



Anlagepolitischer Ausblick 4. Quartal 2021

Globaler makroökonomischer Ausblick

- Nachlassende Wachstumsdynamik: Nachdem die Weltwirtschaft 2020 Corona-bedingt um 3.2% einbrach, dürfte das globale BIP dieses Jahr um beachtliche 6.0% zulegen. In der zweiten Jahreshälfte schwächt sich die Erholung im Vorjahresvergleich jedoch u.a. aufgrund von Basiseffekten ab.
- Neben den noch anhaltenden staatlichen bzw. monetären Unterstützungsmassnahmen lässt sich der Aufschwung auf die fortschreitenden Impfprogramme und gelockerten Beschränkungen zurückführen. Neue Virusmutationen bewirkten in Schwellenländern in den letzten Monaten wieder steigende Infektionsraten.
- Die infolgedessen wieder aufgenommenen Gegenmassnahmen sorgten auch in den USA und Europa für einen Rückgang des Konsumentenvertrauens, allerdings von hohen Erholungsniveaus aus.
- Die jüngsten Lieferengpässe und Virusinfektionen limitieren die Industrieproduktion verstärkt. Anzeichen steigenden Inflationsdrucks sollten zumindest teilweise temporärer Natur sein.
- Die US-Notenbank wird demnächst den Beginn der Reduktion ihrer Wertschriftenkäufe konkretisieren («Tapering»), während die EZB diesbezüglich über die nächsten Quartale flexibel agieren will.

Traditionelle Anlagen

0-3Mt. - 12Mt.

Währungen	Handelsspanne USD/CHF: 0.90 - 0.95 bzw. EUR/CHF 1.07 - 1.12.		
Obligationen	Die in den kommenden Quartalen bevorstehenden allmählichen Rücknahmen der Anleihekäufe durch die Zentralbanken dürften am langen Ende der Zinskurven mittelfristig zu nur moderat steigenden Renditen führen.	➔	➔
Aktien	Mit Ausnahme der Schwellenländer befinden sich die Bewertungen an den Aktienmärkten auf historisch hohen Niveaus, sind gemessen an ausgewiesenen Gewinnen aber jüngst gesunken. Der Investorenoptimismus ist etwas weniger stark ausgeprägt. Steigende Unternehmensgewinne und sinkende COVID-Fälle sprechen für Aktien, aber Inflationsängste und reduzierte Unterstützungsmassnahmen werden für höhere Volatilität sorgen.	➔	➔

Alternative Anlagen

Rohstoffe	Die steigende Nachfrage und sinkende Lager sprechen für anziehende Rohölkurse. Die Erwartung mittelfristig steigender USD-Realzinsen limitiert das Potenzial des Goldpreises.
Hedge Funds	HF-Strategien mit positiver Performance in der Breite und hohen Kapitalzuflüssen im 2Q21.
Alt. Forderungspapiere	Mikrofinanzanlagen mit tiefer Korrelation zu traditionellen Anlageklassen und stabilen Performancebeiträgen. Zusätzliche Impact-Rendite.
Immobilien	Differenz der Ausschüttungsrenditen von rund 2.2% (CH) gegenüber 10-jährigen Staatsanleihen weiter attraktiv. Agios auf Allzeithöchst und Unsicherheiten wegen Zinsentwicklung.
Übrige	Gegenwind im Krypto-Universum seit Mitte Mai vor allem wegen ökologischer Bedenken (Stromverbrauch) und regulatorischer Unsicherheiten (China Verbot seit September 2021).

Privatmarkt-Anlagen

Private Equity	Bewertungsparameter wieder mindestens auf Vorkrisenniveau. Weiterhin Zuflüsse von Geldmitteln in die Anlageklasse.
Private Debt	Alternative zu renditelosen Obligationen. Hohes Volumen an Neuemissionen und Refinanzierungen im ersten Quartal 2021, leichter Rückgang im zweiten Quartal.
Übrige	Im 1. Semester stetige Performancebeiträge bei breit diversifizierten Privatmarkt-Anlagen.

