



Anlagepolitischer Ausblick 4. Quartal 2017

Globaler makroökonomischer Ausblick

Schweiz	<ul style="list-style-type: none"> Nach einem Wachstum von 1.4% 2016 dürfte das Schweizer BIP angesichts der Erholung der Eurozone und dem tieferen CHF 2017 um 1.3% und 2018 um 1.7% zulegen. Der Privatkonsum und insbesondere die Frühindikatoren steigen; letztere unter anderem dank der ausgeprägten Stimmungsverbesserung bei Exportunternehmen. Die Geldpolitik bleibt indirekt durch die EZB bestimmt. Infolge der Eurostärke im Sommer konnte die SNB die Interventionen substanziell zurückfahren. Sie wird die Geldpolitik merklich später als die EZB straffen, vermutlich nicht vor Ende 2019.
Europa	<ul style="list-style-type: none"> Akute politische Risiken sind nicht auszumachen, der Populismus bleibt jedoch präsent. Die EZB wird ab Januar 2018 ihr Anleihenkaufprogramm angesichts der Reflationsanzeichen und der gefestigten Wirtschaft der Eurozone allmählich zurückfahren. Das BIP-Wachstum von 1.8% 2016 sollte 2017 auf rund 2.0% zunehmen, in der zweiten Jahreshälfte aufgrund der Eurostärke indes moderater. Die Inflation steigt von 0.2% 2016 dieses Jahr auf 1.5%, weiter unter des EZB-Ziels von „knapp unter“ 2%.
USA	<ul style="list-style-type: none"> Das BIP der USA wächst 2.2% gegenüber 1.5% im letzten Jahr. Die Erwerbslosenquote liegt nahe der Vollbeschäftigung bei 4.1%. Die Kerninflation dürfte Ende Jahr bei 1.5% und damit unter dem Fed-Ziel von 2% liegen. Das Konsumentenvertrauen bleibt hoch. Das Fed beginnt ab Oktober 2017 die aufgeblasene Bilanz zurückzufahren und bleibt bis Ende 2019 wohl auf einem massvollen Zinserhöhungspfad. Präsident Trump bleibt ein Unsicherheitsfaktor, aber Steuersenkungen sind möglich.
Emerging Markets	<ul style="list-style-type: none"> Die Konsumausgaben nehmen zu, während Industrieproduktion und Exportwachstum relativ stabil bleiben. Die Zentralbanken verhalten sich unterstützend.

Traditionelle Anlagen

0-3Mt. bis 12Mt.

Währungen	Handelsspanne USD/CHF: 0.94 - 1.00 bzw. EUR/CHF 1.08 - 1.15.		
Obligationen	Renditen von CHF-Anleihen sind negativ, wenn auch leicht über den Niveaus zu Jahresbeginn. EUR-Obligationen mit „Investment Grade“-Ratings rentieren nur marginal höher. USD weisen leicht positive Erträge aus, sind aber einem moderaten Zinserhöhungsrisiko ausgesetzt. Die Zinskurven sind im USD gegenüber Anfang Jahr flacher, in Euro und CHF leicht steiler. Das Fed wird restriktiver, während die EZB 2018 die Zügel erst leicht anziehen wird. Strategie: Kurze Laufzeiten bevorzugen, Regierungs- und CHF-Anleihen meiden.	→	→
Aktien	Seit dem Anstieg bis Mitte Mai bewegen sich die Hauptindizes seitwärts, ausgenommen USA und die Schwellenländer mit ungebrochenen Aufwärtstrends. Umsatz- und Gewinnwachstum wirken unterstützend, während politische Spannungen keine bleibenden Schäden verursachen. Bewertungen bleiben historisch hoch, im Zinskontext aber vertretbar. Die Volatilitätsmasse bleiben zu tief.	→	↗

Kotierte Alternative Anlagen

Private Equity	Ein aufgrund dürrer Ertragspotenziale in liquiden Märkten stark nachgefragter Bereich. Bewertungen sind gestiegen, bleiben aber unter den NAVs.	→	↗
Infrastruktur	Im Lichte hohen Investitionsbedarfs zur Wachstumssicherung langfristig überzeugend. Erhöhte Bewertungen bedingen steigende Selektivität.	↗	↗
Rohstoffe	Der jüngste Ölpreisanstieg dank Hoffnungen auf OPEC-Kürzungen dürfte kurzfristig sein. Längerfristig sehen wir selektiv Potenzial für Basismetalle.	→	↘
Immobilien	Überschiessende Bewertungen in potenziell steigendem Zinsumfeld halten an.	↘	↘

