



Anlagepolitischer Ausblick 3. Quartal 2017

Globaler makroökonomischer Ausblick

Schweiz	<ul style="list-style-type: none"> Nach einer Expansion um 1.3% 2016 sollte das Schweizer BIP gestützt durch die Erholung in der Eurozone dieses Jahr um 1.5% und 2018 um 1.7% steigen. Sowohl Konsumentenvertrauen als auch Frühindikatoren zeigen positive Tendenzen. Die Arbeitslosenrate ging im letzten Monat auf moderate 3.1% zurück. Die Geldpolitik wird weiter indirekt durch die EZB diktiert. Im Anschluss an die Wahlen in Frankreich konnte die SNB die Deviseninterventionen spürbar reduzieren. Ihr Handlungsspielraum wird sich deutlich ausweiten, wenn die EZB ihr QE zurückfährt.
Europa	<ul style="list-style-type: none"> Politische Risiken liessen in der Folge der Macron-Wahl merklich nach. Die EZB hält noch am QE über EUR 60 Mia. pro Monat fest. Sie dürfte indes, bei stabiler Wirtschaftslage, bald eine Drosselung der Stützungskäufe (wohl ab 2018) andeuten. Das BIP-Wachstum der Eurozone sollte 2017 auf 1.8% anziehen, könnte bei steigendem Euro aber an Schwung verlieren. Die Inflation steigt, verharrt jedoch unter dem 2%-Ziel der EZB. Die Kernrate (ex Nahrung und Energie) steht bei lediglich 0.9%.
USA	<ul style="list-style-type: none"> Die Wachstumsrate des US-BIP gewinnt etwas an Fahrt. Das Konsumentenvertrauen ist zurück auf Vorkrisenniveau, allerdings werden zu wenig gutbezahlte Jobs geschaffen. Das Fed bleibt auf umsichtigem Zinserhöhungspfad. Eine Bilanzstraffung wird bei einer höher tendierenden Teuerungsrate gegen Ende 2017 ins Auge gefasst. Eine effizientere Umsetzung der Ankündigungen der Trump-Regierung ist keineswegs gesichert, einiges (Steuersenkungen, Deregulierungen) wird aber in Kürze angepackt.
Emerging Markets	<ul style="list-style-type: none"> Solide Binnennachfrage unterstützt die lokalen Wirtschaftsentwicklungen. Protektionistische US-Handelspolitikpläne sind zumindest bis anhin nicht implementiert worden.

Traditionelle Anlagen

0-3Mt. bis 12Mt.

Währungen	Handelsspanne USD/CHF: 0.96 - 1.05 bzw. EUR/CHF 1.06 - 1.12.		
Obligationen	Renditen von CHF-Anleihen verharren bei null. Für Obligationen in Euro mit guter Anlagequalität ist das Bild unwesentlich attraktiver, während im USD zumindest positive Erlöse ausgewiesen werden. Die meisten Zinskurven haben sich seit Jahresbeginn verflacht. Die Geldpolitik des Fed divergiert von derjenigen der EZB, dies ist jedoch temporärer Natur. Strategie: Kurze Laufzeiten bevorzugen, Regierungs- und CHF-Anleihen meiden.	➔	➔
Aktien	Seit dem Anstieg bis Mitte Mai bewegen sich mehrere Indizes seitwärts. Zu den Ausnahmen gehören die USA mit ungebrochenem Aufwärtstrend. Umsatz- und Gewinnwachstum sowie verminderte politische Risiken wirken unterstützend. Bewertungen sind in historischem Kontext hoch, im Vergleich zum Zinsgefüge hingegen vertretbar. Die Volatilitätsindizes bewegen sich auf tiefen Niveaus.	➔	➔

Kotierte Alternative Anlagen

Private Equity	Ein Bereich mit hoher Nachfrage in einem Umfeld zunehmenden Wettbewerbs. Kursabschläge zu NAVs befinden sich unter dem historischen Durchschnitt.	➔	➔
Infrastruktur	Angesichts des beträchtlichen Kapitalbedarfs zwecks Wachstumssicherung weiter überzeugend. Mittelfristig Rückenwind dank US-Stimulierungen.	➔	➔
Rohstoffe	OPEC-Ölförderbeschränkungen wird durch US-Produktionsausweitung unterlaufen. Gold potenziell beeinträchtigt durch steigende USD-Realzinsenerwartungen.	➔	➔
Immobilien	Überschiessende Bewertungen in potenziell steigendem Zinsumfeld.	➔	➔

