



Anlagepolitischer Ausblick 1. Quartal 2020

Globaler makroökonomischer Ausblick

Schweiz	<ul style="list-style-type: none"> Nach einer Delle im 2019 (BIP +0.9% erwartet) wird für die Schweizer Wirtschaft 2020 eine Ausweitung der Wachstumsrate auf 1.8% prognostiziert. Der verhaltene globale Ausblick und andauernde politische Unsicherheiten hemmen die internationalen Handelsströme und damit auch die Schweizer Exporttätigkeit. Die SNB erachtet den Schweizer Franken weiterhin als hoch bewertet und hält an ihrer Negativzinspolitik fest.
Europa	<ul style="list-style-type: none"> Die Industrieproduktion leidet unter den Handelsfraktionen, die Vorlaufindikatoren stabilisierten sich aber in den letzten Wochen. Das Konsumentenvertrauen bleibt dank soliden Arbeitsmärkten positiv. Der Privatkonsum federt die Kontraktion in der Industrie ab. Die UK-Wahlen schufen klare Mehrheitsverhältnisse. Ein Freihandelsabkommen mit der EU müsste aber innert ambitionierter kurzer Frist unter Dach und Fach gebracht werden. Die EZB führt die Stimulierungspolitik auch unter neuer Führung weiter.
USA	<ul style="list-style-type: none"> Die Frühindikatoren für das produzierende Gewerbe konnten sich aufgrund konkretisierender Aussichten für ein erstes Handelsabkommen mit China festigen. Robuste Konsumausgaben treiben das Wirtschaftswachstum dank Vollbeschäftigung an. Die Inflation zieht kaum an und bleibt kontinuierlich unter der Zielgrösse des Fed. Der Leitzins dürfte in der Folge 2020 unverändert bleiben, nach drei vorsorglichen Senkungen in der zweiten Jahreshälfte 2019.
Emerging Markets	<ul style="list-style-type: none"> Staatliche Unterstützung in China dämpft die Wachstumsverlangsamung. Die Aussicht auf gelockerte Handelsrestriktionen wird sich bei Konkretisierung positiv auswirken.

Traditionelle Anlagen

0-3Mt. - 12Mt.

Währungen	Schwankungsbreite USD/CHF: 0.94 - 1.00 bzw. EUR/CHF 1.06 - 1.12.		
Obligationen	Dank verringerter Konjunkturängste sank in jüngster Zeit die Nachfrage nach sicheren Häfen wie Anleihen, nachdem deren Renditen angesichts wieder aufgenommener Zentralbankstimulierungen zuvor gesunken waren. Die Zinskurven wurden nach einer länger anhaltenden Verflachung wieder steiler. Die Renditen Schweizer Staatsanleihen bleiben lückenlos im negativen Bereich.	➡	➡
Aktien	Die anhaltend lockere Geldpolitik wie auch die Vorwegnahme einer möglichen Deeskalation der Handelskonflikte trieb die Aktienindizes zu neuen Höchstständen. Die Zentralbanken dürften in den nächsten Quartalen nicht auf einen restriktiveren Kurs schwenken und ein weniger spannungsgeladenes globales Wirtschaftsumfeld trägt zur weiteren Stabilisierung der Industrie bei. Politische Unwägbarkeiten bergen allerdings unvermindert Überraschungspotenzial.	➡	➡

Alternative Anlagen / Aktien Themen

Private Equity	Die Nachfrage bleibt angesichts des anhaltenden Tiefzinsumfelds ungebrochen hoch. Positive Implikationen auf Entwicklung der Managementgebühren.	➡	➡
Infrastruktur	Berechenbare Cashflow-Generierung und hohe Markteintrittsbarrieren. Ansprechende Dividendenrenditen, andererseits teilweise überhöhte Bewertungen.	➡	➡
Rohstoffe	Leichte Gold-Korrektur aufgrund verbessertem Stimmungsbild an Aktienmärkten. Rohöl schwankt zwischen Überangebotsängsten und volatiler Nachfrage.	➡	➡
Immobilien	Verteuerung nach prägnanten Kursanstiegen im Jahresverlauf von 2019.	➡	➡

