



Anlagepolitischer Ausblick 1. Quartal 2017

Globaler makroökonomischer Ausblick

USA	<ul style="list-style-type: none"> Die Wirtschaftsindikatoren verfestigen sich. Das Konsumentenvertrauen ist auf dem Höchststand seit der Finanzkrise, die Vorlaufindizes deuten auf weiteres Wachstum hin und der Arbeitsmarkt liegt bei Vollbeschäftigung. Das BIP wird 2017 moderat wachsen. Von Präsident Trump werden Fiskalmaßnahmen wie Infrastrukturinvestitionen und Steuerkürzungen erwartet. Für genauere Einschätzungen ist es aber noch zu früh. Das Fed erhöhte den Leitzins kürzlich. Künftige Zinsschritte werden moderat bleiben.
Europa	<ul style="list-style-type: none"> Das Wirtschaftswachstum der Eurozone bleibt auf niedrigem Niveau solide. Die Arbeitsmarktzahlen verbessern sich nur allmählich. Die Inflation dürfte dank steigender Ölpreise anziehen, verharrt aber deutlich unter dem Zielband der EZB. Politische Risiken steigen mit zunehmendem Populismus. 2017 werden in mehreren EU-Staaten Wahlen abgehalten, die das Wirtschaftsklima negativ beeinflussen könnten. Die EZB verlängerte kürzlich das „QE“ bis Ende 2017. Die Märkte beginnen das Ende der Stimulation womöglich im Verlauf des Jahres einzupreisen.
Schweiz	<ul style="list-style-type: none"> Das Schweizer BIP dürfte 2016 und 2017 mit je rund 1.5% wachsen. Schweizer Unternehmen haben sich mittlerweile mit dem Frankenschock von Anfang 2015 arrangiert. Politische EU-Unsicherheiten könnten die Entwicklung nächstes Jahr jedoch hemmen. Der Handlungsspielraum der SNB bleibt durch die EZB beschränkt. Künftig wird bei FX-Interventionen jedoch vermehrt die gesamte globale Währungssituation berücksichtigt.
Emerging Markets	<ul style="list-style-type: none"> Die Wirtschaftsentwicklung divergiert. Asien bleibt anders als Osteuropa und Lateinamerika weiter auf ansprechendem Wachstumspfad. Kapitalflüsse werden ein Thema.

Traditionelle Anlagen

0-3Mt. bis 12Mt.

Währungen	Handelsspanne USD/CHF: 1.00-1.08 bzw. EUR/CHF 1.06-1.14.		
Obligationen	Die Zinskurven werden generell steiler. Im USD ist dies nachvollziehbar, während EUR- und CHF-Renditen weitgehend vom USD beeinflusst waren. Ein anziehendes US-Wachstum, begleitet von leicht divergierender Geldpolitik, wird in den aktuellen Renditen bereits eingepreist. Mittelfristig wird das Tiefzinsniveau im EUR- und CHF-Bereich noch bestehen bleiben, während USD-Renditen weiter, aber moderat steigen werden. Strategie: Kurze Laufzeiten bevorzugen, Regierungs- und CHF-Anleihen meiden.	→	→
Aktien	Die Aktienmärkte zogen nach der Trump-Wahl deutlich an. Tiefe Volatilitäten deuten auf hohe Selbstzufriedenheit hin. Bewertungen historisch überdurchschnittlich, aber gegenüber Obligationen attraktiv. Dividendenrenditen wirken unterstützend. Gewinnwachstum könnte durch US-Wachstum angespornt werden, aber politische Ereignisse dürften Kursentwicklungen beeinträchtigen.	→	↗

