



Anlagepolitischer Ausblick 4. Quartal 2018

Globaler makroökonomischer Ausblick

Schweiz	<ul style="list-style-type: none"> Die Schweizer Wirtschaft brummt. Nach einem Wachstum von 1.7% 2017 dürfte das BIP dieses Jahr um 2.3% zulegen. Im zweiten Quartal stiegen die Exporte kräftig, die Ausrüstungsinvestitionen gaben nach den starken Vorquartalen hingegen etwas nach. Dank positiver Auftrags- und Produktionsentwicklung dürfte der Anstieg 2019 anhalten. Eine Abkühlung in der EU und der starke CHF wirken andererseits dämpfend. Die Frankenstärke sowie politische Unsicherheiten in der Eurozone werden die SNB weiter vorsichtig agieren lassen. Wir erwarten erste Zinserhöhungen erst nach der EZB.
Europa	<ul style="list-style-type: none"> In der Eurozone verlangsamt sich die Wirtschaftsexpansion aufgrund von Unsicherheiten um eine protektionistische USA, Italien und den Brexit. In Deutschland bleiben Konsumentenvertrauen oder Lohnzunahmen positive Faktoren. Reformmassnahmen in Frankreich sollten allmählich greifen, während Italien den Budgetauflagen der EU letztlich - mehr oder minder - entsprechen wird. Die EZB wird nicht vor Spätsommer/Herbst 2019 mit Zinserhöhungen beginnen.
USA	<ul style="list-style-type: none"> Das BIP der USA wuchs im 2. Quartal 2018 mit 4.2% vor allem dank dem Privatkonsum so kräftig wie seit 2014 nicht mehr. Die Auswirkungen von Strafzöllen wie auch die auslaufenden Stimulierungseffekte der Steuersenkungen Anfang 2018 und steigende Zinsen dürften 2019 und 2020 zu einem moderateren Wachstum führen. Der Handelskonflikt insbesondere mit China wird zu steigenden Preisen für US-Konsumenten bzw. höherer Inflation führen. Das Fed wird auch aus dieser Warte den eingeschlagenen Weg moderater Zinserhöhungen und Bilanzkürzung fortführen.
Emerging Markets	<ul style="list-style-type: none"> Geopolitische Spannungen und Handelskrieg mit den USA wirken verunsichernd. Regionale Turbulenzen (Argentinien, Türkei) sollten sich nicht auf andere Länder auswirken.

Traditionelle Anlagen

0-3Mt. bis 12Mt.

Währungen	Handelsspanne USD/CHF: 0.94 - 1.00 bzw. EUR/CHF 1.12 - 1.20.		
Obligationen	Geopolitische Faktoren liessen die Rendite Schweizer Bundesobligationen (10 Jahre) zeitweise auf -0.13% sinken. Die Nervosität um das italienische Budget beeinflusste die Staatsanleihen anderer ehemaliger Sorgenkinder kaum. Das Fed bleibt auf Zinserhöhungskurs. Die Abflachung der Zinskurven wurde kürzlich unterbrochen, von einer Trendwende gehen wir aber mittelfristig nicht aus.	→	→
Aktien	Die Aktienmärkte vornehmlich in Europa waren im dritten Quartal volatil, konnten sich jedoch von den Tiefständen lösen, während der Aufwärtstrend des US-Marktes ungebrochen ist. Der aufkommende Handelskrieg v.a. zwischen den USA und China wie auch Fragen um Italien und Schwellenländer wie die Türkei oder Argentinien stehen im Fokus der Investoren. Die Gewinndynamik der Unternehmen bleibt andererseits intakt, was uns vorsichtig optimistisch stimmt.	→	→

