



Anlagepolitischer Ausblick 2. Quartal 2018

Globaler makroökonomischer Ausblick

Schweiz	<ul style="list-style-type: none"> Dank starker 2. Jahreshälfte konnte das Schweizer BIP 2017 um (immer noch unterdurchschnittliche) 1.1% zulegen. 2018 erwarten wir ein Wachstum von rund 1.9%. Die hauptsächlichen Wachstumsimpulse sind auf die robuste EU-Konjunktur und den schwächeren CHF zurückzuführen. Der Privatkonsum wird weniger stark wachsen. Die Geldpolitik wird indirekt weiter durch die EZB beeinflusst. Die SNB konnte die Devisenmarktinterventionen in den letzten Monaten aufgrund der angekündigten Reduktion des QE durch die EZB beenden. Der Leitzins wird vorderhand stabil bleiben.
Europa	<ul style="list-style-type: none"> Kräftige Exporttätigkeit, wobei der starke Euro die Wettbewerbsfähigkeit dämpft. Vorderhand keine Verwerfungen durch US-Protektionismus, aber belastete Anlegerstimmung. Zähe Brexit-Verhandlungen dürften zu einem erfolgreichen Abschluss kommen. Die EZB wird ihr Anleihekaufprogramm voraussichtlich bis Jahresende vollständig einstellen, obwohl die Inflation unter der EZB-Zielgrösse von 2% verharrt. Das BIP der Eurozone wird nach 2.3% im 2017 auch dieses Jahr um 2.3% expandieren.
USA	<ul style="list-style-type: none"> Politik im Vordergrund: Ankündigung von Strafzöllen schafft Missstimmung. Wir gehen jedoch nicht von einem um sich greifenden globalen Handelskrieg aus. Das BIP-Wachstum der USA sollte 2018 dank fiskalischen Impulsen - ohne Handelskrieg - auf 2.7% steigen (nach 2.3% im 2017). Der angespannte Arbeitsmarkt und steigende Produzentenpreise werden eine leicht steigende Kerninflation nach sich ziehen. Das Fed wird die graduelle Zinserhöhungspolitik fortführen (2018 total drei Schritte).
Emerging Markets	<ul style="list-style-type: none"> Positive Gewinnaussichten dank breit abgestütztem globalem Wirtschaftswachstum. Handelsfraktionen mit den USA würden andererseits je nach Ausgestaltung belasten.

Traditionelle Anlagen

0-3Mt. bis 12Mt.

Währungen	Handelsspanne USD/CHF: 0.94 - 1.00 bzw. EUR/CHF 1.14 - 1.20.		
Obligationen	Renditen von CHF- und EUR-Anleihen sind im Vorjahresvergleich unwesentlich, bei USD-Obligationen ausgeprägter gestiegen. Das voraussehbare Ende der Stimulierungspolitik bedeutet noch keine unmittelbar bevorstehende Trendwende, mit substanziellen Erträgen ist im festverzinslichen Bereich zumindest ausserhalb des USD aber noch länger nicht zu rechnen. Strategie: Kurze Laufzeiten bevorzugen, Regierungs- und CHF-Anleihen meiden.	➡	➡
Aktien	In der Folge steigender Inflationsbefürchtungen in den USA und möglicher Handelskriege 10%-Aktienmarktkorrektur von den Januar-Höchstständen im Februar, seither volatiler Bodenbildungsprozess. Globales Wirtschaftswachstum und Unternehmensgewinne sollten mittelfristig unterstützend wirken. Vermehrte protektionistische Strömungen wären dagegen ein Hemmnis.	➡	➡

Kotierte Alternative Anlagen

Private Equity	Aufgrund starker Nachfrage verteuerter Sektor, Abschläge zu NAV teilweise unter historischem Durchschnitt. Wir bevorzugen Titel von Vermögensverwaltern.	➡	➡
Infrastruktur	Vor kurzem auf Durchschnitt gesunkene Bewertungen bei attraktiven Dividendenrenditen. Hohe Zinssensitivität regulierter Bereiche (Wasser, Strom).	➡	➡
Rohstoffe	Goldkurs von Realzinsenerwartungen gelenkt, kaum Reaktion auf politische Ereignisse. Angebotsüberhang bei Rohöl beschränkt längerfristiges Kurspotenzial.	➡	➡
Immobilien	Bewertungen bleiben auch nach den jüngsten Kurskorrekturen überhöht.	➡	➡

