



Anlagepolitischer Ausblick 3. Quartal 2019

Globaler makroökonomischer Ausblick

Schweiz	<ul style="list-style-type: none"> Nach der ansprechenden Expansion von 2.6% letztes Jahr dürfte die Schweizer Konjunktur 2019 im Fahrwasser einer globalen Abkühlung noch um 1.6% zulegen. Der Handelsstreit USA/China wie auch Unsicherheiten in Europa (z.B. Brexit, Italien, langsamere Wirtschaftsleistung in Deutschland) führen zu eher verhaltenen Aussichten. Für die SNB bleibt der Schweizer Franken hoch bewertet, sie dürfte aber im aktuell anspruchsvollen Umfeld von Zinserhöhungen bis voraussichtlich 2021 absehen.
Europa	<ul style="list-style-type: none"> Die Wachstumssorgen nehmen aufgrund schwächerer Exportzahlen und politischer Ungewissheiten zu. Die wirtschaftliche Eintrübung dämpft die Konsumentenstimmung zwar etwas, die Situation am Arbeitsmarkt bleibt aber trotz der Wachstumsverlangsamung solide. Die EZB dürfte allenfalls gegen Ende 2020 die Zinsen erhöhen und agiert zwischenzeitlich vermehrt expansiv.
USA	<ul style="list-style-type: none"> Das Wachstum der US-Wirtschaft hat sich seit Jahresbeginn deutlich abgeschwächt, befindet sich aber noch im expansiven Bereich, was sich auch an den Sammelindizes der Frühindikatoren ablesen lässt. Die Inflation verharrt unter der Zielgrösse des Fed. Beschäftigungsanstieg und rekordtiefe Arbeitslosenrate unterstützen den Privatkonsum. Der Handelsdisput belastet jedoch die Stimmung im verarbeitenden Gewerbe. Das Fed ist nicht mehr „geduldig“, sondern wird künftig „angemessen reagieren“. Eine Kehrtwende von Zinserhöhungen zu Zinssenkungen ist damit zumindest andiskutiert.
Emerging Markets	<ul style="list-style-type: none"> Positive Wirtschaftsentwicklung in den Regionen Lateinamerika und Asien, wenn auch verlangsamt. Fiskalstimulierungen stabilisieren die Wachstumserwartungen für China.

Traditionelle Anlagen

0-3Mt. bis 12Mt.

Währungen	Handelsspanne USD/CHF: 0.96 - 1.02 bzw. EUR/CHF 1.10 - 1.15.		
Obligationen	Nach dem zeitweiligen Anstieg 2018 fielen die Anleiherenditen in den letzten Monaten infolge steigender Marktunsicherheiten und jüngst de facto abgesagten Zinserhöhungen durch die Zentralbanken weiter. Die Negativrendite 10-jähriger Eidgenossen weitete sich auf unter -0.5% aus. Auf globaler Ebene weisen mittlerweile Anleihen im Wert von rund USD 13 Bio. negative Renditen aus.	➡	➡
Aktien	Die Aktienmarktkorrektur Ende 2018 wurde weitestgehend wieder aufgeholt. Teils notieren die Hauptindizes gar über den Höchstständen vom August 2018. Dies war primär moderateren Zentralbankentönen aber auch der Aussicht auf eine Lösung im Handelskonflikt USA/China zu verdanken. Die Verschiebung derselben führte jüngst wieder zu vermehrter Unsicherheit, aktuell überwiegt jedoch die Hoffnung auf geldpolitische Impulse.	➡	➡

Kotierte Alternative Anlagen

Private Equity	Kapitalmarktumfeld bleibt ansprechend. Hohe Geldeingänge sollten zu steigenden Managementgebühren führen. Attraktive Discounts zu NAV und Dividenden.	➡	➡
Infrastruktur	Längerfristig positiver Ausblick angesichts solider Dividendenrenditen und hoher Eintrittsbarrieren aber anspruchsvollere Bewertungen nach den jüngsten Kursavancen.	➡	➡
Rohstoffe	Gold-Rally dank verschobener US-Zinserhöhungen und geopolitischer Ängste. Ölpreise lavieren zwischen sinkendem Ausstoss und Überangebot.	➡	➡
Immobilien	Im Vergleich zu Anleihen attraktives Rendite/Risikopotenzial.	➡	➡

