



## Anlagepolitischer Ausblick 3. Quartal 2018

### Globaler makroökonomischer Ausblick

Schweiz	<ul style="list-style-type: none"> <li>Das Schweizer BIP konnte im ersten Quartal 2018 dank robustem Privatkonsum und hohen Ausrüstungsinvestitionen im Vorjahresvergleich um 2.4% zulegen. Für das Gesamtjahr wird, gestützt durch das solide Wachstum in der Eurozone und dem tieferen Schweizer Franken, ein Wachstum von 2.1% erwartet.</li> <li>Handelsfraktionen und die Politik in Europa könnten das Wachstum bremsen.</li> <li>Die SNB wird angesichts des geschwächten Geschäftsklimas in der Eurozone und politischer Unsicherheiten den Leitzins kaum vor der EZB anheben.</li> </ul>
Europa	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die europäische Wirtschaftstätigkeit stagniert auf hohem Niveau. Handels-Patt mit den USA, Italien und Brexit-Stillstand dämpfen Stimmung und Wachstumsperspektiven.</li> <li>Die Wirtschaftsindikatoren in Deutschland und Frankreich bleiben positiv, während Italien aufgrund regierungspolitischer Unsicherheiten Gegenwind ausgesetzt ist.</li> <li>Die EZB wird ihr Anleihekaufprogramm bis Jahresende 2018 vollständig einstellen. Darüber hinaus wird nicht vor Herbst 2019 mit Zinserhöhungen gerechnet.</li> </ul>
USA	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die BIP-Wachstumsrate der USA sollte dieses Jahr dank fiskalischen Impulsen auf rund 2.9% ansteigen. 2019 und 2020 dürfte jedoch, nach dem Auslaufen des Stimulus-Effekts und mit spürbar höheren Zinsen, eine Verlangsamung eintreten.</li> <li>Die Möglichkeit eines Handelskrieges steht vermehrt im Vordergrund. In welchem Ausmass die Ankündigung von Strafzöllen der USA gegen China und andere Handelspartner Verhandlungstaktik oder ernst gemeint sind, lässt sich aktuell erst teilweise einschätzen.</li> <li>Das Fed wird die Zinserhöhungspolitik vorerst graduell fortführen.</li> </ul>
Emerging Markets	<ul style="list-style-type: none"> <li>Belastung der EM-Währungen sollte sich mit nachlassendem US-Dollar-Rally in der zweiten Jahreshälfte 2018 verringern. Ein Handelskrieg wäre dagegen ein Negativum.</li> </ul>

### Traditionelle Anlagen

0-3Mt. bis 12Mt.

Währungen	Handelsspanne USD/CHF: 0.94 - 1.00 bzw. EUR/CHF 1.14 - 1.20.		
Obligationen	Nach einem Seitwärtstrend anfangs 2017 stiegen die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen ab September als Folge steigender Zinserhöhungserwartungen durch die Zentralbanken. Die Zinskurven haben sich im USD schon seit 2017, in EUR und CHF jüngst ebenfalls abgeflacht. Mit namhaften Erträgen ist im festverzinslichen Bereich zumindest ausserhalb des USD noch länger nicht zu rechnen.	→	→
Aktien	Inflations- und Handelskriegsängste führten zu einer schwierigen ersten Jahreshälfte 2018. Die Volatilitäten haben seit den Spitzenwerten im Februar jedoch deutlich abgenommen. Zwar hat die Wachstumsdynamik nachgelassen, die Gewinnentwicklung der Unternehmen andererseits bleibt ausgezeichnet. Wir bleiben grundsätzlich positiv gestimmt, geopolitische Spannungen und erhöhte Risiken für den globalen Handel mahnen aber aus kurzfristiger Optik zur Vorsicht.	→	→

### 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 tangiert, während Transportsektor von Konjunktur profitiert.	→	↗
Rohstoffe	Goldkurs von Realzinsen beeinflusst, keine Reaktionen auf politische Störfaktoren. Langfristiger struktureller Angebotsüberhang bei Rohöl momentan sistiert.	→	↘
Immobilien	Bewertungen auch nach den letzten Kurskorrekturen übersteuert.	↘	↘

