



Anlagepolitischer Ausblick 1. Quartal 2018

Globaler makroökonomischer Ausblick

Schweiz	<ul style="list-style-type: none"> Nach dem eher mageren Wachstum von 0.9% 2017 dürfte das Schweizer BIP 2018 dank kräftiger EU-Konjunktur und dem leicht schwächeren CHF um 1.8% zulegen. Die Wachstumsbeschleunigung wird der exportorientierten Industrie zu verdanken sein, während wir seitens des Privatkonsums nur spärliche Impulse erwarten. Die Geldpolitik bleibt indirekt durch die EZB bestimmt. Die SNB musste in den letzten Monaten infolge der angekündigten Reduktion des QE durch die EZB nicht mehr intervenieren. Von Zinserhöhungen gehen wir nicht vor der zweiten Jahreshälfte 2019 aus.
Europa	<ul style="list-style-type: none"> Politische Unwägbarkeiten in Europa werden die Märkte nur temporär verunsichern. Die EZB wird vom Januar bis voraussichtlich im September 2018 ihr Anleihenkaufprogramm reduziert fortführen, was bereits zu einem erstarkten EUR geführt hat. Das BIP-Wachstum der Eurozone wird nach robusten 2.3% 2017 dieses Jahr geringfügig auf 2.0% nachlassen. Die festere Währung, aber auch „Brexit“-Unsicherheiten wirken belastend. Die Inflation verharrt unter der EZB-Zielgrösse von „knapp unter“ 2%.
USA	<ul style="list-style-type: none"> Das BIP-Wachstum in den USA dürfte 2018 auch angesichts der Steuerreform auf 2.5% steigen (von 2.2% 2017). Die Erwerbslosenquote liegt mit 4.1% nahe der Vollbeschäftigung. Die Kerninflation bleibt strukturell bedingt unter dem Fed-Ziel von 2%. Konsumvertrauen und Unternehmensgewinne sind auf hohen Niveaus. Das Fed hat mit der angekündigten Bilanzkürzung begonnen und wird 2018 voraussichtlich drei weitere Zinserhöhungen von je 0.25% durchführen.
Emerging Markets	<ul style="list-style-type: none"> Die Schwellenländer sind für die Straffung der US-Geldpolitik wesentlich besser gerüstet als in der Vergangenheit. Wir erwarten eine leichte Wachstumsverlangsamung in China.

Traditionelle Anlagen

0-3Mt. bis 12Mt.

Währungen	Handelsspanne USD/CHF: 0.96 - 1.04 bzw. EUR/CHF 1.12 - 1.20.		
Obligationen	Renditen von CHF-Anleihen bleiben im negativen Bereich auf Niveaus ähnlich wie vor Jahresfrist. EUR-Obligationen rentieren nur marginal besser. USD-Bonds weisen etwas höhere Renditen aus, sind aber einem moderaten Zinserhöhungsrisiko ausgesetzt. Die Zinskurven im USD haben sich im Jahresverlauf 2017 abgeflacht, in EUR und CHF sind kaum Änderungen auszumachen. Das Fed wird restriktiver, während die EZB die expansive Geldpolitik erst 2018 reduziert. Strategie: Kurze Laufzeiten bevorzugen, Regierungs- und CHF-Anleihen meiden.	➔	➔
Aktien	Nach einer Sommerpause nahmen die Hauptindizes den langfristigen Aufwärtstrend wieder auf. Umsatz- und Gewinnwachstum wirken unterstützend, während politische Spannungen keine bleibenden Schäden verursachen. Bewertungen bleiben historisch hoch, im Zinskontext aber vertretbar. Die Volatilitätsmasse sind deutlich tiefer als im langjährigen Durchschnitt.	➔	➔

Kotierte Alternative Anlagen

Private Equity	Ein aufgrund mässiger Ertragspotenziale in liquiden Märkten stark nachgefragter Sektor. Bewertungen haben sich verteuert, bleiben aber unter den NAVs.	➔	➔
Infrastruktur	Im Lichte des hohen Investitionsbedarfs zur Wachstumssicherung langfristig überzeugend. Gestiegene Notierungen bedingen erhöhte Selektivität.	➔	➔
Rohstoffe	Gold profitiert jeweils nur kurz von politischen Vorkommnissen. Der jüngste Ölpreisanstieg wegen Produktionskürzungen der OPEC dürfte kurzfristig sein.	➔	➔
Immobilien	Überhöhte Bewertungen führten kürzlich zu Korrekturen.	➔	➔

