



Anlagepolitischer Ausblick 2. Quartal 2016

Globaler makroökonomischer Ausblick

USA	<ul style="list-style-type: none"> Die Vorlaufindikatoren im verarbeitenden Gewerbe haben sich weiter eingetrübt. Der Dienstleistungssektor bleibt positiv, aber mit abnehmendem Momentum. Trotz der Turbulenzen an den Kapitalmärkten hat sich die Konsumentenstimmung auf hohem Niveau gehalten und der Arbeitsmarkt zeigte sich auch im Q1-2016 freundlich. Es werden weitere Zinsschritte der US-Notenbank erwartet. Mit Erhöhungen hat die Fed keinerlei Druck, da sich die derzeitige Inflation noch unter dem Zielband befindet.
Europa	<ul style="list-style-type: none"> Die EZB hat die Geldpolitik weiter gelockert, indem das „QE“ von 60 auf 80 Mrd. Euro pro Monat ausgeweitet worden ist und die Zinsen noch einmal gesenkt wurden. Die Mittel der Geldpolitik stossen in der Eurozone an ihre Grenzen. Die Vorlaufindikatoren in der Eurozone zeigen ein gemischtes Bild und die Inflationszahlen verharren klar unter dem angestrebten Zielband der europäischen Geldhüter. Der „Brexit“ ist <i>das</i> Thema in England. 2016 werden keine Zinserhöhungen erwartet.
Schweiz	<ul style="list-style-type: none"> Der KOF-Indikator zeigt wieder eine Belebung der Schweizer Wirtschaft in den nächsten Monaten an. Nettoexport und Privatkonsum bleiben die Standbeine des BIP-Wachstums. Die SNB bläht ihre Bilanz mit Devisenreserven weiter auf - jetzt über 100% des BIP.
Emerging Markets	<ul style="list-style-type: none"> Die Stabilisierung an den Rohstoffmärkten und der sich leicht abschwächende US-Dollar haben die Situation in den Schwellenländern leicht entschärft. Wir rechnen aber weiter mittelfristig mit strukturellen Problemen in den Emerging Markets.

Traditionelle Anlagen

0-3Mt. bis 12Mt.

Währungen	Handelsspanne von USD/CHF 0.92-1.02 und EUR/CHF 1.03-1.13.		
Obligationen	Die Zinskurven haben sich in Europa und den USA weiter abgeflacht und der Obligationenmarkt bleibt auf dem derzeitigen Level mehrheitlich renditelos. Der Markt erwartet mittelfristig ein langsames Ansteigen der Renditen. Strategie: Kurze Duration, keine Staats- sowie CHF-Anleihen. Unternehmensobligationen in US-Dollar und Pfund als Beimischung im globalen Kontext.	↓	↘
Aktien	Die Aktienmärkte befinden sich in einer Konsolidierungsphase. Die Bewertung ist neutral und Kurssteigerungen werden mehrheitlich durch das Gewinnwachstum getrieben. Auch dieses Jahr blieb uns die erhöhte Volatilität erhalten. Wir erachten in den USA Kursrückschläge von mehr als 15% als Kaufgelegenheiten, um Positionen selektiv und gezielt auszubauen.	→	↗

Kotierte Alternative Anlagen

Private Equity	Wir sehen die Ausweitung des Discounts auf 25% als Kaufgelegenheit für mittelfristige Investitionen. Weiterhin attraktive Dividendenrendite von über 5%.	↗	↗
Infrastruktur	Bewertungen sind noch nicht überhitzt. Ausblick bleibt positiv aufgrund der anhaltenden Investorenpräferenz für Stabilität und Rendite im Portfolio.	→	↗
Rohstoffe	Erste Anzeichen einer Bodenbildungsphase bei Rohstoffen. Mittelfristig benötigt es eine Stabilisierung des Wirtschaftswachstums in den Schwellenländern.	↘	↘
Immobilien	Aufgrund der mittelfristig steigenden Zinsen sowie einer Verschärfung der Kreditkonditionen besitzt diese Anlagekategorie weiter kaum Rendite-Potential.	↘	↘