### Marktdaten

BIP Wachstum %	Länder	2016	2017	2018E
Industrienationen	USA	1.5	2.3	2.8
	Japan	0.9	1.7	1.1
	Eurozone	1.8	2.3	2.3
	UK	1.9	1.8	1.4
	Schweiz	1.4	1.1	2.1
Schwellenländer	China	6.7	6.9	6.5
	Indien	8.2	7.1	6.6
	Brasilien	-3.5	1.0	2.5
Wechselkurse	30.06.18	% -3M	% -6M	% -12M
USD/CHF	0.991	3.84	1.67	3.41
EUR/CHF	1.157	-1.56	-1.13	5.66
GBP/CHF	1.308	-2.15	-0.64	4.86
3 Monats Libor	30.06.18	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp
CHF	-0.73	0.4	1.5	-0.2
USD	2.34	2.4	64.1	103.7
EUR	-0.32	0.7	0.8	1.0

Staatsanleihen (10y)	30.06.18	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp
CHF Eidgenossen	-0.15	-8.9	8.7	-3.9
USD Treasury	2.86	12.1	45.5	55.6
EUR Bund	0.30	-19.5	-12.5	-16.4
Aktienmärkte	30.06.18	% -3M	% -6M	% -12M
SMI	8'609.30	-1.51	-8.23	-3.34
S&P 500	2'718.37	2.93	1.67	12.17
Nikkei	22'304.51	3.96	-2.02	11.34
FTSE-100	7'636.93	8.22	-0.66	4.43
DJ EURO-STOXX 50	3'395.60	1.01	-3.09	-1.34
Rohstoffe	30.06.18	% -3M	% -6M	% -12M
Gold oz/USD	1'253.17	-5.42	-3.83	0.94
Öl (WTI)	74.15	14.18	22.72	61.06
Kupfer (Spot)	6'625.00	-0.81	-8.08	11.78

Quelle: Bloomberg, Juli 2018



## Gesamtwirtschaftliches Umfeld

### Von synchronem globalem Wachstum zu latent steigenden Risiken

Angesichts der Schlagzeilen der letzten Wochen mag die Erinnerung an eine an sich florierende Weltwirtschaft schon beinahe beschwörend wirken. Eine etwas nüchternere Betrachtungsweise würde den erhitzten Gemütern gut tun. Zwar haben sich die Vorlaufindikatoren abgekühlt. Die Stossrichtung bleibt auf Expansionskurs, wenn auch deutlich weniger ausgeprägt als noch vor Kurzem (Abb. 1). Die Arbeitslosenraten in den entwickelten Ländern haben sich stark verbessert. Entsprechend positiv sind die Konsumentenstimmung und damit die Konsumausgaben. Das aktuell dominierende Thema ist jedoch die Möglichkeit der Eskalation eines Handelskrieges zwischen den USA und dem Rest der Welt (siehe Seite 4).



Abb. 1: Einkaufsmanager-Index für das verarbeitende Gewerbe (J.P. Morgan, Markt, Juni 2018)

### Schweiz

Dank solidem Privatkonsum und hohen Ausrüstungsinvestitionen verzeichnete das Schweizer BIP im ersten Quartal 2018 gegenüber letztem Jahr ein Wachstum von 2.4%, der höchsten Rate seit 2014. Für das laufende Jahr wird eine Expansion von immer noch stattlichen 2.1% erwartet, unterstützt durch die robuste Wirtschaftstätigkeit in der Eurozone und dem im Vorjahresvergleich schwächeren CHF. Der vorauslaufende Einkaufsmanagerindex untermauert dies (Abb. 2). Die Risiken geo- und handelspolitischer Spannungen sind demgegenüber spürbar gestiegen.

Im aktuellen, vermehrt durch Unsicherheiten geprägten Umfeld dürfte die SNB mit ersten Zinserhöhungen kaum vor der EZB aufwarten, welche dies mehr oder minder offen auf frühestens September 2019 terminiert hat. Die Deviseninterventionen konnte die SNB zwar (vermutlich) einstellen, sie hält den Franken allerdings nach wie vor für „hoch bewertet“.

