



Anlagepolitischer Ausblick 1. Quartal 2019

Globaler makroökonomischer Ausblick

Schweiz	<ul style="list-style-type: none"> Die Schweizer Volkswirtschaft dürfte 2018 dank florierender Exporttätigkeit und Industrieproduktion um 2.9% gewachsen sein, sich 2019 jedoch deutlich auf 1.7% abkühlen. Zu den Gründen für die Trübung gehören Risiken in Europa (z. Bsp. Brexit und abkühlende Konjunktur) und das Potenzial eines eskalierenden globalen Handelskriegs. Der in unsicheren Zeiten gefragte Schweizer Franken wird die SNB in ihrer vorsichtigen Geldpolitik bestärken. Wir gehen von ersten Zinserhöhungen nicht vor Ende 2019 aus.
Europa	<ul style="list-style-type: none"> Die Konjunkturdaten in der Eurozone deuten auf eine zunehmende Wachstumsverlangsamung hin. Politische Faktoren und Handelskonflikte belasten die Stimmung. Sinkende Arbeitslosigkeit und Lohnzuwächse bleiben hingegen positive Einflussfaktoren. Höhere Gehälter bergen indessen auch Inflationssteigerungspotenzial. Die EZB wird frühestens im Herbst 2019 beginnen, an der Zinsschraube zu drehen.
USA	<ul style="list-style-type: none"> Die US-Wirtschaft brummt, wird aber voraussichtlich infolge abebbendem Fiskalstimulus und gestiegenen Zinsniveaus 2019 moderater expandieren. Die Arbeitslosigkeit verharrt hingegen auf seit 1969 nicht mehr gesehenen Tiefstständen. Konsumentenvertrauen und Geschäftsklima befinden sich weiterhin in ungebrochenen Aufwärtstrends. Aktuell ist bis Ende Februar nicht mit einer Ausweitung von Handelshemmnissen zu rechnen. Bis dann geben sich die USA und China Zeit für weitere Verhandlungen. Das Fed signalisierte jüngst einen künftig flexibleren Zinserhöhungspfad als bis dato.
Emerging Markets	<ul style="list-style-type: none"> Der Handelszwist mit den USA führt zu zurückhaltenden Unternehmen und gedrosselter Konjunktur. Lockerung gegenseitiger Abschottung würde Erholungspotenzial freisetzen.

Traditionelle Anlagen

0-3Mt. bis 12Mt.

Währungen	Handelsspanne USD/CHF: 0.96 - 1.02 bzw. EUR/CHF 1.12 - 1.20.		
Obligationen	Politische Unsicherheiten und fallende Aktienmärkte zogen eine erhöhte Nachfrage nach sicheren Papieren nach sich. Die Rendite Schweizer Bundesobligationen (10 Jahre) sank im letzten Quartal von positivem Territorium Anfang Oktober zeitweise auf unter -0.20%. Fremdwährungsobligationen zeigen im Verhältnis zum eingegangenen Währungsrisiko zu wenig Renditeaufschlag.	➡	➡
Aktien	Zerfallsängste in Europa und aufwallende Rhetorik um Handelskonflikte mündeten im vierten Quartal 2018 in unschönen Kursverläufen. Angesichts der nach wie vor komfortablen Gewinnsituation für eine Vielzahl von Unternehmen können sich aus dem aktuellen Geschehen Kaufgelegenheiten ergeben. Zum jetzigen Zeitpunkt sind die Marktunsicherheiten aber noch zu dominant, um Investitionen in Aktien signifikant zu erhöhen.	➡	➡

Kotierte Alternative Anlagen

Private Equity	Positives Kapitalmarktumfeld, aber Bewertungen sind nicht immun gegenüber Gesamtmarkteinflüssen. Dividendenniveaus sind überdurchschnittlich hoch.	➡	➡
Infrastruktur	Angesichts stabiler Cashflows und langlebiger Anlagebestände gegenüber den Gesamtmärkten attraktiv. Überzeugende Dividendenrenditen.	➡	➡
Rohstoffe	Goldkurs profitiert von negativem Marktsektiment. Rohöl stabilisiert nach Bärenmarkt. Buntmetalle von Handelsdisput-Einschätzungen negativ beeinflusst.	➡	➡
Immobilien	Bewertungen nach Preiskorrekturen angemessen, aber latentes Zinsrisiko.	➡	➡