Marktdaten

BIP Wachstum %	Länder	2014	2015E	2016E	Staatsanleihen (10y)	31.12.15	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp	
Industrienationen	USA	2,4	2,5	2,5	CHF Eidgenossen	-0,09	5,1	-18,7	-39,8	
	Japan	-0,1	0,6	1,1	USD Treasury	2,27	23,2	-8,4	9,8	
	Eurozone	0,9	1,5	1,7	EUR Bund	0,63	4,2	-13,5	8,8	
	UK	2,9	2,4	2,3						
	Schweiz	1,9	0,9	1,2						
Emerging Markets	China	7,3	6,9	6,5	Aktienmärkte	31.12.15	% -3M	% -6M	% -12M	
	Indien	5,3	7,4	7,4	SMI	8818,09	3,58	0,42	-1,84	
	Brasilien	0,2	-3,0	-1,2	S&P 500	2043,94	6,45	-0,93	-0,73	
Wechselkurse		31.12.15	% -3M	% -6M	% -12M	Nikkei	19033,71	9,46	-5,94	9,07
	USD/CHF	1,002	2,96	7,12	0,78	FTSE-100	6242,32	2,98	-4,27	-4,93
	EUR/CHF	1,088	0,03	4,45	-9,54	DJ EURO-STOXX 50	3267,52	5,38	-4,58	3,85
	GBP/CHF	1,472	0,00	0,17	-4,93					
3 Monats Libor		31.12.15	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp	Rohstoffe	31.12.15	% -3M	% -6M	% -12M
	CHF	-0,76	-2,3	3,3	-69,3	Gold oz/USD	1061,42	-4,81	-9,47	-10,42
	USD	0,61	28,8	33,0	35,7	Öl (WTI)	37,04	-17,85	-37,72	-30,47
	EUR	-0,13	-9,1	-11,7	-20,9	Kupfer (Spot)	4705,75	-9,09	-18,23	-26,10



Gesamtwirtschaftliches Umfeld

Hochgradig expansive G4-Geldpolitik – globales BIP-Wachstum bleibt unter Potential-Output

Die EZB sowie die Bank of Japan weiten mit ihrem „QE“ weiter ihre Bilanzen aus (Abb. 1). Die ultra-expansive Geldpolitik der G4-Notenbanken stösst an ihre Grenzen. Die Resultate sind bescheiden. Das globale Wachstum ist mit erwarteten 3.0% für dieses Jahr zwar solide, aber klar unter dem Potential-Output. Auch die erhoffte Reflation ist aus heutiger Sicht nur bedingt gelungen.

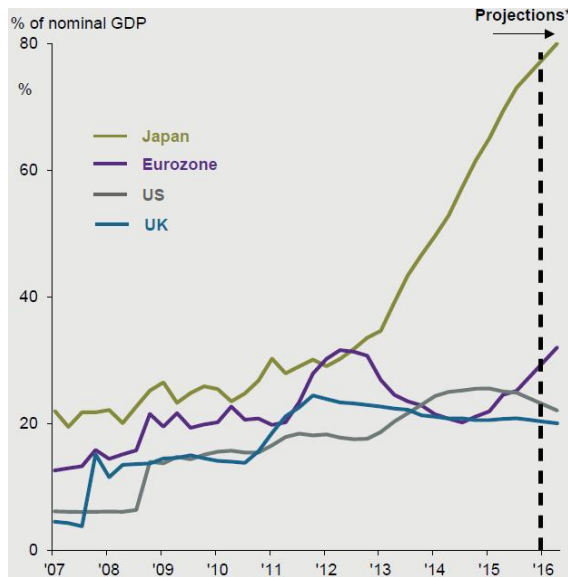


Abb. 1: G4 Zentralbankenbilanz in % des BIP (JP Morgan, 2016)

USA

Die US-Vorlaufindikatoren für das verarbeitende Gewerbe haben sich weiter verschlechtert. Hingegen bleibt der Ausblick im Dienstleistungssektor positiv, auch wenn mit abnehmendem Momentum.

Der Kapitalmarkt erwartet weitere Zins-Schritte der US-Notenbank in diesem Jahr. Diese werden aber sehr langsam stattfinden, da die Fed aufgrund der Inflationszahlen (Abb. 2) keineswegs unter Druck ist, die Zinsen rasch zu erhöhen.