Marktdaten

BIP Wachstum %	Länder	2018	2019E	2020E
Industrienationen	USA	2.9	2.2	2.0
	Japan	0.3	0.6	0.7
	Eurozone	1.9	1.2	1.1
	UK	1.3	1.4	1.2
	Schweiz	2.8	0.9	1.8
Schwellenländer	China	6.6	6.1	5.9
	Indien	7.2	6.8	5.1
	Brasilien	1.3	0.8	2.2
Wechselkurse	31.12.19	% -3M	% -6M	% -12M
USD/CHF	0.966	-3.16	-1.01	-1.67
EUR/CHF	1.085	-0.24	-2.25	-3.57
GBP/CHF	1.282	4.53	3.41	2.32
3 Monats Libor	31.12.19	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp
CHF	-0.69	7.5	3.7	2.5
USD	1.91	-17.7	-41.2	-89.9
EUR	-0.38	3.5	-3.8	-7.4

Staatsanleihen (10y)	31.12.19	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp
CHF Eidgenossen	-0.50	28.5	5.7	-22.1
USD Treasury	1.92	25.3	-8.8	-76.7
EUR Bund	-0.19	38.6	14.2	-42.7
Aktienmärkte	31.12.19	% -3M	% -6M	% -12M
SMI	10'616.94	5.34	7.26	25.95
S&P 500	3'230.78	8.53	9.82	28.88
Nikkei	23'656.62	8.74	11.19	18.20
FTSE-100	7'542.44	1.81	1.57	12.10
DJ EURO-STOXX 50	3'745.15	4.92	7.81	24.78
Rohstoffe	31.12.19	% -3M	% -6M	% -12M
Gold oz/USD	1'517.27	3.04	7.64	18.31
Öl (WTI)	61.06	12.93	4.43	34.46
Kupfer (Spot)	6'149.00	7.97	2.79	3.36

Quelle: Bloomberg, Januar 2020



Gesamtwirtschaftliches Umfeld

„Phase 1“-Abkommen als Katalysator

Anfang Dezember 2019 wurde ein „Phase 1“-Abkommen zwischen den USA und China in Aussicht gestellt, u.a. inklusive Verzicht und teilweiser Reduktion von Strafzöllen durch die USA. China verspricht im Gegenzug, mehr US-Güter zu kaufen und ausländische Unternehmen sollen nicht mehr zu Technologie-Transfers gezwungen werden. Was gut tönt - aber noch nicht abgesegnet ist - hatte vorerst einen beschränkt positiven psychologischen Effekt. Die unmittelbaren Marktreaktionen widerspiegeln denn auch ein gewisses Misstrauen, was angesichts nicht eingehaltener Versprechungen in der Vergangenheit verständlich ist. Ein Anfang scheint gemacht, aber weitere Verhandlungen dürften schwierig bleiben.

Die Zentralbanken sind 2019 angesichts sich abzeichnender Schwächen auf breiter Front auf einen Stimulierungskurs eingeschwenkt bzw. verzichteten auf Zinserhöhungen (Abb. 1). 2020 erwarten wir keine Leitzinsänderungen. Fiskalische Unterstützungsabsichten sind andererseits erst wenige zu verzeichnen.



Abb. 1: Überwiegend stimulierende Zentralbanken (rot) im 2019 (Bloomberg/WSJ, Dezember 2019)

Schweiz

Das Schweizer BIP expandierte im 3. Quartal 2019 im Vorjahresvergleich um 1% (ggü. Vorquartal +0.4%) und übertraf damit die Erwartungen. Das Wachstum war breit abgestützt, wobei bei den Exporten nur die Pharmaindustrie positiv auffiel (Abb. 2). Die eingetübte Dynamik im Industriebereich dürfte sich angesichts der gedämpften Aussichten in Deutschland fortsetzen, dank der erwarteten Entspannung im Handelskonflikt stabilisiert sich jedoch die Situation.

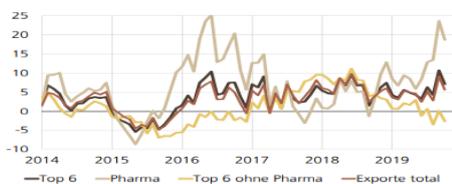


Abb. 2: Exportwachstum nach Branchen im Vorjahresvergleich in % (UBS/Macrobond/EZV, Dezember 2019)

Ein Stillhalten der EZB vorausgesetzt, dürfte auch die SNB an ihrer aktuellen Negativzinspolitik festhalten. Die negativen Auswirkungen dieser Politik werden im Inland allerdings verstärkt wahrgenommen.