Kotierte Alternative Anlagen

Private Equity	Von hoher Nachfrage getriebener Sektor. US-Vermögensverwalter profitieren von Konversion zu vereinfachten legalen Strukturen.	→	→
Infrastruktur	Regulierte Bereiche (Wasser, Strom) von US-Steuerreform und steigenden Anleiherenditen betroffen. Transportunternehmen profitieren von Konjunktur.	→	→
Rohstoffe	Goldkurs profitiert nicht von politischen Unsicherheiten. Rohöl steigt dank Iran-Sanktionen der USA. Buntmetalle sind wegen Handelsängsten unter Druck.	→	→
Immobilien	Bewertungen nach den Kurskorrekturen der letzten Monate angemessen.	→	→

Marktdaten

BIP Wachstum %	Länder	2016	2017	2018E
Industrienationen	USA	1.5	2.2	2.8
	Japan	0.9	1.8	1.5
	Eurozone	1.8	2.4	2.1
	UK	1.9	1.7	1.4
	Schweiz	1.6	1.6	2.3
Schwellenländer	China	6.7	6.9	6.5
	Indien	8.2	7.1	7.3
	Brasilien	-3.5	1.0	1.6
Wechselkurse	30.09.18	% -3M	% -6M	% -12M
USD/CHF	0.982	-0.90	2.90	1.38
EUR/CHF	1.140	-1.49	-3.03	-0.37
GBP/CHF	1.279	-2.22	-4.33	-1.40
3 Monats Libor	30.09.18	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp
CHF	-0.74	-0.4	0.0	-1.0
USD	2.40	6.3	8.7	106.4
EUR	-0.32	0.3	1.0	1.1

Staatsanleihen (10y)	30.09.18	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp
CHF Eidgenossen	0.01	10.1	1.2	6.1
USD Treasury	3.06	20.1	32.2	72.8
EUR Bund	0.47	16.8	-2.7	0.6
Aktienmärkte	30.09.18	% -3M	% -6M	% -12M
SMI	9'087.99	5.56	3.97	-0.76
S&P 500	2'913.98	7.20	10.34	15.66
Nikkei	24'120.04	8.14	12.43	18.49
FTSE-100	7'510.20	-1.66	6.43	1.86
DJ EURO-STOXX 50	3'399.20	0.11	1.12	-5.44
Rohstoffe	30.09.18	% -3M	% -6M	% -12M
Gold oz/USD	1'192.50	-4.84	-10.00	-6.85
Öl (WTI)	73.25	-1.21	12.80	41.77
Kupfer (Spot)	6'263.50	-5.46	-6.22	-2.62

Quelle: Bloomberg, Oktober 2018



Gesamtwirtschaftliches Umfeld

Intakte makroökonomische Rahmenbedingungen, aber Handelsdisput in aller Munde

Die Wirtschaftslage präsentiert sich grundsätzlich freundlich. Die Schätzungen für die globale BIP-Wachstumsentwicklung liegen für 2018 bei 3.9% nach 3.7% für 2017. Für nächstes Jahr wird eine leichte Verlangsamung prognostiziert, die mit 3.6% nichtsdestotrotz weiter expansiv ist. Das Konsumentenvertrauen zumindest in den USA bleibt robust. Die Vorlaufindikatoren befinden sich weiter im expansiven Bereich, eine weitere Wachstumsbeschleunigung ist hingegen unwahrscheinlich (Abb. 1). Die Zentralbanken versorgen die Märkte weiter mit Liquidität, wenn auch in abnehmendem Umfang. Der Handelskrieg bleibt jedoch das marktdominierende Thema (siehe Seite 4).