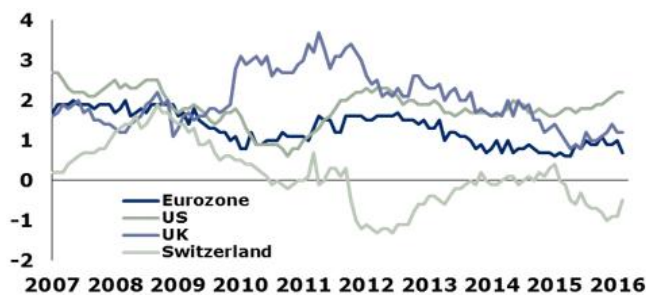


Abb. 2: Konsumentenpreis-Indices (Bloomberg, März 2016)

Europa

Die EZB hat an der letzten Notenbank-Sitzung die Geldschleusen weiter aufgemacht. Das „QE“ wurde von 60 auf 80 Mrd. Euro erhöht und die Zinsen wurden weiter gesenkt – der Einlagesatz von -0.3% auf neu -0.4% und die Hauptfinanzierungsrate von 0.05% auf neu 0%.

Die EZB musste diesen Schritt aufgrund der tiefen Inflationszahlen (Abb. 2) unbedingt tätigen, um die Gefahr der Deflation nicht aufkommen zu lassen. Gleichzeitig werden nun schonungslos die Grenzen der Geldpolitik aufgezeigt.

Schweiz

Die Schweizer Wirtschaft bekommt den starken Franken zu spüren und hat sich leicht abgekühlt. Der Frühindikator des KOF hingegen zeigt für die kommenden Monate bereits wieder eine gewisse Belebung der Wirtschaftsaktivität an (Abb. 3).

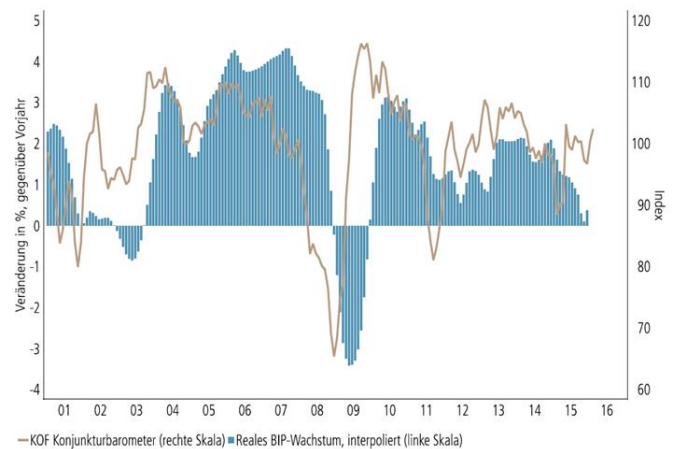


Abb. 3: KOF-Indikator und Schweizer BIP (KOF, März 2016)

Emerging Markets

Die Stabilisierung an den Rohstoffmärkten sowie eine erste Bodenbildung im Ölpreis haben zu einer gewissen Beruhigung in den Schwellenländern geführt. Der leicht schwächere US-Dollar hat zusätzlich etwas Druck genommen. Die langfristigen Herausforderungen wie die Schuldensituation in China (Abb. 4) bleiben hingegen bestehen.

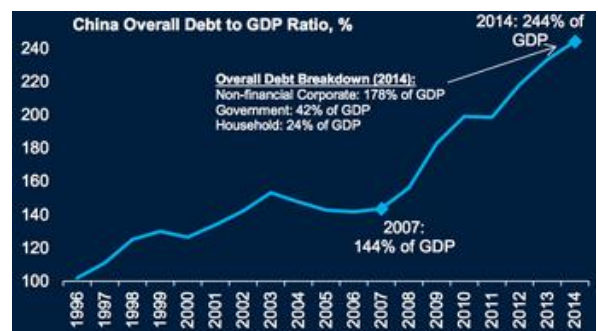


Abb. 4: Chinas Schulden im Verhältnis zum BIP (Haver Analytics, 2016)

Risiken

Folgende globale Risiken bleiben im Fokus:

- Kreditfähigkeit der Notenbanken und deren Fähigkeit, Krisen zu bewältigen – allen voran die Fed.
- Keine Stabilisierung des BIP-Wachstums in China und somit keine Bodenbildung bei Rohstoffen.
- Unterschiedliche Geldpolitik der G4-Notenbanken.
- Intensivierung geopolitischer Konflikte.