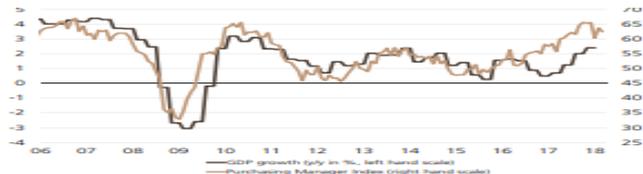


Abb. 2: Einkaufsmanager-Index verarbeitendes Gewerbe Schweiz und BIP-Wachstum (Macrobond, UBS, Juni 2018)

### Europa

Die Rhetorik der neuen italienischen Regierung führte vorübergehend zu Verunsicherung. Die neulich bekundete Absicht, an der Gemeinschaftswährung Euro festzuhalten, beruhigte die Gemüter zumindest vorerst. Eine Entzweiung der innerdeutschen Koalition aufgrund unvereinbarer Standpunkte in der Flüchtlingsfrage hätte, als Vorbote eines möglichen Auseinanderbrechens der Eurozone, eine ungleich grössere Tragweite. Hiervon gehen wir allerdings nicht aus. Die

Wirtschaft der Eurozone stagniert auf hohem Niveau, während die Inflation bei der Zielgrösse der EZB verharrt. Konsumentenvertrauen, Bautätigkeit und Unternehmensinvestitionen in Deutschland bleiben auf hohem Stand, während in Frankreich die Reformen von Präsident Macron sichtbarer zum BIP-Wachstum beitragen werden. Der Einkaufsmanagerindex der Eurozone erlitt in den letzten Wochen hingegen einen Dämpfer (Abb. 3).

Die Ankündigung der EZB im Juni, ihr „QE“ Ende 2018 aufzuheben, war von Hinweisen auf vermehrte Wachstumsrisiken begleitet. Die Europäische Zentralbank bleibt also vorsichtig. Die Brexit-Verhandlungen drehen sich weiter im Kreis.



Abb. 3: Einkaufsmanager-Index Eurozone (Bloomberg, Juni 2018)

### USA

Die US-Wirtschaft wird 2018 mit knapp 3% wachsen, was sich nach Auslaufen der fiskalischen Stimulierungen zu Beginn dieses Jahres 2019 verlangsamen wird. Vollbeschäftigung und Steuersenkungen fördern den Privatkonsum. Unternehmensinvestitionen – gefördert durch den ausgetrockneten Arbeitsmarkt – stimulieren das BIP zusätzlich zu den Massnahmen der US-Regierung, die Gefahr läuft, die Wirtschaft zu überhitzen. Strafzölle würden andererseits wie eine wachstumsdämpfende Steuer wirken. Das Fed wird den geordneten Zinserhöhungszyklus fortsetzen und dürfte ein Überschies der Inflation über seine Zielgrösse tolerieren (Abb. 4).



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

### Emerging Markets

Das Wachstum der Schwellenländer übertrifft dasjenige der entwickelten Welt. Von Handelshemmnissen durch die USA würden sie allerdings überproportional in Mitleidenschaft gezogen.

### Risiken

Wir verfolgen die nachstehenden globalen Risikofaktoren:

- Protektionismus USA, Handelskriege
- Globale Verschuldungsproblematik
- Zinserhöhungspfad der Zentralbanken und überschüssende Inflationserwartungen
- Geopolitische Konfliktherde (Nordkorea, China, Naher Osten)



## Traditionelle Anlagen

### Obligationen: Das Ende der Stimulierungspolitik konkretisiert sich

Das Fed führte im Juni 2018 erwartungsgemäss die siebte Zinserhöhung seit dem Beginn des aktuellen Zyklus durch. Die US-Notenbank kündigte ungewohnt konkret für 2018 noch zwei und für 2019 drei weitere Erhöhungen des Leitzinssatzes von jeweils 0.25% an. Ende nächsten Jahres wird die Fed Fund Rate damit voraussichtlich bei 3.00% - 3.25% liegen. Interessanterweise liegen die Prognosen für zehnjährige US-Staatsanleihen dannzumal bei rund 3.50%. Es wird also mit einer weiteren Verflachung der Zinskurve gerechnet – allerdings nicht mit einer inversen Konstellation, bei der kurzfristige Laufzeiten höher als langlaufende rentieren würden. Dies war in der Vergangenheit stets der Vorboten einer Rezession (Abb. 5).