Marktdaten

BIP Wachstum %	Länder	2017	2018E	2019E
Industrienationen	USA	2.2	2.9	2.6
	Japan	1.9	1.0	1.0
	Eurozone	2.4	1.9	1.6
	UK	1.7	1.3	1.5
	Schweiz	1.6	2.9	1.7
Schwellenländer	China	6.9	6.6	6.2
	Indien	7.1	7.5	7.3
	Brasilien	1.1	1.3	2.4
Wechselkurse	31.12.18	% -3M	% -6M	% -12M
USD/CHF	0.983	0.11	-0.79	0.87
EUR/CHF	1.126	-1.25	-2.72	-3.82
GBP/CHF	1.253	-2.07	-4.25	-4.86
3 Monats Libor	31.12.18	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp
CHF	-0.71	2.2	1.8	3.3
USD	2.81	40.9	47.2	111.3
EUR	-0.31	0.9	1.2	2.0

Staatsanleihen (10y)	31.12.18	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp
CHF Eidgenossen	-0.28	-28.9	-18.8	-10.1
USD Treasury	2.69	-37.7	-17.6	27.9
EUR Bund	0.24	-22.8	-6.0	-18.5
Aktienmärkte	31.12.18	% -3M	% -6M	% -12M
SMI	8'429.30	-7.25	-2.09	-10.15
S&P 500	2'506.85	-13.97	-7.78	-6.24
Nikkei	20'014.77	-17.02	-10.27	-12.08
FTSE-100	6'728.13	-10.41	-11.90	-12.48
DJ EURO-STOXX 50	3'001.42	-11.70	-11.61	-14.34
Rohstoffe	31.12.18	% -3M	% -6M	% -12M
Gold oz/USD	1'282.45	7.54	2.34	-1.58
Öl (WTI)	45.41	-38.01	-38.76	-24.84
Kupfer (Spot)	5'949.00	-5.02	-10.20	-17.46

Quelle: Bloomberg, Januar 2019



Gesamtwirtschaftliches Umfeld

Verlangsamung, aber keine Rezession

Das ökonomische Umfeld lässt sich auf globaler Ebene als noch freundlich bezeichnen. Eine gemächlichere Gangart im begonnenen Jahr ist gleichwohl absehbar. Das allmähliche Ende der Zentralbankstimuli (Abb. 1), politische Risiken in Europa oder handelspolitische Imponderabilien gehören zu den oft zitierten Gründen für die etwas vorsichtigeren Prognosen der Auguren. Das Schrittempo der verschiedenen Volkswirtschaften wird weniger gleichmässig als noch vor Jahresfrist sein, als von synchronem Wachstum die Rede war. Gegen rezessive Tendenzen sprechen hingegen Indikatoren wie Privatkonsum, Unternehmensinvestitionen oder Arbeitsmärkte, die sich auf breiter Basis freundlich präsentieren.

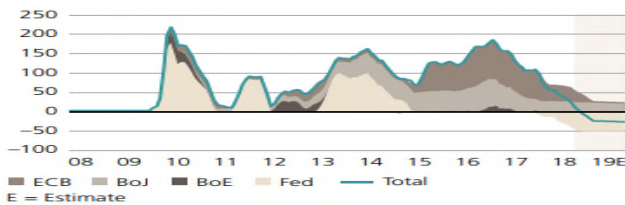


Abb. 1: Bilanzreduktionen der grossen Zentralbanken aggregiert (Dreimonatsdurchschnitte in Mia. USD; UBS, Haver Analytics, Dezember 2018)

Schweiz

Das Schweizer BIP schrumpfte im dritten Quartal überraschend um 0.2%, wofür hauptsächlich Rückgänge bei Exporten und Ausrüstungsinvestitionen verantwortlich waren. Die Zurückhaltung im europäischen Umland lässt sich auch am hiesigen Wirtschaftsverlauf ablesen. Die Maschineninvestitionen stiegen hingegen, was dank dem Vorlaufcharakter dieses Bereiches als positiv zu werten ist. Für das Gesamtjahr 2018 liegt das Wachstum mutmasslich bei komfortablen 2.9%, im neuen Jahr wird sich die Wachstumsrate hingegen auf 1.7% reduzieren. Dies entspricht dem langfristigen Trendwachstum und ist damit kein Grund zur Beunruhigung. Europa wie auch globale Handelsunwägbarkeiten sind in der offenen Schweizer Volkswirtschaft aber augenscheinlich spürbar. Der vorlaufende Einkaufsmanager-Index scheint zwar seinen Zenit überschritten zu haben, von einer Rezession kann jedoch keine Rede sein (Abb. 2).