Marktdaten

BIP Wachstum %	Länder	2020	2021E	2022E
Industrienationen	USA	-3.4	5.9	3.8
	Japan	-4.7	3.8	2.7
	Eurozone	-6.3	5.0	4.6
	UK	-9.7	7.3	6.0
	Schweiz	-2.5	4.0	2.8
Schwellenländer	China	2.3	8.4	5.5
	Indien	4.0	-7.3	9.5
	Brasilien	-4.1	5.3	1.9
3 Monats Libor	30.09.21	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp
CHF	-0.76	-0.2	-0.2	2.5
USD	0.13	-1.5	-6.3	-10.3
EUR	-0.55	-0.3	-0.7	-4.7

Staatsanleihen (10y)	30.09.21	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp
CHF Eidgenossen	-0.18	5.8	11.0	32.8
USD Treasury	1.49	1.9	-25.3	80.3
EUR Bund	-0.20	0.8	9.3	32.3
Aktienmärkte	30.09.21	% -3M	% -6M	% -12M
SMI	11'642.45	-2.51	5.39	14.29
S&P 500	4'307.54	0.23	8.42	28.09
Nikkei	29'452.66	2.30	0.94	27.03
FTSE-100	7'086.42	0.70	5.55	20.80
DJ EURO-STOXX 50	4'048.08	-0.40	3.29	26.76
Rohstoffe	30.09.21	% -3M	% -6M	% -12M
Gold oz/USD	1'756.95	-0.74	2.88	-6.83
Öl (WTI)	75.03	2.12	26.83	86.55
Kupfer (Spot)	8'944.50	-4.35	1.78	34.14

Quellen: Bloomberg, Marktkonsens, BIP-Wachstum Marktkonsens/Zentralbanken/IWF, Oktober 2021



Gesamtwirtschaftliches Umfeld

Nachlassende Wachstumsdynamik

Nachdem die Weltwirtschaft 2020 pandemiebedingt um 3.2% einbrach, dürfte die globale Wirtschaftsleistung dieses Jahr um 6.0% wachsen. Die Impffortschritte und damit einhergehend die Lockerungen der Corona-Restriktionen wirken dabei als Haupttreiber (Abb. 1). Zusätzlich profitiert die Wirtschaft von den weiterhin anhaltenden geld- und fiskalpolitischen Stützungsmaßnahmen. Der Wachstumszenit scheint jedoch vielerorts bereits überschritten zu sein, und wir erwarten in den kommenden Monaten eine Verlangsamung der Dynamik. Die Pandemie inklusive Virusmutationen stellt dabei weiter ein Risiko dar. Die Aussicht auf wieder sinkende Inflationsraten, begleitet von immer noch hohem Wirtschaftswachstum, veranlasst die Zentralbanken, die Stützungsmaßnahmen zu drosseln – wenn auch sehr graduell und im Vorfeld extensiv kommuniziert. Von Zinserhöhungen ist hingegen nach wie vor keine Rede. Der Fall des chinesischen Immobilienriesen Evergrande sollte keine wesentlichen Auswirkungen auf den globalen Wirtschaftsverlauf haben. Auf Seite vier gehen wir vertieft auf China ein.

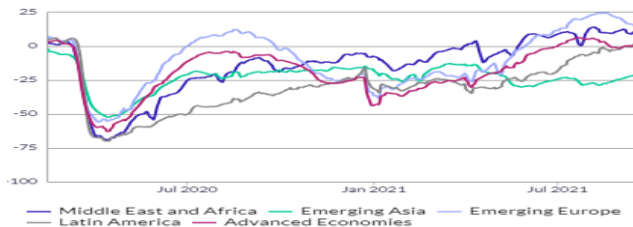


Abb. 1: Mobilitäts-Tracker regional indiziert per Januar/06. Februar 2020 (Google/Apple/Moovit/Capital Economics, September 2021)

Schweiz

Das Schweizer BIP erholte sich im 2. Quartal 2021 gegenüber dem Vorquartal real um 1.8%, im Vorjahresvergleich beträgt das Plus aufgrund der damaligen Lockdowns gar 7.7%. Das starke Wachstum ist auf die schrittweise Lockerung der Pandemie-Massnahmen ab Ende Februar zurückzuführen, was sowohl Konsum als auch Aussenhandel und Investitionen begünstigte. Der gestiegene Privat-, aber pandemiebedingt auch der Staatskonsum stechen dabei heraus (Abb. 2). Für das Gesamtjahr dürfte das Wachstum 4.0% betragen, gefolgt von einem im historischen Vergleich immer noch überdurchschnittlichen Plus von 2.8% 2022. In den letzten Wochen schwächte sich der CHF gegenüber dem Euro angesichts der optimistischen Markteinschätzung der Konjunktur ab, was den Interventionsdruck auf die SNB vermindert.

