



Anlagepolitischer Ausblick 2. Quartal 2017

Globaler makroökonomischer Ausblick

USA	<ul style="list-style-type: none"> Die Wirtschaftswachstumsrate dürfte nach einem moderaten Plus von 1.9% im Q4 2016 anziehen. Das Konsumentenvertrauen hat das Vorkrisen-Höchst von 2007 überflügelt. Präsident Trump dürfte sich demnächst auf Steuersenkungen und Deregulierungsmassnahmen konzentrieren. Wirtschaftliche Auswirkungen, insbesondere von potenziellen Infrastrukturausgaben, werden nicht vor Ende 2017/Anfang 2018 erwartet. Die Leitzinserhöhungen des Fed werden sich bis Ende Jahr auf total 0.75% belaufen.
Europa	<ul style="list-style-type: none"> Das BIP-Wachstum der Eurozone sollte sich mit 1.8% für 2017 gegenüber dem letzten Jahr leicht erhöhen. Die Inflation ist auf die Zielgrösse der EZB von 2% angestiegen. Die Kernrate (ohne Nahrung und Energie) steht hingegen erst bei 0.9% und ist für die Zentralbank Anlass genug, bis mindestens Ende 2017 am „QE“-Programm festzuhalten. Die Arbeitslosenquoten sinken auf breiter Front, aber von Land zu Land unterschiedlich. Politische Risiken bleiben bestehen, besonders prominent mit den bevorstehenden Wahlen in Frankreich. Wir gehen nicht von einem Sieg der Front National-Kandidatin aus.
Schweiz	<ul style="list-style-type: none"> Das Schweizer BIP wird 2017 mit 1.5% gegenüber 1.3% 2016 moderat steigen. Für 2018 werden gar 1.9% erwartet, u.a. dank der Belebung in Europa. Schweizer Unternehmen haben sich mittlerweile mit dem Frankenschock von Anfang 2015 arrangiert. Das Konsumentenvertrauen ist im Steigen begriffen. Der Handlungsspielraum der SNB bleibt durch die EZB beschränkt. Sie hat die Devisenmarktinterventionen seit Jahresbeginn verstärkt, allerdings wenig erfolgreich.
Emerging Markets	<ul style="list-style-type: none"> Gemäss den Vorlaufindikatoren hellt sich das Bild auf verbreiteter Basis auf. Risiken wie eine protektionistischere USA müssen jedoch genau verfolgt werden.

Traditionelle Anlagen

0-3Mt. bis 12Mt.

Währungen	Handelsspanne USD/CHF: 0.96 - 1.10 bzw. EUR/CHF 1.05 - 1.12.		
Obligationen	Zinserhöhungen durch das Fed werden greifbarer, die Gangart bleibt aber moderat. Die Zinskurven wurden bereits steiler. Konkrete Hinweise auf ein „Tapering“ der EZB fehlen, doch die US-Zinserhöhungen haben Signalwirkung auf andere Märkte. Im Moment divergieren die Geldpolitiken der USA und Europas. Die Rendite 10-jähriger Eidgenossen bleibt negativ. Strategie: Weiter kurze Laufzeiten bevorzugen, Regierungs- und CHF-Anleihen meiden.	➔	➔
Aktien	Nach den Avancen infolge der Trump-Wahl sahen einige Märkte kürzlich selektive Gewinnmitnahmen. Insgesamt bleibt der Auswärtstrend jedoch bestehen. Die Volatilitätsindizes bleiben zu tief, während die Bewertungen historisch zwar erhöht, im Zinsmarktkontext trotzdem gerechtfertigt sind. Das steigende Wirtschaftswachstum wirkt unterstützend, gleichwohl verdienen politische Unwägbarkeiten erhöhte Aufmerksamkeit.	➔	➔

Kotierte Alternative Anlagen

Private Equity	Kursabschläge zu NAVs verengten sich jüngst unter den historischen Durchschnitt von 15%. Erhöhte Selektivität ist wichtiger geworden.	➔	➔
Infrastruktur	Das langfristige Pro-Argument bleibt angesichts enormen Investitionsbedarfs zwecks Wachstumssicherung überzeugend, aber erhöhter „Makro-Gegenwind“.	➔	➔
Rohstoffe	Förderbeschränkungen der OPEC werden durch US-Erhöhungen kompensiert. Gold dürfte von steigenden USD-Realzinsersparungen gehemmt werden.	➔	➔
Immobilien	Teuer in potenziell steigendem Zinsumfeld.	⬇	⬇