Der SNB sind angesichts der EZB-Stimulierungen weiter die Hände gebunden. Letztere hat das „QE“-Programm Ende 2018 beendet, dürfte mit Leitzinserhöhungen aber nicht vor Herbst 2019 beginnen. Dementsprechend erwarten wir von der SNB vor 2020 kein Zinsumfeld mit positiven Vorzeichen.

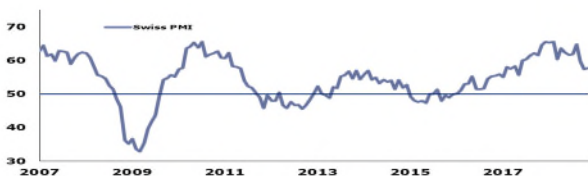


Abb. 2: Einkaufsmanager-Index Schweiz (Bloomberg, Dezember 2018)

Europa

Die europäische Wirtschaftsexpansion ist in den vergangenen Monaten ins Stocken geraten. Im dritten Quartal 2018 wuchs das BIP der Eurozone noch um

0.2%. Einerseits sind Einmaleffekte hierfür verantwortlich – u.a. Produktionsausfälle in der Autoindustrie aufgrund neuer Abgasvorschriften –, andererseits hat die Verunsicherung von Unternehmen in der Folge des schwelenden Handelskonflikts zu reduzierter Investitionstätigkeit geführt. Die Binnennachfrage ist solide, kann das sinkende Exportwachstum aber nicht vollumfänglich kompensieren. Proteste der unteren Mittelklasse bedingt durch Kaufkraftverluste (Stichwort „Gilets jaunes“) hemmen das Konsumklima. Als positiv sind auf der anderen Seite das steigende Lohnwachstum wie auch die soliden Arbeitsmärkte anzuführen (Abb. 3). Die Budgetposse Italiens und Brexitkalamitäten – der Handelsumfang der Eurozone mit dem UK übersteigt bemerkenswerterweise denjenigen mit den USA – belasten das Klima ebenfalls. Der Privatkonsum wird 2019, neben der nach wie vor unterstützenden Geld- und Fiskalpolitik, Europa zu Wachstum verhelfen, wenn auch in leicht geringerem Umfang als im vergangenen Jahr.

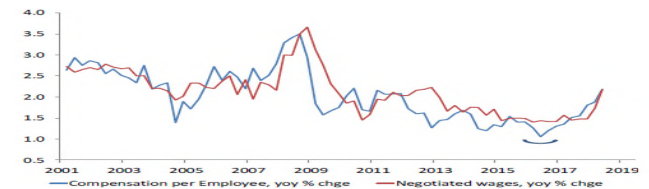


Abb. 3: Lohnentwicklung Eurozone (Bloomberg, Kepler Cheuvreux, November 2018)

USA

Das Wirtschaftswachstum der USA wird sich 2019 gegenüber letztem Jahr nur geringfügig von 2.9% auf 2.6% abschwächen. Vorlaufindikatoren und Konsumentenvertrauen bleiben in ungebrochenen Aufwärtstrends. Die Erwerbslosigkeit ist so tief wie seit fünfzig Jahren nicht mehr. Der Handelskrieg ist zwar ein Thema, hat aber bis anhin kaum Auswirkungen auf die US-Binnenwirtschaft. Aufgrund straffollbedingter höherer Importpreise besteht allerdings Inflationssteigerungspotenzial, sofern keine einvernehmliche Lösung gefunden wird – was längerfristig durchaus möglich ist (Abb. 4). Das Fed signalisierte jüngst hinsichtlich künftiger Zinserhöhungen Flexibilität.

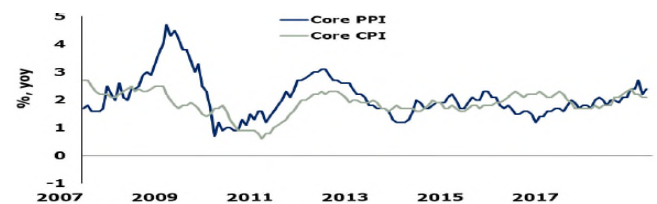


Abb. 4: Kerninflation USA (Bloomberg, Dezember 2018)

Schwellenländer

Das Wachstum der Schwellenländer wird handelskriegsbedingt 2019 leicht abgeschwächt, bleibt jedoch entschieden höher als in entwickelten Ländern.