Kotierte Alternative Anlagen

Private Equity	Kursabschläge zu NAVs verengten sich zuletzt gegen historischen Durchschnitt von 15%. Finanzmarktumfeld rechtfertigt zusätzliche Abschlagsreduktionen.	↗	↗
Infrastruktur	Insgesamt Performance breiter Aktienindizes bei tieferer Volatilität übertrafen. Bewertungen auf historischen Durchschnitt gestiegen, Dividenden attraktiv.	→	↗
Rohstoffe	Förderbeschränkungen der OPEC hilft Ölpreisentwicklung, aber Disziplin zweifelhaft. Gold leidet unter steigendem USD-Zinsszenario.	↘	↘
Immobilien	Überbewertet in potenziell höherem Zinsumfeld.	↘	↘

Marktdaten

BIP Wachstum %	Länder	2015	2016E	2017E	
Industrienationen	USA	2.4	1.6	2.2	
	Japan	0.6	0.9	1.0	
	Eurozone	1.5	1.6	1.4	
	UK	2.2	2.0	1.1	
	Schweiz	0.8	1.5	1.5	
Emerging Markets	China	6.9	6.7	6.5	
	Indien	7.4	7.5	7.3	
	Brasilien	-3.7	-3.4	1.0	
Wechselkurse		31.12.16	% -3M	% -6M	% -12M
USD/CHF		1.019	4.90	4.27	1.92
EUR/CHF		1.072	-1.78	-0.93	-1.31
GBP/CHF		1.258	-0.16	-2.96	-14.58
3 Monats Libor		31.12.16	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp
CHF		-0.73	2.1	5.1	2.7
USD		1.00	14.4	34.4	38.5
EUR		-0.32	-1.8	-3.3	-18.8

Staatsanleihen (10y)	31.12.16	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp	
CHF Eidgenossen	-0.19	35.9	38.8	-12.5	
USD Treasury	2.44	85.0	97.5	17.5	
EUR Bund	0.21	32.7	33.8	-42.1	
Aktienmärkte		31.12.16	% -3M	% -6M	% -12M
SMI	8'219.87	0.99	2.49	-6.78	
S&P 500	2'238.83	3.25	6.67	9.54	
Nikkei	19'114.37	16.20	22.72	0.42	
FTSE-100	7'142.83	3.53	9.82	14.43	
DJ EURO-STOXX 50	3'290.52	9.60	14.86	0.70	
Rohstoffe		31.12.16	% -3M	% -6M	% -12M
Gold oz/USD	1'152.27	-12.43	-12.85	8.56	
Öl (WTI)	53.72	11.36	11.15	45.03	
Kupfer (Spot)	5'523.00	13.92	14.11	17.37	

Quelle: Bloomberg, Januar 2017



Gesamtwirtschaftliches Umfeld

Geldpolitik nicht mehr allein dominierender Faktor der Finanzmärkte. Erhöhte politische Unwägbarkeiten.

Die Experten lagen 2016 mehr als einmal falsch. Das „No“ zum Referendum in Italien warf keine grossen Wellen. Der Ausgang der „Brexit“-Abstimmung wie auch die Wahl Donald Trumps waren jedoch völlig unerwartet – wie auch die milden oder, im Fall der US-Wahlen, gar euphorischen Marktreaktionen. Populismus ist sicherlich ein Faktor, mit dem vermehrt gerechnet werden muss (Abb. 1).

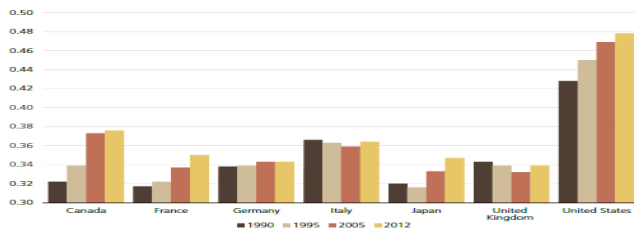


Abb. 1: Gini Koeffizienten: Je höher der Grad, desto höher die Ungleichheit der Einkommensverteilung und das Potenzial steigenden Populismus (Euromonitor, UBS, Dezember 2016)

USA

Die US-Wirtschaft befindet sich in einem historisch betrachtet mittelmässigen, aber soliden Wachstumsmodus, getrieben durch steigendes Konsumentenvertrauen (Abb. 2) und vorrückenden PMI-Indikatoren. Steigende Reallöhne dürften die Inflationsentwicklung gegen die Fed-Zielgrösse von 2% bringen. Die kommende US-Regierung beabsichtigt, die Wirtschaft mit Fiskalmassnahmen zu stimulieren, aber auch Importzölle zu verhängen. Letzteres würde die globalen Handelsströme beeinträchtigen.

