



Anlagepolitischer Ausblick 4. Quartal 2019

Globaler makroökonomischer Ausblick

Schweiz	<ul style="list-style-type: none"> Die Wachstumsrate der Schweizer Wirtschaft dürfte sich für das Gesamtjahr 2019 im Zuge der globalen Verlangsamung merklich auf noch 1.6% abkühlen. Der Handelsdisput USA/China sowie politische Unsicherheiten hemmen das Investitionsklima der internationalen Unternehmen und damit auch die Schweizer Exporte. Die SNB betrachtet den Schweizer Franken weiter als hoch bewertet, hielt das Zinsgefüge kürzlich jedoch trotz noch negativerem Einlegesatz der EZB stabil.
Europa	<ul style="list-style-type: none"> Handelsbedingte Spannungen und Brexit-abhängige Entwicklungen führten im dritten Quartal 2019 voraussichtlich zu einer Kontraktion im verarbeitenden Gewerbe. Der widerstandsfähige Privatkonsum federt dies auf gesamtwirtschaftlicher Ebene ab. Das Konsumentenvertrauen ist trotz abflachendem Beschäftigungswachstum positiv. Die EZB schwenkte im September auf einen Stimulierungspfad und führte u.a. ein neues, zeitlich unlimitiertes Anleihekaufprogramm ein.
USA	<ul style="list-style-type: none"> Handelsfraktionen mit China haben einen negativen Effekt auf die vorlaufenden Indikatoren für die Industrie. Konsumentenvertrauen und damit der Detailhandel bleiben jedoch dank Vollbeschäftigung und steigendem Lohnwachstum in solider Verfassung. Leicht anziehende Inflation, aber anhaltend unter der Zielgrösse der US-Zentralbank. Das Fed wechselte in den letzten Wochen den Kurs und senkte den Leitzins zweimal in Folge als „Versicherung“ gegen eine handelsinduzierte Wachstumsverlangsamung.
Emerging Markets	<ul style="list-style-type: none"> Chinesische Stimulierungen federn Abkühlungstendenzen ab. Handelsstreitigkeiten lasten auf der Wirtschaftsentwicklung auch in Schwellenländern ausserhalb Asiens.

Traditionelle Anlagen

0-3Mt. bis 12Mt.

Währungen	Schwankungsbreite USD/CHF: 0.96 - 1.02 bzw. EUR/CHF 1.06 - 1.12.		
Obligationen	In den letzten Monaten fielen die Anleiherenditen infolge erhöhter Verunsicherungen und abgeblasener Zinserhöhungen bzw. der Wiederaufnahme von Stimulierungen inkl. Zinssenkungen durch die Zentralbanken. Die Verflachung der Zinskurven setzte sich fort. Sämtliche Schweizer Staatsanleihen inklusive der längsten Laufzeit (2064) notieren im negativen Renditebereich.	➡	➡
Aktien	Die Aktienindizes konnten in den letzten Monaten die vorgängigen Höchststände von Mitte 2018 grösstenteils wieder erreichen oder gar übertreffen. Ende Juli 2019 erfolgte ein handelskriegsbedingter Einbruch, der aufgrund jüngster Hoffnungen auf eine Lösung bis Ende September wieder wettgemacht werden konnte. Zusätzlichen Rückenwind erhielten die Aktienmärkte durch wieder aufgenommene Stimulierungsmassnahmen mehrerer Zentralbanken.	➡	➡

Kotierte Alternative Anlagen

Private Equity	Nachfrage angesichts des anhaltenden Tiefzinsumfelds bleibt ungebrochen hoch, positive Implikation auf Entwicklung der Managementgebühren.	➡	➡
Infrastruktur	Positiver langfristiger Ausblick dank relativ berechenbarer Cashflow-Generierung und hoher Markteintrittsschranken. Ansprechende Dividendenrenditen.	➡	➡
Rohstoffe	Gold-Rally dank sinkender USD-Zinsen und geopolitischer Spannungen. Rohöl schwankt zwischen Überangebot und politischen Ereignissen in Nahost.	➡	➡
Immobilien	Verminderte Attraktivität nach Kursanstiegen seit Jahresbeginn 2019.	➡	➡