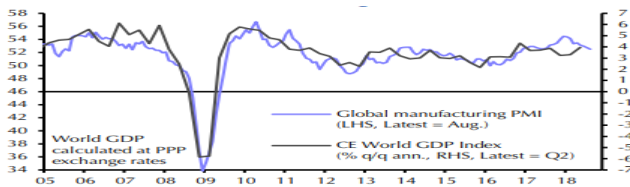


Abb. 1: Globaler Einkaufsmanager-Index für das verarbeitende Gewerbe und BIP-Entwicklung (Capital Economics, September 2018)

Schweiz

Im zweiten Quartal wuchs das Schweizer BIP im Vorjahresvergleich um 3.4%, was letztes Mal 2010 erreicht wurde (Abb. 2). Die Nettoexporte waren hierbei der Haupttreiber. Die Ausrüstungsinvestitionen gaben nach den starken Vorquartalen etwas nach. Im Lichte des weiter zulegenden Einkaufsmanagerindex für die Industrie dürfte der Aufschwung in der zweiten Jahreshälfte anhalten, wenn auch angesichts politischer Unsicherheiten und der Verlangsamung in der Eurozone etwas gemächlicher.

Trotz des konjunkturellen Höhenflugs betreibt die SNB gezwungenermaßen eine höchst expansive Geldpolitik. Ihr sind aufgrund der (noch) weiter stimulierenden EZB die Hände gebunden. Ein höherer Leitzins würde den Aufwärtsdruck auf den Franken anheben und damit die Wettbewerbsfähigkeit Schweizer Exporteure mindern.

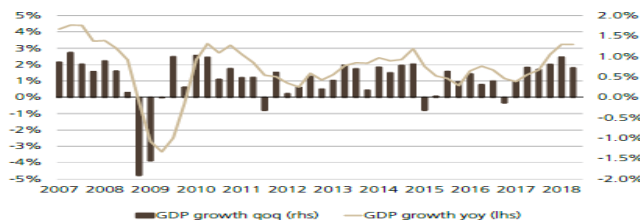


Abb. 2: BIP-Wachstum Schweiz (Macrobond, UBS, September 2018)

Europa

Die europäische Wirtschaftsexpansion verläuft stabil. Steigende Anlageinvestitionen sind ein Positivum, während der private Konsum – auch als Folge einer leichten Delle des Konsumentenvertrauens – im zweiten Quartal etwas weniger als im Vorquartal stieg. Nachdem die neue italienische Regierung bezüglich eines ungebremsten Anstiegs des Budgetdefizits kürzlich moderater tönte, beruhigten sich die Gemü-

ter. Die Ängste um eine Eskalation des Handelsdisput zwischen Europa und der USA sind unterschwellig weiter vorhanden, im Moment aber eher in den Hintergrund getreten. Ein ungeordneter Brexit ist nicht unmöglich, wird jedoch eher als lokales Thema taxiert. Auf der anderen Seite bleiben die Antriebskräfte der Gesamtwirtschaft intakt, nicht zuletzt dank der für europäische Verhältnisse ausgezeichneten Beschäftigungslage und des Lohnanstiegs (Abb. 3).

Die EZB dürfte an ihrem im Juni 2018 angekündigten Plan festhalten, ihr „QE“ Ende Jahr aufzuheben. Erste Zinserhöhungen werden ungewohnt offen per „Ende Sommer 2019“ angesetzt.

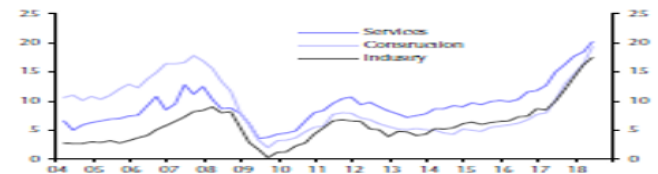


Abb. 3: Prozentanteil europäischer Unternehmen, die Arbeitskräftemangel als Produktionshindernis anführen (Capital Economics, September 2018)

USA

Das Wirtschaftswachstum der USA beschleunigt sich weiter und wird 2018 gegen 3% betragen. Insbesondere der Privatkonsum, aber auch die Anlageinvestitionen tragen positiv bei. Nächstes Jahr dürfte sich das Tempo vermindern. Einerseits wird der Effekt der Steuersenkungen von Anfang 2018 verblassen, andererseits wird sich ein eskalierender Handelskrieg mit China früher oder später auch auf die Preise von Konsumgütern auswirken – letztlich zahlen die US-Verbraucher die Zeche. Zudem werden die Anhebungen des Leitzinses sich allmählich bemerkbar machen. Wir gehen davon aus, dass das Fed allen Unkenrufen zum Trotz den Zinserhöhungspfad fortsetzt, um die Inflationsbildung einzudämmen (Abb. 4).