Marktdaten

BIP Wachstum %	Länder	2018E	2019E	2020E	
Industrienationen	USA	2.9	2.1	1.9	
	Japan	0.8	0.8	0.9	
	Eurozone	1.9	1.2	1.4	
	UK	1.4	1.5	1.6	
	Schweiz	2.6	1.6	2.3	
Schwellenländer	China	6.6	6.3	6.0	
	Indien	7.2	7.0	7.1	
	Brasilien	1.1	1.3	2.2	
Wechselkurse		30.06.19	% -3M	% -6M	% -12M
USD/CHF		0.976	-1.90	-0.66	-1.44
EUR/CHF		1.110	-0.53	-1.35	-4.03
GBP/CHF		1.240	-4.43	-1.05	-5.26
3 Monats Libor		30.06.19	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp
CHF		-0.73	-1.3	-1.2	0.6
USD		2.32	-28.0	-48.8	-1.6
EUR		-0.35	-3.4	-3.6	-2.4

Staatsanleihen (10y)	30.06.19	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp	
CHF Eidgenossen	-0.55	-14.8	-27.8	-46.6	
USD Treasury	2.01	-40.0	-67.9	-85.5	
EUR Bund	-0.33	-25.7	-56.9	-62.9	
Aktienmärkte		30.06.19	% -3M	% -6M	% -12M
SMI	9'898.24	4.44	17.43	14.97	
S&P 500	2'941.76	3.79	17.35	8.22	
Nikkei	21'275.92	0.33	6.30	-4.61	
FTSE-100	7'425.63	2.01	10.37	-2.77	
DJ EURO-STOXX 50	3'473.69	3.64	15.73	2.30	
Rohstoffe		30.06.19	% -3M	% -6M	% -12M
Gold oz/USD	1'409.45	9.07	9.90	12.47	
Öl (WTI)	58.47	-2.78	28.76	-21.15	
Kupfer (Spot)	5'982.00	-7.78	0.55	-9.71	

Quelle: Bloomberg, Juli 2019



Gesamtwirtschaftliches Umfeld

Handelsdisput, Wachstumsängste und die Zentralbanken

Auf globaler Ebene setzte sich die Wachstumsverlangsamung der Wirtschaftstätigkeit während des 2. Quartals 2019 fort. Dies ist überwiegend den ausgeweiteten Handelskonflikten geschuldet (Abb. 1). Letztere führten vor allem zu einer Zurückhaltung von Industrieunternehmen bei Investitionen, derweil die Konsumentenstimmung erst punktuell erodiert. Hinzu kamen in letzter Zeit verstärkt politische Risiken, insbesondere der Zwiist zwischen den USA und Iran, wie auch eine mögliche Ausweitung des Handelsdisputs zu einem „IT-Krieg“. Die Andeutung von Zinssenkungen des Fed und der EZB beruhigte zwar die Finanzmärkte, verschiebt aber eine Normalisierung der Geldpolitik um Quartale oder Jahre.

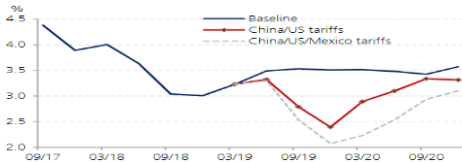


Abb. 1: Globale BIP-Entwicklung ohne/mit Strafzöllen (pro Quartal, annualisiert; UBS, Haver, Juni 2019)

Schweiz

Das Schweizer BIP konnte im 1. Quartal im Vorjahresvergleich um robuste 1.4% zulegen. Neben dem Privatkonsum war hierfür auch die starke Erholung der Ausrüstungsinvestitionen verantwortlich, während Exporte und Importe sich die Waage hielten. Für 2019 zeichnet sich wegen des Handelsstreits USA/China bzw. anhaltender politischer Unsicherheiten ein verhaltenes Wachstum der Weltwirtschaft und damit auch der Schweiz ab. Das Beschäftigungsniveau dürfte den privaten Konsum weiter stützen. Die Unternehmensstimmung hat sich allerdings vermindert, vor allem im herstellenden Gewerbe (Abb. 2).