Europa

Die Wirtschaft der Eurozone konnte sich im 3. Quartal überraschend deutlich stabilisieren. Deutschland entging dank Konsum und Bauaktivitäten knapp einer technischen Rezession. Das Geschäftsklima konnte sich in den letzten Monaten erholen, wenn auch von tiefem Niveau aus (Abb. 3). Die Entwicklung an der Handelsfront bleibt erratisch (Beispiel Frankreich – Digitalsteuer gegen US-Zölle auf Champagner u.a.). Konsum und Investitionen bleiben in der Eurozone insgesamt eine zuverlässige Stütze der Wirtschaft. Im UK herrscht nach den Wahlen im Dezember eine klare

Regierungsmehrheit. Ein „No-Deal“-Brexit scheint nun unwahrscheinlicher, aber ein vertragsloser Zustand ab 2021 liegt im Bereich des Möglichen, weil ein Freihandelsabkommen bis Ende 2020 noch unter Dach und Fach gebracht werden muss.

Die EZB setzt unter Christine Lagarde die Politik ihres Vorgängers vorläufig fort. Sie lässt aber eine Strategieprüfung durchführen, bei der u.a. das Inflationsziel von „nahe, aber unter 2%“ überprüft wird.



Abb. 3: Ifo Geschäftsklimaindex Deutschland (ifo Institut, Dezember 2019)

USA

Das Wachstum der US-Wirtschaft dürfte sich 2020 mit 2.0% gegenüber dem Vorjahr (2019E: 2.2%) verlangsamen, liegt aber weiter deutlich über demjenigen anderer entwickelter Regionen. Der Beschäftigungszuwachs verringert sich, der Arbeitsmarkt bleibt dagegen mit einer Arbeitslosenrate auf 50-Jahres-Tief aussergewöhnlich eng. Dementsprechend positiv bleiben Konsumentenvertrauen und Privatkonsum, wenn auch Ersteres vom Handelszwist nicht unbehelligt bleibt. Eine Lösung des Disputs würde für eine Stimmungsaufhellung im herstellenden Gewerbe sorgen, welches aktuell noch im Kontraktionsmodus ist. Gleichwohl sind Konsolidierungstendenzen zu beobachten (Abb. 4).

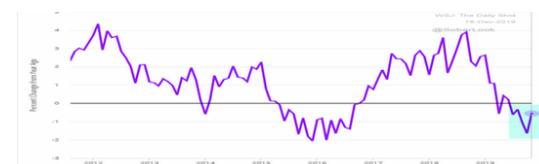


Abb. 4: Industrieproduktion USA, monatliche Veränderung gegenüber Vorjahr in % (Fed St. Louis, Dezember 2019)

Das Vertrauen in internationale Lieferketten dürfte noch länger gestört sein. Lokale KMUs zeigten jüngst dagegen erhöhte Investitionsbereitschaft. Innenpolitisch sorgen das Amtsenthebungsverfahren und die Präsidentschaftswahlen für Unsicherheit. In gut einem Monat beginnen die parteiinternen Vorwahlen. Dabei geht es um die Entscheidung, wer als offizieller Kandidat der Demokratischen Partei gegen den republikanischen Amtsinhaber Donald Trump antreten darf.

Schwellenländer

Verlangsamte BIP-Expansion führt vermehrt zu fiskalischen Stimulierungsmassnahmen. Eine nachhaltige Beseitigung der Handelskriegseffekte würde zu beschleunigtem Wachstum führen.

Risiken

Wir halten folgende Risikofaktoren im Auge:

- Handelsdisput: Verhandlungsverlauf
- Zentralbankenpolitik, Verschuldungsproblematik
- Europa: Brexit-Abkommen UK/EU
- Geopolitische Risiken: Hong Kong, Iran, etc.
- Amtsenthebungsverfahren, Präsidentschaftswahlen USA



Traditionelle Anlagen

Obligationen: Stimulierungspause

Das Fed senkte den Leitzins zwischen Ende Juli und Ende Oktober vorsorglich drei Mal um je 0.25%, um die sich abzeichnende Wachstumsverlangsamung abzufedern. Im Dezember machten die Währungshüter deutlich, dass auf absehbare Zeit mit keiner weiteren Leitzinsänderung zu rechnen sei. Mitte September tauchte ein neues Problem auf: Liquiditätsengpässe am Geldmarkt führten zu einem Hochschnellen des „Repo“-Satzes (Zinssatz, zu dem Finanzhäuser gegen Wertpapierhinterlegung zu Geld kommen) über die Zielgrösse des Fed hinaus. Seither schießt die Zentralbank täglich Mittel in das Finanzsystem ein und weitet damit ihre Bilanz mittels Aufkauf kurzfristiger Staatsanleihen wieder aus (Abb. 5). Sie möchte dies aber nicht als „QE 4“ bzw. Stimulierungspaket für die Wirtschaft verstanden wissen.