Risiken

Folgende globale Risikofaktoren bleiben im Fokus:

- Handelsdisput, globale Wachstumsverlangsamung
- Globale Verschuldung, steigende Zinsen
- Europa: Brexit, Italien, Unruhen Frankreich, Regierungsablösung Deutschland



Traditionelle Anlagen

Obligationen: Verbreitete Unsicherheit

Fed-Präsident Jerome Powell hatte Anfang Oktober 2018 noch von einem „weit von neutral entfernten Zinsniveau“ gesprochen und damit impliziert, dass die US-Zentralbank den Leitzins auf wachstumsdämpfende Ebenen erhöhen könnte. Im Dezember wurde die Einschätzung auf „nahe neutral“ korrigiert, wodurch ein vermehrt datengetriebener, potenziell langsamer als bisher erwarteter Zinserhöhungspfad umgesetzt werden dürfte. Einige Fed-Mitglieder fürchten augenscheinlich eine Strangulation der Wirtschaft durch zu rasche Zinserhöhungen (Abb. 5). Dessen ungeachtet bleibt das Fed aktuell die einzige Notenbank, die ihre Bilanz aktiv kürzt. Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen fiel in den letzten Wochen von über 3.2% auf rund 2.8%. Von einer weiteren ausgeprägten Verflachung der Zinskurven in nächster Zeit gehen wir nicht aus, geschweige denn von einer Inversion, die im Falle von USD-Anleihen in der Vergangenheit jeweils Vorboten einer Rezession waren.

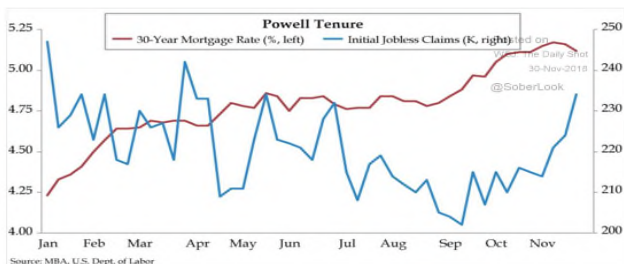


Abb. 5: Entwicklung langfristige Hypotheken und Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung USA 2018 (The Daily Feather, Wall Street Journal, November 2018)

Die EZB andererseits hat Ende 2018 wie im Vorfeld angekündigt ihr Stimulierungsprogramm beendet, reinvestiert Fälligkeiten und Zinserträge aber weiterhin zwecks Aufrechterhaltung der Bilanzgrösse. Die EZB besitzt mittlerweile rund ein Drittel der Eurostaatsanleihen. Die jüngsten, bezüglich der Wirtschaftsentwicklung der Eurozone eher skeptischen Kommentare des EZB-Vorsitzenden Mario Draghi lassen darauf schliessen, dass erste Zinserhöhungen kaum vor Ende 2019 vollzogen werden dürften. Infolgedessen wird auch die SNB mit Zinsschritten zuwarten. Dank gesteigerter Nachfrage nach Fluchtwährungspapieren sank das Renditeniveau zehnjähriger Eidgenossen weiter (Abb. 6).

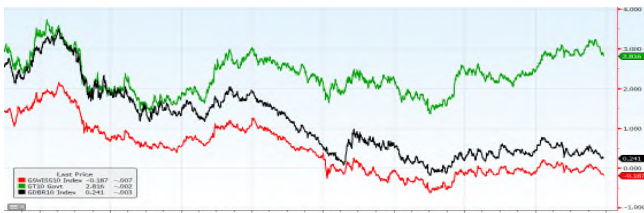


Abb. 6 Renditen 10-jähriger Staatsanleihen (grün USA, schwarz Deutschland, rot Schweiz, Bloomberg Dezember 2018)

Angesichts der vorherrschenden Unsicherheiten sowie der ausserhalb des USD-Raumes tiefen Renditen, halten wir das Durationsrisiko kurz. Privatmarkt-Anlagen erachten wir als überlegenswerte Portfoliobeimischung. Das Risikoprofil sollte jedoch auch bei dieser Anlageklasse nicht ausser Acht gelassen werden.