Marktdaten

BIP Wachstum %	Länder	2016	2017E	2018E
Industrienationen	USA	1.5	2.2	2.5
	Japan	0.9	1.5	1.2
	Eurozone	1.8	2.3	2.0
	UK	1.8	1.5	1.4
	Schweiz	1.4	0.9	1.8
Emerging Markets	China	6.7	6.8	6.4
	Indien	8.0	7.1	6.7
	Brasilien	-3.5	0.8	2.5
Wechselkurse	31.12.17	% -3M	% -6M	% -12M
USD/CHF	0.974	0.62	1.71	-4.39
EUR/CHF	1.170	2.30	6.87	9.16
GBP/CHF	1.317	1.49	5.53	4.66
3 Monats Libor	31.12.17	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp
CHF	-0.75	-2.0	-1.6	-1.7
USD	1.69	36.0	39.5	69.6
EUR	-0.33	0.0	0.2	-1.0

Staatsanleihen (10y)	31.12.17	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp
CHF Eidgenossen	-0.18	-12.7	-12.6	3.8
USD Treasury	2.41	7.2	10.2	-3.9
EUR Bund	0.42	-3.7	-3.9	21.9
Aktienmärkte	31.12.17	% -3M	% -6M	% -12M
SMI	9'381.87	2.45	5.33	14.14
S&P 500	2'673.61	6.12	10.32	19.42
Nikkei	22'764.94	11.83	13.63	19.10
FTSE-100	7'687.77	4.27	5.13	7.63
DJ EURO-STOXX 50	3'503.96	-2.53	1.80	6.49
Rohstoffe	31.12.17	% -3M	% -6M	% -12M
Gold oz/USD	1'303.05	1.79	4.95	13.09
Öl (WTI)	60.42	16.93	31.23	12.47
Kupfer (Spot)	7'207.00	12.04	21.60	30.49

Quelle: Bloomberg, Januar 2018



Gesamtwirtschaftliches Umfeld

Weltwirtschaft weiter im Aufwind. Wird geldpolitische Straffung zu Marktstörungen führen?

Das globale Wirtschaftswachstum verläuft gegenwärtig synchron positiv, was in der Vergangenheit die Ausnahme war. Wir gehen davon aus, dass sich dieser Trend im neuen Jahr fortsetzen wird (Abb. 1). Die reduzierte Stimulation der Zentralbanken wird zwar punktuell zu einer leicht sinkenden Wachstumsrate führen. Von einer Rezessionsgefahr kann aber keine Rede sein. Die Inflationsindikatoren bleiben unter den Zielgrößen der Notenbanken. Dies ist teilweise strukturell bedingt: Faktoren wie Globalisierung oder tieferes Produktivitätswachstum halten die Löhne und damit die Teuerung im Zaum.

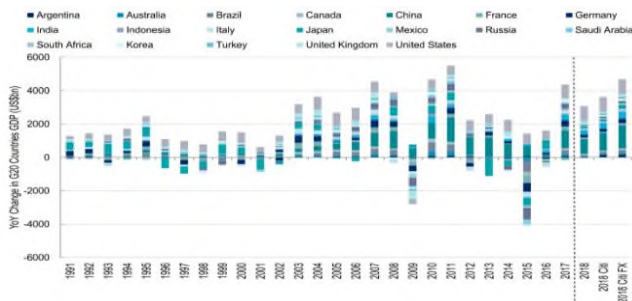


Abb. 1: BIP-Wachstum G-20 Staaten (Mrd. USD. Bloomberg, IMF, Citi Research, Dezember 2017)

Schweiz

Das BIP-Wachstum konnte in den letzten Monaten nach einem schwachen Jahresbeginn zulegen und dürfte 2018 bei 1.8% liegen. Die robuste Konjunktur in der Eurozone und der tiefere CHF führten zu einer geradezu euphorischen Stimmung in der exportorientierten Industrie (Abb. 2). Die tiefe Arbeitslosigkeit fördert die Konsumentenstimmung, auch wenn die positive Inflationsrate das Realeinkommen belastet.