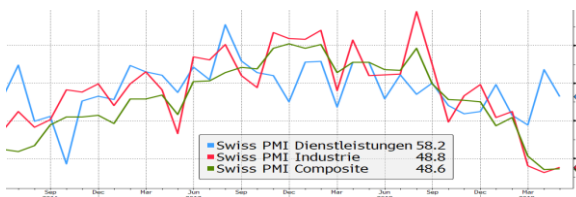


Abb. 2: Einkaufsmanager-Index Schweiz (blau: Dienstleistungen, rot: Industrie, grün: Sammelindex; Bloomberg, Juni 2019)

Die Geldpolitik der SNB bleibt indirekt durch die EZB ferngesteuert, welche jüngst gar das Thema Zinssenkungen wieder aufleben liess. Die SNB will nach wie vor die Zinsdifferenz zu den Euro-Geldmärkten aufrechterhalten, um den Aufwärtsdruck auf den CHF zu drosseln – wobei ihr derzeit die Fluchtwährungsrolle des CHF in die Quere kommt.

Europa

Nachdem das BIP der Eurozone im 1. Quartal noch um 0.4% zum Vorquartal zulegte, zeichnet sich für das 2. Quartal ein tieferes Wachstum ab. Dieses ist – bedingt durch Handelsunsicherheiten – vor allem auf den Industriesektor zurückzuführen. Das Konsumentenvertrauen bleibt dank dem soliden Beschäftigungsmarkt vergleichsweise robust, konnte sich aber

den handelsbedingten- und politischen Unwägbarkeiten nicht völlig entziehen. (Abb. 3). Die im Juni von (Noch-) EZB-Präsident Mario Draghi überraschend deutlich kolportierte Aussicht, im Bedarfsfall die Geldpolitik abermals zu lockern, dürfte wenig mehr als ein weiteres Aufblähen der Vermögenspreise nach sich ziehen. Die Zentralbank ist in einer Liquiditätsfalle gefangen. Aufkeimender Populismus und die nach wie vor ungelöste Brexit-Problematik sind weitere Faktoren, welche es neben dem Handelsdisput zu beachten gilt.



Abb. 3: Wirtschafts- und Konsumentenvertrauen in der Eurozone (Bloomberg, Juni 2019)

USA

Der US-Wirtschaft geht es mit einem geschätzten Wachstum von 2.1% 2019 (nach 2.9% 2018) vergleichsweise gut. Die politischen Ungewissheiten erzeugen Abwärtsrisiken. Die Verfassung des Arbeitsmarktes ist auch in den USA stark, entsprechend positiv ist der Ausblick für den Privatkonsum (Abb. 4). Die Industrieproduktion überraschte seit Jahresbeginn allerdings negativ. Gestiegene Unsicherheiten verleiteten das Fed im Juni dazu, nicht mehr „geduldig“ im Hinblick auf kommende Zinserhöhungen zu sein, sondern „angemessen zu reagieren“, womit die Tür für Zinssenkungen weit geöffnet ist. Die „Tweet-Beben“ des US-Präsidenten haben hingegen jederzeit das Potenzial, die Lage nachhaltig zu verändern – durchaus auch im positiven Sinne. Trump wird jedenfalls alles unternehmen, um seine Wiederwahl im November 2020 zu sichern.



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

Schwellenländer

Die Erholungsaussichten der Schwellenländer dürften sich Handelsdisput-bedingt hinauszögern. Die Wachstumsraten bleiben jedoch deutlich über denjenigen der entwickelten Regionen.