Marktdaten

BIP Wachstum %	Länder	2016	2017E	2018E
Industrienationen	USA	1.5	2.3	2.7
	Japan	0.9	1.7	1.4
	Eurozone	1.8	2.3	2.3
	UK	1.9	1.7	1.5
	Schweiz	1.4	1.1	1.9
Emerging Markets	China	6.7	6.9	6.5
	Indien	8.2	7.1	6.6
	Brasilien	-3.5	1.0	2.6
Wechselkurse	31.03.18	% -3M	% -6M	% -12M
USD/CHF	0.954	-2.08	-1.48	-4.85
EUR/CHF	1.175	0.43	2.74	9.95
GBP/CHF	1.337	1.55	3.06	6.25
3 Monats Libor	31.03.18	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp
CHF	-0.74	1.1	-0.9	-0.6
USD	2.31	61.7	97.8	116.2
EUR	-0.33	0.1	0.1	0.1

Staatsanleihen (10y)	31.03.18	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp
CHF Eidgenossen	-0.02	17.6	4.9	11.7
USD Treasury	2.74	33.4	40.5	35.2
EUR Bund	0.50	7.0	3.3	16.9
Aktienmärkte	31.03.18	% -3M	% -6M	% -12M
SMI	8'740.97	-6.83	-4.55	0.95
S&P 500	2'640.87	-1.22	4.82	11.77
Nikkei	21'454.30	-7.05	3.94	11.90
FTSE-100	7'056.61	-8.21	-4.29	-3.64
DJ EURO-STOXX 50	3'361.50	-4.07	-6.49	-3.98
Rohstoffe	31.03.18	% -3M	% -6M	% -12M
Gold oz/USD	1'325.00	1.68	3.50	6.06
Öl (WTI)	64.94	7.48	25.68	28.34
Kupfer (Spot)	6'679.25	-7.32	3.84	14.84

Quelle: Bloomberg, April 2018



Gesamtwirtschaftliches Umfeld

Expandierende Weltwirtschaft, aber Inflationsängste und mögliche Handelshemmnisse

Obleich die kürzlichen Markterschütterungen das Gegenteil vermuten liessen, bleibt der Verlauf des globalen Wirtschaftswachstums nach wie vor schwungvoll. Die verbesserte Arbeitsmarktlage erhöht das Konsumentenvertrauen und damit die Konsumausgaben, was die Weltwirtschaft unterstützt (Abb.1). Zudem lassen sich Preiserhöhungen durch Unternehmen leichter durchsetzen. Die andere Seite der Medaille ist die jüngst aufgetauchte Möglichkeit von Handelskriegen. Das Hauptrisiko besteht in protektionistischen Massnahmen durch die USA (wie Strafzölle), die durch Handelspartner in ähnlichem Mass vergolten werden könnten. Gewinner gibt es bei einem solchen Schlagabtausch erfahrungsgemäss keine. Wir gehen davon aus, dass die Vernunft obsiegen wird und das Säbelrasseln allenfalls punktuell Auswirkungen haben wird.