Traditionelle Anlagen

Obligationen – abflachende US-Zinskurve

Die Zinskurven haben sich im ersten Quartal wieder abgeflacht. Das massive „QE“ der EZB und der Bank of Japan sowie aufkommende Rezessionsängste führten zu dieser Bewegung (Abb. 5). Wir erwarten hingegen mittelfristig, dass sich nach den jüngsten Aussagen der Fed die US-Zinskurve nun parallel nach oben verschieben wird.

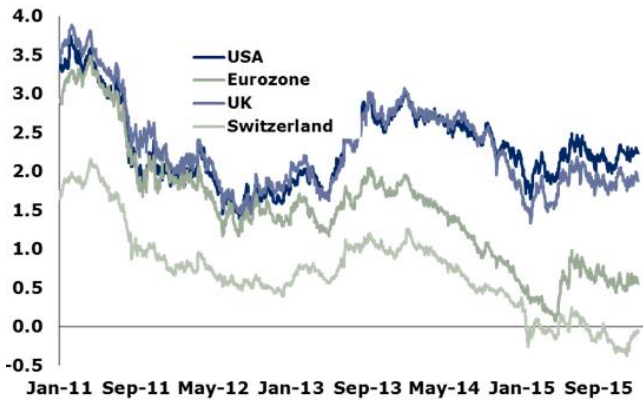


Abb. 5: 10-jährige Staatsanleihen (Bloomberg, März 2016)

Die langfristigen Zinsen in der Schweiz haben sogar neue Tiefstände erreicht. Somit sind Obligationen in CHF und EUR weiter unattraktiv und bieten kaum Renditechancen. Keine Staatsanleihen sowie eine kurze Duration erachten wir in diesem Umfeld als sinnvoll. Unternehmensanleihen im USD und GBP sowie globale Wandelanleihen komplettieren unsere Anlagestrategie.

Aktien – Gewinnwachstum 2016 bei 3%

Das erste Quartal 2016 stand ganz im Zeichen von Ängsten vor einer weiteren Abschwächung der globalen Wirtschaft. Die Indizes hatten weltweit einen sehr schlechten Start. Der amerikanische Markt konnte seine Verluste quasi wieder aufholen. Europa sowie die Schweiz hinken klar hinter her.

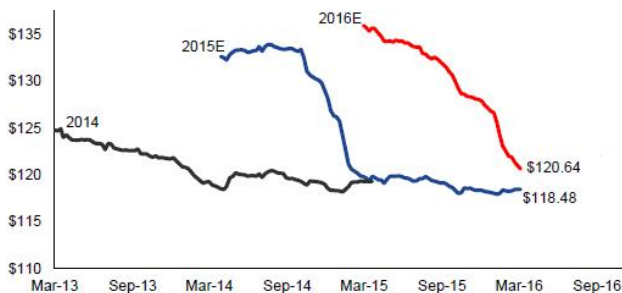


Abb. 6: Gewinnerschätzungen S&P 500 (Morgan Stanley, März 2016)

Die Gewinnerwartungen für dieses Jahr wurden stark gesenkt und so erwarten die Marktteilnehmer für den S&P 500 noch ein Wachstum von 2% (Abb. 6). Diese frühen negativen Gewinnrevisionen lassen nun durchaus die Möglichkeit offen – vorausgesetzt das BIP-Wachstum und damit verbunden die Rohstoffpreise stabilisieren sich –, dass wir in der zweiten Jahreshälfte positive Revisionen sehen.