Marktdaten

BIP Wachstum %	Länder	2018	2019E	2020E	
Industrienationen	USA	2.9	2.2	2.0	
	Japan	0.8	0.7	0.9	
	Eurozone	1.9	1.1	1.2	
	UK	1.4	1.3	1.3	
	Schweiz	2.8	1.6	2.3	
Schwellenländer	China	6.6	6.2	6.0	
	Indien	7.2	6.4	6.3	
	Brasilien	1.1	1.0	2.0	
Wechselkurse		30.09.19	% -3M	% -6M	% -12M
USD/CHF		0.998	2.21	0.27	1.65
EUR/CHF		1.088	-2.02	-2.54	-4.54
GBP/CHF		1.226	-1.06	-5.44	-4.14
3 Monats Libor		30.09.19	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp
CHF		-0.77	-4.2	-5.5	-3.1
USD		2.10	-22.1	-50.1	-30.0
EUR		-0.42	-7.3	-10.7	-10.0

Staatsanleihen (10y)	30.09.19	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp	
CHF Eidgenossen	-0.73	-22.8	-37.6	-79.5	
USD Treasury	1.74	-34.1	-74.0	-139.7	
EUR Bund	-0.57	-24.4	-50.1	-104.1	
Aktienmärkte		30.09.19	% -3M	% -6M	% -12M
SMI	10'078.32	1.82	6.34	10.90	
S&P 500	2'976.74	1.19	5.02	2.15	
Nikkei	21'755.84	2.26	2.59	-9.80	
FTSE-100	7'408.21	-0.23	1.77	-1.36	
DJ EURO-STOXX 50	3'569.45	2.76	6.50	5.01	
Rohstoffe		30.09.19	% -3M	% -6M	% -12M
Gold oz/USD	1'472.39	4.47	13.94	23.47	
Öl (WTI)	54.07	-7.53	-10.09	-26.18	
Kupfer (Spot)	5'695.25	-4.79	-12.20	-9.07	

Quelle: Bloomberg, Oktober 2019



Gesamtwirtschaftliches Umfeld

Globales Wirtschaftswachstum zwischen Hoffen und Bangen

Die kürzlichen Anschläge auf saudische Öleinrichtungen erhöhten das politische Spannungspotenzial. Hauptsächlich aber halten nach wie vor der Handelszwist zwischen den USA und China und damit verbunden eine globale Wachstumsverlangsamung die Märkte in Atem. Eine baldige Beilegung des Konflikts halten wir für unwahrscheinlich, wenn auch ein präsidialer Tweet die Lage jederzeit drehen kann. Dass wieder Gespräche stattfinden, sorgt immerhin für eine Stimmungsaufhellung unter Investoren. Die wichtigen Zentralbanken sind zwecks Bekämpfung von Verlangsamungstendenzen auf einen Stimulierungspfad umgeschwenkt, obgleich sie lediglich in der Lage sind, drohende Einbrüche eindämmen zu helfen (Abb. 1). Eine Normalisierung des globalen Zinsgefüges ist gegenwärtig nicht absehbar.

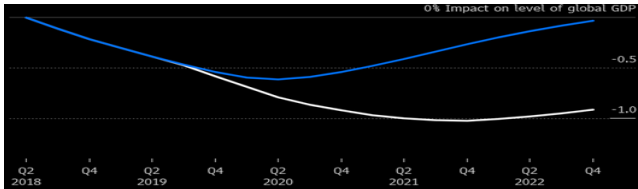


Abb. 1: Reduktion des globalen BIP-Wachstums mit Strafzöllen ohne Zentralbankhilfe (weiss) und mit eindämmender Geldpolitik (blau; Bloomberg/WSJ, September 2019)

Schweiz

Die Schweizer Wirtschaft hat seit Mitte 2018 merklich an Dynamik eingebüsst. Im 2. Quartal 2019 betrug das Wachstum im Vorjahresvergleich noch 0.3%. Der Privatkonsum blieb robust. Die Unternehmensinvestitionen schwächten sich hingegen angesichts des US-chinesischen Handelskonflikts, politischer Unsicherheiten und der nachlassenden EU-Konjunktur deutlich ab. Sowohl Exporte als auch Importe sanken im Vergleich zum Vorquartal. Der private Konsum profitierte weiter vom soliden Arbeitsmarkt (Abb. 2).