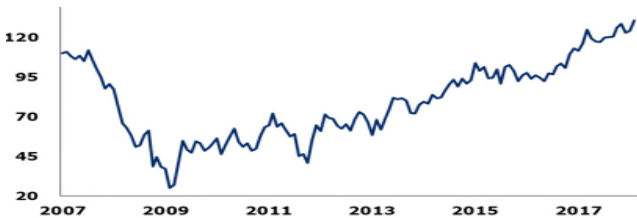


Abb. 1: Konsumentenvertrauen USA (Bloomberg, März 2018)

Schweiz

Das BIP konnte in der zweiten Jahreshälfte 2017 nach einem blassen Jahresbeginn nicht zuletzt dank der soliden Entwicklung in der Eurozone und dem schwächeren CHF deutlich zulegen. Vorauslaufende Indikatoren wie der Einkaufsmanagerindex deuten darauf hin, dass sich die Wachstumsrate 2018 auf rund 1.9% beschleunigen sollte (Abb. 2). Die Eskalation eines Handelsstreites der USA insbesondere mit der EU würde die offene Schweizer Volkswirtschaft jedoch zweifellos hart treffen. Angesichts des angekündigten Teiltrückzugs von US-Präsident Trump erachten wir dies allerdings für wenig wahrscheinlich.

Nach der Ankündigung der EZB, das Anleihekaufprogramm im Verlauf des Jahres zu beenden, liess der Druck auf den CHF merklich nach, worauf die SNB ihre Devisenmarktinterventionen einstellen konnte. Die Schweizer Nationalbank dürfte kaum vor der EZB erste Zinserhöhungen durchführen.

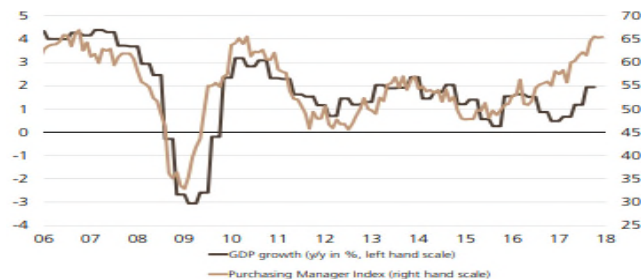


Abb. 2: Einkaufsmanager-Index verarbeitendes Gewerbe Schweiz und BIP-Wachstum (Macrobond, UBS, März 2018)

Europa

Das Wirtschaftswachstum der Eurozone bleibt zwar ausgeprägt robust. Nach den neuesten Umfragen

(Einkaufsmanager-Index, Abb. 3) sind aber erste Abschwächungszeichen auszumachen. Auftragseingänge und das Beschäftigungswachstum verzeichnen eine geringere Dynamik. Steigende Einkaufskosten führen zu höheren Endpreisen. Der gestiegene Euro drückt zudem auf das Exportwachstum. Insgesamt ist also eine gewisse Verlangsamung auszumachen, allerdings auf nach wie vor hohem Niveau. Die EZB wird ihr „QE“ im 4. Quartal 2018 beenden, mit Zinserhöhungen rechnen wir aber erst in der ersten Jahreshälfte 2019. Die Brexit-Verhandlungen verlaufen stockend, letztlich gehen wir aber von einer Überwindung der Widerstände aus. Die britische Zentralbank wird angesichts der importierten Inflation während des 2. Quartals 2018 den Leitzins zum zweiten Mal nach Ende der Finanzkrise erhöhen.

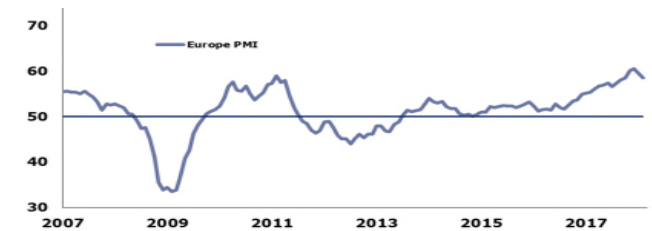


Abb. 3: Einkaufsmanager-Index Eurozone (Bloomberg, März 2018)

USA

Die US-Wirtschaft wird 2018 – unter Ausklammerung eines Handelskrieges – um rund 2.7% wachsen. Der praktisch ausgetrocknete Arbeitsmarkt und Steuerensenkungen fördern Privatkonsum wie auch Unternehmensinvestitionen. Die Inflationsindikatoren scheinen Boden gefunden zu haben (Abb. 4). Wir gehen von einem moderaten Anstieg aus und rechnen mit zwei weiteren Zinserhöhungen durch das Fed bis Jahresende. Für 2019 und 2020 sind die Fed-Zielgrössen des Leitzinssatzes leicht höher als noch Ende Jahr.