Marktdaten

BIP Wachstum %	Länder	2015	2016	2017E
Industrienationen	USA	2.6	1.5	2.2
	Japan	1.1	1.0	1.4
	Eurozone	2.0	1.8	2.0
	UK	2.2	1.8	1.5
	Schweiz	0.8	1.4	1.3
Emerging Markets	China	6.9	6.7	6.7
	Indien	7.5	8.0	7.4
	Brasilien	-3.8	-3.6	0.5
Wechselkurse	30.09.17	% -3M	% -6M	% -12M
USD/CHF	0.968	1.09	-3.42	-0.32
EUR/CHF	1.144	4.47	7.02	4.81
GBP/CHF	1.298	3.98	3.09	2.96
3 Monats Libor	30.09.17	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp
CHF	-0.73	0.4	0.4	2.4
USD	1.33	3.5	18.4	48.0
EUR	-0.33	0.2	0.0	-2.8

Staatsanleihen (10y)	30.09.17	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp
CHF Eidgenossen	-0.05	0.1	6.8	52.4
USD Treasury	2.33	3.0	-5.4	73.9
EUR Bund	0.46	-0.2	13.6	58.3
Aktienmärkte	30.09.17	% -3M	% -6M	% -12M
SMI	9 157.46	2.81	5.76	12.51
S&P 500	2 519.36	3.96	6.63	16.19
Nikkei	20 356.28	1.61	7.65	23.75
FTSE-100	7 372.76	0.82	0.68	6.86
DJ EURO-STOXX 50	3 594.85	4.44	2.68	19.74
Rohstoffe	30.09.17	% -3M	% -6M	% -12M
Gold oz/USD	1 280.15	3.11	2.47	-2.71
Öl (WTI)	51.67	12.23	2.11	7.11
Kupfer (Spot)	6 432.25	8.52	10.60	32.68

Quelle: Bloomberg, Oktober 2017



Gesamtwirtschaftliches Umfeld

Stetes Wachstum und tiefe Inflation: Weder zu heiss noch zu kalt. Kurzlebige politische Störungen.

Der Verlauf des globalen Wirtschaftswachstums hat sich in letzter Zeit verfestigt, wenn auch auf historisch tiefen Niveaus. Die Teuerungsindikatoren verharren unter den Zielgrössen der Zentralbanken.

Politische Vorkommnisse haben durchaus das Potenzial, die Märkte zu irritieren. Die Auswirkungen sind aber jeweils von kurzer Dauer. Die zentrale Frage in den kommenden Monaten wird sich um das Marktverhalten drehen, wenn die Zentralbanken global ihre Stimulierungen zurückfahren und ihre massiv ausgeweiteten Bilanzen zu kürzen beginnen (Abb. 1).

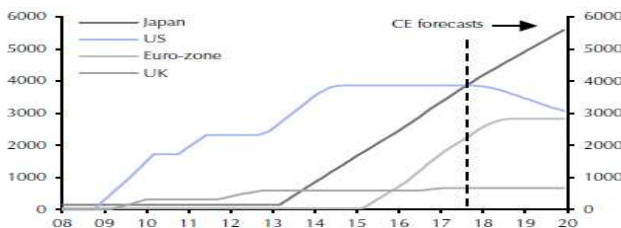


Abb. 1: Akkumulierte Anlagekäufe unter QE (Mia. USD. Thomson Reuters, Capital Economics (CE), September 2017)

Schweiz

Das BIP-Wachstum während der ersten Jahreshälfte 2017 war eher lau. Der starke Franken forderte seinen Tribut. Zudem war das Konsumwachstum wenig über Null, nicht zuletzt auch aufgrund nachlassender Migration. Andererseits fällt die Arbeitslosigkeit, obgleich schleppend. Die kürzliche Schwäche des CHF gegen den Euro sollte die Exporte anregen. Unternehmen werden zunehmend optimistischer, was sich im Einkaufsmanager-Index niederschlägt (Abb. 2).

Dank des Euro-Anstiegs während des dritten Quartals konnte die SNB die Devisenmarktinterventionen signifikant reduzieren. Wir erwarten, dass die Schweizerische Nationalbank erst nach der EZB restriktiver werden wird, d.h. wohl erst im Spätjahr 2019.