Aufgrund des EUR-Anstiegs seit August musste die SNB am Devisenmarkt nicht mehr intervenieren. Wir erwarten erste Zinserhöhungen durch die SNB deutlich nach der EZB, vermutlich erst nach Mitte 2019.

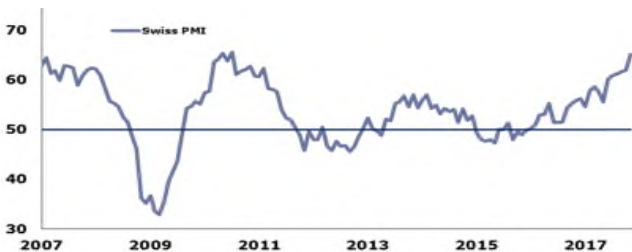


Abb. 2: Einkaufsmanager-Index Schweiz (Bloomberg, Dezember 2017)

Europa

Nach einem ausgeprägten Wachstumsschub 2017 dürfte die Wirtschaft der Eurozone 2018 weiter expandieren, wenn auch etwas weniger schwungvoll (Abb. 3). Der stärkere EUR wird sich - beschränkt - auf die Wettbewerbsfähigkeit auswirken. Die Europäische Zentralbank wird ihr Anleihenkaufprogramm in reduziertem Masse bis September 2018 aufrechterhalten. Die Inflationsindikatoren dürften sich vorerst seitwärts bewegen. Mit Zinserhöhungen rechnen

wir frühestens Anfang 2019. In Deutschland bleiben Fundamentalfaktoren wie Konsumentenvertrauen und Unternehmensinvestitionen kerngesund. In Frankreich rechnen wir mit positiven Impulsen dank dem geschäftsfreundlicheren Umfeld. Der ungewisse Ausgang der „Brexit“-Verhandlungen hat ein laues Geschäftsklima in Grossbritannien zur Folge.



Abb. 3.: Geschäfts- und Konsumentenvertrauen Eurozone (Bloomberg, Dezember 2017)

USA

Wir erwarten in den USA ein stetiges Wachstum. Die geplante Steuerreform wird der Wirtschaft einen zusätzlichen, aber moderaten Schub von ca. 0.3% verleihen. Auf Unternehmensebene sind die Auswirkungen wesentlich ausgeprägter. Die verbesserte Arbeitsmarktsituation unterstützt das Wachstum der Konsumentenausgaben, während die Unternehmensinvestitionen moderat wachsen - nicht zuletzt auch aufgrund des steigenden Arbeitskräftemangels. Die vom Fed beachtete Kerninflationsrate scheint Boden gefunden zu haben, verharrt aber unter der 2%-Zielgrösse. Die Gesamtteuerung befindet sich hingegen mit 2.2% darüber, u.a. dank den festeren Energiepreisen. Steigende Produzentenpreise dürften sich über kurz oder lang auch auf die Konsumentenpreis-inflation auswirken (Abb. 4). Wir rechnen für 2018 mit drei Zinserhöhungen durch das Fed.



Abb. 4: Kerninflation USA (Bloomberg, Dezember 2017)

Emerging Markets

Die Wirtschaftstätigkeit in den Schwellenländern bleibt solide, nicht zuletzt dank der relativen Zurückhaltung der USA bezüglich Handelshemmnissen. Das Wachstum in China wird sich von 6.8% 2017 auf 6.4% 2018 nur unwesentlich verlangsamen.

Risiken

Wir haben folgende globale Risikofaktoren im Auge:

- Globale Verschuldungsproblematik
- Straffung der expansiven Geldpolitiken durch die Zentralbanken und Inflation
- Protektionismus USA, Separatismus Europa
- Geopolitische Konflikte (Nordkorea/China, Naher Osten)



Traditionelle Anlagen

Obligationen – Zinsrisiken im US-Dollar

Die Geldpolitik der Notenbanken wird im Vergleich zur vergangenen Dekade zunehmend restriktiv. Mit Ausnahme des Fed tätigen die Zentralbanken zwar mehrheitlich weiter Käufe von Vermögenswerten, aber auf reduzierter Basis (Abb. 5). 2018 müssen die Obligationenmärkte mit einem prominenter wahrnehmbaren Zinserhöhungszyklus des Fed rechnen. Zudem hat die amerikanische Notenbank als einzige bereits mit der Bilanzreduktion angefangen. Andere Zentralbanken werden ebenfalls mit der Normalisierung ihrer Geldpolitik beginnen. Die Vorsitzenden des Fed, der EZB oder der BoJ sind sich der Signalwirkung ihrer Aktionen indes bewusst und werden weiter umsichtig kommunizieren, um Marktverwerfungen vorzubeugen.

