Frage für Grossbritannien ist, ob es nach der Übergangsfrist den Zugang zum europäischen Binnenmarkt behält. Die rechtlichen Bedingungen dieses Zugangs werden letztlich weniger wichtig sein als die wirtschaftlichen Auswirkungen der Vereinbarung über den Waren-, Kapital- und Personenverkehr.

Sollte Grossbritannien den Marktzugang verlieren, wäre der Schaden für seine Wirtschaft beträchtlich: Das Wirtschaftswachstum des Landes könnte um durchschnittlich 5% einbrechen, wenn nicht gar um ganze 8-10%, sollten andere Handelspartner wie die USA mit dem Abschluss eines Abkommens zuwarten. Die Industrie, die Finanzbranche, der Dienstleistungssektor und die Landwirtschaft Grossbritanniens wären stark betroffen. Dies würde zu einer Rezession, einer geldpolitischen Lockerung und einer Abwertung des Pfunds führen. Ausserdem bestünde das Risiko, dass sich auch das Wachstum im Euro-Raum um bis zu 0,5 Prozentpunkte verlangsamt. Dadurch wiederum würden britische Vermögenswerte unter Druck geraten – abgesehen von denen, die von einem Währungsverlust profitieren würden.

Kann der Marktzugang jedoch beibehalten werden, wären die Aussichten für Grossbritannien viel erfreulicher. Nach einer Phase schwächeren Wachstums würde es aufgrund der Wiederbelebung des Handels zu einem Aufschwung kommen und die Sektoren, die bereits infolge des Brexit-Referendums im Juni 2016 zu leiden hatten, könnten zu einer Erholung ansetzen. Seit dem Votum für den Austritt liegt die britische Wirtschaft nahezu 2% hinter anderen Industriestaaten zurück. Wenn alles gut geht und das Vertrauen wiederhergestellt ist, könnte das britische Wachstum wieder auf 2% steigen. Diese Erholung würde die britischen Vermögenswerte und das Pfund beflügeln. Die Bank of England wäre unter Umständen gezwungen, Überhitzungsrisiken anzugehen und daher die Leitzinsen stark anzuheben. Dadurch würden die Anleiherenditen unter Druck geraten.

Zugang oder kein Zugang zum europäischen Binnenmarkt, das ist hier die Frage.

MICHAËL LOK

Group CIO und Co-CEO Asset Management

Michaël Lok leitet seit 2015 das Investment Management der UBP. Er bringt über 20 Jahre Erfahrung in Vermögensverwaltung und Asset Management mit. Zuvor entwickelte er bei Indosuez Wealth Management (Crédit Agricole Gruppe) als Global Head of Asset Management UCITS-Fonds für das Private Banking sowie Anlagelösungen und Mandate für Ultra-High-Net-Worth-Kunden und Kunden in Asien und Lateinamerika. In früheren Anstellungen war er Head of Investment und Head of Risk Management sowie Portfoliomanager bei Banque Martin Maurel und HSBC France (vormals CFF). Michaël Lok absolvierte zwei Master – ein DESS in Banking and Finance sowie ein DEA der Universität Aix-en-Provence.

NORMAN VILLAMIN

Chief Investment Officer (CIO) Private Banking

Norman Villamin kam im November 2015 zur UBP als Head of Investment Services and Treasury & Trading der Niederlassung UBP Zürich. Er ist seit 2016 Chief Investment Officer für das Private Banking. Er verfügt über mehr als 20 Jahre Erfahrung sowohl auf Beratungsseite als auch im diskretionären Geschäft. Zuvor war er als Chief Investment Officer bei Coutts International tätig. In früheren Funktionen war er Head of Investment Analysis & Advice für Citi Private Bank in der Region Asien-Pazifik sowie Head of Asia-Pacific Research für HSBC und Head of Asia-Pacific Strategy für Morgan Stanley in Hongkong und Singapur. Norman Villamin absolvierte einen Bachelor in Business Administration (BA) an der University of Michigan sowie einen Masters in Business Administration (MBA) an der University of Chicago.