Marktdaten

BIP Wachstum %	Länder	2015	2016	2017E
Industrienationen	USA	2.6	1.6	2.2
	Japan	1.1	1.0	1.3
	Eurozone	2.0	1.8	1.7
	UK	2.2	1.8	1.7
	Schweiz	0.8	1.3	1.5
Emerging Markets	China	6.9	6.7	6.6
	Indien	7.5	8.0	7.1
	Brasilien	-3.8	-3.6	0.7
Wechselkurse	30.06.17	% -3M	% -6M	% -12M
USD/CHF	0.958	-4.46	-6.00	-1.99
EUR/CHF	1.095	2.44	2.14	1.19
GBP/CHF	1.248	-0.86	-0.83	-3.76
3 Monats Libor	30.06.17	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp
CHF	-0.73	0.0	-0.1	5.0
USD	1.30	15.0	30.1	64.5
EUR	-0.33	-0.2	-1.2	-4.5

Staatsanleihen (10y)	30.06.17	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp
CHF Eidgenossen	-0.05	6.7	16.4	55.2
USD Treasury	2.31	-8.4	-14.1	83.4
EUR Bund	0.47	13.8	25.8	59.6
Aktienmärkte	30.06.17	% -3M	% -6M	% -12M
SMI	8 906.89	2.86	8.36	11.06
S&P 500	2 423.41	2.57	8.24	15.46
Nikkei	20 033.43	5.95	4.81	28.62
FTSE-100	7 312.72	-0.14	2.38	12.43
DJ EURO-STOXX 50	3 441.88	-1.69	4.60	20.15
Rohstoffe	30.06.17	% -3M	% -6M	% -12M
Gold oz/USD	1 241.55	-0.62	7.75	-6.10
Öl (WTI)	46.04	-9.01	-14.30	-4.74
Kupfer (Spot)	5 927.00	1.91	7.31	22.46

Quelle: Bloomberg, Juli 2017



Gesamtwirtschaftliches Umfeld

Politik weniger im Vordergrund, freilich nicht definitiv von der Bühne. Vermehrte Anzeichen geldpolitischer Straffung. Global synchrones Wachstum.

Die Aktienindizes diverser Hauptmärkte erreichten während des zweiten Quartals neue Höchststände. Dies war zum einen verbesserten Wirtschaftsdaten, zum anderen zumindest in Europa auch verminderten politischen Risiken zu verdanken. Allerdings haben die kürzlich begonnenen Brexit-Verhandlungen aber auch die US-Regierung das Potenzial, lokale Märkte zu beeinflussen. Das Fed verfolgt vorläufig weiter einen vorsichtigen Zinserhöhungspfad, während andere Zentralbanken noch stimulieren. Das globale Wirtschaftswachstum dürfte sich 2017 gleichzeitig in allen Hauptregionen positiv entwickeln. Die Gesamtinflation zog in den letzten Quartalen an. Wir bezweifeln allerdings die Nachhaltigkeit dieser Entwicklung (Abb. 1).

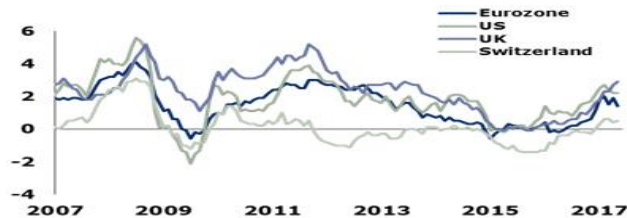


Abb. 1: Inflation auf Basis Konsumentenpreise (Bloomberg, Juni 2017)

Schweiz

Im ersten Quartal beeindruckte das schweizerische Wirtschaftswachstum auf den ersten Blick kaum. Zugrundeliegende wichtige Komponenten wie Investitionen, Privatkonsum und insbesondere Exporte stiegen hingegen deutlich. Letzteres ist nicht zuletzt auf das gefestigte Wachstum in Europa zurückzuführen. Zusätzlich sinkt der Aufwärtsdruck auf den Franken als „sicherer Hafen“-Währung dank der Beruhigung in Europa nach den Wahlen in Frankreich. Dies verbessert einerseits die Wettbewerbsfähigkeit der Schweiz und verringert andererseits die Notwendigkeit für die SNB zu Deviseninterventionen. Ein restriktiverer Kurs der EZB würde den Aufwärtsdruck zusätzlich senken. Der handelsgewichtete reale Frankenindex (inflationbereinigt) ist bereits wieder auf dem Niveau während der Euro-Untergrenze der SNB (Abb. 2).