Aktien: „Too early to buy“

Eine Kombination von Strafzöllen, ungeschickten Notenbankkommentaren und Befürchtungen einer starken Wachstumsverlangsamung sorgen seit Anfang Oktober 2018 für ausgeprägt rückläufige Aktienmärkte. Die meisten Hauptindizes befinden sich im Korrekturterritorium gegenüber den Höchstständen vor Quartalsfrist wie auch seit Jahresbeginn (Abb. 7). Bei einem Blick „unter die Haube“ der Indizes kann bei vielen Einzeltiteln gar von einem veritablen Bärenmarkt gesprochen werden. Wir gehen davon aus, dass dies nicht vollumfänglich gerechtfertigt ist. Zwar wird sich das globale BIP-Wachstum 2019 verlangsamen, Rezessionsdiskussionen halten wir aber für verfrüht. Die Gewinnaussichten der Unternehmen und das Konsumentenverhalten sind insgesamt positiv, wenn auch im Vorjahresvergleich deutlich tiefer. Die Liquiditätsversorgung durch die Zentralbanken ist reduziert, aber nicht restriktiv. Politische Unwägbarkeiten und Handelsdispute bewirken andererseits Zurückhaltung bei Unternehmensinvestitionen. Eine verbindliche Inangriffnahme der Handelsproblematik würde vertrauensbildend wirken, von einer baldigen Lösung gehen wir jedoch nicht aus. Im Moment fehlen trotz der günstiger gewordenen Bewertungen die Argumente für eine prägnante Aufstockung der Aktienquote.



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

Wir halten knapp die Hälfte unserer Aktienallokation im Heimmarkt Schweiz. In Europa sind wir übergewichtet und in den USA im Portfoliokontext untergewichtet (hohes Indexgewicht). In Schwellenländern bleiben wir in Asien engagiert.

Kotierte Alternative Anlagen

Das attraktive Kapitalmarktumfeld spricht für Listed Private Equity-Unternehmen, deren Abschläge zum NAV nach Korrekturen über dem historischen Durchschnitt von 15% liegen. Infrastrukturtitel sind angesichts stabiler Cashflows und langlebigen Anlagebeständen gegenüber den breiten Aktienmärkten attraktiver und weisen überzeugende Dividendenrenditen aus. Gold zeigte im Lichte gestiegener Anlegerunsicherheit kürzlich Anzeichen von Leben, die künftige USD-Realzinsentwicklung bleibt jedoch zu beachten. Rohöl durchlief aufgrund schwieriger „OPEC+-Verhandlungen zur Produktionsbeschränkung im vierten Quartal einen regelrechten Bärenmarkt, konnte sich kürzlich aber stabilisieren. Sinkender Ausstoss aus Iran und Venezuela sprechen für höhere Preise, wachsender Output aus den USA und vermehrter Einsatz alternativer Energiequellen stehen dem entgegen. Die Preisentwicklung der Industriemetalle leidet unter Handelsdisput-Sorgen und zurückhaltender Investorenstimmung. Sollte China 2019 vermehrt Investitionen in Sachanlagen fördern, besteht entsprechendes Kurserholungspotenzial.



Privatmärkte: ein Update

Privatmarkt-Anlagen können auf zwei Arten angegangen werden: Auf der Ebene Anlageklasse kann im Wesentlichen zwischen *Private Equity* (ausserbörsliche Unternehmensbeteiligungen auf Stufe Eigenkapital), *Private Debt* (Fremdkapital), *Private Real Estate* (direkt gehaltene Immobilienanlagen) und *Private Infrastructure* (Direktanlagen in Infrastruktur) differenziert werden.

Bei den verwendeten Investitionsansätzen wird dabei zwischen *Direktinvestitionen*, *Sekundärinvestitionen* (d.h. ganze Portfolios von nicht börsenkotierten Aktiven) und *Primärinvestitionen* (d.h. Kapitalzusagen an ausgewählte Drittparteimanager) unterschieden. Das übergeordnete Ziel soll die Ausschöpfung des vollen Entwicklungspotenzials von Gesellschaften bzw. Sachanlagen mittels einer eng begleitenden, unternehmerischen Vorgehensweise sein.