Abb. 4: Kerninflation USA (Bloomberg, März 2018)

Emerging Markets

Das Wirtschaftswachstum der Schwellenländer übertrifft dasjenige der entwickelten Welt deutlich. Verbesserte Leistungsbilanzen und Währungsreserven bilden ein solides Polster, allerdings ist die Möglichkeit von Handelskriegen im Auge zu behalten.

Risiken

Folgende globale Risikofaktoren bleiben im Fokus:

- Protektionismus USA, Handelskriege
- Globale Verschuldungsproblematik
- Zinserhöhungspfad der Zentralbanken und steigende Inflation
- Geopolitische Konflikte (Nordkorea, China, Naher Osten, Russland)



Traditionelle Anlagen

Obligationen – divergierende Entwicklungen

Das Fed führte im März 2018 bereits die sechste Zinserhöhung seit dem Beginn des aktuellen Zyklus durch. Die US-Notenbank dürfte damit in etwa die Hälfte der Normalisierung vollzogen haben (Abb. 5). Die EZB hingegen stimuliert weiterhin eine an sich florierende Wirtschaft, wird bis Ende dieses Jahres zusätzliche EUR 270 Mia. an Wertschriften aufgekauft und somit das „QE“ beendet haben. Die Bank of Japan andererseits hält an ihrer Stimulierungspolitik fest.

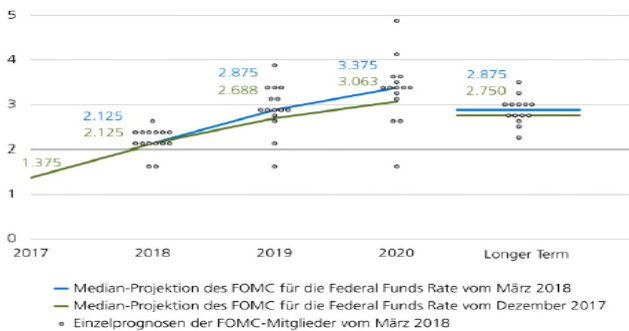


Abb. 5: Prognosen der FOMC-Mitglieder für den US-Leitzinssatz jeweils per Ende Jahr (sog. „Dot Plot“; ZKB, Federal Reserve, März 2018)

Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen hat von den Tiefstständen vor zwei Jahren bereits auf einen, wenn auch noch wenig ausgeprägten, Aufwärtspfad geschwenkt (Abb. 6). Die Renditen deutscher und Schweizer Staatsanleihen haben sich erst unwesentlich von der Nulllinie gelöst. Von einer Trendwende nach der beinahe vierzig Jahre währenden Talfahrt kann erst bedingt gesprochen werden, aber das Ende ist zweifellos greifbarer geworden. Zudem wird im Falle von USD-Obligationen vermehrt die Frage diskutiert, bei welcher Hürde Renditen für Anleger attraktiv genug erscheinen, um Gelder aus Aktien in Anleihen umzuschichten. Diese Schwelle wird im Falle des zehnjährigen US-Treasury oft bei einem Niveau von rund 3.5% gesehen.

Bei Obligationen empfehlen wir angesichts des Zinsänderungsrisikos weiter kurzlaufende Papiere. Hochzinsanleihen meiden wir. Wir erachten Privatmarktanlagen als prüfenswerte Beimischung. Dem erhöhten Risikoprofil dieser Anlageklasse muss gleichwohl Rechnung getragen werden.



Abb. 6: Renditekurven 10-jährige Staatsanleihen (grün: US-Treasury, schwarz: Deutscher Bund, rot: Eidgenosse. Bloomberg, März 2018)

Aktien – unruhiges erstes Quartal 2018

Nachdem der Jahresbeginn zunächst als Fortsetzung des letztjährigen Aufwärtstrends erschien, korrigierten die Aktienmärkte Anfang Februar deutlich. Dies wurde als Folge von Inflationsbefürchtungen nach der

Veröffentlichung eines höher als erwartet ausgefallenen Lohnanstiegs in den USA interpretiert. Mehr zu den Gründen für die Korrekturen der letzten Wochen erfahren Sie auf Seite vier dieser Publikation.