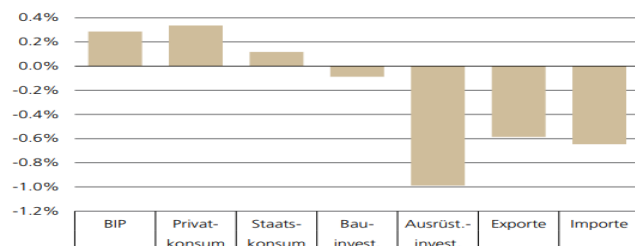


Abb. 2: Komponenten BIP-Wachstum 2Q19 vs. Vorquartal in % (UBS, Macrobond, September 2019)

Nachdem die Geldpolitik der SNB in den letzten Jahren weitgehend von der EZB geprägt war, konnte sich die SNB im September 2019 für einmal von letzterer lösen und liess den Leitzins unverändert. Die negativen Folgen der Minuszinspolitik für Sparer und Vorsorgewerke werden zunehmend politisch thematisiert.

Europa

In der Eurozone zeichnet sich für das laufende Jahr eine ausgeprägte Wachstumsverlangsamung von 1.9% 2018 auf noch 1.1% ab. Zu den global wirkenden Handelsfraktionen gesellt sich hier noch die anhaltende Brexit-Unsicherheit. Die Stimmung ist zweigeteilt: Während das Geschäftsklima, insbesondere

die vorlaufenden Indikatoren für das verarbeitende Gewerbe, in Richtung Kontraktion tendieren, erfreuen sich die Konsumenten eines insgesamt zumindest stabilen Umfelds. Dessen ungeachtet steht die Frage im Raum, ob der auf eine technische Rezession zu steuernde Industriesektor auch das Dienstleistungsgewerbe mitziehen wird (Abb. 3).

Die EZB senkte kürzlich den Einlagesatz von -0.4% auf -0.5% und beschloss ein neues Anleihekaufprogramm. Neu ist, dass das Ende dieses Programms offengelassen wurde bzw. dass es aufrechterhalten wird, bis die Inflationsrate wieder nahe der Zielgrösse von knapp 2% ist. Damit wird an den Märkten auf absehbare Zeit jedoch nicht gerechnet.

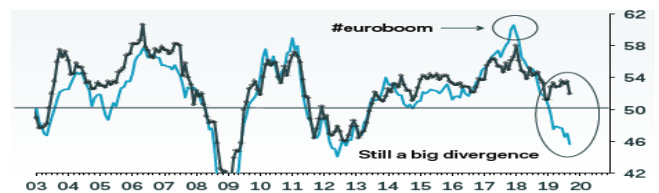


Abb. 3: Einkaufsmanager-Indizes Eurozone (schwarz: Dienstleistungen, blau: verarbeitendes Gewerbe; Pantheon, September 2019)

USA

Mit einem geschätzten Wachstum von 2.2% für 2019 (2018: 2.9%) ragen die USA im Quervergleich trotz Verlangsamung heraus. Den gedämpften Erwartungen im Fertigungssektor steht der grundsätzlich robuste Trend des Konsumentenvertrauens entgegen (Abb. 4). Die Binnenkonjunktur bleibt stark. Dies dürfte auch der Grund gewesen sein, dass die eher präventiven Fed-Beschlüsse von Juli und September keineswegs einstimmig gefällt wurden. Vom Markt erhoffte künftige Zinssenkungen sind denn auch keine ausgemachte Sache. Andererseits scheint der Privatkonsum vermehrt unter Importzöllen zu leiden. Vieles hängt vom Verlauf des Handelskonflikts ab. Eine Prognose hierfür ist allerdings nicht mehr als eine Übung im Gedankenlesen. Die anstehenden US-Wahlen im November 2020 erhöhen unseres Erachtens die Bereitschaft von Trump für ein erstes Abkommen in den nächsten Monaten.