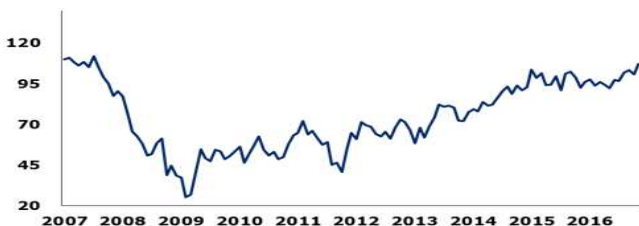


Abb. 2: Konsumentenvertrauen USA (Bloomberg, Dezember 2016)

Das Fed erwartet, den Leitzinssatz 2017 um weitere 0.75% zu erhöhen. Dies wäre nicht ein schockartiges Ende der Politik der letzten sieben Jahre, aber doch der Beginn einer Abweichung zur Geldpolitik anderer Zentralbanken.

Europa

Das Wirtschaftswachstum der Eurozone verläuft ebenfalls positiv, wenn auch in einem gedämpfteren Tempo. Die Arbeitslosenraten sinken nur allmählich. Der steigende Populismus führt zu vermehrten politischen Spannungen und damit potenziell steigender Finanzmarktvolatilität (Abb. 3). Die EZB bleibt bis mindestens Ende 2017 auf einem Stimulierungspfad. Dies erhöht zwar ihre Berechenbarkeit, senkt aber andererseits den Anreiz für die Politik, überfällige Reformen anzugehen. Die EU-Kommission dürfte, um Unabhängigkeitsgelüste anderer EU-Mitglieder abzuwenden, mit dem Vereinigten Königreich zu „hard Brexit“-Verhandlungen tendieren. Angesichts

bevorstehender Wahlen in den Niederlanden, Frankreich und Deutschland wird die Politik 2017 ein Hauptthema sein. Das Konsumentenvertrauen insgesamt unterstützt den Wirtschaftsgang. Der unterkapitalisierte Bankensektor, am deutlichsten sichtbar in Italien, bleibt hingegen ein Grund zur Sorge.

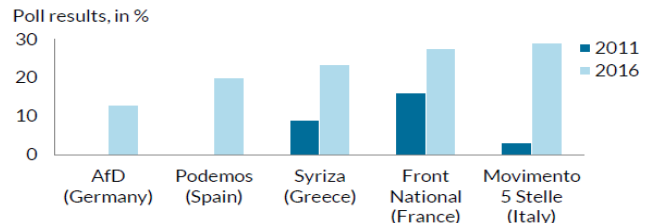


Abb. 3.: Steigender Rückhalt für populistische Parteien (Partners Group, Oktober 2016)

Schweiz

Die Wachstumsrate des Schweizer BIP wird sich 2017 nicht dramatisch von 2016 unterscheiden, sollte aber breiter abgestützt werden und dadurch die Arbeitsmarktlage verbessern. Unsicherheiten um die politische Grosswetterlage in Europa könnten jedoch die Investitionstätigkeit beschränken, obwohl diese jüngst, wie auch der Einkaufsmanagerindex, leicht anstieg (Abb. 4).

Die SNB kann nach wie vor nicht unabhängig von der EZB handeln. Der neuerliche Anstieg des US-Dollars erhöht jedoch ihren Spielraum. Die Nationalbank wies vor Kurzem auch ausdrücklich darauf hin, dass bei künftigen Devisenmarktinterventionen die gesamte Währungssituation berücksichtigt werde.