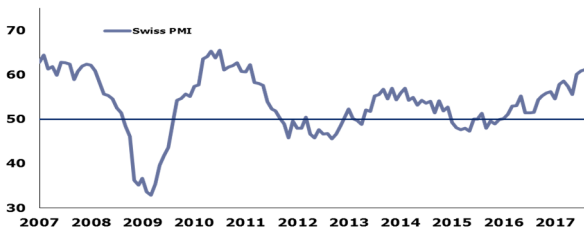


Abb. 2: Einkaufsmanager-Index Schweiz (Bloomberg, September 2017)

Europa

Die jüngsten Wahlen in Deutschland deuten auf etwas tiefere Steuern hin – ein kurzfristiges Positivum – aber auch auf weniger Einwanderung, was die Wirtschaft längerfristig beeinträchtigen könnte. Die Wachstumsrate der Wirtschaft der Eurozone gewinnt an Fahrt. Die Arbeitslosigkeit lässt nicht nur in Kerneuropa nach (Abb. 3). Gleichwohl steht die Erwerbslosenquote insgesamt weiter bei 9%. Entsprechend bleibt Raum für künftiges Wachstum, ohne dass

Lohninflation geschürt würde. Dieser Umstand ist auch eine Folge von Globalisierung und Digitalisierung, was die Verhandlungsposition der Arbeitnehmer schwächt. Die EZB selbst hat jüngst ihre Inflationsprognose bis 2019 auf 1.5% gesenkt – deutlich unter ihrem Ziel von knapp unter 2%. Dementsprechend dürfte sie den Leitzins noch für länger tief halten. Im Hinblick auf das gefestigte Wirtschaftswachstum wird sie jedoch die Anlagenkäufe 2018 beenden.

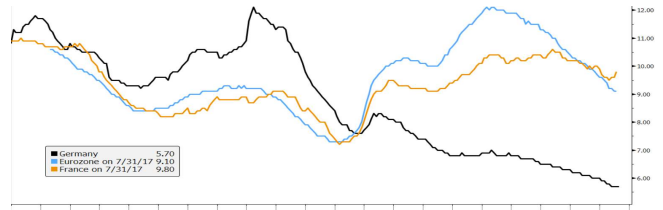


Abb. 3.: Arbeitslosenrate Kerneuropa (Bloomberg, September 2017)

USA

Die USA erfreuen sich einer zwar trägen, aber stetigen Expansionsphase; der drittlängsten ihrer Geschichte. Das BIP wächst dieses Jahr auf rund 2.2% von 1.5% 2016. Kurzfristig sind dank dem Wiederaufbau nach den jüngsten Wirbelstürmen, aber auch aufgrund der Dollarschwäche weitere Schübe denkbar. Finanzpolitische Massnahmen sind eine weitere Möglichkeit, die Effektivität der Trump-Administration muss sich aber erst noch weisen. Die USA sind der einzige grosse Wirtschaftsraum, in dem sich die Inflation gegen das Zentralbankziel hin bewegt (Abb. 4). Der kürzliche Rückgang des Konsumentenpreisindexes scheint vor allem auf einmaligen Faktoren zu beruhen. Folglich wird das Fed sein Anleihenportfolio ab Oktober 2017 zurückschrauben und vorsichtig weiter die Zinsen erhöhen, vor allem ab 2018.

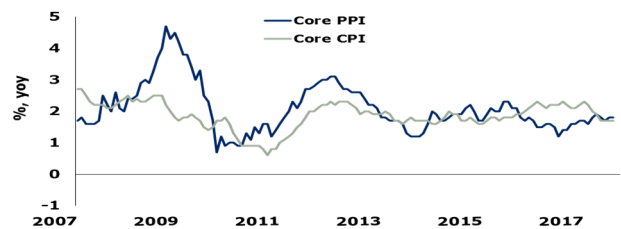


Abb. 4: Kerninflation USA (Bloomberg, September 2017)

Emerging Markets

Einerseits wird das Wachstum durch steigende Binnenmarktaktivität getrieben. Die Konsumnachfrage in den entwickelten Ländern sowie stabilere Rohstoffpreise helfen den Exporten. Mögliche Handelskonflikte und politische Spannungen könnten andererseits das Bild beeinträchtigen.