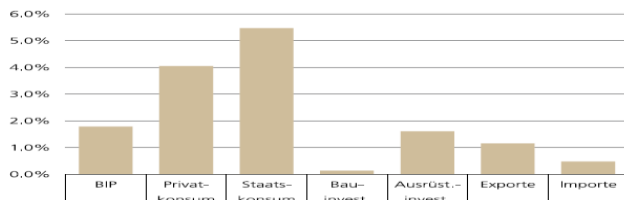


Abb. 2: Veränderung der BIP-Komponenten im Vorquartalsvergleich (Macrobond/UBS, September 2021)

Europa

Die Wirtschaft der Eurozone sollte sich über das Gesamtjahr 2021 ebenfalls markant erholen. Im 2. Quartal (BIP + 2.2% ggü. Vorquartal) trug im Vorjahresvergleich vor allem der Privatkonsum dank hoher Impfquoten und den Lockerungen zum Aufschwung bei. Die Industrieproduktion befindet sich zwar bereits wieder nahe Vorkrisenniveau, die Konjunkturerwartungen sind aber im September auf hohem Niveau

zurückgegangen (Abb. 3). Die Lieferengpässe sind nach wie vor ein Problem, aber weniger akut wie in den Vormonaten. Die wirtschaftliche Erholung insgesamt ist dank grosser Impffortschritte und Abbau der Corona-Restriktionen bereits weit fortgeschritten, die Unsicherheit bleibt aufgrund der Delta-Virusvariante aber hoch. Die EZB wird demnach die lockeren Finanzierungsbedingungen vorläufig noch aufrechterhalten. Die Inflationsindikatoren dürften auch in den kommenden zwei Jahren unter dem «symmetrischen» EZB-Ziel von 2% verharren.



Abb. 3: Eurozone: ZEW Konjunkturerwartungen (blau) und Konjunkturlage (schwarz; Refinitiv/ZKB, September 2021)

USA

Die US-Wirtschaft wuchs im 2. Quartal um 1.6% gegenüber dem Vorquartal, womit das Vorkrisenniveau bereits übertrifft wurde. Sowohl Investitionen als auch Privatkonsum trugen dazu bei. Beschäftigungs- und Lohnzuwachs sprechen für eine Fortsetzung der Dynamik, allerdings wirkt sich die hohe Inflation zumindest temporär dämpfend aus. Die hohe Anzahl offener Stellen dürfte durch den Wegfall von Unterstützungsmassnahmen nur teilweise verringert werden (Abb. 4). Tiefere Hausbau-Aktivitäten und Lieferengpässe deuten auf eine geringere Dynamik in Zukunft hin. Zudem dürfte sich die Inflationsrate auf einem höheren Niveau als vor der Krise einpendeln. Vorgeschlagene Infrastrukturprogramme – die vom Kongress arg zurechtgestutzt werden dürften – werden sich kaum auf die Wirtschaftsentwicklung der unmittelbaren Zukunft auswirken.



Abb. 4: Offene Stellen minus Einstellungen in tausend (Refinitiv/ZKB, September 2021)

Schwellenländer

In China zeichnet sich eine deutliche Wachstumsverlangsamung ab, die aufgrund verschärfter Einschränkungen im Zuge neuerlicher Corona-Ausbrüche weiter ausgeprägt wird. In vielen Schwellenländern wird der Impfrückstand gegenüber den entwickelten Regionen erst langsam aufgeholt. Das Wachstum auf globaler Ebene wirkt sich jedoch positiv aus.

Risiken

Wir beobachten die folgenden Risikofaktoren:

- Entwicklung der Corona-Pandemie und Auswirkungen von Mutationen auf die Wirtschaftsentwicklung
- Inflations- und Zinserhöhungsängste
- Langzeitfolgen: Verschuldungsproblematik
- Blockbildungen USA/Europa bzw. China
- Erhöhte Volatilität an den Finanzmärkten