Abb. 5: US-Zinskurven (10-jährige minus 2-jährige Renditen) und Rezessionen (graue Balken; Federal Reserve St. Louis, Juni 2018)

Die EZB dagegen stimuliert noch bis Ende Jahr – wovon im vierten Quartal vermindert - eine an sich florierende Wirtschaft, bei der die Risiken seit Neuestem aber zugenommen haben. Die Bank of Japan hält vorläufig unbeirrt an ihrer Stimulierungspolitik fest.

Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen konnte im Mai kurzzeitig die 3%-Hürde überwinden, hat in den vergangenen Wochen nicht zuletzt aufgrund erhöhter Unsicherheiten aber wieder nachgegeben. Die Renditen deutscher und Schweizer Staatsanleihen verharren nur unwesentlich über bzw. knapp unter der Nulllinie (Abb. 6). Steigende Inflationserwartungen werden mittelfristig tiefere Anleihsenkurse bewirken.

Die Minimierung des Durationsrisikos bleibt in diesem Umfeld zentral, weshalb wir bei kurzen Laufzeiten bleiben. Wir erachten Privatmarktanlagen als lohnenswerte Portfoliobeimischung. Auch bei dieser Anlageklasse sollte das Risikoprofil beachtet werden.



Abb. 6: Renditekurven 10-jährige Staatsanleihen (grün: US-Treasury, schwarz: Deutscher Bund, rot: Eidgenosse. Bloomberg, Juni 2018)

### Aktien – Luft draussen, oder bieten sich Einstiegsmöglichkeiten?

Die erste Jahreshälfte 2018 war für Aktieninvestoren keine einfache Periode. Die Korrektur im Februar aufgrund von Inflationsbefürchtungen führte zu einem jähen, temporären Anstieg der Marktschwankungen. Im zweiten Quartal konnten sich die meisten der

Hauptindizes stabilisieren oder gar zu einer zaghaften Erholung ansetzen (Abb. 7). Insgesamt befinden sich die Märkte aber in einem gegenüber letztem Jahr volatileren Seitwärtsband. Der Unterbruch des vereinzelt geradezu parabolischen Aktienmarktanstiegs von 2017 hat den Vorteil, dass überoptimistische Erwartungen etwas realistischeren Einschätzungen gewichen sind.



Abb. 7: Hauptaktienmärkte indiziert seit Jahresbeginn 2017 in Lokalwährungen (Total Return Indizes, Bloomberg, Juni 2018)

Die Unternehmensgewinne wachsen weiter ansprechend. In den USA ist dies zum Teil auf die Steuerreform zurückzuführen, in Europa der erhöhten Exporttätigkeit sowie den anziehenden Konsumausgaben zu verdanken. Unter Ausklammerung eines ausgewachsenen Handelskrieges sollte dieser Trend durchaus andauern. Die fortschreitende Normalisierung der Geldpolitik in den USA und nächstes Jahr in Europa wird zunehmend als Gegenwind spürbar werden. Der reale Wachstumseffekt der US-Steuerreform ist einmalig, und die fiskalischen Erleichterungen könnten die Inflationserwartungen anheizen. Erste Stimmen warnen bereits vor einem Stagflationsszenario wie in den 1970er Jahren, womit wir allerdings nicht rechnen. Die Finanzmärkte lassen sich von der Möglichkeit eskalierender geopolitischer Risiken (Iran, Italien) nicht beeindrucken. Die Haltung, dass es die Zentralbanken schon richten werden, bleibt weitverbreitet.