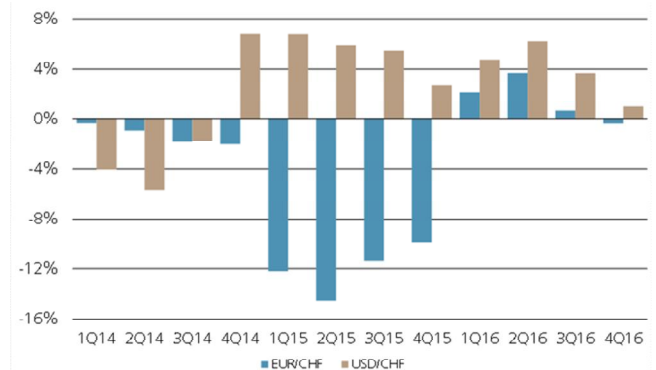


Abb. 7: Wechselkurseinfluss auf CH-Unternehmensgewinne (März 16)

Auf Länderebene bevorzugen wir Schweizer Aktien, welche wegen der günstigen Währungskonstellation (Abb. 7) in den nächsten Monaten auf der Umsatz- sowie Gewinnseite Rückenwind erhalten sollten. Ebenfalls attraktiv bleiben Firmen in der Eurozone, gefolgt von US-Valoren. Anlagen in Schwellenländern weisen weiterhin wenig Potential auf.

Auf Sektorebene bleiben Technologiefirmen unsere Favoriten und wir sehen mittelfristig weiteres Potential bei integrierten Erdölfirmen. Versorgerwerte dürften tendenziell in einem steigenden Zinsumfeld zu den Verlierern gehören.

Kotierte Alternative Anlagen

Wir sehen die Ausweitung des Discounts im Bereich Listed Private Equity (LPE) auf über 25% zum NAV als Kaufgelegenheit für mittelfristige Investitionen. Die Dividendenrendite ist bei stolzen 5%.

Ebenfalls bleiben wir längerfristig positiv gegenüber Listed Infrastruktur (LI) eingestellt, da sich die Bewertungsentwicklung im Vergleich zum MSCI Welt in Grenzen gehalten hat (Abb. 8).

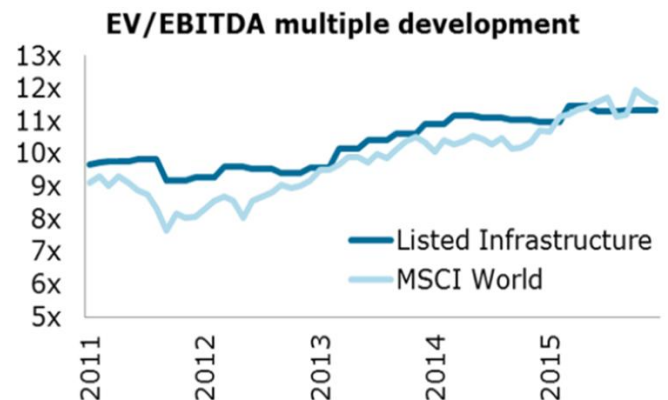


Abb. 8: EV/EBITDA Entwicklung (Partners Group 2016)

Es kann bei Rohstoffen eine erste Phase der Bodenbildung beobachtet werden. Mittel- bis langfristig benötigt es aber eine nachhaltige Stabilisierung des BIP-Wachstums in den Schwellenländern, damit ein neuer Bullenmarkt im Commodity-Sektor beginnen kann. Wir bleiben derzeit bei unserer vorsichtigen Positionierung.



Dividendenaktien als Bondalternative?

Der Verlust einer Anlageklasse

Seit mehr als drei Dekaden fallen die Renditen im Fixed Income Bereich. Die Notenbanken haben mit ihrer „Quantitative Easing“-Politik diesen Effekt nicht nur verstärkt, sondern sicherlich auch verlängert. Für einen Schweizer Investor sind CHF-Anleihen quasi renditelos (Abb. 9), will er nicht ungewollte Risiken auf der Kreditseite eingehen. Für den Euro-Bereich lässt sich Ähnliches beobachten.