Risiken

Wir haben folgende globale Risikofaktoren im Auge:

- Globale Verschuldungsproblematik
- Zentralbankstraffungen und Inflation
- USA: Protektionismus und erfolglose Regierung
- Geopolitische Konflikte (Nordkorea/China, Naher Osten)



Traditionelle Anlagen

Obligationen – Ballon oder Blase?

Lockere Geldpolitik und umfangreiche Obligationenkäufe der Zentralbanken bewirkten eine steigende Jagd nach Erträgen. Erst konzentrierte sich die Nachfrage auf „Investment Grade“-Papiere, sie breitete sich mittlerweile aber auch auf Hochzinsanleihen aus. Die Renditen befinden sich nahe historischer Tiefstände. Diese sind aber künstlich durch die hohe Zentralbankaktivität entstanden. Der wesentliche Unterschied zwischen einem Ballon und einer Blase ist deren Ende: Wir gehen davon aus, dass die Zentralbanken bestrebt sind, die Luft allmählich aus dem Ballon zu lassen, nicht die Blase platzen zu lassen. Die Bilanzverkürzungen werden umsichtig angegangen. Dies bedingt genaue Beobachtung.

Wir halten dies für das wahrscheinlichste Szenario. Allerdings könnten Irrtümer der Notenbanken wie beschleunigte Bilanzreduktionen zu ausgeprägten Marktreaktionen führen. Dies konnte im Juni 2017 festgestellt werden, als EZB-Präsident Mario Draghi andeutete, dass „inflationäre Kräfte die deflationären abgelöst“ hätten. Insgesamt besteht ein Abwärtsrisiko für Obligationenkurse. CHF-Obligationen rentieren weiter negativ (Eidgenossen bis zu zwölf Jahre) und das Bild bei Euro-Papieren ist kaum besser. USD-Anleihen weisen zwar positive Renditen aus, sind aber einem restriktiveren Fed ausgesetzt (Abb. 5).



Abb. 5: Renditen 10-jähriger Staatsanleihen (Bloomberg, September 2017)

Bei Obligationenanlagen empfehlen wir kurzlaufende Papiere zwecks Minimierung des Zinsänderungsrisikos. Hochzinsanleihen dürften bei strafferer Zentralbankpolitik ausgeprägter leiden. Wir raten zu Privatmarktanlagen als echte Alternative.

Aktien – wo ist der September-Einbruch?

Nach dem Rally von Jahresbeginn bis Mitte Mai verloren die meisten Märkte bis Ende August an Dynamik, konnten seither aber wieder zulegen. Die grossen Ausnahmen bildeten die USA und die Emerging Markets, die ihren Aufwärtstrend unbeeindruckt fortsetzten. Steigendes Wirtschaftswachstum, positive Revisionen von Gewinnsschätzungen sowie die Erwartung zurückhaltender Notenbankpolitiken gehören zu den Hauptgründen für den Anstieg. Die wichtigsten Marktindizes avancierten seit Jahresbeginn zwischen 8% und 15%. Sogar das Schlusslicht Japan – aufgrund der geographischen Lage nahe Nordkorea besonders grossen politischen Risiken ausgesetzt – konnte um gut 6% zulegen (Abb. 6).

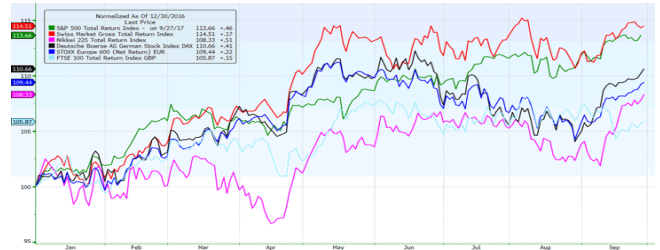


Abb. 6: Hauptaktienmärkte indexiert seit Jahresbeginn in Lokalwährungen (Bloomberg, September 2017)

Die „Käufe bei Kursrückschlägen“-Mentalität dominiert die Marktstimmung deutlich und der normalerweise saisonal schwache Monat September entpuppte sich als einer der besten Monate des Jahres. Von Skeptikern wird im Kontext mit den tiefen Volatilitäten, aber auch den hohen Bewertungen, oft Selbstgefälligkeit der Anleger angeführt. Tatsächlich ist Investorenvorsicht aber weit verbreitet, wie in den hohen Put/Call Ratios in Abb. 7 ersichtlich ist.