Abb. 4: Konsumentenvertrauen USA (Bloomberg, September 2019)

Schwellenländer

Die Zentralbanken mehrerer Schwellenländer sind auf den Lockerungszug aufgesprungen, um die Handelskriegseffekte zu dämpfen. Eine Wachstumsbelebung wird sich erst gegen Ende 2020 konkretisieren.

Risiken

Wir richten unser Augenmerk auf folgende Risiken:

- Handelsdisput, globale Wachstumsverlangsamung
- Zentralbankenpolitik
- Europa: Brexit
- Geopolitische Risiken: Eskalation am Persischen Golf, Hong Kong



Traditionelle Anlagen

Obligationen: Noch mehr Stimulierungen

Die handelskonfliktbedingte Wachstumsverlangsamung motivierte das Fed Ende Juli und wiederum im September zu den zwei ersten Zinssenkungen seit der Finanzkrise 2008/2009. Eine Verlangsamung ist gleichwohl noch lange nicht mit einer Kontraktion gleichzusetzen. Die Zinsschritte wurden denn auch als proaktiv bzw. Feinadjustierung inmitten eines Wirtschaftszyklus bezeichnet. Nichtsdestotrotz besteht die Gefahr, dass das Fed im Falle einer tatsächlich auftretenden Rezession vorzeitig unnötig viel Pulver verschossen hätte. Die Senkung des De-facto-Strafzinses der EZB noch weiter in den negativen Bereich wurde durch höhere Freibeträge für die Banken abgebildet. Wie weit dies das Bankensystem zu vermehrter Kreditvergabe anregen wird, steht jedoch auf einem anderen Blatt. Das zeitlich unbeschränkte Anleihekaufprogramm lässt die Hoffnung der Anleger auf „normalere“ Obligationenrenditen in weite Ferne rücken. Die globale Konjunkturabschwächung und geopolitische Unwägbarkeiten erhöhten die Nachfrage nach sicheren Anlagen. Dementsprechend wird bei Schweizer Staatsanleihen derzeit die gesamte Laufzeitenkurve zu negativen Renditen gehandelt (Abb. 5).

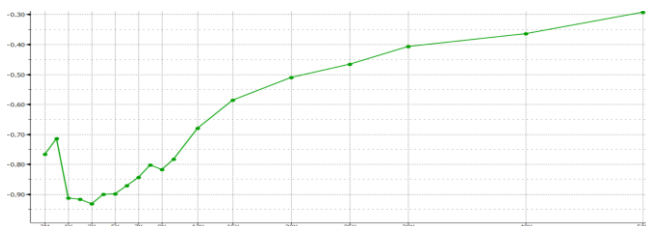


Abb. 5: Renditekurve Eidgenossen (Bloomberg, September 2019)

In den letzten Monaten wurde oft von inversen Zinskurven als Vorboten eines bevorstehenden negativen Wirtschaftswachstums (i.d.R. zwischen 12 und 36 Monaten im Voraus) gesprochen (Abb. 6). Im Normalfall zeigen solche Kurven ein restriktives monetäres Umfeld an, was derzeit aber nicht gegeben ist. Im Gegenteil, der Grund für die Inversion ist der Geldpolitik der Zentralbanken geschuldet, die die Zinsstrukturen stark verzerren. Wir halten in diesem Kontext eine starke Untergewichtung in öffentlichen Anleihen für angebracht und bevorzugen Privatmarkt-Anlagen als Alternative.