In augenfälligem Kontrast zu den jüngsten Kursfluktuationen bleiben die zugrundeliegenden Fundamentalfaktoren solide: Aktien werden vom starken Wirtschaftswachstum wie auch den Unternehmensgewinnen getragen, während sich die Inflationsindikatoren verhältnismässig gedämpft entwickeln. Knapp 80% der Unternehmen im S&P 500-Index konnten die Ergebniserwartungen übertreffen. Dies ist umso bemerkenswerter, als die Schätzungen im Vorfeld weniger stark reduziert wurden als üblich. Als zusätzliche Stütze wird dieses Jahr die Steuerreform wirken. Auf globaler Ebene ist das Bild angesichts der möglichen Handelshemmnisse aus kurzfristiger Optik weniger klar, mittelfristig bleiben wir aber durchaus positiv. Das synchrone globale Wirtschaftswachstum wird - bei Ausbleiben eines eskalierenden Handelskrieges - durch punktuelle Einschränkungen nur unwesentlich beeinflusst. Die Sensitivität der Anleger auf unerwartete Ereignisse, inklusive Gewinntäuschungen bei Einzelunternehmen, lässt allerdings auf verkürzte Anlagehorizonte schließen.



Abb. 7: Hauptaktienmärkte indiziert seit Jahresbeginn 2015 in Lokalwährungen (Bloomberg, März 2018)

Insgesamt sind wir bei Aktien nach einer leichten Portfoliostraffung im Januar marginal Übergewichtet. Unternehmen der Eurozone profitieren dank überdurchschnittlicher Konjunktursensitivität vom globalen Wirtschaftswachstum. Ausserhalb der defensiven grosskapitalisierten Titel gilt dies auch für die Schweiz. In den USA bleiben wir investiert. Schwellenländeraktien weisen gegenüber dem Weltaktienindex eine unterdurchschnittliche Bewertung bei höherer Gewinndynamik aus. Wir bleiben in Asien engagiert. In wirtschaftssensitiven Sektoren wie zyklischem Konsum, Industrie und selektiv Rohstoffen sind wir Übergewichtet.

Kotierte Alternative Anlagen

Listed Private Equity Unternehmen profitieren vom attraktiven Kapitalmarktumfeld, werden aber mittlerweile mit unterdurchschnittlichen Abschlägen zum NAV gehandelt. Entsprechend ist erhöhte Selektivität gefragt. Die Dividenden von Infrastrukturtiteln sind attraktiv, bei regulierten Bereichen (Wasser, Strom) ist jedoch die hohe Zinssensitivität zu beachten. Gold profitiert jeweils nur temporär von Marktunruhen. Steigende Realzinsbefürchtungen beschränken einerseits das Kurspotenzial, der schwache USD ist auf der anderen Seite ein Positivum. Der Ölpreis bleibt im Spannungsfeld zwischen OPEC-Disziplin und US-Produktionssteigerungen gefangen.



Marktkorrektur im 1. Quartal 2018: Trendwende oder bloss eine Delle?

Aufrüttelung aus der Selbstzufriedenheit

Im Verlauf des ersten Quartals wurden die Aktienmärkte gleich in mehreren Wellen teilweise ungewohnt kräftig durchgeschüttelt (Abb. 8).



Abb. 8: Aktienmärkte indexiert seit Anfang 2018 in Lokalwährungen (Bloomberg, März 2018)

Insbesondere die Korrektur Anfang Februar war für viele Marktteilnehmer ein jähes Erwachen aus einer langen Periode mit historisch ungewöhnlich tiefer Volatilität (Abb. 9).



