



Anlagepolitischer Ausblick 2. Quartal 2019

Globaler makroökonomischer Ausblick

Schweiz	<ul style="list-style-type: none"> Nach einem Wachstum von 2.5% 2018 dürfte die Schweizer Konjunktur infolge eingetübter Aussichten für die Weltwirtschaft 2019 noch um 1.3% zulegen. Gestiegene Unsicherheiten in Europa (Brexit, Italien, Wachstumsverlangsamung in Deutschland) gehören zu den Hauptgründen für die Abkühlung. Die SNB hält den Schweizer Franken weiterhin für hoch bewertet und geht davon aus, dass wegen des Aufwärtsdrucks die Negativzinsen unverändert notwendig seien.
Europa	<ul style="list-style-type: none"> Vorauslaufende Indikatoren sowie eine Kontraktion in der deutschen Industrietätigkeit lassen neben politischen Faktoren auf eine Verlangsamung in der Eurozone schliessen. Tiefe Arbeitslosigkeit und gestiegenes Lohnwachstum sorgen hingegen für positive Konsumentenstimmung. Die Inflation bleibt unter dem Zielband der Zentralbank. Die EZB verschiebt mögliche Zinserhöhungen auf 2020 und agiert leicht expansiv.
USA	<ul style="list-style-type: none"> Die Wachstumsrate der US-Wirtschaft hat sich in den letzten Monaten infolge abklingenden Effekten der Fiskalstimuli anfangs 2018 und höherem Zinsniveau abgeschwächt, übertrifft jedoch weiter diejenige anderer Regionen der entwickelten Welt. Die robuste Beschäftigungslage und steigende Löhne unterstützen den Privatkonsum. Eine Beilegung der Handelsdispute könnte zusätzliche positive Impulse verleihen. Das Fed hat angesichts der Wachstumsverlangsamung kommende Zinserhöhungen auf 2020 verschoben und wird die Reduktion der Bilanz ab Mai 2019 verkleinern.
Emerging Markets	<ul style="list-style-type: none"> Gebremste Wirtschaftstätigkeit im Zuge verminderter Kreditexpansion und Handelskonflikte, aber solides Konsumentenvertrauen in Asien und Lateinamerika.

Traditionelle Anlagen

0-3Mt. bis 12Mt.

Währungen	Handelsspanne USD/CHF: 0.96 - 1.02 bzw. EUR/CHF 1.12 - 1.18.		
Obligationen	Die – als solche interpretierte – Kehrtwende des Fed zu Beginn des Jahres wie auch die Verschiebung des Zinserhöhungspfads durch die EZB im März führten zu einer Ausweitung des Tiefzinsniveaus. Die Rendite 10jähriger Eidgenossen, die 2018 mehrmals in positivem Territorium notierte, liegt gegenwärtig bei rund – 0.4%. Das deutsche Pendant rentiert mittlerweile ebenfalls negativ.	➡	➡
Aktien	Nach dem Kurssturz im vierten Quartal 2018 folgte in den vergangenen drei Monaten eine Erholung, die viele der Hauptindizes wieder nahe an die Pegel von vor sechs Monaten brachte. Hauptauslöser der Kursavancen waren einerseits zentralbankbedingt, andererseits Entspannungssignale beim Handelskonflikt zwischen den USA und China. Eine entsprechende Lösung scheint schon weitgehend eingepreist, ohne dass eine solche bereits konkretisiert wäre.	➡	➡

Kotierte Alternative Anlagen

Private Equity	Attraktives Kapitalmarktumfeld, aber erhöhte Selektivität vonnöten. Dividendenniveaus sind überdurchschnittlich hoch.	➡	➡
Infrastruktur	Mittelfristig positiver Ausblick angesichts ansprechender Dividendenrenditen und hoher Eintrittsbarrieren. Hohe Zinssensitivität regulierter Bereiche.	➡	➡
Rohstoffe	Aufgehellte Stimmung gegenüber Gold aufgrund moderaterem Fed. Höhere Öl Preise dank „OPEC+“-Kürzungen. Buntmetalle leiden unter Wirtschaftsflaute.	➡	➡
Immobilien	Bewertungen nach Preiskorrekturen angemessen, aktuelles Zinsrisiko stützt.	➡	➡