Risiken

Folgende globale Risikofaktoren bleiben im Fokus:

- Handelsdisput, globale Wachstumsverlangsamung
- Globale Verschuldung, Zentralbankenpolitik
- Europa: Steigender Populismus, Brexit, Italien, Regierungsablösung Deutschland
- Geopolitische Risiken: Spannungen im Persischen Golf



Traditionelle Anlagen

Obligationen: Zinswende vertagt

Die geldpolitische Neubeurteilung des Fed bereitete den Boden für Leitzinssenkungen und damit tiefere Anleiherenditen. EZB-Vorsitzender Mario Draghi schlug kurz zuvor ebenfalls zumindest verbal in die „Stimulationskerbe“. Kombiniert war dies ein regelrechter Doppelschlag der beiden mächtigsten Zentralbanken. Das Anpeilen eines normalisierten Zinsniveaus scheint für die voraussehbare Zukunft abgesetzt. Eine allfällige Zinssenkung des Fed schon im Juli würde zudem einen Dominoeffekt auf andere Zentralbanken haben, in erster Linie EZB, SNB oder BoJ. Diese Kehrtwende ist umso bemerkenswerter, weil momentan selbst im Falle eines ausufernden Handelskriegs nicht mit einer globalen Rezession gerechnet wird. Die negativen Renditen der Staatsanleihen der Schweiz und Deutschlands wurden weiter ins Minus gedrückt (Abb. 5).



Abb. 5: Renditen 10-jähriger Staatsanleihen (grün USA, schwarz Deutschland, rot Schweiz, Bloomberg, Juni 2019)

Auch andere 10-jährige Staatsanleihen weisen mittlerweile Minusrenditen aus. Nicht einmal mehr der (längste) 50-jährige Eidgenosse notiert im positiven Bereich. Die Staatsanleihe Österreichs mit 100 Jahren Laufzeit stieg seit November um 40%. Aktuell werden USD 13 Bio. oder 24% der erstklassigen Papiere zu Unter-Null-Renditen gehandelt (Abb. 6).

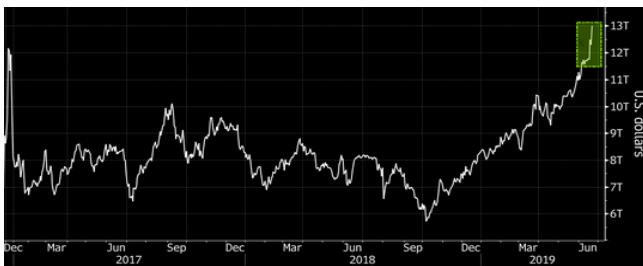


Abb. 6: Marktwert negativ rentierender Anleihen in Bio. USD (Bloomberg/Wall Street Journal, Juni 2019)

Die Finanzmärkte preisen bereits stärkere Lockerungen ein, als uns angemessen scheint – entsprechend besteht Enttäuschungspotenzial. Im derzeitigen Umfeld halten wir eine ausgeprägte Untergewichtung in Obligationen und ziehen Privatschulden vor.

Aktien: Die Zentralbanken werden es richten

Nach der Korrektur im 4. Quartal 2018 entwickelten sich die Aktienmärkte von Jahresbeginn bis Anfang Mai äusserst erfreulich. Dann folgten allerdings die Handelsdisput-Tweets des amerikanischen Präsidenten, die das Rally jäh unterbrachen. Die Marktvolatilitäten stiegen zwar zeitweise, die Aktienmärkte wurden aber im Verlaufe der letzten Wochen von den be-

ruhigenden Zentralbankvoten beflügelt (Abb. 7). Insbesondere die EZB, die den Leitzins erstmals in den negativen Bereich senken und das Anleihekaufprogramm wieder ausweiten könnte, half europäischen Dividendenwerten. Die De-facto-Kehrtwende des Fed und – vermutlich verfrühte – Hoffnungen auf eine baldige Beendigung des Handelszwists USA/China (Stichwort G20-Treffen) schufen im Vorfeld möglicher Verhandlungen zusätzlichen Rückenwind.