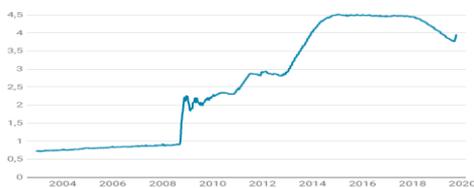


Abb. 5: Bilanzsumme des Federal Reserve in Bio. USD (Fed St. Louis/FuW, Oktober 2019)

Die Renditen der grossen Währungsblöcke sanken im Jahresverlauf schon im Vorfeld der Kehrtwende der US-Notenbank. Seither bzw. im Zuge verbesserter Konjunkturaussichten ist eine Gegenbewegung mit leicht steigenden Sätzen zu beobachten (Abb. 6).

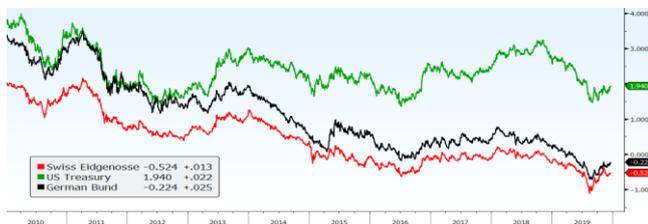


Abb. 6: Renditen 10-jähriger Staatsanleihen (Bloomberg, Dezember 2019)

Die Rendite 10-jähriger Schweizer Staatsanleihen stieg von -1.12% Mitte August auf noch rund -0.5%. Eine Rückkehr in positive Gefilde bleibt in weiter Ferne. Auch die Realrendite - Eidgenossen minus Konsumentenpreisindex - bleibt im Bereich finanzieller Repression, bewirkt also einen realen Kaufkraftverlust.

Bei Unternehmensanleihen ist das Bild etwas milder, positive Renditen sind aber auch hier rechnerisch nur mit sehr langen Laufzeiten zu erreichen. Wir erachten Investitionen in öffentliche Anleihen in diesem Sinne weiter für nur beschränkt sinnvoll und ziehen Privatmarkt-Anlagen als Alternative vor.

Aktien: Von TINA zu FOMO

Die Kursavancen der Aktienmarktindizes seit Jahresbeginn 2019 wirken verbreitet geradezu exorbitant und liessen für sich betrachtet auf eine Blasenentwicklung schliessen. Man sollte sich jedoch vergegenwärtigen, dass nach der brüskten Korrektur vom 4. Quartal 2018 die Kehrtwende der US-Notenbank just zum Jahreswechsel 2018/2019 weg vom Zinserhöhungspfad hin zu einer „geduldigen“ Haltung ein Kursfeuerwerk einleitete.

Unter Einbezug der Bewegungen über die letzten beiden Jahre sind die Kursanstiege zwar nach wie vor

beeindruckend, aber nicht mehr derart fulminant wie über die letzten zwölf Monate isoliert betrachtet (Abb. 7).



Abb. 7: Aktienmärkte USA (grün), Europa (blau), Schweiz (rot), Schwellenländer (gelb) indiziert seit Jahresbeginn 2018 in Lokalwährungen (Total Return Indices; Bloomberg, Dezember 2019)

Nach der oft zitierten „TINA“-Stimmung („There Is No Alternative“) ist nun „FOMO“ („Fear Of Missing Out“, d.h. die Angst, etwas zu verpassen) in aller Munde. Die Geldflüsse in Aktienanlagen sind entsprechend gegen das Jahresende stark angestiegen (Abb. 8).