Marktdaten

BIP Wachstum %	Länder	2015	2016E	2017E	
Industrienationen	USA	2.4	1.6	2.3	
	Japan	0.6	1.0	1.1	
	Eurozone	1.5	1.7	1.8	
	UK	2.2	2.0	1.6	
	Schweiz	0.8	1.3	1.5	
Emerging Markets	China	6.9	6.7	6.5	
	Indien	7.4	7.5	6.8	
	Brasilien	-3.7	-3.5	0.8	
Wechselkurse		31.03.17	% -3M	% -6M	% -12M
USD/CHF	1.003	-1.61	3.21	4.56	
EUR/CHF	1.069	-0.29	-2.06	-2.05	
GBP/CHF	1.259	0.03	-0.13	-8.81	
3 Monats Libor		31.03.17	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp
CHF	-0.73	0.0	2.0	0.0	
USD	1.15	15.2	29.6	50.1	
EUR	-0.33	-1.0	-2.8	-8.5	

Staatsanleihen (10y)	31.03.17	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp	
CHF Eidgenossen	-0.12	9.7	45.6	24.7	
USD Treasury	2.39	-5.7	79.3	61.9	
EUR Bund	0.33	12.0	44.7	17.5	
Aktienmärkte		31.03.17	% -3M	% -6M	% -12M
SMI	8 658.89	5.34	6.39	10.90	
S&P 500	2 362.72	5.53	8.97	14.71	
Nikkei	18 909.26	-1.07	14.95	12.83	
FTSE-100	7 322.92	2.52	6.14	18.59	
DJ EURO-STOXX 50	3 500.93	6.39	16.61	16.51	
Rohstoffe		31.03.17	% -3M	% -6M	% -12M
Gold oz/USD	1 249.35	8.43	-5.05	1.35	
Öl (WTI)	50.60	-5.81	4.89	31.98	
Kupfer (Spot)	5 816.00	5.31	19.97	19.17	

Quelle: Bloomberg, April 2017



Gesamtwirtschaftliches Umfeld

Politik und Geldpolitik-Unsicherheiten stehen im Vordergrund. Beschleunigtes Wirtschaftswachstum und steigende Inflation

Die globale Wirtschaftstätigkeit hat sich in den letzten Monaten beschleunigt. Obwohl die realen BIP-Wachstumsraten im historischen Vergleich blutleer bleiben, steigen sie doch weiter an. Die Vorlaufindikatoren verbessern sich ebenfalls, was auf ein zunehmendes Wachstum im ersten Quartal 2017 schliessen lässt. Die Inflation zieht auf verbreiteter Basis an. Dies mildert Deflationsängste (Abb. 1).

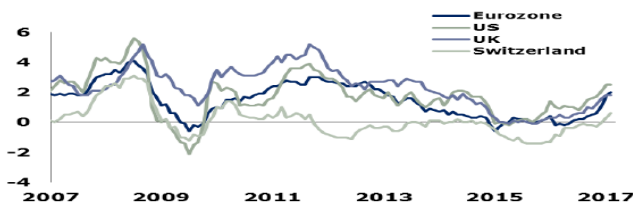


Abb. 1: Inflation auf Basis Konsumentenpreise (Bloomberg, März 2017)

USA

Sowohl BIP-Wachstum wie auch Konsumentenvertrauen steigen. Letzteres befindet sich mittlerweile wieder über dem Vorkrisen-Niveau von 2007. Neugeschaffene Arbeitsstellen und die Arbeitslosenraten deuten auf Vollbeschäftigung hin, was sich auch auf vermehrte Lohnerhöhungen auswirkt, wobei letztere erst moderat steigen (Abb. 2). Weitere Stimulationsmassnahmen werden von der neuen Regierung erwartet, bleiben aber noch wenig fassbar. Die verbesserte Konsumentenstimmung wird zu höheren Verbraucherausgaben führen, die den Löwenanteil der Wirtschaft ausmachen. Präsident Trumps Absichten bezüglich Importzöllen stellen hingegen, sofern umgesetzt, ein Risiko für den Aussenhandel dar.