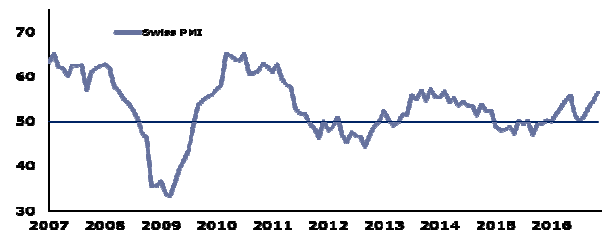


Abb. 4: Schweizer Vorlaufindikator PMI (Bloomberg, Dezember 2016)

Emerging Markets

Die meisten Länder bleiben auf Expansionskurs, aber mit Wachstumsraten unter dem Vorkrisenniveau. Potenzielle Kapitalabflüsse angesichts der Dollarstärke könnten sich negativ auswirken. Die chinesische Verschuldung bleibt hoch, aber das BIP-Wachstum stabilisiert sich dank fiskalischer und monetärer Impulse.

Risiken

Wir beobachten folgende globale Risikofaktoren:

- Mögliche Auswirkungen der künftigen US-Politik (Protektionismus, Steuern)
- Steigender Populismus in Europa und den USA
- Zentralbankpolitiken und potenziell steigende Inflation
- Geopolitische Konflikte (Naher Osten, Asien)



Traditionelle Anlagen

Obligationen – haben die Zinsen gedreht?

Die erste Zinserhöhung des Fed seit einem Jahr im Dezember 2016 verursachte starke Kurseinbrüche bei US-Staatsanleihen. Der Grund war nicht der Zinsschritt an sich - dieser war erwartet worden -, sondern der vom Fed nach oben revidierte Zinsausblick für 2017. Die globalen Zinsmärkte korrigieren bereits seit September und noch verstärkt seit den US-Wahlen im November. Von der künftigen Regierung werden umfassende Fiskalmassnahmen erwartet, was zu steigenden Inflationserwartungen führen würde. Dies hatte eine Signalwirkung auf andere Zinsmärkte (Abb. 5). Während höhere USD-Renditen in diesem Kontext Sinn machen, halten wir die Reaktion in anderen Märkten für übertrieben. Die meisten Zentralbanken bleiben im Stimulierungsmodus. Allerdings dürfte in den kommenden Monaten ein „Tapering“ der EZB ab vermutlich 2018 eingepreist werden.

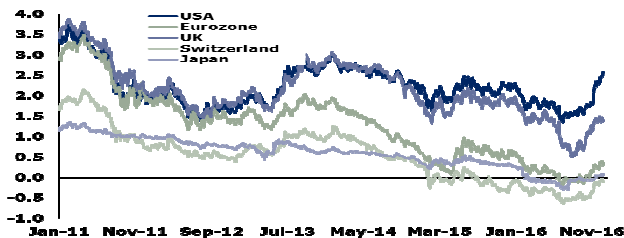


Abb. 5: Renditen 10-jähriger Staatsanleihen (Bloomberg, Dezember 2016)

Steilere Zinskurven erhöhen per Definition das Kursrisiko von länger laufenden Anleihen überproportional. Wir ziehen folglich kürzere Laufzeiten vor. Das Dilemma ist, dass Anleihen im Gegenwert von rund USD 6.7 Bio. negative Renditen aufweisen und somit kaum investierbar sind (September 2016: 9 Bio.).

Die Verlockung ist gross, in diesem Umfeld in risikoreichere Anleihen zu investieren. Wir halten dies nicht für ratsam. Privatmarkt-Engagements für Anleger mit längerfristigem Zeithorizont sind dagegen eine valable Alternative. Ergänzend bleiben wir in Wandelanleihen und selektiv Fremdwährungsobligationen engagiert.