PATRICE GAUTRY

Chefökonom

Patrice Gautry ist seit Februar 2000 bei der UBP tätig und leitet die Abteilung Economic and Thematic Research der Bank. Von 1991 bis 1999 war er bei der HSBC-Gruppe in Paris für Wirtschaftsanalysen und die Anlagestrategie der Abteilung Institutionelle Vermögensverwaltung verantwortlich. Von 1988 bis 1991 war er bei der Groupe Ecofi-Finance als Fondsmanager für eine diversifizierte europäische SICAV und Investmentfonds tätig. Patrice Gautry absolvierte an der Ecole des Hautes Etudes Commerciales (HEC) in Paris und an der Universität Orléans einen Master in Wirtschaftswissenschaften (Diplôme d'Etudes Approfondies) mit Spezialisierung auf Devisen, Finanzen und Bankwesen.

Bildnachweise: Umschlag ©WIN12_ET/Shutterstock.com, Seite 6 ©ijeab/iStockphoto.com, Seite 9 ©MF3d/iStockphoto.com, Seite 11 ©kamisoka/iStockphoto.com, Seite 14 ©artisteer/iStockphoto.com, Seite 15 ©dani3315/iStockphoto.com, Seite 16 ©maxsattana/iStockphoto.com, Seite 20 ©Brasil2/iStockphoto.com, Seite 22 ©mediaphotos/iStockphoto.com