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

Allerdings sollte in Betracht gezogen werden, dass die Obligationen- und die Aktienmärkte momentan verschiedene Sprachen sprechen. Eine Lösung des Handelskonflikts würde eine Erholung der Konjunkturindikatoren hervorrufen, wodurch die US-Geldpolitik weniger expansiv werden müsste, als derzeit im Obligationenmarkt eingepreist ist. Dadurch enttäuschte Zinshoffnungen könnten die Euphorie an den Aktienmärkten bremsen. Im umgekehrten Falle einer Verschärfung bzw. eines länger anhaltenden Handelskonflikts als gegenwärtig erwartet, würden zwar die an den Obligationenmärkten eskomptierten Zentralbankaktionen provoziert. Das tiefere Weltwirtschaftswachstum müsste jedoch gleichzeitig zu Revisionen der Gewinnsschätzungen für Unternehmen führen – mit potenziell negativen Auswirkungen auf die Aktienmärkte.

Wir haben angesichts der gestiegenen Risiken unsere Aktienanlagen stufenweise auf neutrale Quoten reduziert. Wir halten knapp die Hälfte der Allokation im Heimatmarkt Schweiz. In Europa sind wir im Portfoliokontext übergewichtet und in den USA im Vergleich zur hohen Gewichtung im Weltaktienindex untergewichtet. In den Schwellenländermärkten bleiben wir weiterhin diversifiziert in Asien engagiert.

Kotierte Alternative Anlagen

Listed Private Equity-Titel konnten sich seit Jahresbeginn im Aktienmarktvergleich überproportional erholen. Die Abschläge zum NAV liegen in der Folge leicht unter dem historischen Durchschnitt von 15%, bei weiter attraktiven Dividendenrenditen. Auch Infrastrukturaktien zeigten eine herausragende Performance. Wir haben bei beiden Bereichen unsere Allokation auf neutral reduziert.

Rohöl wird zwischen sinkendem Output aus Iran und Venezuela einerseits und Rezessionsbefürchtungen andererseits hin und her gerissen. Letzteres lässt sich auch bei Industriemetallen anführen. Auf Gold gehen wir auf der folgenden Seite dieses Papiers näher ein.



Gold als Anlageinstrument

Traditionell ist Gold als Anlagevehikel stark emotional geprägt. Die Lager sind geteilt in sogenannte „Gold Bugs“, d.h. starke Verfechter des Edelmetalls angesichts latenter politischer Krisen oder der stetigen Ausweitung der Geldmengen, und strikten Kritikern von Goldinvestitionen, wie beispielsweise der legendäre Anleger Warren Buffett:

„Gold wird irgendwo auf der Welt aus der Erde gegraben. Dann schmelzen wir es zu Barren, bauen einen unterirdischen Tresor und graben es wieder ein. Wenn uns Ausserirdische dabei beobachten, es käme ihnen reichlich obskur und seltsam vor.“

Einflussfaktoren für den Goldpreis

Rational betrachtet wird der Goldpreis von drei Faktoren wesentlich beeinflusst: *Ängste* z.B. geopolitischer Art, die *Realzinsen in den USA* (d.h. die Opportunitätskosten zum Halten von Gold) und dem *US-Dollar*. Gold profitiert somit von volatilen Aktienmärkten, tiefen/sinkenden US-Realrenditen und einem schwachen USD.

Der folgende Chart (Abb. 8) zeigt die Mehrperformance von Gold gegenüber dem US-Aktienmarkt in Phasen hoher Unsicherheit/Volatilität:

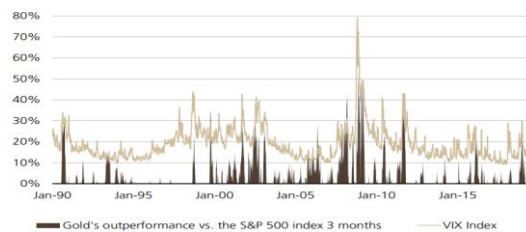


Abb. 8: Mehrperformance von Gold vs. S&P 500 Index und VIX Index (Bloomberg, UBS, Juni 2019)

Auf dem folgenden Chart ist die negative Korrelation zwischen Gold und der US-Realzinsentwicklung ersichtlich (Abb. 9).