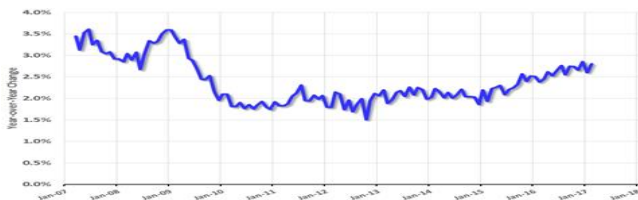


Abb. 2: Konsumentenvertrauen USA (Bloomberg, Dezember 2016)

Das Fed deutete an, den Leitzinssatz bis Ende 2017 um weitere 0.50% und 2018 um nochmals 0.75% zu erhöhen. Die US-Wirtschaft sollte dies verkraften können, da Zinserhöhungen vermehrt als Ausdruck von Stärke interpretiert werden. Die Frage bleibt, ob das Fed nicht „hinter die Kurve zurückgefallen“ ist bzw. bereits zu spät agiert.

Europa

Das Wirtschaftswachstum der Eurozone verbessert sich ebenfalls, auch wenn mit ungleichen Tempi unter den einzelnen Ländern. Die Arbeitslosenraten sinken sowohl in Kerneuropa wie auch in der Peripherie, mit Ausnahme Frankreichs und Italiens (Abb. 3).

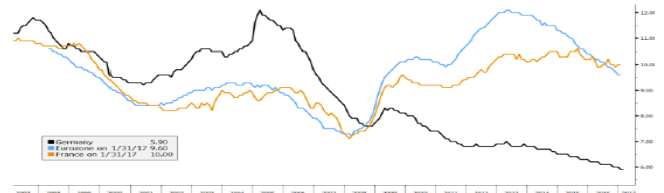


Abb. 3.: Arbeitslosenraten in Kerneuropa (Deutschland schwarz, Frankreich orange, Eurozone insgesamt blau. Bloomberg, März 2017)

Die französischen Präsidentschaftswahlen April/Mai 2017 hätten weitreichende Folgen, sollte Marine Le Pen tatsächlich als Siegerin hervorgehen. Wir betrachten dies gegenwärtig jedoch als unwahrscheinlich. Der Gegensatz zwischen weitverbreitetem Populismus und einem moderat positiven Wirtschaftsumfeld in Europa insgesamt bleibt aber augenfällig.

Das Vereinigte Königreich hat kürzlich definitiv das Austrittsgesuch aus der EU gestellt. Betreffend zukünftiger Marktvolatilitäten hängt vieles vom Verlauf der kommenden Verhandlungen ab, die gegenwärtig noch weitgehend im Dunklen liegen – inklusive möglicher Effekte auf andere EU-Mitglieder.

Schweiz

Das schweizerische Wirtschaftswachstum steigt moderat, hauptsächlich dank dem Privatkonsum. Die Vorlaufindikatoren deuten auf eine weitere Steigerung im ersten Quartal 2017 hin (Abb. 4). Neben dem Privatkonsum sollte die Wirtschaft auch von der steigenden Dynamik im EU-Raum profitieren. Allerdings könnten politische Ereignisse die Nachfrage nach dem Schweizer Franken als Fluchtwährung erhöhen, was bei allfälligen erfolglosen Interventionen der SNB die Exporte negativ beeinflussen würde.



Abb. 4: Schweizer Vorlaufindikator PMI (Bloomberg, März 2017)

Emerging Markets

Die Wirtschaftsaussichten verbessern sich auf breiterer Front als noch vor kurzem, obwohl mehrere Länder sich noch aus Rezessionsszenarien winden müssen. Eine protektionistischere US-Handelspolitik bleibt ein Risiko, aber viele Volkswirtschaften sind robuster aufgestellt als vor wenigen Jahren.