Marktdaten

BIP Wachstum %	Länder	2017	2018E	2019E
Industrienationen	USA	2.2	2.8	2.4
	Japan	1.9	0.8	0.9
	Eurozone	2.4	1.8	1.2
	UK	1.8	1.4	1.2
Schwellenländer	Schweiz	1.6	2.5	1.3
	China	6.8	6.6	6.2
	Indien	7.1	7.2	7.6
	Brasilien	1.1	1.1	2.4
Wechselkurse	31.03.19	% -3M	% -6M	% -12M
USD/CHF	0.995	1.26	1.38	4.32
EUR/CHF	1.116	-0.82	-2.06	-5.02
GBP/CHF	1.297	3.53	1.38	-3.01
3 Monats Libor	31.03.19	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp
CHF	-0.71	0.1	2.4	2.3
USD	2.60	-20.8	20.1	28.8
EUR	-0.31	-0.2	0.7	1.7

Staatsanleihen (10y)	31.03.19	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp
CHF Eidgenossen	-0.41	-13.0	-41.9	-40.7
USD Treasury	2.41	-27.9	-65.6	-33.4
EUR Bund	-0.07	-31.2	-54.0	-56.7
Aktienmärkte	31.03.19	% -3M	% -6M	% -12M
SMI	9'477.84	12.44	4.29	8.43
S&P 500	2'834.40	13.07	-2.73	7.33
Nikkei	21'205.81	5.95	-12.08	-1.16
FTSE-100	7'279.19	8.19	-3.08	3.15
DJ EURO-STOXX 50	3'351.71	11.67	-1.40	-0.29
Rohstoffe	31.03.19	% -3M	% -6M	% -12M
Gold oz/USD	1'292.30	0.77	8.37	-2.47
Öl (WTI)	60.14	32.44	-17.90	-7.39
Kupfer (Spot)	6'486.50	9.04	3.56	-2.89

Quelle: Bloomberg, April 2019



Gesamtwirtschaftliches Umfeld

Geldpolitik vs. Konjunkturängste

In den letzten Monaten manifestierte sich in einer ganzen Reihe von Industrienationen eine Schwächung der Wirtschaftstätigkeit. Diese ging meist von den Fertigungssektoren aus, während die Dienstleistungsbereiche weniger betroffen waren. Von einer Kontraktion kann aber - ausserhalb der deutschen verarbeitenden Industrie, die stark von Exportaufträgen abhängt - keine Rede sein. Die Stimmungverschlechterung unter den Unternehmen lässt sich an den vorausschauenden Einkaufsmanager-Indizes für das verarbeitende Gewerbe ablesen (Abb. 1).



Abb. 1: Einkaufsmanager-Indizes verarbeitendes Gewerbe und BIP entwickelte Regionen (Capital Economics, März 2019)

Schweiz

Die Wachstumsrate des Schweizer BIP war im vierten Quartal im Gegensatz zur Vorperiode leicht positiv (+0.2%). Dank der ersten Jahreshälfte betrug das Plus für das Gesamtjahr 2.5%. Dies war neben den Konsumausgaben vor allem dem Aussenhandel bzw. den starken Warenexporten zu verdanken (Abb. 2). Aufgrund der hohen Auslandsabhängigkeit zeichnet sich für 2019 eine Abkühlung auf noch 1.3% ab. Die florierende einheimische Wirtschaft stützt jedoch das BIP. Sollte sich die Lage in der Eurozone – etwa als Folge einer Ausweitung der Handelsstreitigkeiten auf Europa oder eines chaotischen Brexits – jedoch klar verschlechtern, wäre ein Überschwappen auf die Schweiz nicht auszuschliessen. Politische Unwägbarkeiten lasten neben dem verhaltenen Ausblick für die Exporte auch auf den Ausrüstungsinvestitionen.

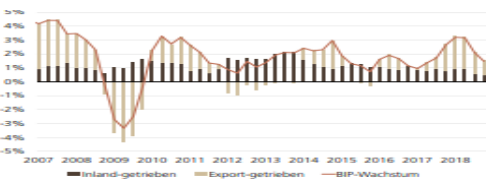


Abb. 2: Export-getriebenes Schweizer BIP (Macrobond/UBS, März 2019)

Die SNB lässt sich ihre Geldpolitik weiter indirekt von der EZB diktieren, welche Zinserhöhungen kürzlich auf frühestens 2020 verschoben hat. Die SNB will die Zinsdifferenz zu den Euro-Geldmärkten tiefhalten, um den Aufwärtsdruck auf den CHF zu drosseln. Nicht völlig auszuschliessen ist, dass die SNB dem Druck Schweizer Anleger wie Pensionskassen nachgeben und das Ende der Negativzinspolitik vor der EZB einläuten könnte.