Abb. 2: Realer effektiver CHF-Wechselkurs (SNB/Credit Suisse, Mai 2017)

Europa

Die Wirtschaftstätigkeit in der Eurozone beschleunigte sich in den letzten Quartalen. Die Arbeitslosigkeit sank, jüngst auch in den Nachzügler-Staaten Frankreich und Italien. Geschäfts- wie auch Konsumentenvertrauen nehmen zu (Abb. 3). Die Kerninflation

rate (ex Nahrung und Energie) ist gleichwohl weiter tief. EZB-Präsident Mario Draghi misst den Deflationsrisiken aktuell keine Bedeutung mehr zu. Wir gehen in absehbarer Zukunft nicht von Zinserhöhungen aus, aber die EZB dürfte sehr wohl ihr „QE“-Programm ab 2018 reduzieren.

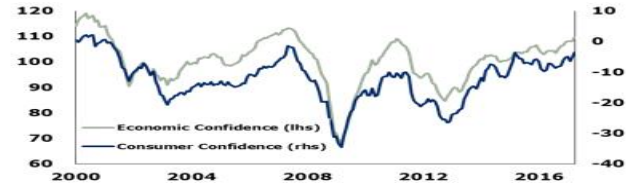


Abb. 3.: Europäische Vertrauensindizes (Bloomberg, Juni 2017)

Die britischen Wahlen im Juni resultierten überraschend in einer konservativen Minderheitsregierung. Dies wird voraussichtlich eher zu „soft Brexit“-Verhandlungen führen.

USA

Die BIP-Wachstumsrate dürfte 2017 auf 2.2% steigen, während sich die Kerninflation weiter unter der 2%-Zielgröße des Fed befindet. Das Lohnwachstum sollte sich indes über die Zeit auf die Inflationsrate auswirken. Aktuell ist der reale Leitzins unter null, während gleichzeitig Vollbeschäftigung herrscht (Abb. 4). Zudem stehen fiskalische Stimulierungen an. Es ist daher nachvollziehbar, dass die expansive Geldpolitik zurückgefahren wird. Dieses Jahr ist noch eine Zinserhöhung vorgesehen, gefolgt von je drei weiteren 2018 und 2019. Zusätzlich wird die USD 4.5 Bio. schwere Bilanz ab Ende 2017 schrittweise verkürzt. Wir deuten dies als Zeichen des Vertrauens der Notenbank in die Wirtschaft. Bis anhin sind noch kaum effektive protektionistische Massnahmen der Trump-Administration umgesetzt worden. Das Risiko bleibt aber zweifellos bestehen.



Abb. 4: Arbeitslosenrate USA (Bloomberg, Juni 2017)

Emerging Markets

Das BIP-Wachstum insgesamt sollte 2017 deutlich zulegen, nicht zuletzt da in Brasilien und Russland Rezessionen enden werden. Vom im Herbst stattfindenden Parteikongress Chinas wird mehr Klarheit über den Reformkurs erwartet. Die indische Wirtschaft wird von hohem Konsumwachstum getragen. Protektionistische Massnahmen der USA bleiben ein Risiko, dürften aber weniger Tragweite haben als in der Vergangenheit.