Risiken

Wir beobachten folgende globale Risikofaktoren:

- Mögliche Auswirkungen der künftigen US-Politik (Protektionismus, Steuern)
- Politischer Populismus in Europa und den USA
- Geldpolitik der Zentralbanken und steigende Inflation
- Geopolitische Konflikte (Naher Osten, Asien, Wahlen Europa)



Traditionelle Anlagen

Obligationen – weitverbreiteter Zinsanstieg

Steigende USD-Renditen nach den Wahlen im November 2016 sind im Lichte potenziell wachsender Regierungsausgaben und vor allem sinkender Unternehmenssteuern nachvollziehbar. Angesichts der nach wie vor stimulierenden Zentralbanken anderswo sind steigende Renditen ausserhalb des Dollarraums vor allem das Resultat eines Signaleffektes. Die Inflationszahlen steigen hingegen weltweit. Dies ist aber vor allem auf die von den letztjährigen Tiefstständen erholten Ölpreise zurückzuführen. Wir halten den Inflationsanstieg für temporär. Andererseits gehen der EZB angesichts des verbesserten Konjunkturmehls langsam die Gründe für eine anhaltende Stimulierung aus. Das Risiko, dass die Märkte allmählich für eine Änderung der Politik vorbereitet werden – wenn auch nicht in unmittelbarer Zukunft –, steigt. Die Frage ist nicht mehr ob, sondern wann die EZB mit einem „Tapering“ beginnen wird.

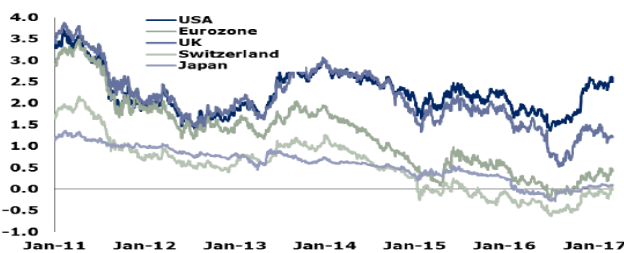


Abb. 5: Renditen 10-jähriger Staatsanleihen (Bloomberg, März 2017)

Die Wahrscheinlichkeit, zu einigermaßen vertretbaren Renditen in traditionelle Obligationen investieren zu können, nahm zwar zu (Abb. 5). Eine Rückkehr zu den Renditemöglichkeiten der Vergangenheit bleibt jedoch in weiter Ferne. Wir sind in kurzfristigen Laufzeiten investiert als Ausdruck einer Strategie, das „Pulver trocken zu halten“. Viele Anleger erhöhten in letzter Zeit das Risiko und ignorierten mögliche Fallgruben. Wir vermeiden weiterhin hochverzinsliche und somit hochriskante Investitionen.

Aktien – geht das Rally weiter oder steht eine Korrektur an?

In der Welt der Aktienanlagen scheint alles in bester Ordnung zu sein. Die Weltwirtschaftslage verbessert sich insgesamt und die Gewinnwachstumserwartungen sind in vielen Märkten relativ hoch. Dies wird in den Aktienkursen bereits eskomptiert. Während die Bewertungen über dem historischen Durchschnitt liegen, bleibt das Akronym TINA („there is no alternative“) in aller Munde.

Kürzlich waren allerdings einige (temporäre) Verwerfungen zu beobachten. Aktienbewertungen scheinen vermehrt auf allzu optimistischen Erwartungen als auf Fakten zu beruhen. Andererseits können sich die Märkte angesichts der sich aufhellenden Grosswetterlage und möglicher Absenz negativer politischer Überraschungen durchaus weiter positiv entwickeln, wenn auch stets mit Rückschlägen zu rechnen ist. Die Gewinnwachstumserwartungen müssen bestätigt werden (Abb. 6) und ungewollte Ereignisse ausbleiben, was absolut möglich ist. Die Trump-Administration muss sich als fähig erweisen, Versprechungen in Fakten zu verwandeln, die Eurozone muss zusammenhalten und weitere negative

politische Schocks ausbleiben. Falls dies grösstenteils so eintrifft, haben die Märkte durchaus weiteres Potenzial.