Aktien – ein gemischtes Bild

Die unerwartete Wahl Donald Trumps zum US-Präsidenten war nicht die einzige Überraschung im vergangenen Quartal. Die Marktreaktion war nicht nur in den USA ungeahnt positiv. Nach dem Wahltag am 8. November avancierten die meisten Hauptindizes bis gegen Ende Dezember zwischen 6% und 13%. Ausnahme waren die Emerging Markets, die Schwäche zeigten. Dieser Anstieg ist zwar willkommen - die meisten Indizes bewegten sich zuvor seit Jahresbeginn im negativen Bereich (die Schweiz nach wie vor). Einiges an sehr positiven Zukunftserwartungen scheint mittlerweile aber bereits eskomptiert zu sein. Die Volatilitätsindizes bewegen sich auf tiefen Niveaus, die letztmals Mitte 2014 zu beobachten waren.

Gleichwohl gibt es nicht nur Grund zu übermässiger Sorge, auch wenn wir skeptisch sind, was die Nachhaltigkeit des „Trump Rallys“ in den kommenden Monaten betrifft. Was bis anhin lediglich Versprechungen sind, muss zuerst umgesetzt werden. Dies

wird Zeit brauchen, insbesondere die Infrastrukturausgaben in Billionenhöhe. Dennoch könnten sich die USA einmal mehr als Lokomotive der Weltwirtschaft erweisen. Die europäischen Gewinnwachstumserwartungen sind solide, was zumindest einen Boden für die Aktienmarktentwicklung bilden sollte. Allerdings erweisen sich Analystenerwartungen zu Jahresbeginn oftmals als zu hoch und bedürfen sorgfältiger Beobachtung (Abb. 6).

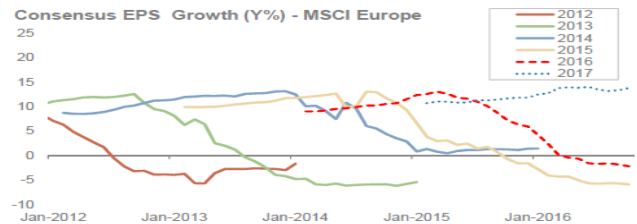


Abb. 6: Gewinnwachstumserwartungen Europa (Morgan Stanley, Dezember 2016)

Aus regionaler Perspektive sind wir Schweizer und europäischen Aktien gegenüber positiv eingestellt. Im Falle der Schweiz ist dies eine konträre Sicht angesichts des Zurückbleibens der drei Indexschwergewichte Nestlé, Roche und Novartis. Wir halten dies für übertrieben. Zudem bietet eine Dividendenrendite von 3.8% (2017) reichlich Unterstützung und Einkommen (Abb. 7). Die grosskapitalisierten europäischen Werte sollten von steigenden Gewinnwachstumserwartungen profitieren. Für die USA sind wir längerfristig nicht negativ eingestellt; der jüngste Anstieg weist jedoch kurzfristig Korrekturpotenzial auf. In Emerging Markets bleiben wir nur selektiv bzw. in Asien engagiert, wo die Wachstumsperspektiven intakt bleiben. Auf Sektorebene favorisieren wir Konsum, Pharma, IT und Rohstoffe.

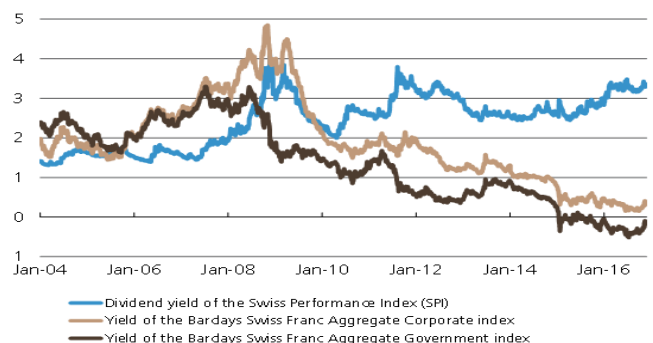


Abb. 7: Dividendenrendite Schweiz vs. Obligationenrenditen (UBS, Dezember 2016)

Kotierte Alternative Anlagen

Die Discounts gelisteter Private Equity-Unternehmen zum NAV haben sich seit dem Höchst im Juni von 29% auf den historischen Durchschnitt von 15% verringert. Das vermehrte Augenmerk der Anleger auf Discounts und Unternehmensführung könnte weitere Kurserhöhungen begünstigen. Infrastrukturtitel waren stabil in einem volatilen Marktumfeld, nicht zuletzt gestützt von Dividendenrenditen von rund 3.5%.