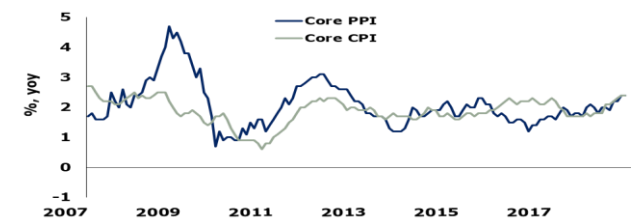


Abb. 4: Kerninflation USA (Bloomberg, September 2018)

Emerging Markets

Das Wachstum der Schwellenländer übertrifft dasjenige der entwickelten Welt, Handelskriegsängste und drohende Kapitalabflüsse belasten jedoch das Klima.

Risiken

Wir verfolgen die nachstehenden globalen Risikofaktoren:

- Protektionismus USA, Handelskriege
- Verlangsamung des Wachstums in China, eskalierende Krise in den Schwellenländern
- Globale Verschuldung (Budget Italien)
- Geopolitische Risiken (Nordkorea, Naher Osten) wenig relevant für das weltweite Wirtschaftswachstum



Traditionelle Anlagen

Obligationen: Noch kaum Auswirkungen eines Liquiditätsentzugs

Die Leitzinserhöhungen bis Ende 2018 durch das Fed – die achte und neunte seit Beginn des aktuellen Zyklus, auf 2.25% bis 2.5% – werden durch die Märkte bereits eskomptiert. Für 2019 ist die Lage weniger klar. Die von Fed-Präsident Jerome Powell kolportierten „weiteren drei“ Zinsschritte (auf 3.0% bis 3.25% per Ende 2019) sind allenfalls ansatzweise sichtbar. Anleger sind bezüglich des künftigen Wirtschaftsverlaufs offensichtlich skeptischer als die Notenbank. Die Fed-Bilanz wird kaum auf das Niveau von vor der Finanzkrise verkürzt werden. Die von der EZB auf die zweite Jahreshälfte 2019 angekündigten ersten Zinserhöhungen könnten sich, falls dazumal etwa die USA deutlich abschwächen würden, sogar gar nicht erst konkretisieren. Die unserer Ansicht nach kurzfristige Unterbrechung der Zinskurvenverflachung heisst weniger, dass die Märkte nicht mehr mit einer sich anbahnenden Rezession rechnen, sondern dass die verbreitete Unsicherheit die Nachfrage nach länger laufenden Staatspapieren erhöhte und sich damit deren Renditen reduziert haben (Abb. 5).



Abb. 5: Zinskurven 10-jährige minus 2-jährige Staatsanleihen (grün: US-Treasury, schwarz: Deutscher Bund, rot: Eidgenosse. Bloomberg, September 2018)

Die Renditen Schweizer Staatsobligationen durchliefen in den letzten Wochen eine Achterbahnfahrt. Hierfür waren überwiegend geopolitische Gründe verantwortlich. Wechselnde Einschätzungen der Lage etwa in der Türkei, in Italien oder der Handelsdispute USA/China erhöhten bzw. verminderten die Nachfrage nach Fluchtwährungsanleihen wie eben diejenige nach «Eidgenossen» (Abb. 6). Eine nachhaltige Trendwende erwarten wir in den kommenden Monaten jedoch nicht.