Abb. 6: Änderung Gewinnwachstumserwartungen Europa (Morgan Stanley, März 2017)

Aus regionaler Sicht bleiben wir Aktien der Eurozone und der Schweiz gegenüber positiv eingestellt. In Europa sollten die lokalen Volkswirtschaften insbesondere in Kerneuropa und der Schweiz vom verbesserten Konsumklima profitieren, zudem sind die Bewertungen insgesamt vertretbar. Die drei grosskapitalisierten Schweizer Aktien (60% der Marktkapitalisierung) weisen zudem Aufholpotenzial auf, das sich bereits in den jüngsten Kursentwicklungen niederschlug. Die Dividendenrenditen bleiben attraktiv und damit längerfristig ein substanzieller Teil der Gesamtrenditen von Aktien (Abb. 7). Wir sind US-Aktien gegenüber konstruktiv eingestellt. Nach den Avancen der letzten Monate hat sich jedoch ein gewisses Enttäuschungspotenzial aufgebaut. In Schwellenländern halten wir den Fokus auf Asien, beobachten aber vermehrt auch andere Regionen. Auf Sektorebene favorisieren wir Konsum, Pharma, IT und Rohstoffe.

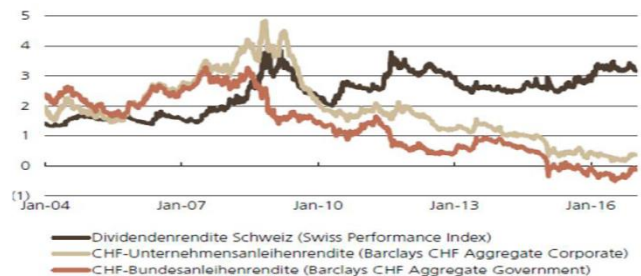


Abb. 7: Dividendenrendite Schweiz vs. Obligationenrenditen (UBS, März 2017)

Kotierte Alternative Anlagen

Angesichts des Mangels an Renditealternativen verringerten sich die Discounts gelisteter Private Equity-Unternehmen zum NAV seit dem Höchst im Juni 2016 von 29% unter den historischen Durchschnitt von 15% auf gegen 10%. Entsprechend ist erhöhte Selektivität wichtig. Infrastrukturtitel entwickeln sich in einem volatilen Marktumfeld positiv, auch gestützt von Dividendenrenditen von rund 3.5% (5% bei Private-Equity-Unternehmen).

Die Rohstoffpreise divergieren. Öl hat angesichts der Kompensation tieferer OPEC-Produktion durch den höheren US-Ausstoss wenig Potenzial, und Gold würde unter steigenden USD-Realzinsen leiden. Industriemetalle haben angesichts der Angebotsverknappung in den letzten Jahren vermehrt Kurssteigerungspotenzial.



Blockchain: eine Einschätzung

Eine Finanztransaktionsdatenbank – virtuelles Geld – Bitcoin ist ein Teil davon

Fintech und insbesondere Blockchain sind Ausdrücke, die in letzter Zeit vermehrt in den Medien kolportiert wurden. Wir betrachten sie in erster Linie als ein Instrument, mit dem Finanztransaktionen effizienter durchgeführt werden können. Zuallererst ist Blockchain lediglich ein – allerdings intelligentes – Mittel, mit dem die Sicherheit von Finanztransaktionen über das Internet erhöht wird. Zweitens werden Transaktionen für die involvierten Parteien kostengünstiger. Wir als Konsumenten werden kaum Notiz davon nehmen und werden davon höchstens indirekt profitieren, beispielsweise als Investoren in Finanzunternehmen, deren Ertragssituation durch eine tiefere Kostenbasis verbessert wird.

Was ist die Blockchain?

Blockchain ist eine Datenbank, in der alle Transaktionen zwischen Gegenparteien in chronologischer Abfolge in einer gemeinsamen Handelsplattform dokumentiert werden. Die Blockchain wird nicht zentral abgelegt, sondern befindet sich dezentral auf den Servern der Marktteilnehmer. Jeder neue Teilnehmer lädt die Liste vergangener Transaktionen auf seinen Computer und fügt mit seiner Buchung einen neuen Block hinzu. Eine Fälschung der Liste ist nicht möglich, da eine Diskrepanz entdeckt und von den anderen Teilnehmern abgelehnt würde. Die Liste untersteht nicht einer zentralen Instanz (z.B. einer Bank) und wird dadurch nicht Opfer einer „Geldmengenexpansion“.