Nach punktuellen Portfoliostraffungen seit Jahresbeginn sind wir bei Aktien nur noch leicht übergewichtet. Europäische Unternehmen profitieren vom globalen Wirtschaftswachstum. Die grosskapitalisierten Schweizer Titel fügen ein defensives Element hinzu. In den USA bleiben wir investiert. Schwellenländeraktien sind günstig bewertet, aber anfällig auf steigende US-Zinsen. Wir bleiben in Asien engagiert. In wirtschaftssensitiven Sektoren wie zyklischem Konsum sind wir übergewichtet, bleiben aber auch bei defensiven Werten wie Pharma dabei.

## Kotierte Alternative Anlagen

Listed Private Equity Unternehmen profitieren vom attraktiven Kapitalmarktumfeld, werden aber mittlerweile mit unterdurchschnittlichen Abschlägen zum NAV gehandelt. Entsprechend ist erhöhte Selektivität gefragt. Die Dividenden von Infrastrukturtiteln sind attraktiv, regulierten Bereichen (Wasser, Strom) machen jedoch die hohe Zinssensitivität zu schaffen. Gold profitiert jeweils nur flüchtig von Marktunruhen und wird durch steigende Realzinserwartungen zurückgehalten. Der Ölpreis wird durch das Spannungsfeld zwischen OPEC- bzw. russischen Förderbeschränkungen sowie neuerdings iranischen und venezolanischen Reduktionen einerseits und US-Produktionssteigerungen andererseits beeinflusst.



## Handelskrieg oder bloss Scharmützel?

### Grundszenario

Seit Anfang Juni 2018 erhebt die US-Regierung Schutzzölle von 25% auf Lieferungen von Stahl und 10% auf Aluminium aus China, der EU, Kanada und Mexiko. Als Begründung wird die nationale Sicherheit angeführt, weil ausländische Importe die einheimische Industriebasis bedrohen würden. Tatsächlich dürfte US-Präsident Trump vor allem an Arbeitsplätzen in seinen Stammländern gelegen sein.

Überdies kommen im Juli 25% Zolltarife auf chinesische Güter im Wert von USD 34 Mia. plus auf weitere USD 16 Mia. zu einem späteren Zeitpunkt hinzu sowie 10% auf zusätzliche USD 200 Mia. chinesischer Produkte. Weiter würden die Strafzölle auf Güter noch einmal um USD 200 Mia. erweitert, sollte China in gleichem Ausmass Vergeltung üben (Abb. 8). Auf die Importe anderer Handelspartner der USA, insbesondere der EU, werden ebenfalls Einfuhrzölle erhoben, u.a. auf Autos. China und die EU haben bereits angekündigt, mit gleicher Münze zurückzuzahlen, dies zumindest teilweise gezielt auf Erzeugnisse, die in US-Bundesstaaten mit grossem Trump-Rückhalt produziert werden. Die kürzliche Verlautbarung des ikonischen US-Motorradherstellers Harley-Davidson, die Fertigung zwecks Vermeidung von Einfuhrzöllen partiell ins Ausland zu verlegen, dürfte wohl nicht im Sinne des Erfinders gewesen sein. Es zeigt auch, dass die Unternehmen ihrerseits nicht untätig bleiben. Ähnliches wird umgekehrt auch beispielsweise von deutschen Autoproduzenten kolportiert.

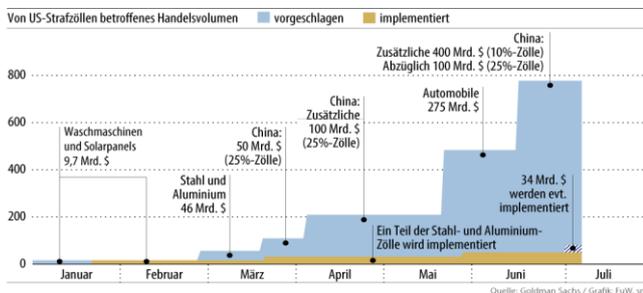


Abb. 8: Von US-Stratzöllen betroffenes Handelsvolumen (Goldman Sachs, FuW, Juni 2018)

China kann allerdings aufgrund des geringeren Importvolumens aus den USA nicht vollständig mit gleicher Münze zurückzahlen. Die USA importierten in den vergangenen Jahren jeweils Waren für rund USD 500 Mia. aus China, dieses bezog umgekehrt Güter für jeweils nur USD 100 bis 140 Mia. aus den USA. China müsste also asymmetrisch zurückschlagen, wie mit einer gezielten Abwertung seiner Währung oder dem Verkauf (oder nur schon mit weniger Käufen) von US-Staatsanleihen. Hieraus entstünden jedoch insofern Probleme, als für Investitionen im Umfang des chinesischen Handelsüberschusses ausser US Treasuries keine realistische Alternative besteht. Auf eine Abwertung des Renminbi andererseits könnten unkontrollierbare Gegenmassnahmen folgen.