Europa

Das BIP der Eurozone wuchs im 4. Quartal noch um 0.2% zum Vorquartal, wenn auch mit unterschiedlichen Tempi. Italien schrumpfte zum zweiten Mal in Folge und befindet sich damit in einer technischen Rezession. Deutschland stagnierte, während Frankreich

von Fiskalstimuli profitierte. Für das Jahr 2018 ergab sich ein Plus von 1.8% für die Eurozone als Ganzes. 2019 wird eine Verlangsamung auf 1.2% erwartet. Der Privatkonsum trägt dank gestiegenen Löhnen positiv zum Wachstum bei. Die EZB nahm die Abkühlung der Wirtschaftstätigkeit im März zum Anlass, künftige Zinserhöhungen auf 2020 zu verschieben. Zusätzlich wurde ein neues „TLTRO“-Stimulierungsprogramm aufgelegt. Der deutsche IFO Geschäftsklima-Index zeigte kürzlich Anzeichen einer leichten Erholung (Abb. 3), was zumindest einem Abgleiten in eine Rezession der wichtigsten Volkswirtschaft Europas entgegensteht. Eine Ausweitung des Handelsdisputts auf Europa, politische Faktoren wie Populismus nicht nur in Italien und der weiterhin im Brennpunkt stehende Brexit können allerdings die Märkte kurzfristig stören. Vor diesem Hintergrund dürften die Europawahlen im Mai interessanter als üblich werden.

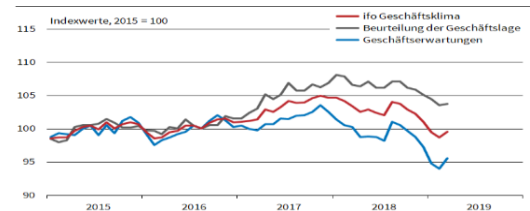


Abb. 3: ifo Geschäftsklima-Index Deutschland (saisonbereinigt. Ifo Institut/ifo Konjunkturumfragen, März 2019)

USA

Das Wirtschaftswachstum der USA steht mit einer geschätzten Wachstumsrate von 2.4% für 2019 nach 2.8% letztes Jahr vergleichsweise solide da. Die reduzierten Wachstumsaussichten verleiteten Fed-Chef Jerome Powell im März zu einer Verschiebung künftiger Zinserhöhungen auf 2020, zudem wird die Reduktion der Bilanz ab Mai 2019 verkleinert. Das Konsumentenvertrauen der USA hat sich nach der Shutdown-bedingten Delle im Januar wieder leicht erholt (Abb. 4). Die Arbeitsmarkt- und Lohnentwicklung sprechen für ein anhaltend positives Umfeld für die U.S.-Binnenwirtschaft. Auf der anderen Seite laufen die positiven Effekte der Steuerreform von Anfang 2018 allmählich aus. Die internationale Nachfrageschwäche dämpft das Bild ebenfalls.



Abb. 4: Konsumentenvertrauen USA (Bloomberg, März 2019)

Schwellenländer

Das Wachstum der Schwellenländer wird handelskriegsbedingt 2019 leicht abgeschwächt, bleibt jedoch entschieden höher als in entwickelten Ländern.

Risiken

Folgende globale Risikofaktoren bleiben im Fokus:

- Handelsdisput, globale Wachstumsverlangsamung
- Globale Verschuldung, Zentralbankenpolitik
- Europa: Brexit, Italien, Unruhen Frankreich, Regierungsablösung Deutschland



Traditionelle Anlagen

Obligationen: Dauerhaft tiefe Zinsen?

Im Januar 2019 schwenkte der Fed-Vorsitzende Jerome Powell zur Wortwahl, das Fed sei „geduldig“ bezüglich des künftigen Zinsanhebungspfads. Seit dem Notenbanktreffen im März sind Zinserhöhungen angesichts der weiter moderaten Inflation zumindest für dieses Jahr vorläufig vom Tisch. Gemessen an den Fed Fund-Futures preisen die Finanzmärkte im Moment gar die Möglichkeit von Zinssenkungen vor Ende 2019 ein. Dies scheint uns dann doch etwas voreilig. Das Tiefzinsumfeld wird jedoch viel länger als noch vor kurzem angenommen erhalten bleiben (Abb. 5).