Risiken

Wir haben folgende globale Risikofaktoren im Auge:

- Globale Verschuldungsproblematik
• Zentralbankstraffungen und Inflation
• USA: Protektionismus und verzögerte Reformen
• Geopolitische Konflikte (Naher Osten, Nordasien)



Traditionelle Anlagen

Obligationen – anhaltendes Tiefzinsniveau

Nach dem Inflationsanstieg der letzten zwei Jahre werden seit Kurzem eher rückläufige Tendenzen erwartet. Dies wird u.a. mit dem abnehmenden Basis-effekt gestiegener Ölpreise begründet. In der zweiten Jahreshälfte 2016 erhöhten sich die Renditen. Dieses Jahr nahmen Zinsen im US-Dollar und britischen Pfund den sinkenden Trend wieder auf. Franken- und Euro-Staatsanleihen tendieren seitwärts mit nahe bei null liegenden Renditen (Abb. 5). Spekulationen um eine potenzielle geldpolitische Straffung der EZB haben sich noch nicht wesentlich auf Bonds mit langen Laufzeiten ausgewirkt. Die Renditen kurz laufender Anleihen sind leicht gestiegen, womit die Zinskurven flacher wurden. Falls die EZB ab 2018 ihre Bilanz als eine Form der Straffung deutlich weniger ausweitet, wird ihr die SNB nicht auf dem Fuss folgen. Ein schwächerer Franken wäre die Folge. Wir gehen für die nächsten zwölf Monate bei CHF-Anleihen von einem Seitwärtstrend auf aktuellen Niveaus aus.

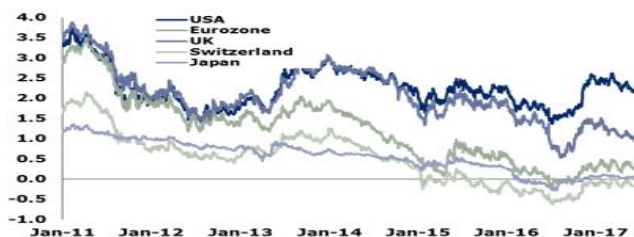


Abb. 5: Renditen 10-jähriger Staatsanleihen (Bloomberg, Juni 2017)

In CHF-Obligationen zu investieren, bleibt ein weitgehend fruchtloses Unterfangen und im EUR-Markt ist das Bild kaum erfreulicher. Im USD-Markt kann etwas Ertrag generiert werden. Da sich das Fed demgegenüber im Straffungsmodus befindet, empfehlen wir kurze Laufzeiten, um das Zinsänderungsrisiko zu minimieren. Erträge auf hochverzinslichen Anleihen sind historisch gegenüber Obligationen einwandfreier Bonität ebenfalls tief. Der Privatmarkt bleibt eine echte Alternative zu börsengehandelten Anleihen.

Aktien – Sommerpause?

Der Anstieg der Hauptaktienmärkte seit Jahresbeginn ist mit Kursavancen zwischen 6% und 16% in Lokalwährungen stattlich. Dies ist zu einem grossen Teil dem verbesserten wirtschaftlichen Umfeld und damit steigenden Gewinnerwartungen zu verdanken. Die jüngste Etappe des Anstiegs begann mit der Präsidentschaftswahl in den USA im November 2016, hat sich seit Mitte Mai aber deutlich abgeschwächt. Die Entwicklung der US-Aktien wird zusätzlich durch erwartete fiskalische Impulse unterstützt, während in Europa die Politik jüngst einen beruhigenden Einfluss hatte. Steigendes Konsumentenvertrauen und höhere Exporte führten zu positiven Gewinnrevisionen. Globales Wachstum, reduzierte Investitionen und höherer operativer Leverage unterstützen die Aktien der Schwellenländer.

2017 dürfte das erste Jahr seit 2010 sein, in dem alle Hauptregionen synchron ein positives Gewinnwachstum aufweisen. Analysten waren in der Vergangenheit mit ihren Gewinnsschätzungen jeweils zu Jahresbeginn notorisch zu optimistisch und mussten diese im Jahresverlauf deutlich korrigieren (Abb. 6). Zumindest bis anhin sieht die Entwicklung 2017 wesentlich besser aus, insbesondere angesichts des bereits

bekannten ersten Quartals und der darauf folgenden Erhöhung der Schätzungen.