Es gilt mehrere Aspekte zu beachten. Einerseits können die diversen Ankündigungen insbesondere sei-

tens Donald Trumps als Verhandlungstaktik angesehen werden. Es besteht durchaus die Möglichkeit, dass die Suppe nicht so heiss gegessen wie gekocht wird. Zum anderen hat der US-Präsident an sich recht, dass die Handelspartner der USA in ihrer Gesamtheit höhere Einfuhrbeschränkungen als die USA selbst erheben und seine Vorschläge damit nichts als ausgleichende Gerechtigkeit sind. Im Wesentlichen zielt die US-Regierung allerdings auf China ab, das einerseits mittels Industriepolitik ausländische Unternehmen benachteiligt, andererseits diese zum Technologietransfer zwingt.

### Aufschaukelung

Sollte es zu einem weltweiten Handelskrieg kommen, würde dies gemäss dem Handelsökonomem Ralph Ossa von der Universität Zürich im schlimmsten Fall zu einem Rückgang der globalen Wirtschaftsleistung um 6.25% kommen. Dies beinhaltet aber weltweite gegenseitige Tarife von 60%. Als Beispiel diene die Erfahrung der 1930er Jahre, als die USA Zölle von 45% auf über 900 Güter erhoben und damit einen globalen Wettlauf anstiessen, der das weltweite Handelsvolumen um rund 25% senkte. Allein, mit solchem rechnet heute niemand. Realistischer ist ein „USA gegen den Rest der Welt“-Szenario. Bei gegenseitigen Zöllen von 10% würde der Welthandel zwar um rund 3% sinken, das globale BIP-Wachstum aber um weniger als 1% beeinträchtigt. Eine Rezession scheint damit als ausgeschlossen (Abb. 9).

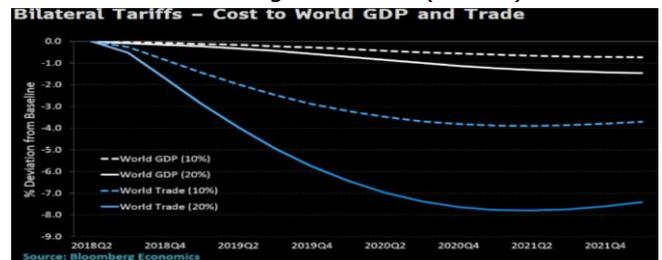


Abb. 9: Bilaterale Zollszenarien (Bloomberg, März 2018)

### Zusammenfassung und Fazit

Aus einseitig eingeführten Zöllen lassen sich zunächst Gewinne realisieren. Kurzfristig kann aus Protektionismus (vor allem politischer) Nutzen gezogen werden. Strafzölle haben andererseits mangels Substitutionsmöglichkeit den Effekt einer Steuererhöhung auf die eigenen Konsumenten. Bei Gegenmassnahmen resultiert darauf ein geringeres Handelsvolumen. Handelshürden können sich auch auf andere Methoden als Tarife ausweiten. Kleine, offene Volkswirtschaften wie die Schweiz – mit einem Exportanteil von 65% und einem Importanteil von 54% am BIP (2017) – wären von einem Handelskrieg besonders betroffen. Ein weiterer Aspekt ist die internationale Vernetzung von Produktionsprozessen. So werden Halbfabrikate über Grenzen hinweg verschoben – die USA würde sich teilweise ins eigene Fleisch schneiden. Bei einem Handelskrieg gibt es keine Gewinner. Wir gehen daher davon aus, dass sich diese Erkenntnis früher oder später durchsetzen wird.

Baar, Juli 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.