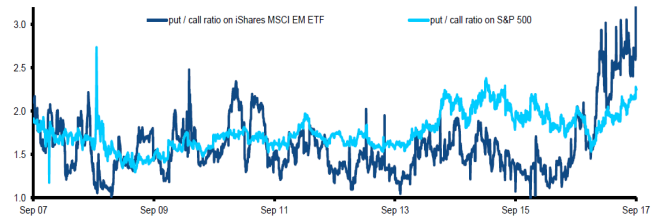


Abb. 7: Put/Call Ratios USA/Emerging Markets (State Street Global Markets, Thomson Datastream, September 2017)

Insgesamt sind wir bei Aktien leicht Übergewichtet. Regional favorisieren wir Aktien der Schweiz und der Eurozone. Wir sind in den USA in globalem Kontext untergewichtet, aber investiert. Bei Schwellenländern sind wir in Asien auch in kleinkapitalisierten Werten engagiert. Im aktuellen Umfeld des synchronen globalen Gewinnwachstums betonen wir wirtschaftssensitive Sektoren wie Industrie, zyklischen Konsum, Rohstoffe und selektiv IT gegenüber defensiven Bereichen (Ausnahme Pharma).

Kotierte Alternative Anlagen

Das positive Kapitalmarktumfeld spricht für Private Equity-Unternehmen. Hohe Zuflüsse von institutionellen Anlegern führten zu tieferen Discounts zu den NAV. Diese liegen aktuell unter dem historischen Durchschnitt von 15%. Infrastruktur-Titel bleiben aufgrund stabiler Cashflows und hohen Eintrittsbarrieren favorisiert. Nach der starken Performance in der Vergangenheit ist jedoch erhöhte Selektivität vonnöten. Ein Entscheid der US-Regierung zu mehr Infrastrukturausgaben zöge zusätzlichen Umsatz nach sich, muss aber erst verabschiedet werden.

Bei Rohstoffen gehen wir davon aus, dass der Ölpreisanstieg vor kurzem – basierend auf Hoffnungen zusätzlicher OPEC-Kürzungen – kurzlebig sein wird. Die OPEC-Disziplin ist einerseits fraglich und in den USA wird andererseits die Produktion weiter gesteigert. Basismetalle sollten von der Wirtschaftsexpansion profitieren, nicht zuletzt auch dank gestoppter Minenprojekte. Gold gegenüber bleiben wir in einem Umfeld steigender Zinsen skeptisch. Zusätzlich konnte das Edelmetall in den letzten Jahren seine Rolle als „sicherer Hafen“-Investition nicht erfüllen.



Naturkatastrophen und die Versicherungsindustrie

Steigende Zahl von Naturkatastrophen

Die jüngste Häufung von Hurrikanen in den USA und der Karibik hat die Frage nach der zukünftigen Ereignishäufigkeit aufgeworfen (Abb. 8). Wirtschaftliche Entwicklungen und demographische Trends führen zu erhöhter Konzentration der Risikoexposition. Dies ist oft der Fall in Gebieten mit hoher Wahrscheinlichkeit von Naturkatastrophen in einer Zeit mit steigender Ereignisfrequenz, wie AON Benfield anführt. Der Versicherungsschutz ist jedoch ungleichmässig verteilt. Gleichzeitig ist der Versicherungssektor überkapitalisiert, während neue Investoren Zugriff auf diversifizierte Versicherungsanlagen suchen. Dies beeinträchtigt die Erträge bei Erneuerungen von Rückversicherungsverträgen.



Abb. 8 Hurrikane Irma, José und Katia (NOAA/Reuters, NZZ, September 2017)

Gemäss Swiss Re hat sich die Anzahl jährlicher Naturkatastrophen seit den frühen 1970er Jahren mehr als vervierfacht, von unter 50 auf 191 im Jahr 2016 (Abb. 9). Die gesamten globalen wirtschaftlichen Verluste aufgrund von Katastrophen beliefen sich 2016 auf USD 175 Mia., dem Höchststand seit 2012 und deutlich über den USD 94 Mia. 2015.