Abb. 9: Aktienmarktvolatilitäten USA (grün), Deutschland (schwarz) und Schweiz (rot) seit Anfang 2015 (Bloomberg, März 2018)

Ein Tagesverlust im Dow Jones-Index von rund 5% ist allerdings seit Messbeginn 1896 rund 100 Mal vorgekommen und damit per se nichts Ausserordentliches. Für die Korrektur wurden im Nachhinein mehrere zeitnah auftretende Faktoren aufgeführt. Ein Auslöser war der überraschend hohe Lohnanstieg in den USA im Januar. Dieser ist allerdings - auch über die letzten zehn Jahre - bemerkenswert ungleich verlaufen. Höhere Saläre konnten überwiegend die Kaderangestellten verzeichnen, während die Entlohnung eines Grossteils der Angestellten real bestenfalls stagnierte (Abb. 10). Insgesamt wird sich dies nur unwesentlich auf die Gesamtinflation auswirken.



Abb. 10: Lohnwachstum US-Angestellte (Realinvestmentadvice.com, Mauldin Economics, Februar 2018)

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.

Der Gesamtlohnanstieg weckte nichtsdestotrotz Inflationsbefürchtungen und damit Ängste, dass das Fed die geldpolitischen Zügel schneller als bis anhin erwartet straffen würde. Die Markterholung in den vergangenen Jahren ist zu einem grossen Teil der expansiven Geldpolitik der Zentralbanken geschuldet - die Unternehmensgewinne „wuchsen“ gewissermassen erst in jüngerer Zeit in die Aktienbewertungen „hinein“. Hinzu kamen marktverstärkende Faktoren: Systematische und volatilitätsfokussierte Portfolios (Stichwort „risk parity“) waren im Vorfeld so positioniert, dass hohe Aktienpositionen und gleichzeitig leerverkaufte Volatilitätspositionen gehalten wurden. Ein plötzlicher Volatilitätsanstieg löste Verkäufe von Aktien - oft via ETFs - und Glattstellungen der verkauften Volatilitätspositionen aus. Ein auf gleichbleibende bzw. sinkende Volatilität setzendes Zertifikat verlor beispielsweise in dieser Periode über 90% seines Wertes und wurde mittlerweile vom Markt genommen (Abb. 11).



Abb. 11: Kursverlauf eines auf sinkende Volatilität setzendes Produktes (Mauldin Economics, Februar 2018)

Aussagen des neuen Fed-Vorsitzenden Ende Februar vor Parlamentariern trugen ebenfalls nicht zur Beruhigung bei. Zwar markierte Jerome Powell geldpolitische Kontinuität. Seine Äusserung „wir managen nicht den Aktienmarkt“ führte jedoch zur Besorgnis, dass der sog. „Fed Put“ gefährdet sein könnte, welcher seit Alan Greenspan 1987 gilt. Dieser beschreibt die Reaktion der Notenbank auf stark sinkende Märkte, indem jeweils nahezu unbeschränkt Liquidität ins System gepumpt wurde (Powell relativierte seine Bemerkung später). Letztlich führten US-Präsident Trumps Strafzoll-Drohungen, insbesondere gegen China, zu weiterer Marktnervosität. Wie weit solche tatsächlich zur Anwendung kommen und ob oder wie die betroffenen Länder Vergeltung üben werden, ist gegenwärtig noch unklar. Wir gehen davon aus, dass letztendlich zwar gewisse Restriktionen angewandt, diese aber nicht zu einem signifikanten Wachstumseinbruch führen werden. Zur Beruhigung der Finanzmärkte haben Trumps Kommentare aber zweifellos nicht beigetragen.

Fazit

Die Nervosität der Marktteilnehmer ist zwar deutlich gestiegen, die Marktvolatilität liegt aber erst wieder beim 20-jährigen Durchschnitt. Inflationsanzeichen sind zu wenige vorhanden, um deutliche Zinserhöhungen durch die Zentralbanken zu rechtfertigen, und die Unternehmensgewinne bleiben eine Stütze der Aktienmärkte. Wir betrachten die jüngste Korrektur zumindest selektiv als Kaufgelegenheiten.

Baar, April 2018/DIG