Private Equity

2018 stiegen die Bewertungen von Private Equity-Unternehmen von bereits erhöhten Niveaus. Qualitativ hochwertige Aktiva werden zu rund dem Fünfzehnfachen des EBITDA gehandelt (Abb. 8). Der stetig verschärfte Wettbewerb unter Private Equity-Investoren und die zunehmende Anlegersuche nach Erträgen gehören zu den Ursachen hierfür. Die tiefen Zinsniveaus und damit einhergehend liquide Märkte bei Fremdfinanzierungen begünstigen das Umfeld zusätzlich. In diesem Kontext ist ein disziplinierter Investitionsansatz in Sektoren mit überdurchschnittlichen Wachstumsperspektiven angebracht. Partners Group konzentriert sich beispielsweise auf digitale Produktentwicklung, industrielle Verbrauchsmaterialien oder ausgelagerte Fertigung.

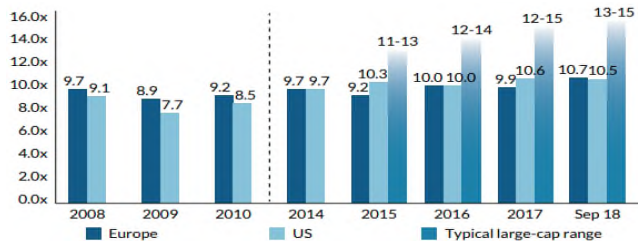


Abb. 8: Durchschnittliche Kaufpreise für kreditfinanzierte Übernahmen (nachlaufende EV/EBITDA-Verhältnisse; Partners Group, S&P Leveraged Lending Review, 3. Quartal 2018)

Private Debt

Eine hohe Transaktionsfrequenz sorgt für stetige Nachfrage nach Finanzierungen. Dies gibt Investoren, die sich mittels dieser variabel verzinsenden Anlageklasse vor steigenden Zinsen schützen und gleichzeitig stabile Erträge generieren wollen, starken Rückenwind (Abb. 9). Der Liquiditätszufluss auf globaler Ebene wie auch erste Deregulierungsschritte in den USA halten den Konkurrenzkampf um qualitativ hochwertige Anlagen auf einer gesunden Stufe.

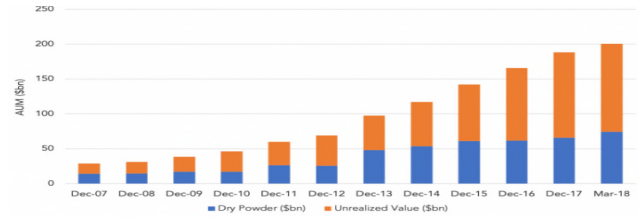


Abb. 9: Europa-fokussierte Private Debt-Aktiva 2007 - 2018 (@theleadleft, WSJ, Dezember 2018)

Private Real Estate

Seit der globalen Finanzkrise vor einem Jahrzehnt verhalf das tiefe Zinsniveau Immobilienanlagen dank reduzierter Kreditkosten und Diskontierungssätzen künftiger Einnahmen zu ansehnlichen Kursavancen. Dies wurde zusätzlich unterstützt durch die hohen Summen verfügbaren Kapitals. Die Möglichkeit künftig steigender Zinsen legt ein besonderes Augenmerk auf die Anlageklasse nahe. Es empfehlen sich Investitionen in Anlagen mit beschränkten Entwicklungsrisiken oder zusätzlichen Wertschöpfungspotenzialen.

Private Infrastructure

Die kontinuierlich zunehmende Investorennachfrage führte auch in diesem Segment zu intensiviertem Verdrängungswettbewerb mit Aufwärtsdruck auf die Bewertungsmultiplikatoren. Mit dem Risiko anziehender Zinsen und der verminderten Wahrscheinlichkeit weiterer kletternder Bewertungen steigt das Risiko, für Anlagen zu überzahlen (Abb. 10). Eine Konzentration auf Investitionen mit zusätzlichen Dienstleistungen oder langfristigen Wachstumsperspektiven steht im Vordergrund. Weitere Beispiele sind die Verlagerung zu sauberer und effizienter Energie wie auch die Disruption der klassischen Energiewirtschaft durch die US-Schiefergasproduktion.



Note: shaded areas mark periods of Fed rate hikes.

Abb. 10: Zinnsensitivität Infrastruktur am Beispiel öffentlicher Versorgungsunternehmen (Partners Group, Bloomberg, August 2018)

Fazit

Die Möglichkeit von Privatmarkt-Anlegern, ihre Investitionen als „Quasi-Insider“ wesentlich enger und mit einer langfristigen Perspektive zu begleiten, spricht auch im aktuellen, von vermehrten Unsicherheiten geprägten Umfeld für eine Beimischung zu einem diversifizierten Portfolio.

Baar, Januar 2019/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.