Traditionelle Anlagen

Obligationen: Zinsänderungsrisiken nehmen zu

An den Anleihemärkten zeichnet sich eine Debatte ab, die sich um die Beständigkeit der erhöhten Inflation dreht. Die Zentralbanken insistieren einerseits, dass der jüngste Preisdruck zwar einige Monate dauern werde, letztlich aber temporär sei. Aus unserer Sicht stellen etwa Versorgungsunterbrüche ein kurz- bis mittelfristiges Problem dar. Die Belebung der Konsumnachfrage (begleitet von höheren Energiepreisen) ist auf den Nachholbedarf nach den Lockdowns der letzten Monate zurückzuführen. Lohnerhöhungen werden andererseits längerfristig haften bleiben. Wir gehen davon aus, dass die Inflation sich wieder zurückbilden wird, aber über den 2%-Zielgrößen der Zentralbanken bleiben dürfte. Letztere werden stabilisierend auf die Finanzmärkte wirken. Mithin sehen wir nur beschränktes Potenzial für höhere Renditen am langen Ende der Zinskurven (Abb. 5).



Abb. 5: 10-Jahresrenditen minus 2-Jahresrenditen Staatsanleihen (Bloomberg, September 2021)

Aktien: relative Attraktivität

Die Aktienmärkte setzten insgesamt den Aufwärtstrend seit März 2020 bis Anfang September fort, wobei die Schwellenländer-Indizes schon länger etwas angeschlagen wirken (Abb. 6). Seither machten sich Sorgen um die Delta-Virusvariante, globale Steuererhöhungen, Versorgungsengpässe oder das Zurückfahren der Anleihekäufe der Zentralbanken und seit kurzem auch erhöhte Energiepreise breit. Zudem fehlten positive Impulse wie Unternehmensberichte. Die gemässigte Stimmung bildet jedoch den Boden für eine Wiederbelebung für Kursanstiege. Die globale Wirtschaftstätigkeit bleibt insgesamt stark und der jüngste Anstieg der COVID-19 Fälle verursacht deutlich weniger Störungen des Wirtschaftsgeschehens als zuvor. Eine valable Alternative zu Aktien lässt sich in liquiden Märkten nicht ausmachen. Angesichts der gestiegenen Volatilität haben wir unsere Aktienallokation etwas reduziert, bleiben aber leicht übergewichtet.



Abb. 6: Aktienmärkte USA (grün), Europa (blau), Schweiz (rot), Schwellenländer (gelb) indiziert, seit Jahresbeginn 2020 in Lokalwährungen (Total Return Indizes; Bloomberg, September 2021)

Alternative Anlagen

Die breitgefassten Rohstoffindizes, insbesondere der energielastige S&P GSCI Index, setzten ihre sich seit März 2020 abspielende Erholung fort. Trotz Angebotserhöhungen durch OPEC+ sanken die Rohölvorräte bei moderat wachsender Produktion, was auf

eine solide Wirtschaftstätigkeit hinweist. Ähnlich angespannt ist die Versorgungslage bei Industriemetallen, was sich aufgrund saisonal steigender Nachfrage in den USA und Europa noch akzentuieren dürfte. Die Ausnahme bildet Gold. Die aktuell tiefen USD-Realrenditen bzw. gestiegene Inflationsindikatoren werden von der Anlegergemeinde augenscheinlich als temporär betrachtet. In Anbetracht der exzessiven globalen Verschuldungsproblematik erachten wir eine Beimischung von Gold in breit diversifizierten Portfolios als sinnvoll.

Die Kursbewegungen von Bitcoin bleiben volatil (Abb. 7). Regulatorische Unsicherheiten bzw. Meldungen insbesondere aus China, wo zuerst im Juni das Schürfen von Kryptowährungen und kürzlich der Handel verboten wurde, belasteten den Kurs. Das beschränkte Angebot und die steigende Nachfrage sprechen langfristig für Bitcoin. Unser gegen Ende des ersten Quartals eingegangenes Engagement in Mikrofinanzanlagen weist dank beständiger Renditen aus Zins- und Rückzahlungen im Gegensatz hierzu eine tiefe Volatilität, aber ebenso eine geringe Korrelation zu traditionellen Anlageklassen auf.