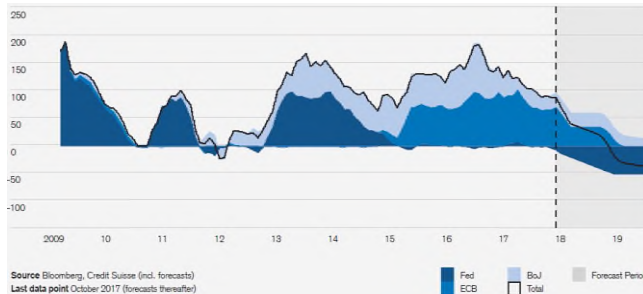


Abb. 5: Käufe der Zentralbanken in Mrd. USD pro Monat (Bloomberg, Credit Suisse, Dezember 2017)

Bemerkenswert ist die Divergenz zwischen den Aktien- und den Anleihenmärkten: Während die Aktienmärkte im Wesentlichen ungebrochenen Aufwärtstrends folgen, ist bei der USD-Zinskurve eine deutliche Verflachung zu beobachten (Abb. 6). Eine inverse Zinskurve, bei welcher der kurzfristige Zins höher als der langfristige notiert, war in der Vergangenheit stets Vorbote einer Rezession. Zwar ist dies hier (noch) nicht der Fall. Die Obligationenanleger scheinen die Wirtschaftsaussichten aber deutlich skeptischer einzuschätzen als die Aktienmärkte. Bei Obligationenanlagen empfehlen wir kurzlaufende Papiere zwecks Minimierung des Zinsänderungsrisikos. Hochzinsanleihen dürften bei strafferer Zentralbankpolitik ausgeprägter leiden. Wir raten zu Privatmarktanlagen als prüfungswerte Alternative, wobei dem veränderten Risikoprofil dieser Anlageklassen Rechnung getragen werden muss.

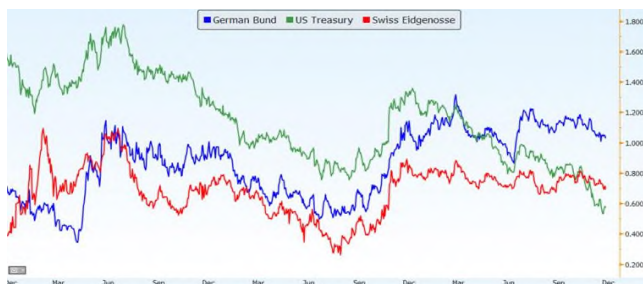


Abb. 6: Zinskurven Staatsanleihen: 10-jährige minus 2-jährige Renditen (Bloomberg, Dezember 2017)

Aktien – wie lange noch?

Eine Straffung der Geldpolitik muss nicht immer schlechte Neuigkeiten für die Finanzmärkte bedeuten, solange ein robustes Wirtschaftswachstum gegeben ist. Oftmals wird sie aber begleitet von ansteigenden

Volatilitäten an den Aktienmärkten und spürbaren Änderungen im Währungsgefüge. Vorderhand bleiben die Aufwärtstrends hingegen bestehen, wenngleich etwas verhaltener als noch zu Jahresbeginn 2017 (Abb. 7). Das Gewinnwachstum der Unternehmen auf globaler Ebene dürfte sich nach einem Anstieg von geschätzten 12% 2017 mit einer Rate von rund 10% im neuen Jahr zwar etwas weniger dynamisch, aber immer noch auf beachtlichem Niveau bewegen. Das solide Wirtschaftswachstum wirkt unterstützend. Die Bewertungen bleiben im historischen Kontext überdurchschnittlich hoch, lassen sich angesichts des aktuellen Zinsniveaus allerdings rechtfertigen. Wenn sich letzteres jedoch signifikant erhöhen sollte, dürften die Bewertungen wieder vermehrt in den Anlegerfokus rücken.