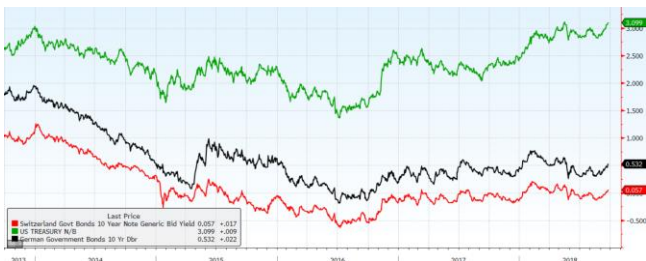


Abb. 6 Renditen 10-jähriger Staatsanleihen (grün USA, schwarz Deutschland, rot Schweiz, Bloomberg September 2018)

Angesichts der prominenten Unsicherheiten, gepaart mit vorderhand weiter tiefen Renditen, halten wir das Durationsrisiko kurz. Privatmarktanlagen betrachten wir als lohnenswerte Portfoliobeimischung. Das Risikoprofil sollte jedoch auch bei dieser Anlageklasse beachtet werden.

Aktien: Freundliches Wirtschaftsumfeld und geopolitische Faktoren

Die Hauptaktienmärkte zeigten sich in den letzten Monaten gelegentlich volatil, wenn auch kein Vergleich mit der jähren Korrektur von Anfang Februar zu beobachten ist. Die Indizes werden von einem Zwiespalt zwischen positiver Wirtschaftsentwicklung einerseits und politisch induzierten Stimmungsschwankungen andererseits getrieben. Die Gewinnentwicklung der Unternehmen insgesamt bleibt positiv und wird nach wie vor von den Reformen in den USA und der zu einem grossen Teil unverminderten Liquiditätsversorgung durch die Zentralbanken getrieben. Die Vorlaufindikatoren befinden sich weiter im expansiven Bereich: In den USA und insgesamt Europa herrscht praktisch Vollbeschäftigung und das Konsumentenvertrauen zeigt sich robust. Die Inflationsgradmesser sind im Steigen begriffen, bleiben aber innerhalb der von den Zentralbanken avisierten Zielbänder.

Seit Mai tat sich eine Schere in der Marktentwicklung auf: Europa inklusive Schweiz traten, mit gelegentlichen Schwankungen, trotz ansprechender Gewinnausweise auf der Stelle. Die Schwellenländer werden teils von lokalem Vertrauensschwund beeinflusst, leiden jedoch auch unter drohenden Kapitalabflüssen. Der US-Markt bleibt von Handelskriegsängsten unbeeindruckt in einem stetigen Aufwärtstrend (Abb. 7).

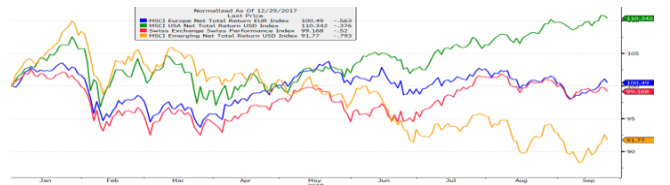


Abb. 7: Aktienmärkte USA, Europa, Schweiz, Schwellenländer indiziert seit Jahresbeginn 2018 in Lokalwährungen (Total Return Indizes, Bloomberg, September 2018)

Die Gewinnwachstumsrate von rund 20% in den USA dieses Jahr wird sich 2019 fühlbar verringern, dank ansprechendem Geschäftsklima und günstigen Kapitalmarktkonditionen aber solide bleiben. Europa bleibt auf Expansionskurs, Handelsfraktionen können hingegen die künftige Entwicklung dämpfen. Dies ist mittelfristig einiges ausgeprägter bei Schwellenländern der Fall, die jedoch schon vieles diskontieren.

Wir halten ein ausgeprägt hohes Gewicht im Heimmarkt Schweiz. Wir sind zudem im Begriff, die Allokation in den USA zu erhöhen, während wir unser Engagement in Europa leicht kürzen. In Schwellenländern bleiben wir aus langfristigen Überlegungen übergewichtet.