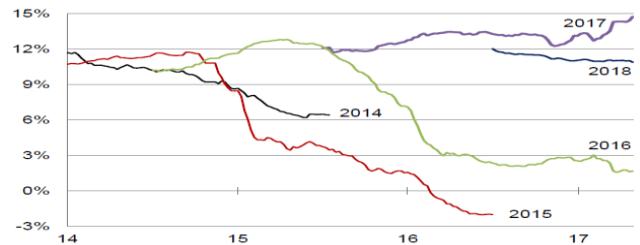


Abb. 6: Änderungen globaler Gewinnsschätzungen (Citi Research, Factset Consensus Estimates, Mai 2017)

Die absoluten Bewertungen sind über dem historischen Durchschnitt. Einiges ist also bereits eskomptiert. Die aktuellen KGVs sind jedoch durch das vorherrschende Niedrigzinsumfeld begründbar. Dividendenrenditen sind eine zusätzliche Motivation, Aktien zu halten (Abb. 7). Politische Überraschungen können allerdings nie völlig ausgeschlossen werden. In letzter Zeit war der Einfluss entsprechender Überraschungen aber jeweils von kurzer Dauer. Sollte die Wachstumsagenda in den USA aber verzögert oder deutlich beschnitten werden, würden die Marktaussichten beeinflusst. Gleichermassen wären die Folgen negativ, falls die massiven Stimulierungsmassnahmen zu einer überhitzten Wirtschaft führen würden. Ein „Goldlöckchen“-Szenario wäre der ideale Fall.

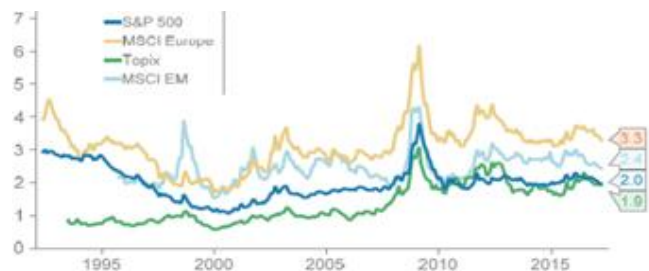


Abb. 7: Dividendenrenditen Hauptmärkte (Morgan Stanley, Juni 2017)

Regional gewichten wir europäische (ex UK) und Schweizer Aktien am höchsten. Wir sind in den USA in globalem Kontext untergewichtet, halten jedoch weiter einen ansehnlichen Anteil. Bei Schwellenländern akzentuieren wir Asien. In einem Umfeld synchronen globalen Gewinnwachstums betonen wir wirtschaftssensitive Sektoren wie Industrie, zyklischen Konsum, Rohstoffe und selektiv IT gegenüber defensiven Bereichen (Ausnahme Pharma).

Kotierte Alternative Anlagen

Private Equity-Unternehmen profitieren von hoher Buyout-Liquidität, die eingesetzt werden will. Die hohe Nachfrage führte zu schrumpfenden Discounts zum NAV. Die Tätigkeit von Infrastrukturunternehmen wird sich nicht nur in den USA intensivieren. Die Dividendenrenditen von rund 3% bleiben ebenfalls attraktiv.

Bei Rohstoffen erwarten wir weiter ein Überangebot an Öl. Industriemetalle sollten sich – selektiv – in einem global wachsenden Wirtschaftsumfeld erholen. Potenziell höhere Zinsen kombiniert mit gleichbleibenden Inflationserwartungen führen zu höheren Realrenditen, was das Kurspotenzial von Gold limitiert.



Aktien Europa: „Macronomics“

Ein frischer Wind in Europa

Die Präsidentschafts- und Parlamentswahlen in Frankreich diesen Frühling führten zu einer klaren Mehrheit für Emmanuel Macron und seiner Bewegung „La République en Marche!“, einer Partei, die vor etwas über einem Jahr noch gar nicht existierte. Das Wahlergebnis ist eine zentristische, geschäftsfreundliche und auf die Eurozone fokussierte Regierung (Abb. 8). Die traditionell zwischen links und rechts aufgeteilte französische politische Landschaft wurde ersetzt durch ein möglicherweise dezidiert effizienteres Gebilde. Allerdings spricht die rekordtiefe Wahlbeteiligung von 42% nicht für eine derart weitreichende Abstützung, wie das Ergebnis insinuiert.