Abb. 7: Hauptaktienmärkte indexiert seit Jahresbeginn 2016 in Lokalwährungen (Bloomberg, Dezember 2017)

Insgesamt sind wir bei Aktien marginal Übergewichtet. Titel der Eurozone profitieren dank hohem operativen Hebel von der globalen Erholung, was grundsätzlich auch für die Schweiz gilt. In den USA sind wir im globalen Kontext untergewichtet, bleiben aber investiert. Schwellenländeraktien weisen gegenüber dem Weltaktienindex eine unterdurchschnittliche Bewertung, aber eine höhere Gewinndynamik aus. Wir sind insbesondere in Asien und dort auch in kleinkapitalisierten Werten engagiert. In wirtschaftsensitiven Sektoren wie zyklischem Konsum, Industrie und selektiv Rohstoffen sind wir Übergewichtet.

Kotierte Alternative Anlagen

Das nach wie vor positive Kapitalmarktumfeld spricht weiter für Private-Equity-Unternehmen. Angesichts der gestiegenen Bewertungen ist erhöhte Selektivität jedoch gefragt. Die Titel werden zu Discounts von noch rund 10% zum NAV gehandelt, was unter dem historischen Durchschnitt von rund 16% liegt. Infrastrukturaktien haben sich nach einer starken Performance in der ersten Jahreshälfte verteuert, bleiben aufgrund stabiler Cashflows und hoher Eintrittsbarrieren aber langfristig favorisiert. Rohstoffe: Steigende Zinsen beschränken das Potenzial von Edelmetallen, politische Spannungen können hingegen zu temporären Kursexploits führen. Der Ölpreis konnte sich von den Tiefständen 2016 erholen, Produktionserhöhungen in den USA dürften einer nachhaltigen Erholung aber im Weg stehen. Die Umstellung der chinesischen Wirtschaft auf mehr Dienstleistungsorientierung limitiert das Aufwärtspotenzial für Industriemetalle.



Aktienmärkte 2018: Geht es weiter aufwärts oder ist es Zeit, um abzusichern?

Viel Optimismus – Wo ist der „Schwarze Schwan“?

Einiges spricht für eine Fortsetzung des Aktienrallys. Allerdings deuten auch einige Faktoren darauf hin, dass vermehrte Zurückhaltung durchaus angebracht wäre. Die positive, synchrone Wirtschaftsentwicklung in allen Regionen und das damit einhergehende Gewinnwachstum gehören zu den Argumenten für eine sich fortsetzende Hausse. Die Zentralbanken fluteten in den vergangenen Jahren die Märkte mit noch nie dagewesener Liquidität, was die Preise steigen liess. Die Nullzinspolitik der grossen Volkswirtschaften verleitete zudem eher konservative Anleger, verstärkt in riskantere Anlagen – wie eben Aktien – zu investieren. Was allerdings, wenn die Geldflut endet?

Hinzu kommt eine eigentliche „Internet-Welle der zweiten Generation“, die beispielsweise durch den Erfolg der sogenannten „Winner-takes-all“ FANG-Aktien (Facebook, Amazon, Netflix, Google) manifestiert wird. Der kometenhafte Anstieg dieser Titel lässt sich teilweise durchaus durch deren Gewinnanstieg und die dominante Position in ihren jeweiligen Bereichen erklären. Dies ist nicht die Blase des Jahres 2000 – einige dieser Unternehmen verdienen tatsächlich (viel) Geld. Was wir hingegen als offenkundige Blase bezeichnen würden, ist die ungebremste Kursexplosion von Kryptowährungen wie Bitcoin.

Das Aktienmarktrally befindet sich mittlerweile in seinem zehnten Jahr und gehört damit zu den längsten des letzten Jahrhunderts (Abb. 8). Dies allein ist noch kein Grund, ein unmittelbar bevorstehendes Ende zu erwarten. Eine alte Börsenregel (Zitat John Templeton) besagt, dass der Bullenmarkt in der Euphorie endet. Von einer solchen kann aktuell aber keine Rede sein. Es wird im Gegenteil von der „meistgehassten“ Aktienavance gesprochen – dies allerdings schon seit Jahren.