Abb. 6: Zinskurven 10-jährige minus 2-jährige Staatsanleihen (grün USA, schwarz Deutschland, rot Schweiz; Bloomberg, September 2019)

Aktien: Tweets und die Zentralbanken

Nach den Strafzoll-Drohungstweets Trumps im Mai und der darauffolgenden Aktienmarktkorrektur konnten sich die Indizes dank versöhnlicher Töne zwischen Xi Jinping und Trump bis Anfang August erholen. Dann wartete der US-Präsident – notabene am Tag nach der Zinssenkung des Fed – erneut mit Strafzöl-

len auf. Die Wochen später erneut signalisierte Gesprächsbereitschaft sowie die zweite Fed-Zinssenkung führte wieder zu steigenden Aktienmärkten (Abb. 7). Dieser Trend wurde gegen Ende September durch ein drohendes Amtsenthebungsverfahren gegen Trump wieder etwas eingetrübt. Wir gehen nicht von einer Absetzung des Präsidenten aus. Dafür wäre eine Zweidrittelmehrheit im Senat nötig, die angesichts der dortigen Mehrheitsverhältnisse kaum zustande kommen wird.



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

Es ist bemerkenswert, wie spärlich Fundamentaldaten wie die durchaus erfreuliche Gewinnberichtssaison für das letzte Quartal in Titelnbewegungen einfließen. Zwar ist der Wirtschaftsaufschwung mittlerweile der längste der US-Geschichte, er kann sich aber durchaus weiter fortsetzen. Die Gewinnwachstumserwartungen für 2019 sind auf realistischen Niveaus. Privatkonsum und Konsumentenvertrauen sind positiv. Die Risiken stehen und fallen auch mit den Trump-Tweets. Ein kürzlich publizierter Index über die Anzahl Tweets lässt darauf schliessen, dass überdurchschnittlich viele Tweets den US-Aktienmarkt negativ beeinflussen und umgekehrt (Abb. 8).

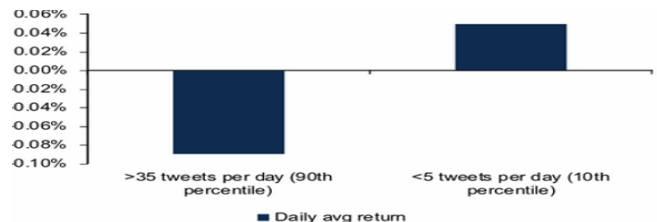


Abb. 8: Tägliche %-Veränderungen S&P 500 Index und Anzahl Trump-Tweets (BoFA Merrill Lynch/Twitter; WSJ, September 2019)

Angesichts der insgesamt ansprechenden Wirtschaftslage sowie expansiver Zentralbanken einerseits und der politischen Unsicherheiten andererseits bleibt unsere Aktienallokation im neutralen Bereich. Wir halten knapp die Hälfte der Allokation im Heimmarkt Schweiz. In Europa sind wir im Portfoliokontext übergewichtet und in den USA im Vergleich zur hohen Gewichtung im Weltaktienindex untergewichtet. In den Schwellenländermärkten sind wir diversifiziert in Asien engagiert.

Kotierte Alternative Anlagen

Börsenkotierte Private-Equity-Titel übertrumpften den Weltaktienmarkt seit Jahresbeginn deutlich. Die Abschläge zum NAV liegen dementsprechend unter dem historischen Durchschnitt von 15% bei nach wie vor attraktiven Dividendenrenditen. Auch Infrastrukturaaktien zeigten eine herausragende Performance.

Die Ölpreise werden von stark reduzierter Förderung durch Iran und Venezuela einerseits und einem globalen Überangebot andererseits diktiert. Basismetalle werden von Konjunkturängsten beeinflusst. Gold profitierte in den letzten Monaten von sinkenden US-Zinserwartungen und politischen Unsicherheiten.



Nominal- versus Realzinsen

Was bedeutet Geldwertillusion?

Der Begriff „Geldwertillusion“ beschreibt die Nichtwahrnehmung von Inflation oder die Unterschätzung des Risikos der Geldentwertung. Für Anleger besteht bei hohen nominalen Zinssätzen häufig die Wahrnehmung eines Ertrages, während die Entwertung dieses Ertrages durch Preissteigerungen zumindest temporär ignoriert wird. Letztlich für die Konsumenten relevant ist aber die reale Kaufkraft des Geldes zwecks Erwerb von Gütern und Dienstleistungen. Die aus Sicht der Kaufkraft korrekte Betrachtungsweise des Realzinses berücksichtigt die Geldentwertung (Inflation) mit.