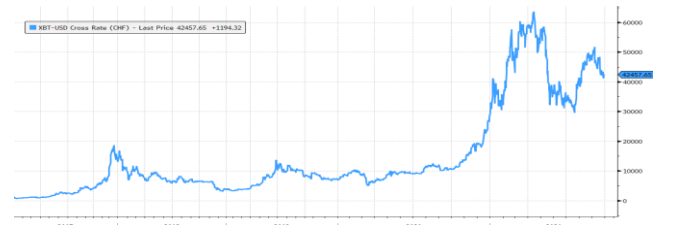


Abb. 7: Bitcoin in USD (Bloomberg, September 2021)

Privatmarkt-Anlagen

Das Tempo der Private-Equity-Aktivitäten setzte sich auch im zweiten Quartal 2021 fort. In Europa verlangsamte sich das Schrittempo gegenüber dem ersten Quartal zwar, mit rund 1'800 Abschlüssen über knapp EUR 170 Mia. (1. Quartal: 1'936 Abschlüsse über EUR 160 Mia.) konnte aber das zweithöchste Quartalsergebnis verzeichnet werden. Im Vorjahresvergleich betragen die Zuwächse 161% bzw. 137%. Neben der Wirtschaftserholung waren die hohen Liquiditätspolster europäischer Erstanleger von EUR 250 Mia. massgebliche Auslöser dafür.

Als Beispiel akquirierte Partners Group im vergangenen Quartal eine signifikante Minderheitsbeteiligung am asiatischen Anbieter von Logistiklösungen Apex Logistics, in dem Kuehne & Nagel der Mehrheitsaktionär ist. Ebenso wurde eine 75%-Beteiligung an EOLO eingegangen, dem grössten italienischen Anbieter von drahtlosem Festnetzzugang. Als Exit kann der Verkauf der brasilianischen Detailhandelskette Hortifruti angeführt werden, ein lokaler Marktführer für frische Lebensmittel. Innerhalb der letzten fünf Jahre konnte die Anzahl Niederlassungen beinahe verdoppelt sowie ein digitaler Absatzkanal etabliert werden.

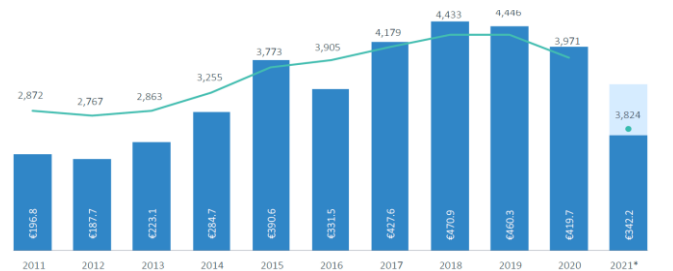


Abb. 8: Europäische Private Equity-Investitionsaktivitäten in EUR Mia. (PitchBook, Daten per 30. Juni 2021)



China: «Gemeinsamer Wohlstand»

Am 18. Nationalen Volkskongress im November 2012, als Xi Jinping den Posten des Vorsitzenden der Kommunistischen Partei Chinas übernahm, wurden zwei wesentliche Richtlinien verabschiedet. Zum einen wurde eine Verdoppelung des Pro-Kopf-Einkommens von 2010 bis 2020 angestrebt, was erreicht wurde. Zum anderen wurde die Förderung des «gemeinsamen Wohlstands» angestrebt. Letzteres wurde in den letzten Monaten vermehrt betont und hatte eine hohe Kadenz staatlicher Eingriffe bzw. geradezu eine Regulierungsflut zur Folge. Dies blieb beispielsweise auf chinesische Technologieaktien nicht ohne Auswirkungen (Abb. 9). Zu den in der Grafik aufgeführten Eingriffen kamen in den letzten Wochen unter anderem Einschränkungen beim Online-Gaming für Jugendliche, eine Verschärfung der Regulierung von Glücksspielen in der Sonderverwaltungszone Macau oder das vorgängig erwähnte Verbot von Kryptowährungen.



Abb. 9: Hang Seng Technology Index indexiert (Bloomberg/Swisscanto, September 2021)

Was bedeutet «gemeinsamer Wohlstand»?

Eine verstärkte Fokussierung auf gemeinsamen Wohlstand hat zur Folge, dass die Politik danach strebt, nachhaltigeres Wachstum zu fördern, sozialen Ungleichheiten entgegenzuwirken sowie finanzielle und soziale Risiken zu kontrollieren. Das Konzept ist nicht neu. Es wurde zuerst in den 1950er Jahren von Staatsgründer Mao Tse-tung und in den 1980er Jahren von Deng Xiaoping erwähnt, der die Wirtschaft modernisierte. Der «Sozialismus chinesischer Prägung» führte dazu, dass China eine Wirtschaftsmacht wurde, er verstärkte aber auch die Ungleichheiten, was potenziell die soziale Stabilität gefährdet. Xi Jinping versucht dem Gegensteuer zu geben, was in einem umfangreichen regulatorischen Fussabdruck mündete.