Die Rohstoffpreise divergieren. Öl profitierte von der kürzlich angekündigten Produktionskürzung der OPEC (wir bleiben skeptisch). Gold leidet unter steigenden Zinsen, was die Attraktivität nicht-zinstragender Investitionen wie Gold vermindert.



Donald Trump und die Märkte

Vom Abschwung zum Aufschwung?

Niemand sah es kommen. Während dies die Glaubwürdigkeit der Meinungsforscher einmal mehr in Zweifel zieht, ist das Ergebnis klar. Gegenwärtig weniger klar sind die Auswirkungen der Trump-Regierung auf die Märkte, auch wenn beide Kammern des Kongresses in republikanischer Hand sind. Trump selbst schwächte einige seiner hitzigen Wahlkampfaußagen nach der Wahl ab. Die vermehrte Ausrichtung auf eine Erdöl-freundlichere Energiepolitik scheint jedoch - neben wenigen anderen Posten - sicher zu sein. Die Absicht, eine Billion Dollar über zehn Jahre in Infrastruktur zu investieren, wird viele dringend notwendige Verbesserungen bringen, braucht aber Jahre an Vorausplanung. Bestrebungen, die ausufernde Bürokratie einzudämmen, werden ebenfalls Zeit brauchen. Eine Reduktion der Regulierungsdichte sowie der Unternehmenssteuern sollte sich positiv auf die Gewinnaussichten auswirken. Wie willens der republikanische Kongress jedoch sein wird, ist daraus folgende massive weitere Verschuldung durchzuwinken, bleibt abzuwarten - mit Präsident Trump dürften die Chancen hierzu jedoch höher sein als zuvor. Eine härtere Bekämpfung illegaler Einwanderung und vermehrter Protektionismus dürften ihrerseits die Inflation in einem Umfeld, in dem die Löhne bereits steigen, weiter erhöhen (Abb. 8). Bemerkenswerterweise sind die USA zudem in jeder ersten Amtsperiode eines republikanischen Präsidenten seit 1920 in eine Rezession abgeglitten.

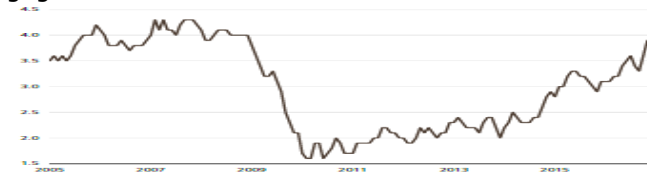


Abb. 8: Atlanta Fed Lohnindex, %-Änderung pro Jahr (Haver, UBS, Dezember 2016)

Aktienmärkte

Mit dem US-Aktienindex auf neuem Allzeithöchst und Fiskal- wie auch Geldpolitik an möglichen Wendepunkten rücken Asset Allocation und Bewertungen in den Vordergrund. Das Rally nach den Wahlen scheint bereits vieles vorwegzunehmen. In näherer Zukunft erwarten wir eine Konsolidierung oder eine leichte Korrektur von überverkauften Niveaus aus. Die tiefe Volatilität zeugt von Anlegersorglosigkeit, die Markttiefe ist allerdings breit und bietet keinen Grund, unmittelbar Alarm zu schlagen.