Rechtshinweis

Vorliegendes Dokument ist Marketingmaterial, es enthält ALLGEMEINE INFORMATIONEN zu Finanzdienstleistungen und/oder Finanzinstrumenten und widerspiegelt die Meinung der Union Bancaire Privée, UBP SA, oder einer Zweigniederlassung der UBP Gruppe (nachfolgend die „UBP") zum Datum seiner Veröffentlichung. Dieses Dokument kann allgemeine Empfehlungen aufweisen, begründet aber weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf, zur Zeichnung oder Veräusserung von Produkten, Finanzinstrumenten oder Währungen, noch zu Investitionen oder zur Teilnahme an Handelsstrategien, in all jenen Gerichtsbarkeiten, in denen ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung unzulässig sind, oder an jede Person, für die ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung verboten sind. Dieses Dokument soll lediglich eine allgemeine Übersicht geben und als Diskussionsgrundlage dienen, um das Interesse des Kunden zu erörtern. Es ersetzt in keiner Weise den Prospekt oder andere rechtlichen Unterlagen für ein bestimmtes Finanzinstrument, die kostenlos bei der UBP oder gegebenenfalls beim eingetragenen Hauptsitz eines Anlagefonds angefragt werden können. Die hierin geäusserten Meinungen berücksichtigen weder die persönliche Situation eines Kunden noch seine Zielsetzungen oder spezifischen Bedürfnisse. Die UBP macht keine Aussage über die Eignung oder Angemessenheit der hier beschriebenen Finanzinstrumente oder Dienstleistungen für bestimmte Kunden und/oder zu künftigen Wertentwicklungen. Kunden, die mehr Informationen zu bestimmten Finanzinstrumenten möchten, können sich direkt an die UBP und/oder ihren Kundenberater wenden. Werden Anlagen in Betracht gezogen, werden dem Kunden – in einem angemessenen Zeitrahmen und bevor Anlageentscheidungen getroffen werden – Informationen zu den Risiken im Zusammenhang mit jedem einzelnen Finanzinstrument auf separatem Wege zugestellt. In jedem Fall hat der Kunde in Bezug auf die hier erwähnten Wertpapiere oder Finanzinstrumente sowie deren allfällige Vorzüge oder Eignung seine Entscheidungen eigenständig und unabhängig zu treffen. Vor Durchführung einer Transaktion sollte der Kunde die im Prospekt oder in anderen rechtlichen Unterlagen enthaltenen Risikohinweise und Bestimmungen sorgfältig lesen und in Bezug auf seine Anlageziele, finanzielle Situation oder spezifischen Bedürfnisse professionellen Rat von seinem Finanz-, Steuer- und Rechtsberater einholen. Vorliegende allgemeine Informationen können nicht als unabhängig von den eigenen Interessen der UBP oder ihrer Zweigniederlassungen gelten, was zu Konflikten mit den Interessen des Kunden führen könnte. Die UBP hat Richtlinien zur Handhabung von Interessenkonflikten erlassen. Die in diesem Dokument erwähnten Investitionen können Risiken beinhalten, die schwer messbar und in die Bewertung besagter Investitionen schwer integrierbar sind. Generell richten sich Produkte mit erhöhtem Risiko wie Derivate, strukturierte Produkte, nicht traditionelle bzw. alternative Anlagen (Hedgefonds, Private Equity, Immobilienfonds usw.) ausschliesslich an Kunden, die in der Lage sind, das entsprechende Risiko zu verstehen und zu tragen. Kapitalanlagen sind mit Risiken verbunden und der Kunde könnte den eingangs investierten Betrag gar nicht oder nicht vollständig zurückerlangen. Investitionen können Wechselkursschwankungen ausgesetzt sein, die zu Wertsteigerungen und Werteinbussen führen können. Wechselkursschwankungen können für den Kunden die Erträge oder den Wert des Anlageportfolios verringern oder erhöhen. Der Kunde kann einem Wechselkursrisiko ausgesetzt sein, wenn ein Finanzinstrument oder der Basiswert eines Finanzinstruments auf eine andere Währung lautet als die Referenzwährung seines Portfolios oder die Währung seines Wohnsitzlandes. Für weitere Informationen zu allfälligen Risiken verweisen wir auf die Broschüre «Merkmale und Risiken bestimmter Finanztransaktionen». Die hier enthalten Informationen sind weder das Ergebnis von Finanzanalyse im Sinne der «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit von Finanzanalyse» der Schweizerischen Bankiervereinigung noch das Ergebnis von Anlageresearch im Sinne der Vorschriften der EU-Richtlinie über Märkte in Finanzinstrumenten (MiFID). Grundsätzlich finden EU-Richtlinien keine Anwendung auf Beziehungen mit UBP Zweigniederlassungen ausserhalb der EU, einschliesslich aber nicht beschränkt auf die Union Bancaire Privée, UBP SA in der Schweiz, für die das Recht und die Bestimmungen der Schweiz gelten, in Hongkong und Singapur sowie die Tochtergesellschaft in Dubai. Es wurden angemessene Bemühungen unternommen, um den Inhalt aus objektiven Informationen und Daten aus zuverlässigen Quellen zusammenzustellen. Dennoch kann die UBP keine Gewähr geben, dass die in gutem Glauben gesammelten Informationen genau und vollständig sind. Geänderte Umstände können zu Änderungen der hier enthaltenen Informationen und der zum Zeitpunkt der Veröffentlichung geäusserten Meinungen führen. Daher können diese Informationen jederzeit ohne Vorankündigung Änderungen erfahren. Die hier enthaltenen Informationen, Prognosen oder Meinungen werden ohne ausdrückliche noch implizite Garantien oder eine dahingehende Darstellung geliefert, weshalb die UBP jegliche Haftung für Fehler, fehlende oder missverständliche Angaben ablehnt. Die UBP ist nicht verpflichtet, das vorliegende Dokument zu ergänzen oder allfällige, nach seiner Veröffentlichung ersichtliche Ungenauigkeiten zu beheben. Dieses Dokument kann Hinweise auf die vergangene Wertentwicklung von Finanzinstrumenten enthalten. Vergangene Performance lässt nicht auf gegenwärtige oder künftige Erträge schliessen. Der Wert von Finanzinstrumenten kann sowohl steigen als auch fallen. Alle Aussagen in diesem Dokument, die sich nicht auf vergangene Wertentwicklungen und historische Tatsachen beziehen, sind als vorausblickende Aussagen zu verstehen. Vorausblickende Aussagen sind keine Garantie für künftige Wertentwicklungen. In diesem Dokument enthaltene Schätzungen sind weder als Prognosen noch als Vorgaben zu verstehen; sie dienen lediglich Darstellungszwecken auf der Grundlage einer Reihe von Erwartungen und Annahmen, die sich nicht unbedingt erfüllen werden. Tatsächliche Wertentwicklungen, Ergebnisse, Marktwerte und Aussichten eines Finanzinstruments können sich erheblich von den in diesem Dokument ausdrücklich oder implizit gemachten vorausblickenden Aussagen unterscheiden. Die angestrebten Erträge unterliegen grundsätzlich bedeutenden wirtschaftlichen und marktbezogenen Unwägbarkeiten, die sich negativ auf die Wertentwicklung auswirken könnten. Die UBP lehnt jegliche Verpflichtung zur Ergänzung von vorausblickenden Aussagen infolge neuer Informationen oder künftiger Ereignisse oder anderer Umstände ab. Die hier veröffentlichten Zahlen zur Wertentwicklung berücksichtigen weder Gebühren und Spesen noch Zeichnungs- noch Rücknahmegebühren noch andere Kosten oder allfällige Steuerbeträge. Die Besteuerung von Investitionen hängt von der persönlichen Situation der Anleger ab und kann Änderungen erfahren. Die steuerliche Behandlung von Kapitalanlagen hängt von der persönlichen Situation des Kunden ab und kann sich im Laufe der Zeit ändern. Die UBP berät in diesem Dokument nicht hinsichtlich der steuerlichen Konsequenzen von Anlagen. Dieses Dokument ist vertraulich und nur für den persönlichen Gebrauch der Person bestimmt, die es erhalten hat. Seine Vervielfältigung ist, vollständig oder auszugsweise, nicht erlaubt. Die UBP verbietet insbesondere den Vertrieb und die Weiterleitung dieses Dokuments, vollständig oder auszugsweise, ohne ihre schriftliche Zustimmung und lehnt jegliche Haftung für diesbezügliche Handlungen von Dritten ab. Insbesondere ist dieses Dokument nicht für den Vertrieb in den Vereinigten Staaten von Amerika und/oder an US-Persons oder in Gerichtsbarkeiten, in denen die UBP Vertriebsbeschränkungen unterstellt ist, bestimmt. Die UBP ist in der Schweiz zugelassen und der Aufsicht der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA unterstellt.