Abb. 9: Realer USD-Zinssatz 10 Jahre (grün/positiv und rot/negativ) vs. Gold Feinunze (Bloomberg, Juni 2019)

Da die Renditen der US-Staatsanleihen gesunken sind, die Inflation sich aber kaum verändert hat, sind die Realzinsen in den USA stark gefallen.

Der Preis von physischem Gold wird weltweit in USD referenziert. In Ländern mit traditionell starker physischer Goldnachfrage, zum Beispiel Indien und China, hängt die lokale Nachfrage jedoch wesentlich vom Preis in der Heimwährung ab. So ist der Goldpreis in Indien in lokaler Währung seit 2012 weit weniger gefallen als in USD und steht aktuell sogar auf

Allzeithöchstständen (Abb. 10). Die Nachfrage nach Gold hat sich dementsprechend in Indien während dieser Zeit wenig dynamisch entwickelt, bzw. war sogar rückläufig.

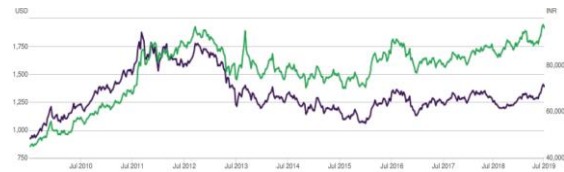


Abb. 10: Goldpreis in USD und in Indischer Rupie (World Gold Council, Juli 2019)

Ein allgemein schwacher USD, insbesondere gegenüber Schwellenländer-Währungen, beeinflusst die Nachfrage nach Gold somit positiv - und umgekehrt.

Entschliessen sich Investoren schliesslich zu einer Investition in Gold, so erfolgt dies meist nicht direkt physisch, sondern überwiegend indirekt in ETFs oder Futures-Positionen (sog. „Papiergold“). Die meist in Einklang stehende Entwicklung zwischen dem Goldkurs und den Beständen in Gold-ETFs und Long Futures-Positionen ist augenfällig (Abb. 11):

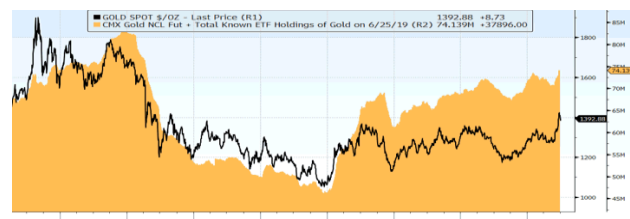


Abb. 11: Goldkurs (schwarz) und Summe der ETFs und spekulative Netto-Long Futures- und Optionspositionen (CFTC, Bloomberg, Juni 2019)

Offenkundig ist die stabile Nachfrage nach Papiergold seit 2016, die Goldkursentwicklung scheint seit etwa Mitte 2016 den Bestandesveränderungen in Papiergold hinterherzuhinken.

Zu den hauptsächlichen Nachfragern nach Gold gehörten in den letzten Jahren die Zentralbanken. 2018 übernahmen diese rund 651 Tonnen bzw. 277 Tonnen mehr als im Vorjahr. Die Notenbanken Russlands, der Türkei und Kasachstans waren die Grossabnehmer.

Fazit

Gold bleibt als Instrument zur Absicherung hochaktuell. Es kann das Portfolio vor geopolitischen Risiken, enttäuschenden makroökonomischen Daten und starken Schwankungen an den Finanzmärkten schützen. Insbesondere die tiefen US-Realzinsen und ein schwächerer USD stützen die Goldnachfrage.

Vor dem Hintergrund wirtschaftlicher Spannungen und steigender Unsicherheiten an den Finanzmärkten ist ein weiterer Anstieg des Goldpreises möglich. Nach der rasanten Preissteigerung in den vergangenen vier Wochen auf das höchste Niveau seit sechs Jahren ist jedoch keine Eile für Neuinvestitionen geboten.

Baar, Juli 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.