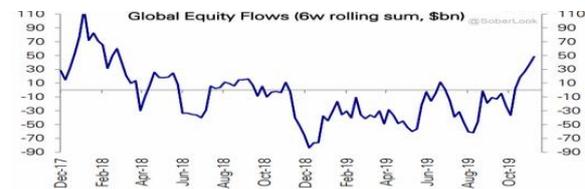


Abb. 8: Globale Geldflüsse in Aktienmärkte (EPFR/Deutsche Bank, Dezember 2019)

Das Anlegervertrauen festigt sich einerseits, andererseits herrscht unter Finanzprofis verbreitete Skepsis, was aus konträrer Sicht für weitere Kursanstiege spricht. Zu den fundamentalen Gründen für eine Fortsetzung des Aktienkursrallys gehören u.a. die Bewertungen, die gestiegen, aber insbesondere im Vergleich zum Zinsgefüge nicht überhöht sind. Es wird mit einem wieder erwachenden Gewinnwachstum gerechnet, von dem 2019 nur wenig zu sehen war. Eine sich abzeichnende Lösung der Handelskonflikte sowie die erhöhte Brexit-Klarheit sorgen für Erleichterung.

Die Basis für einen konstruktiven Ausblick 2020 bildet auch die Rückkehr des „Central Bank Put“ bzw. die zur Absicherung bereit stehenden Notenbanken. Die Aktienkurse dürften sich im Wesentlichen entlang der Gewinnentwicklung bewegen, also deutlich weniger spektakulär als im vergangenen Jahr. Damit können sich Investoren aber durchaus zufrieden geben.

Unsere Aktienallokation bleibt in dieser Situation leicht übergewichtet. Wir sind zu knapp 50% im Heimmarkt Schweiz positioniert. Europa haben wir im Portfoliokontext übergewichtet. In den USA sind wir im Vergleich zur hohen Gewichtung im Weltaktienindex untergewichtet. In den Schwellenländermärkten sind wir diversifiziert in Asien engagiert.

Alternative Anlagen / Aktien Themen

Börsenkotierte Private-Equity-Titel übertrafen den Weltaktienmarkt 2019 deutlich. Die Abschläge zum NAV befinden sich trotz hoher Kursgewinne im Einklang mit dem historischen Durchschnitt, bei weiterhin attraktiven Dividendenrenditen. Infrastrukturaktien konnten knapp mit dem Weltaktienmarkt mithalten.

Die Ölkurse werden bei tiefer Volatilität wechselnd von Überangebotsängsten und Nachfrageschwankungen diktiert und folgen keinem einheitlichen Trend. Gold leidet spiegelbildlich unter positiverer Marktstimmung an den Aktienmärkten. Die politische Ungewissheit könnte Zufluchtskäufe in Gold auslösen.



Schwel­len­län­der­an­lei­hen

Mit als sicher geltenden Anleihen kann im CHF- und EUR-Universum keine positive Rendite mehr erwirtschaftet werden. Eine Investition in entsprechende Produkte ist gleichsam eine Position mit renditelosem Risiko. Die Suche nach Alternativen mit einem vergleichsweise attraktiveren Rendite/Risiko-Verhältnis ist entsprechend in vollem Gange. Ein möglicher Lösungsansatz bieten unseres Erachtens Schwellenländeranleihen.

In Hartwährungen (meist USD, bei Anlagen in Lokalwährungen wird unserer Ansicht nach eine unverhältnismässige Währungswette eingegangen) aufgelegte, ans internationale Publikum gerichtete Schwellenländeranleihen weisen trotz guter Jahresperformance attraktive positive Renditen auf. Besondere Aufmerksamkeit verdient die Schuldnerqualität. Anlagen in Emittenten aus Staaten mit sehr schwierigen politischen und wirtschaftlichen Verhältnissen wie beispielsweise Argentinien oder Venezuela sollten nur mit grösster Vorsicht getätigt werden.

Der Schwellenländer-Anteil am globalen BIP ist in den letzten Jahrzehnten stetig angestiegen und übertrifft denjenigen der hochentwickelten Volkswirtschaften mittlerweile bereits seit über zehn Jahren (Abb. 9, gemessen an der Kaufkraftparität). Mit einer erwarteten BIP-Wachstumsrate von etwa 4.3% für 2020 übertrifft die Expansion von Schwellenländern zudem diejenige der entwickelten Länder deutlich.