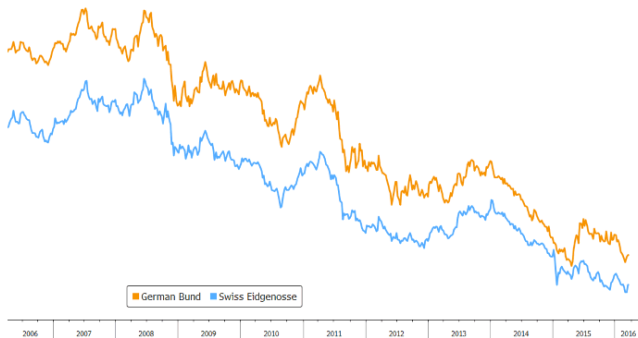


Abb. 9: 10 jährige Staatsanleihen (CHF und EUR) (März 2016)

Aufgrund der flachen Zinskurve in Europa sowie der Schweiz ist eine Verlängerung der Laufzeiten kein valabler Ausweg aus diesem Dilemma.

Auf der Suche nach Alternativen

Die bekannten Alternativen für CHF-Obligationen wie Emerging Markets Bonds oder High Yield Anleihen sind nur bedingte Alternativen. Erstere beinhalten ein latentes Abwertungsrisiko der jeweiligen Währung und letztere offerieren historisch betrachtet einen zu geringen Risikoaufschlag für diese Anlagekategorie.

Somit wird der Fokus auf ertragsstarke Firmen mit einer hohen Dividendenrendite gelenkt. Dies ist nicht verwunderlich, da in den letzten Jahren die Dividendenausschüttungen stetig angestiegen sind. Der Investor erhält 3% in Form von Dividenden (SPI-Rendite) gegenüber einer zinslosen Anleihe im Schweizer Franken (Abb. 10).



Abb. 10: Schweiz: Dividenden- vs. Bondrenditen (UBS, März 2016)

„Dividenden“-Portfolio unter der Lupe

Auch wenn eine Dividendenrendite von über 3% als attraktiv betrachtet werden kann, darf ein Aktieninvestment nie als adäquates Substitut für eine Obligation betrachtet werden.

Einerseits ist eine Dividende nicht mit einem fixen Coupon wie bei einer Anleihe zu vergleichen, da sie bei schlechter Geschäftslage ausgesetzt werden kann. Während der Finanzkrise haben Investoren dies bereits bei Banken erfahren müssen, welche die Ausschüttungen auf Null reduziert hatten. In den vergangenen Monaten konnte im Rohstoffsektor Vergleichbares beobachtet werden, als Rohstoff-Firmen wie BHP Billiton die Dividende um bis zu 75% gekürzt haben. So wurde aus einer erwarteten Rendite von nahezu 10% auf einen Schlag 2.5%.

Der zweite wichtige Unterschied wiegt ungleich schwerer bei der richtigen Auswahl der Anlagestrategie. Ein Aktienkurs ist im Gegensatz zu einer Obligation den Kapitalmarkt-Schwankungen sowie dem Geschäftsverlauf viel mehr ausgesetzt. Im Gegensatz zu einer Anleihe wird die Aktie nicht zu einem Nominal von 100 zurückgezahlt.

Auch eine nachhaltige Dividendenrendite von 2.5% bis 3% ist für den Anleger nur ein schwacher Trost, wenn der Basiswert wie etwa im Fall Novartis (Abb. 11) im Gegenzug stark an Wert einbüsst).



Abb. 11: Novartis – Rendite und Ausschüttung (Bloomberg, März 2016)

Fazit

Wir sehen mittelfristig durchaus Potential für ein fokussiertes Dividendenportfolio mit erstklassigen Firmen, welche ein nachhaltiges Businessmodell verfolgen.

Als Obligationenersatz ist ein solches Portfolio wenig geeignet, da das Risiko-Ertrags-Profil sich signifikant von demjenigen einer Investment-Grade Obligation unterscheidet.

Fremdwährungs- sowie Wandelanleihen sollten in einem globalen Bondportfolio nur als Beimischung Platz finden.

Wir empfehlen unseren Kunden, als echte Alternative im Obligationenbereich in weniger liquide Kreditstrategien mit einer begrenzten Laufzeit von fünf Jahren zu investieren.

Baar-Zug, April 2016

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.