Abb. 5: Renditen 10-jähriger Staatsanleihen (grün USA, schwarz Deutschland, rot Schweiz, Bloomberg, März 2019)

Anhaltende Handelsfraktionen und geopolitischer Unsicherheiten dämpften das Wirtschaftswachstum, worauf die EZB erste Zinserhöhungen abermals auf „frühestens 2020“ verschob. Zusätzlich kündigte die EZB überraschend frühzeitig neue Langfristender an („TLTRO 3“), mit denen sich Banken günstig refinanzieren und damit vermehrt Kredite sprechen können. Die SNB bleibt im Fahrwasser der EZB. Die Suche nach sicheren Anlagen drückte die Rendite Schweizer Staatsobligationen noch weiter ins Minus. Auch deutsche Staatspapiere notieren neuerdings unter null. Kürzlich fiel die Rendite 10-jähriger US-Regierungsanleihen unter diejenige dreimonatiger Papiere. Diese Inversion der Zinskurve war in der Vergangenheit meist Vorbote einer im Durchschnitt rund achtzehn Monate später folgenden Rezession (Abb. 6).

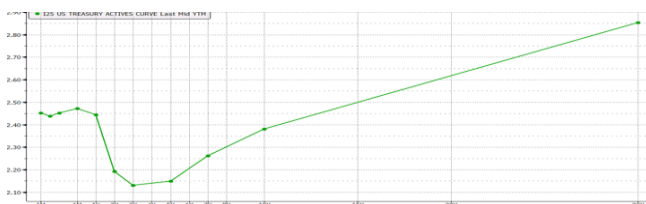


Abb. 6: Zinskurve US-Staatsanleihen (Bloomberg, März 2019)

Normalerweise wird allerdings die Renditedifferenz 10-jähriger zu zweijährigen Obligationen herangezogen, die (noch) nicht invers ist. Für das aktuell verzerrte Bild mitverantwortlich sind zudem strukturelle Faktoren wie Bankregulatorien und die aufgeblähten Notenbankbilanzen. Andere Finanzmarktindikatoren ausser obiger Zinskurve deuten nicht auf eine Rezession hin.

Angesichts der vorherrschenden Risikoaversion der Anleger in Festverzinslichen, begleitet von einem in absehbarer Zeit tief bleibenden Zinsumfeld, bleiben wir in Obligationen untergewichtet. Wir ziehen Privatmarkt-Anlagen als Alternative im Sinne einer Portfolioeimischung vor. Auch diese Anlageklasse ist jedoch nicht frei von Risiken, was bei der Allokation berücksichtigt werden sollte.

Aktien: Der Powell-Put lebt. „Sell in May?“

Die brüske, wenn auch verklausuliert formulierte Abkehr der US-Zentralbank Ende 2018 von einem mehr oder minder auf Autopilot geschalteten Zinserhöhungspfad zu einer „geduligen“ Haltung bereitete den Weg zu einer ausgeprägten Erholungsrally während des ersten Quartals vor. Die Finanzmarktteilnehmer gehen damit wieder davon aus, dass der „Powell-Put“ – die hilfreiche Unterstützung der Märkte in Krisenzeiten durch die Zentralbank – wiedererweckt wurde. Die Verluste des Vorquartals wurden damit im Wesentlichen wieder vollumfänglich aufgeholt. Die Sistierung weiterer Zinserhöhungen für den Rest des Jahres (auch durch die EZB), begleitet von einer Beendigung der Bilanzreduktion ab September, beunruhigte die Märkte dagegen eher (stärkere Wachstumsverlangsamung als erwartet?), mündete aber nicht in einer abrupten Umkehr des Anstiegs (Abb. 7).

Das globale Gewinnwachstum wird sich 2019 nach dem Ausklang des US-Steuerreformeffekts zu Beginn des letzten Jahres in deutlich moderateren Gefilden bewegen (Erwartungen 4-5%). Neben den oben erwähnten Zentralbankeffekten war das Aktienmarktrally auch eine Folge milderer Töne bezüglich der Lösung des Handelskonfliktes zwischen den USA und China. Aus dieser Warte dürfte einiges eingepreist sein, ohne dass jedoch bereits ein konkretes Abkommen unterzeichnet worden wäre. Eine Verschiebung oder milder als erwartete Vereinbarung birgt entsprechendes Enttäuschungspotenzial. Die weiterhin positive Arbeitsmarktsituation auch in Europa spricht andererseits für eine gesunde Aktienmarktentwicklung.