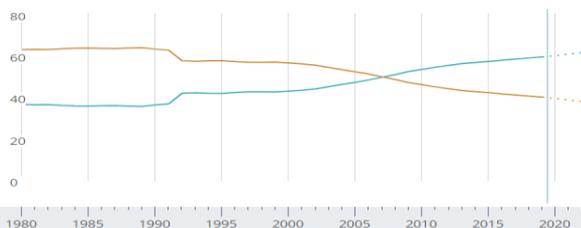


Abb. 9: %-Anteil BIP Schwellenländer (blau) vs. hochentwickelte Volkswirtschaften (gelb; World Economic Outlook IMF, Oktober 2019)

Die relative Grösse des Schwellenländer-Anleihe­marktes wuchs seit dem Jahr 2000 von rund 2% auf knapp 25% und ist damit von einem Nischenmarkt zu einer eigenständigen Anlageklasse herangereift. Der Bestand von Unternehmensanleihen vervierfachte sich dabei über die letzte Dekade auf rund USD 2.3 Bio. und ist damit doppelt so gross wie etwa der Markt hochverzinslicher US-Anleihen. Bei internationalen Anlegern ist die Anlageklasse jedoch weiter untervertreten. In den letzten Jahren ist die Anlegerpositionierung in Schwellenländer-Unternehmensanleihen aus diversen Gründen - in den letzten zwei Jahren aufgrund der Handelsstreitigkeiten - sogar leicht gesunken, im Gegensatz zu Staatsanleihen (Abb. 10).

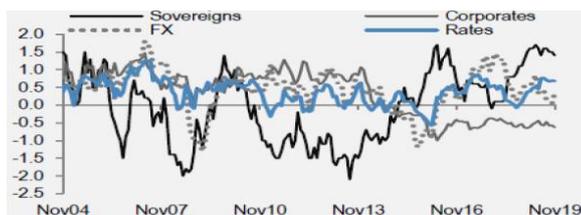


Abb. 10: Anlegerpositionierung in Schwellenländer-Anlagen (J.P. Morgan, Dezember 2019)

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.

Spezialisierte Obligationenfonds verzeichneten in den letzten Jahren stark divergierende Zuflüsse. Für das Jahr 2019 kann die Zuwachsrate als gesund bezeichnet werden, liegt aber deutlich unter dem Zuwachs von 2018 (Abb. 11).

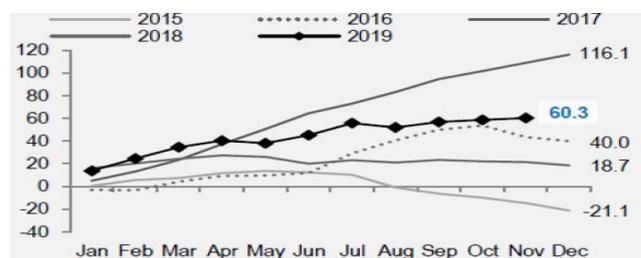


Abb. 11: Geldflüsse in Schwellenländer-Obligationenfonds (USD Mia., kumulativ; J.P. Morgan, Dezember 2019)

Ein besonderes Augenmerk sollte auf die Renditeunterschiede (Spreads) zwischen Schwellenländeranleihen und derjenigen erstklassiger (US-) Staatsobligationen gelegt werden. Im historischen Vergleich haben sich diese in den letzten Monaten verengt, die Risikoprämie hat sich also reduziert (Abb. 12).



Abb. 12: Renditeaufschlag Emerging Market Bond Index vs. US Schatzanleihen (Bloomberg, Dezember 2019)

Dies ist auf der einen Seite eine Konsequenz des verbreiteten Anlagenotstandes, der sich auch auf diese Märkte auswirkt, widerspiegelt aber auf der anderen Seite auch die verbesserte Schuldnerqualität. Angesichts des sich aufhellenden Konjunkturbildes (Stichwort anstehende Lösung der Handelskonflikte) stellt dies für uns per se kein Negativum dar. Zudem muss angefügt werden, dass die Obligationenkurse im US-Heimmarkt durch Stützungskäufe der Notenbank verzerrt, also eigentlich zu hoch sind. Die Anleihen in den Schwellenländern sind allgemein von den Notenbankinterventionen in den entwickelten Ländern der letzten Jahre nicht tangiert. Im Gegenteil, bedingt durch den US/China-Handelskonflikt kamen die Kurse im 2018 sogar stark unter Druck.

Fazit

Investitionen in Schwellenländeranleihen sind nicht ohne Risiko, haben aber bei diversifizierter Investition attraktivere Renditen bei einem verhältnismässig ausgeglichenen Rendite/Risiko-Verhältnis. Aufgrund des US/China-Handelskonfliktes hat das Anlagesegment der Schwellenländer-Unternehmensanleihen in den letzten Jahren von den allgemein starken Preiserhöhungen im Anleihebereich weniger profitiert.

Baar, Januar 2020/DIG