Kotierte Alternative Anlagen

Das attraktive Kapitalmarktumfeld spricht für Listed Private Equity-Unternehmen. Diese werden allerdings nach Kursavancen zu unterdurchschnittlichen Abschlägen zum NAV gehandelt. Entsprechend ist erhöhte Selektivität angebracht. Infrastrukturtitel verfügen über stabile Cashflows, regulierte Bereiche (Wasser, Strom) weisen jedoch eine überdurchschnittliche Zinssensitivität aus. Gold leidet unter negativer Marktstimmung gegenüber dem Edelmetall. Der Rohölkurs profitiert aktuell von Marktengpässen, die steigende US-Produktion wird diese mittelfristig jedoch ausbalancieren. Industriemetalle gaben kürzlich aufgrund von Handelskriegsängsten nach.



Handelsdisput – ein Update

Zweite Phase

Wir hatten vor Quartalsfrist über einen damals imminen, allerdings noch wenig bewegenden Handelsdisput insbesondere zwischen den USA und China berichtet. Mittlerweile ist der Konflikt in eine weitere Phase eingetreten. Wir nehmen dies zum Anlass, mögliche Auswirkungen näher zu beleuchten. Die Importe der USA aus China betragen gut USD 500 Mia. (2017), während sich die Exporte lediglich auf USD 155 Mia. belaufen (Abb.8).

Trading Partner	Imports (\$M)	Trading Partner	Exports (\$M)
1) China	505,597.00	1) Canada	235,649.00
2) Mexico	314,045.00	2) Mexico	206,216.00
3) Canada	299,975.00	3) China	154,933.00
4) Japan	136,544.00	4) Japan	73,835.50
5) Germany	117,745.00	5) United Kingdom	60,847.30
6) South Korea	71,164.10	6) Germany	51,897.60
7) United Kingdom	53,074.90	7) South Korea	49,799.20
8) Italy	49,963.20	8) Netherlands	39,672.70
9) France	49,000.60	9) Singapore	34,736.90
10) Ireland	48,843.80	10) France	32,635.70
11) India	48,631.30	11) Hong Kong	30,868.00
12) Vietnam	46,483.50	12) Belgium	29,146.50
13) Malaysia	37,408.90	13) Brazil	26,610.40
14) Switzerland	36,221.20	14) Australia	24,503.60
15) Thailand	31,189.80	15) India	24,064.00

Abb. 8: US-Importe/Exporte nach Handelspartnern (Bloomberg, September 2018)

Bis zum 24. September 2018 erhoben die USA Zölle auf chinesische Güter im Wert von USD 53 Mia. p.a.. Andere Länder und Regionen wie die EU, Kanada und Mexiko sind u.a. bei Stahl und Aluminium ebenfalls betroffen und belegen im Gegenzug die USA mit Zöllen insbesondere auf Agrarprodukte. Nun wurden die Strafzölle auf chinesische Waren im Umfang von weiteren USD 200 Mia. ausgedehnt. Hierauf beträgt die Besteuerung bis Jahresende 10%, ab Januar 2019 sogar 25%. Damit wird den US-Importeuren Spielraum gegeben, sich nach anderen Lieferanten umzusehen. Es kann zusätzlich auch dazu dienen, China vor Jahresende an den Verhandlungstisch zwecks echter Konzessionen zu zwingen. Zudem fällt der Schock für US-Konsumenten vor den Weihnachtseinkäufen weniger ausgeprägt aus (u.a. Smart Watches wurden davon in letzter Minute ausgenommen) – es befinden sich auch vermehrt Konsumgüter auf den Strafzoll-Listen. China erhebt im Gegenzug Zölle auf rund USD 110 Mia. auf Waren aus den USA.