Die Nominalrenditen, gemessen an zehnjährigen Staatsanleihen, reduzierten sich meist über die letzten Jahrzehnte (Abb. 9).



Abb. 9: Nominalrenditen 10-jähriger Staatsanleihen (Bloomberg, September 2019)

Gemessen an den Konsumentenpreisindizes war die Inflation zwischen rund -1% und +3% zwar nicht ohne Schwankungen, aber nicht von einem Trend geprägt wie derjenige der Nominalzinsen (Abb. 10).

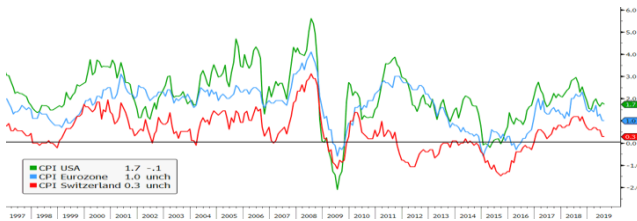


Abb. 10: Konsumentenpreisindizes USA, Eurozone und Schweiz (Bloomberg, September 2019)

Realzinsen US-Dollar

Da die Renditen der US-Staatsanleihen gesunken sind, die Inflation aber deutlich weniger volatil war, sanken die Realzinsen in den USA stark und sind kürzlich (neben den Sondersituation Finanzkrise 2008 und Beendigung des QE2 2011) gar in den negativen Bereich geraten. Für die USD-Zinsen ist Letzteres ein verhältnismässig seltenes Phänomen (Abb. 11).



Abb. 11: Realzins USD (Bloomberg, September 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.

Realzinsen Schweizer Franken

In der Schweiz ist diese Situation seit mittlerweile rund drei Jahren zu beobachten. Das nominale Null- bzw. Negativzinsumfeld bescherte uns in diesem Zeitraum bei (leicht) positiver Inflation einen schleichen Kaufkraftverlust von bis zu einem Prozent pro Jahr. Da letztlich durch die Zentralbanken gesteuert, wird dieser Sachverhalt auch als „finanzielle Repression“ bezeichnet. Anders bewirkte die deflationäre Konstellation 2015 – bei damals schon leicht negativen Nominalrenditen - einen effektiv positiven Realzinssatz (Abb. 12).



Abb. 12: Realzins Schweiz (zehnjähriger Eidgenosse minus Konsumentenpreisindex; Bloomberg, September 2019)

Aus historischer Warte ist eine negative Realverzinsung bemerkenswerterweise jedoch nichts Neues. Auf Basis der Sparzinsentwicklung sind seit 1932 mehrere derartige Phasen zu beobachten (Abb. 13). Als Beispiele können etwa die Perioden Mitte der 1970er oder Anfang der 1990er Jahre angeführt werden. Die Verzinsung der Sparkonten betrug damals in der Spitze je rund 5%. Die Teuerung von über 11% (1974) bzw. 6.5% (1991) resultierte dagegen in ausgeprägten Kaufkraftverlusten. Der durchschnittliche reale Sparzins seit 1932 betrug im Übrigen +0.08% pro Jahr.



Abb. 13: Realer Sparzins Schweiz seit 1932 (SNB/cash.ch, August 2019)

Fazit

In der Vergangenheit haben Investoren im festverzinslichen Bereich immer wieder reale Kaufkraftverluste erlitten. Meist versteckten sich hohe Inflationszahlen hinter vergleichbar hohen Nominalzinsen, womit Anleger irrtümlicherweise davon ausgingen, Geld zu verdienen – daher der Ausdruck „Geldwertillusion“.

Die derzeitige negative Realverzinsung verdient in die Risikobetrachtung bei Portfolioentscheiden mit berücksichtigt zu werden, beispielsweise mittels tiefer Obligationenquoten oder einem stärkeren Gewicht von Realwerten.

Baar, Oktober 2019/DIG