Abb. 8 Aktienmärkte indexiert seit Anfang 2000 in Lokalwährungen (Bloomberg, Dezember 2017)

Ein eher besorgniserregender Umstand sind hingegen die geringen Schwankungen an den Aktienmärkten. Die Volatilitätsindizes befinden sich schon seit längerem auf historisch aussergewöhnlich tiefen Niveaus (Abb. 9). Dies deutet auf eine gewisse Selbstgefälligkeit der Investoren hin, welche – als Kontraindikator – als Hinweis auf kaum vorhandene Ängste der Anleger interpretiert werden kann.

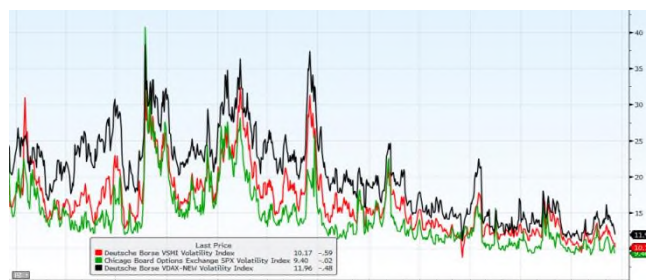


Abb. 9 Aktienmarktvolatilitäten USA (grün), Deutschland (schwarz) und Schweiz (rot) (Bloomberg, Dezember, 2017)

Exogene, unerwartete Schocks (ein „Schwarzer Schwan“) haben jederzeit das Potenzial, ein plötzliches Ende der Kurssteigerungen herbeizuführen. Allerdings hatten wir in der jüngeren Vergangenheit eine Häufung von unerwarteten Ereignissen (Brexit, Trump-Wahl, Nordkorea, Referendum Italien u.a.m.), die schlimmstenfalls lediglich zu kurzzeitigen Unterbrechungen des Rallys führten. Eine weitere Möglichkeit eines Schocks wäre eine abrupte Erhöhung der Zinsen durch die Notenbanken. Hierzu müsste jedoch ein unerwarteter starker Anstieg von Inflationsindikatoren die Voraussetzung sein, was wir gegenwärtig für unwahrscheinlich halten. Wie gesagt – ein „Schwarzer Schwan“ ist per Definition unerwartet.

Wie absichern?

Früher oder später wird der Höhenflug jedoch vorüber sein. Zu einer Absicherung der bestehenden Performance bestehen verschiedene Möglichkeiten. Die einfachste Art zur Vermögensbewahrung ist schlicht die Reduktion des Aktienengagements. Wer dies in der jüngeren Vergangenheit jedoch tat, verpasste einiges an Kursavancen. Eine andere Möglichkeit ist der Erwerb von Put-Optionen, die sich - gehebelt - entgegen dem Kursverlauf des Basiswerts verhalten. Sollte ein Aktienkurs fallen, steigt auf der anderen Seite der Wert der Put-Option. Der Wert einer Option wird u.a. durch den Preis des Basiswerts und dessen Volatilität bestimmt – je höher die Volatilität, umso höher der Preis der entsprechenden Option. Da die Volatilitäten tief sind (s. oben), scheint dies aktuell relativ günstig. Andererseits haben Optionen einen festen Verfall und damit einen Zeitwert, der sich über die Laufzeit verringert. Sogenannte Short Mini-Futures z.B. auf einen Aktienmarktindex sind eine Absicherungsalternative. Dies sind Terminkontrakte, die keinen Zeitwert aufweisen und nicht volatilitätsabhängig sind. Fällt der zugrundeliegende Basiswert, steigt auf der anderen Seite der Wert des Futures. Auch hier ist die Hebelwirkung zu beachten.

Fazit

Wir gehen davon aus, dass das Aktienmarktrally vorläufig Bestand haben wird, nicht zuletzt aufgrund mangelnder Alternativen bei anderen Anlageklassen. Bei einer sich verändernden Situation behalten wir uns aber vor, unsere Aktienbestände abzusichern.

Baar, Januar 2018/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.