Die grundlegende Motivation des US-Präsidenten ist durchaus nachvollziehbar. China gehört nach OECD-Standards zu den restriktivsten Ländern bezüglich ausländischen Direktinvestitionen (Abb. 9).

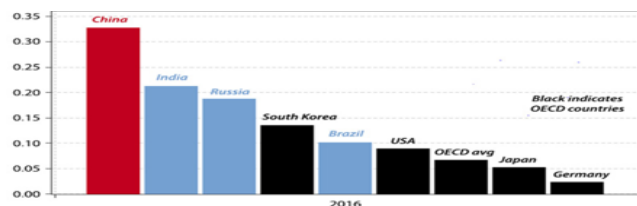


Abb. 9: OECD Investitions-Restriktionsindex (Gavekal/Mauldin Economics, September 2018)

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.

Aufgrund des Ungleichgewichts der Handelsbilanzen werden China schon bald die Vergeltungsmöglichkeiten ausgehen. Wir gehen dessen ungeachtet nicht davon aus, dass das Reich der Mitte klein beigegeben wird – schliesslich bestehen noch andere Mittel und Wege, wie den USA Steine in den Weg gelegt werden können. Die Abwertung der chinesischen Währung gegenüber dem USD - was auch auf andere Schwellenländerwährungen zutrifft - beträgt seit diesem Frühling bereits rund 10%, womit erhebliche Preiskonkzessionen möglich sind. Wir gehen nicht davon aus, dass China die Währung als Druckmittel im Handelsdisput einsetzen wird.

Sowohl die USA und etwas weniger ausgeprägt auch China sind, im Gegensatz zu offenen Ländern wie Deutschland oder der Schweiz, nicht wesentlich von Exporten abhängig (Abb. 10).

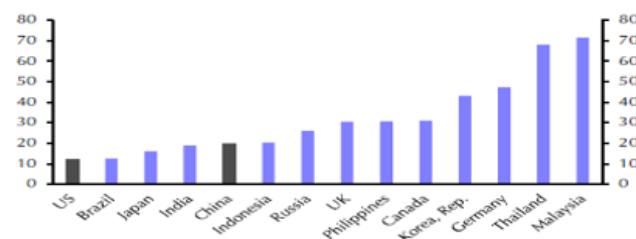


Abb. 10: Güter- und Dienstleistungsexporte in Prozent des BIP (2017, Weltbank, Capital Economics, September 2018)

Fazit

Die Auswirkungen auf den Welthandel werden kaum derart wesentlich ins Gewicht fallen, dass eine globale Rezession die Folge wäre. Im Gegensatz zu der vielbeschworenen Periode der 1930er Jahre sind über 80% der US-Beschäftigten heute im Dienstleistungsbereich tätig. Strafzölle auf US-Exporten würden also vor allem landwirtschaftliche Maschinen und Industrieroboter treffen und weniger Arbeitnehmer. Eine Eskalation auf Europa scheint im Moment abgewendet zu sein, der Streit mit Kanada konnte in letzter Minute beigelegt werden.

Die stark protektionistische US-Regierung ist innenpolitisch gut abgestützt. Insbesondere im Disput mit China ist keine rasche Lösung zu erwarten, vor allem nicht vor den US-Zwischenwahlen vom 6. November 2018. Der Handelsstreit mit Europa könnte bald beigelegt werden, mit der EU als potenziellem Allianzpartner der USA gegenüber China.

Die Auswirkungen auf die Kapitalmärkte werden sich über einen längeren Zeitraum entwickeln und sind mehr stimmung- denn durch Fundamentaldaten getrieben. Bei Währungen und gewissen Rohstoffen lassen sich einzelne Richtungswechsel beobachten. Wir gehen davon aus, dass die Entwicklung der Aktienmärkte nicht als Ganzes beeinträchtigt wird, bei einzelnen, exportgetriebenen Unternehmen ist jedoch kurz- und mittelfristig Zurückhaltung angebracht.

Baar, Oktober 2018/DIG