Wie funktioniert sie?

Traditionelle Finanztransaktionen, insbesondere grenzüberschreitende, sind relativ komplex (Abb. 8).

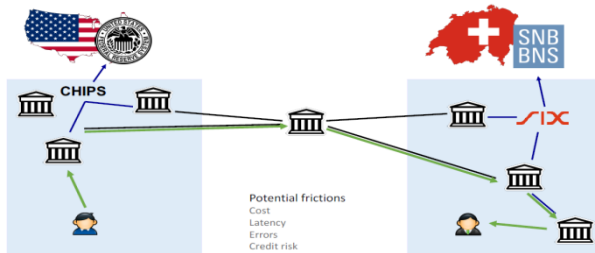


Abb. 8: Traditionelle grenzüberschreitende Transaktion (Metaco SA, Januar 2017)

Zu den Schwachpunkten gehören etwa Transaktionskosten, falsche Datenübermittlungen oder Kreditrisiken.

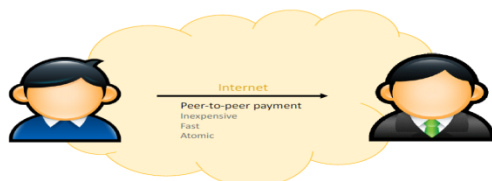


Abb. 9 Beweggründe für die Blockchain: Keine Drittpartei involviert (Metaco SA, Januar 2017)

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.

Über den Blockchain-Mechanismus getätigte Transaktionen sind dagegen vergleichsweise kostengünstige Abwicklungen direkt zwischen zwei Gegenparteien (Abb. 9). Gemäss einer Studie der Banco Santander von 2015 dürften dank Blockchain die globalen Infrastrukturkosten des Bankensektors bis 2022 um USD 15 – 20 Mia. gesenkt werden.

Die Blockchain hat vor allem dank Bitcoin Aufmerksamkeit erlangt. Als Technologie kann sie in verschiedenen Bereichen angewendet werden. Die amerikanische Börse Nasdaq hat beispielsweise 2015 eine Handelsplattform auf Blockchain-Basis eingeführt. Die Technologie kann Clearingstellen im Wertschriftenhandel ersetzen. Im Kunst- oder Diamantenhandel kann sie Fälschungen oder den Verkauf von Diebesgut erschweren.



Abb. 10: Bitcoin vs. US-Dollar: Volatile Währung (Bloomberg, April 2017)

Mögliche Auswirkungen

Zahlungsunternehmen (z.B. Worldpay Group Plc) oder Kreditkartenbetreiber (Visa, Mastercard etc.) werden von tieferen Kosten und beschleunigten Transaktionsgeschwindigkeiten profitieren. Insgesamt sind Finanzdienstleistungen generell, vor allem aber Börsen (Clearing) bzw. „post-Trade-Abwicklungen“ tangiert. Wer schlussendlich die Gewinner und Verlierer sind, ist gegenwärtig noch schwer zu bemessen. Intermediäre, die Transaktionen zwischen verschiedenen Parteien koordinieren und abwickeln und die Technologie nicht anzuwenden beabsichtigen, werden zweifellos leiden.

Fazit / Anlagekonsequenzen

Auf der technischen Seite sind gegenwärtig vor allem Start-ups und Jungunternehmen involviert, aber auch Börsenplätze wie die australischen und Londoner Börsen und Nasdaq sowie grosse Finanzunternehmen wie JP Morgan, Goldman Sachs oder Banco Santander. Angesichts der Volatilität sind direkte Engagements in Bitcoin oder konkurrierende Kryptowährungen nur für sehr risikofreudige Anleger überlegenswert (Abb. 10). Seit der Einführung beträgt die annualisierte Bitcoin/USD-Volatilität rund 90%, was elf Mal derjenigen des USD/GBP-Kurses entspricht. Es existieren vereinzelte auf Bitcoin basierte strukturierte Produkte. Der erste in Europa zugelassene Bitcoin-ETF wartet jedoch nach wie vor auf die Bewilligung.

Baar, April 2017/DIG