Abb. 7: Aktienmärkte USA (grün), Europa (blau), Schweiz (rot), Schwellenländer (gelb) indiziert seit Jahresbeginn 2018 in Lokalwährungen (Total Return Indices, Bloomberg, März 2019)

Wir sind im Begriff, unsere Aktienquote marginal zu reduzieren und halten knapp die Hälfte der Allokation im Heimmarkt Schweiz. In Europa sind wir im Portfoliokontext übergewichtet und in den USA untergewichtet, im Vergleich zum hohen Indexgewicht. In Schwellenländern bleiben wir weiterhin in Asien engagiert.

Kotierte Alternative Anlagen

Das attraktive Kapitalmarktumfeld spricht für Listed Private Equity-Unternehmen, deren Abschläge zum NAV nach Korrekturen über dem historischen Durchschnitt von 15% liegen. Infrastrukturtitel sind angesichts stabiler Cashflows und langlebigen Anlagebeständen verglichen mit den breiten Aktienmärkten attraktiv und weisen ansprechende Dividendenrenditen aus, haben seit Jahresbeginn aber überdurchschnittlich zugelegt. Gold profitiert vom verschobenen Zinserhöhungszyklus. Rohöl konnte sich dank „OPEC+“-Kürzungen erholen. Industriemetalle leiden unter Handelsdisput-Unsicherheiten und globalen Wachstumssorgen.



China: Ein Update

Die reale Wachstumsrate des chinesischen BIP schwächte sich über die letzte Dekade stetig ab. 2018 betrug die Rate noch 6.6% gegenüber 6.8% 2017 und 10.6% 2010. Der Anteil am globalen BIP-Wachstum von 3.7% (2018E) stieg hingegen auf knapp 1% an und beträgt damit rund 27% (Abb. 8). Für 2019 bereite Präsident Xi Jinping jüngst die Bevölkerung, erstmals mittels Angabe einer Bandbreite anstelle einer Punktprognose, auf einen weiteren Abschwung auf 6% - 6.5% vor. In absoluten Zahlen betrug das Wachstum 2018 USD 1.363 Bio., was höher als das gesamte BIP des Jahres 2001 war.

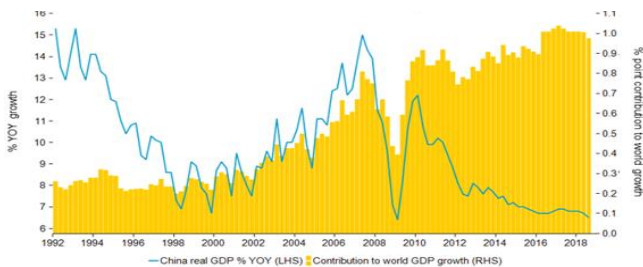


Abb. 8: Wachstumsrate BIP China und anteilmässiger Beitrag zum globalen BIP-Wachstum (Macrobond, Legal & General Investment Management, Januar 2019)

Die reduzierte Wachstumsrate 2018 war zu einem beachtlichen Teil gesteuert worden. In den Vorjahren hatte das Wachstum des inoffiziellen Kreditsektors („Schattenfinanzsystem“) einen aus Sicht der Staatsführung besorgniserregenden Anstieg verzeichnet bzw. zu Bedenken bezüglich der Finanzmarktstabilität geführt. Die Zurückbindung dieses Systems führte zu reduzierter Kreditvergabe, was sich auf die Gesamtwirtschaftslage auswirkte (Abb. 9). Die restriktivere Geld- bzw. Kreditpolitik der Regierung führte zu einer Abkühlung des chinesischen Industriesektors.