Grundsätzlich ist die chinesische Regierung an Stabilität interessiert. Dazu setzt sie auf Wohlstandswachstum für die breite Bevölkerung. Wenn die Einkommensungleichheit zu gross wird, leiden die Durchschnittsbürger und damit die ganze Gesellschaft. Mit den Regulierungen werden einzelne Unternehmen eingeschränkt, aber die soziale Stabilität erhöht. Es handelt sich also insgesamt nicht um eine neue kulturelle Revolution, sondern eine gezielte Neuausrichtung der Wirtschaft.

In Grundversorgungsleistungen wie Gesundheitswesen und Erziehung wird der Staat (weiter) dominieren. In anderen Sektoren wie Technologie beabsichtigen die Politiker aber nicht, den Privatsektor zu verdrängen, sondern Auswüchsen etwa monopolistischer Natur zu begegnen – was an sich durchaus Sinn macht. Ziele wie technologische Führerschaft und Selbstversorgung in Gebieten wie Halbleiterproduk-

tion oder erneuerbare Energien werden gezielt gefördert. Die Rolle des herstellenden Gewerbes dürfte wieder wichtiger werden.

Die diversen Eingriffe zeigen anders betrachtet aber auch, dass das Reich der Mitte immer mehr nach innen gerichtet ist. Ideologie kommt vermehrt vor wirtschaftlichem Pragmatismus. Die Globalisierungswelle der letzten Jahrzehnte wird teilweise rückgängig gemacht – China genügt vermehrt sich selbst.

Auswirkungen auf die Finanzmärkte

Die verschärften Regulierungen wirken sich beispielsweise auf die Umsatzentwicklung von Internetunternehmen aus. Kartell- und Datenschutzregeln bewirken, dass die Unternehmen nicht mehr uneingeschränkt Konsumenteninformationen sammeln und nutzen können. Verbesserter Arbeitsschutz zieht zudem höhere Kosten nach sich. In Abb. 10 wird das Gewinnwachstum der letzten fünf Jahre mit der KGV-Entwicklung bzw. den entsprechenden Bewertungen verglichen (PEG Ratio). Eine künftig tiefere Gewinnentwicklung scheint damit zu einem grossen Teil bereits in den gegenwärtigen Aktienkursen eskomptiert zu sein.

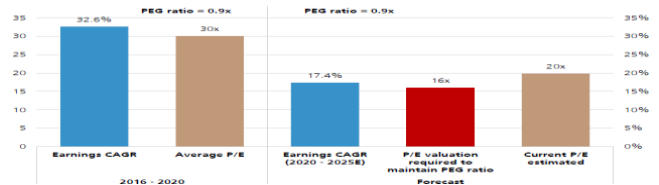


Abb. 10: Gewinnwachstum und Bewertungen chinesischer Internet- und e-Commerceaktien historisch und prognostiziert (Thomson Reuters/UBS, September 2021)

Jüngst in die Schlagzeilen geriet der zweitgrösste Immobilienentwickler Evergrande, der mit USD 305 Mia. Gegenwert stark verschuldet ist und vermutlich wegen Zahlungsunfähigkeit abgewickelt wird. Da die Schuldpapiere weitgehend an Binnenmärkten platziert sind, gehen wir nicht von einem Domino-Effekt auf ausländische Gläubiger aus. Da der Immobiliensektor zudem rund 25% des BIP beträgt und etwa 40% der Vermögen des Mittelstandes in Immobilien angelegt sind, wird die chinesische Regierung alles tun, um einen Flächenbrand zu vermeiden. An einer Reduktion der Verschuldung des Sektors wird allerdings schon länger gearbeitet (Abb. 11). Die Situation von Evergrande ist ein Resultat davon.



Abb. 11: Finanzierungsquellen chinesischer Immobilienentwickler (Gavekal Dragonomics, September 2021)

Fazit

Die verstärkte Regulierung in China ist letztlich eine Bekämpfung von Auswüchsen, was das Umfeld langfristig eher stärkt. Die zweitgrösste Weltwirtschaft ist zu wichtig, um ignoriert zu werden. Wir bleiben in China investiert.

Baar, Oktober 2021/DIG

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.