Aus Sektorsicht dürften mittel- bis längerfristige Nutzniesser einer Trump-Regierung in den Bereichen traditioneller Energie, Finanzen, Verteidigung, Biotechnologie und Infrastruktur zu finden sein. US-Unternehmen mit hohen Exportanteilen würden zweifellos leiden, desgleichen Unternehmen mit hohen Importanteilen in die USA. Die Aussagen von Trump bezüglich Obamacare widersprechen sich. Der gegenwärtige Stand ist, dass er das Gesetz nicht völlig abschaffen, sondern nur umbauen will.

Allfällige Strafzölle gegenüber China oder Mexiko würde sich wohl nicht nur negativ auf den Aussenhandel dieser Staaten auswirken, sondern auch die USA selbst treffen. Es ist zu bezweifeln, ob diese Länder tatenlos zusehen würden, was in einen ausgewachsenen Handelskrieg münden könnte. Wie die USA mit Handelsabkommen wie TTIP (USA-EU) oder NAFTA verfahren werden, ist aktuell noch unklar.

Goldman Sachs Says Donald Trump Will Be Terrible for Stocks in 2017

by Eric Lipton | November 21, 2016, 9:59 AM EST

Goldman Says Trump's Presidency Will Benefit Stocks in Almost Every Sector

MAGA comes to Wall Street.

by Adam Bernstein | November 21, 2016, 10:04 AM EST

Abb. 9: Die Meinungen scheinen selbst innerhalb Goldman Sachs' auseinander zu gehen (Fortune, Bloomberg, November 2016)

Kapitalmärkte und der US-Dollar

Die Unabhängigkeit des Fed ist seit Jahrzehnten eine Selbstverständlichkeit, was aber nicht immer so war. Frühere Präsidenten versuchten wiederholt, das Fed zu beeinflussen oder gar abzuschaffen. Gegenwärtig sind zwei Fed-Gouverneurssitze vakant. Zudem laufen die Amtszeiten sowohl von Janet Yellen als auch von Stellvertreter Stanley Fischer 2018 aus. Trump hat damit die Chance, die Politik des Fed für Jahre zu beeinflussen. Andererseits würde er sich, sollte er für eine härtere Gangart eintreten, wohl ins eigene Fleisch schneiden. Höhere Zinsen wären unweigerlich zu erwarten. Eine höhere Verschuldung (Abb. 10) und gleichzeitig steigende Zinsen liessen die Zinslast des Regierungshaushalts explodieren, womit steigende Inflation die Folge wäre. Dies würde andererseits das Aufwärtspotenzial des Dollars limitieren, so lange die Realzinsen nicht mit höheren Nominalzinsen einhergingen. Die Flucht in „sichere Hafen“-Währungen wie den Schweizer Franken könnte beschränkt sein. In jedem Fall sollten USD-Anleihen untergewichtet werden.

Fiscal debt held by the public¹, in % of GDP

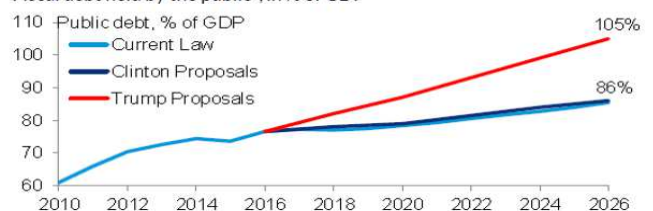


Abb. 10 Staatsverschuldung exkl. (1) USD 5.3 Bio (30% des BIP) (Partners Group, Deutsche Bank, Oktober 2016)

Fazit / Anlagekonsequenzen

Wir bleiben im breiten US-Aktienmarkt wie auch im Nasdaq engagiert, aber untergewichtet. Von vermehrter politischer Isolation dürften auch europäische Rüstungsaktien profitieren. Wir bleiben in Rohstoff- und Energieaktien investiert. Längerfristig bleibt Cybersecurity ein Thema, ist momentan aber zu teuer. Wir halten weiter eine deutliche USD-Währungsgewichtung.

Baar-Zug, Januar 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.