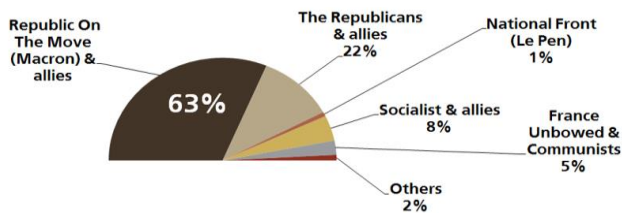


Abb. 8 Sitzverteilung französisches Parlament (Ipsos, UBS, Juni 2017)

Vermindert politisches Risiko

Der neue Präsident hat einige Initiativen in petto. Darunter sind eine Reduktion der Unternehmensbesteuerung von 33% auf 25% und eine teilweise Deregulierung des höchst unflexiblen Arbeitsmarktes, wozu auch die 35 Stunden-Arbeitswoche gehört. Macrons politische Agenda dürfte jedoch kaum ohne Abstriche realisiert werden. Wir erwarten insbesondere Widerstand durch die Gewerkschaften, wenn die Arbeitsmarktreform angegangen wird. Dies dürfte seine Agenda jedoch kaum zum Entgleisen bringen. Das gedämpfte politische Risiko dank den Verlusten der Populisten (nicht nur in Frankreich) lenkt die Aufmerksamkeit der Finanzmarktteilnehmer wieder vermehrt auf die Fundamentaldaten. Die Strukturreformen von Macron haben das Potenzial, sowohl das Geschäftsklima wie das Konsumentenvertrauen zu verbessern. Dadurch würde die Wirtschaft belebt und Unternehmensgewinne gesteigert. Das gesunkene Risiko lässt sich im verengten Renditeunterschied zwischen zehnjährigen Staatsanleihen Frankreichs und Deutschlands ablesen (Abb. 9). Der Spread war vor dem ersten Präsidentschaftswahlgang bei 0.75% und liegt gegenwärtig noch bei 0.35%:



Abb. 9 Renditeunterschied 10-jährige Staatsanleihen Frankreich - Deutschland (Bloomberg, Juni 2017)

Wer sind die Gewinner?

Aktien der Eurozone sollten generell vom verbesserten Wirtschaftsklima profitieren (ETF: iShares Euro Stoxx 50). Ein Engagement im französischen Markt insgesamt - in Korrekturphasen - lässt sich mit ETFs auf den MSCI France Index eingehen (Leitzinsindex CAC 40 Abb. 10).



Abb. 10 Französischer Leitindex CAC 40 über zwei Jahre (Bloomberg, Juni 2017)

Auf Sektorebene werden konjunktursensitive und binnenmarktorientierte Titel am meisten profitieren. Finanzwerte tendieren zudem zu verbesserter Performance bei einer Verengung von Obligationenspreads. Die Infrastrukturgesellschaft Vinci oder der diversifizierte Bau- und Immobilienservice-Anbieter Bouygues werden Nutzniesser von erhöhten Bauausgaben sein. Thales ist ein führendes europäisches Unternehmen in Luftfahrt sowie Verteidigung und Sicherheit. Hier sollten die Umsätze angesichts der Aussicht auf höhere Verteidigungsausgaben der europäischen NATO-Mitglieder deutlich steigen (Abb. 11).



Abb. 11 Thales Kurs-Chart inkl. Trendkanal über 2 Jahre (Bloomberg, Juni 2017)

Anziehende Konsumausgaben werden Luxusgüterproduzenten wie LVMH oder Hermès zugutekommen wie auch dem Schweizer Pendant Richemont. Sowohl Peugeot als auch Renault sind Europa-fokussierte Autoproduzenten. Der IT-Dienstleister CapGemini wird von Macrons Digitalisierungs-Initiative profitieren. Ölproduzent Total wird aus tieferen Steuern und flexibleren Arbeitsbedingungen Nutzen ziehen, was auch beim Industriegas-Hersteller Air Liquide zutrifft. Der Schweizer Arbeitsvermittler Adecco erzielt rund 22% der Erlöse in Frankreich und wird vom flexibleren Arbeitsmarkt Vorteile ziehen.

Fazit

Emmanuel Macron ist ein wirtschaftsnaher, auf die EU fokussierter Präsident. Die Strukturreformen werden, falls umgesetzt, die Wirtschaft ankurbeln. Ein diversifiziertes Engagement im Gesamtmarkt, ergänzt mit zyklischen Werten, steht dabei im Vordergrund.

Baar, Juli 2017/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.