Vereinigtes Königreich: Die UBP hält im Vereinigten Königreich eine Zulassung der Prudential Regulation Authority. Sie untersteht der Aufsicht der Financial Conduct Authority sowie in begrenztem Ausmass der Prudential Regulation Authority.

Dubai: Das vorliegende Marketingmaterial wurde von der Union Bancaire Privée (Middle East) Limited veröffentlicht, die der Aufsicht der Dubai Financial Services Authority (DFSA) untersteht. Es ist nur für professionelle Kunden und/oder Gegenparteien (Market Counterparties) gemäss der Definition der DFSA und keine anderen Personen bestimmt. Die darin beschriebenen Produkte oder Dienstleistungen werden nur Kunden zur Verfügung gestellt, welche die Anforderungen für professionelle Kunden und/oder vorgenannte Gegenparteien erfüllen. Dieses Dokument dient lediglich zu Informationszwecken. Es stellt kein Angebot zum Kauf oder Verkauf und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten noch zu Investitionen in jeglichen Gerichtsbarkeiten dar.

Hongkong: Die UBP hält eine Banklizenz der Finanzaufsicht Hong Kong Monetary Authority (HKMA) und ist als Finanzinstitut bei der Regulierungskommission Securities and Futures Commission (SFC) nur für regulierte Tätigkeiten vom Typ 1, 4 & 9 in Hongkong registriert. Wertpapiere können in Hongkong nur über folgende spezifischen Dokumente zum Kauf oder Verkauf angeboten werden: (i) für professionelle Anleger erstellte Publikationen nach Massgabe der Securities and Futures Ordinance (Chapter 571 der gesetzlichen Vorschriften Hongkongs) und der diesbezüglichen Bestimmungen (im Folgenden die «SFO») oder (ii) Dokumente, die ein Prospekt nach Massgabe der Companies Ordinance (Chapter 32 der gesetzlichen Vorschriften Hongkongs, im Folgenden die «CO») sind oder Dokumente, die ein öffentliches Angebot nach Massgabe der CO darstellen. Keine Person darf Werbematerial, Einladungen oder Unterlagen zu Wertpapieren, die sich an die Öffentlichkeit in Hongkong wenden oder deren Inhalt der Öffentlichkeit zugänglich ist oder von ihr gelesen werden könnte, in Hongkong oder anderswo veröffentlichen oder zwecks Veröffentlichung mit sich führen, ausser wenn diese Wertpapiere ausschliesslich an Personen ausserhalb von Hongkong oder an professionelle Anleger im Sinne der SFO verkauft werden sollen; es sei denn dies wäre nach den Gesetzen von Hongkong ausdrücklich gestattet.

Singapur: Die UBP ist eine der Aufsicht der Monetary Authority of Singapore (im Folgenden die «MAS») unterstellte Handelsbank und ein nach Massgabe des Financial Advisers Act (Cap. 110) von Singapur (im Folgenden das «SFA») von einer Bewilligung befreiter Finanzberater («Exempt Financial Adviser»), der bestimmte Finanzberatungsdienstleistungen erbringen kann und unter Section 99(1)(b) des SFA (Cap. 289) von Singapur zur Durchführung bestimmter regulierter Tätigkeiten ermächtigt ist. Das vorliegende Dokument wurde nicht als Prospekt bei der MAS registriert. Dementsprechend können vorliegendes Dokument und alle anderen Dokumente oder Unterlagen, die allgemeine Empfehlungen enthalten, in Singapur nur an bestimmte Personen direkt oder indirekt vertrieben oder zugestellt werden: an (i) institutionelle Anleger gemäss Section 274 des SFA (Cap. 289), (ii) zugelassene Anleger gemäss Section 275(1) oder andere Anleger gemäss Section 275(1A) und der Bedingungen in Section 275 des SFA oder (iii) gemäss jeglicher anderer anwendbarer Bestimmungen des SFA.

Luxemburg: Die UBP verfügt über eine Zulassung der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) und wird von dieser reguliert.

Italien: Union Bancaire Privée (Europe) S.A., Succursale di Milano, ist in Italien aktiv auf der Grundlage des europäischen Passes ihrer Muttergesellschaft Union Bancaire Privée (Europe) S.A., welcher für das gesamte Gebiet der Europäischen Union gilt, und ist demzufolge autorisiert, Dienstleistungen zu erbringen und Geschäftstätigkeiten auszuüben, für welche ihre Muttergesellschaft Union Bancaire Privée (Europe) S.A. in Luxemburg ermächtigt wurde, wo sie von der luxemburgischen Aufsichtsbehörde, der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), reguliert wird.

Monaco: Vorliegendes Dokument ist kein öffentliches Angebot oder eine dahingehende Aufforderung nach Massgabe der Gesetze des Fürstentums Monaco, kann aber zu Informationszwecken den Kunden der Union Bancaire Privée, UBP SA, Monaco Branch zur Verfügung gestellt werden. Die Niederlassung Monaco verfügt über eine Banklizenz der Finanzaufsichtsbehörde Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) und wird von dieser reguliert sowie über eine Lizenz für Finanzmarkttransaktionen und wird von der Commission de Contrôle des Activités Financières reguliert.

November 2018

Union Bancaire Privée, UBP SA | Hauptsitz
Rue du Rhône 96-98 | Postfach 1320 | 1211 Genf 1 | Schweiz
ubp@ubp.com | www.ubp.com

Signatory of: PRI Principles for Responsible Investment

Newsletter auf ubp.com abonnieren