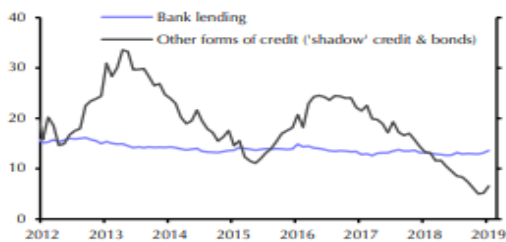


Abb. 9: Jährliche Veränderung Kredite insgesamt (CEIC, Capital Economics, Februar 2019)

Nationaler Volkskongress

Am kürzlich zu Ende gegangenen jährlichen Nationalen Volkskongresses (NPC) mit den rund 3'000 Mitgliedern wurden diverse Stützungsmaßnahmen angekündigt. Im Gegensatz zu den Konjunkturabschwüngen 2008 und 2015 wurden diesmal nicht ausschliesslich Infrastrukturprogramme beschlossen. Neben Reduktionen auf Mehrwertsteuersätzen und Sozialabgaben für Unternehmen werden Spezialschuldverschreibungen durch Lokalregierungen begeben, die Infrastrukturausgaben wiederbeleben sollen. Zusätzlich werden Reservevorschriften an Banken ge-

Das beigefügte Informationsmaterial ist ausschliesslich zur Veranschaulichung und für Diskussionszwecke bestimmt. Die Informationen in diesem Dokument sind zusätzlich für Präsentationszwecke zusammengefasst. Die Unterlagen können zudem Informationen enthalten, die teilweise oder vollständig auf hypothetischen Annahmen, Modellen und/oder anderen Analysen (die nur z.T. in diesem Dokument beschrieben werden) der Asset Management Partners AG oder mit ihr verbundenen Unternehmen, („AMP“) bestehen. Es wird von AMP keine Garantie oder Haftung dafür übernommen, dass die dargestellten Annahmen, Modelle oder Analysen sinnvoll oder richtig sind. Zwar stammen die in diesem Dokument abgebildeten Daten aus Quellen, die von AMP als zuverlässig erachtet werden, dies kann jedoch nicht garantiert werden. Die in diesem Dokument dargestellten Informationen sind vertraulich zu behandeln und dürfen weder zum Teil noch im Ganzen reproduziert werden.

lockert und Finanzierungskosten für Kleinunternehmen gesenkt. Insgesamt fallen die Stimulierungsmaßnahmen geringer aus als 2016, dürften damit aber auch kein Überschüssen provozieren (Abb. 10).

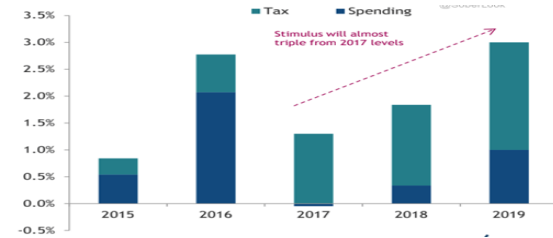


Abb. 10: Fiskalstimulierungen China in % des BIP (SunTrust Advisory Services, Wall Street Journal, März 2019)

Bemerkenswert ist zudem, dass am diesjährigen NPC der „Made in China 2025“-Plan überhaupt nicht erwähnt wurde und der „Belt and Road-Plan“ (neue Seidenstrasse, Abb. 11) deutlich weniger prominent als in den Vorjahren thematisiert wurde. Der Staat scheint sich allgemein zurückzunehmen um privatwirtschaftlichen Anreizen mehr Raum zu lassen.



Abb. 11: Neue Seidenstrasse (Stockholm Environmental Institute, Juni 2017)

Des Weiteren verabschiedete der NPC ein - recht vage formuliertes - Gesetz, das es ausländischen Unternehmen ermöglichen soll, mit gleich langen Spiessen wie die Einheimischen zu kämpfen. Letzteres dürfte auch im Hinblick auf die Hoffnung einer Lösung des Handelskonfliktes mit den USA verabschiedet worden sein. Ende März waren einige Analysten optimistisch, dass „in den nächsten Wochen oder Monaten“ ein entsprechendes Abkommen unterzeichnet wird.

Der Besuch des Präsidenten Xi Jinping in Italien und Frankreich im März sowie der kommende China-EU Gipfel im April 2019 in Brüssel mit Premier Li Keqiang unterstreichen das zunehmende Gewicht, das China Europa gibt.

Fazit

Das chinesische Umwerben Europas kommt zu einer Zeit, da um eine Lösung mit den USA gerungen wird. Europa könnte ordnungspolitisch die Rolle des Züngleins an der Waage um die wirtschaftliche globale Vorherrschaft übernehmen. Die USA werden kaum darum herum kommen, sich aufgrund der gemeinsamen Werte gegenüber Europa konstruktiver zu verhalten als mittels Strafzöllen zu drohen. China drängt letztlich wieder dorthin, wo es bis rund 1850 jahrhundertlang bereits war: An die Spitze. China darf nicht ignoriert werden.

Baar, März 2019/DIG