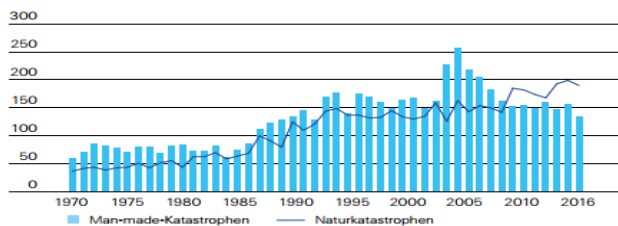


Abb. 9 Anzahl katastrophaler Ereignisse 1970 - 2016 (Cat Perils, Swiss Re Institute, 2017)

Versicherungsschutz ist nicht universal verbreitet. Swiss Re schätzt, dass sich die Lücke zwischen Kosten und versicherten Schäden 2016 auf USD 121 Mia. belief. In Zentralamerika und der Karibik ist der Versicherungsschutz besonders lückenhaft.

Der Versicherungsmarkt

Erstversicherer mit hohen US-Aktivitäten sind von den jüngsten Ereignissen zuerst betroffen. Diese transferieren ihre Spitzenrisiken – Risiken über ihren individuellen Selbstbehalten – an Rückversicherer, üblicherweise in Teilpaketen. Diese wiederum übertragen Teile dieser Risiken weiter an ILS (Insurance

Linked Securities), in der Form von „Cat Bonds“ (Katastrophenanleihen) oder privat etablierten ILS-Parteien. Der globale Rückversicherungsmarkt beläuft sich auf rund USD 600 Mia., 14% davon als Cat Bonds und ILS. Diese Wertschriften werden zu Risikoaufschlägen von rund 1% bis 3% über den üblichen Marktzinsen gehandelt. Dies ist deutlich weniger als noch vor wenigen Jahren und eine Folge steigender Investorennachfrage im aktuellen Niedrigzinsumfeld.



Abb. 10 Durchschnittlich erwarteter Verlust und Coupons von CAT bonds und ILS (Artemis.bm, S&P, Schroders, September 2017)

Falls die versicherten Verluste des Hurrikans „Irma“ beispielsweise USD 50 Mia. betragen, würde sich der Verlust eines typischen diversifizierten ILS-Portfolios auf 1% bis 3% belaufen. Rückversicherer wie Swiss Re oder Munich Re schätzen, dass sie bei extremen Hurrikan-Ereignissen (1 in 200 Jahren) rund 14% ihres Eigenkapitals verlieren könnten. Prämien werden jedoch so berechnet, dass die Versicherung in einem normalen Jahr immer noch profitabel bleibt. Nach grossen Katastrophen-Jahren sind Rückversicherer in der komfortablen Lage, künftige Prämien zu erhöhen. Ein überdurchschnittliches Katastrophenjahr ist also – entgegen des ersten Blicks – für Rückversicherer und deren Investoren längerfristig positiv. Über die letzten Jahre spielte dieser Mechanismus mangels grosser Ereignisse jedoch kaum (Abb. 10).

Fazit

Die Katastrophen-Ereignisse 2017 implizieren, dass der Markt für Prämienerneuerungen im Januar 2018 positiver als in den letzten Jahren ausfallen wird, sowohl für Rückversicherungen als auch für ILS. Die Kursentwicklung von Rückversicherungsaktien hängt offensichtlich auch von anderen Faktoren ab. Wir ziehen für selektive Investoren diversifizierte Engagements in ILS als langfristige Investitionsvehikel mit stabilen Erträgen vor. Durchschnittliche Laufzeiten von unter zwei Jahren beschränken das Zinsrisiko. Zudem sind sowohl die Korrelationen mit herkömmlichen Anlagen wie auch die Volatilitäten tief (Abb. 11).

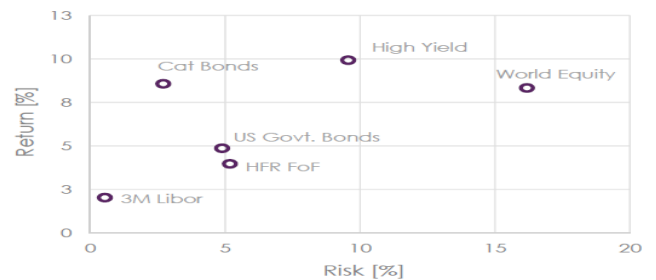


Abb. 11 Risiko/Ertrag CAT Bonds (ILS) vs. andere Anlageklassen (PG3 Private ILS, 2016)

Baar, Oktober 2017/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.