



## Anlagepolitischer Ausblick 1. Quartal 2016

### Globaler makroökonomischer Ausblick

USA	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die US-Notenbank hat im Dezember 2015 zum ersten Mal in fast einer Dekade die Leitzinsen um 0.25% erhöht. Weitere Schritte dürften folgen - aber nur sehr langsam.</li> <li>Die Vorlaufindikatoren des verarbeitenden Gewerbes haben sich konstant eingetrübt, der Dienstleistungssektor hingegen weist nach wie vor positive Anzeichen auf.</li> <li>Die Konsumentenstimmung sowie der Arbeitsmarkt bleiben stabil und sind von zentraler Bedeutung für das US-BIP-Wachstum, welches dieses Jahr über 2% erzielen sollte.</li> </ul>
Europa	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die EZB hält an ihrer sehr expansiven Geldpolitik fest und hat klar kommuniziert, alles zu unternehmen, um Wachstum zu fördern und Inflation zu schaffen.</li> <li>Die Vorlaufindikatoren in der Eurozone verbessern sich allmählich und die Arbeitslosenzahlen sinken von hohem Niveau kontinuierlich weiter. Die Inflationszahlen bleiben hingegen weiter klar unter dem angestrebten Zielband der EZB.</li> <li>Erste Zinserhöhungen in England werden erst im Herbst dieses Jahres erwartet.</li> </ul>
Schweiz	<ul style="list-style-type: none"> <li>Das Schweizer Wirtschaftswachstum hat sich leicht abgeschwächt, aber die Vorlaufindikatoren zeigen trotz des weiterhin starken Schweizer Frankens keine Rezession an.</li> <li>Die SNB hat auch im 4. Quartal 2015 ihre Bilanz weiter aufgebläht.</li> </ul>
Emerging Markets	<ul style="list-style-type: none"> <li>Der starke US-Dollar hat einigen Schwellenländern stark zugesetzt und die steigenden US-Zinsen werden den Kapitalabfluss tendenziell fördern. Die PMI-Vorlaufindikatoren für China schwächen sich weiter ab und die BIP Revisionen bleiben negativ.</li> </ul>

### Traditionelle Anlagen

0-3Mt. bis 12Mt.

Währungen	Handelsspanne von USD/CHF 0.92-1.02 und EUR/CHF 1.02-1.12.		
Obligationen	Der Obligationenmarkt bleibt auf dem derzeitigen Niveau unattraktiv, die Zinsen verharren auf rekordnahen Tiefstständen. Mittelfristig erwarten wir einen moderaten Anstieg der gesamten Zinskurve. Strategie: Kurze Duration, keine Staatsanleihen. Firmenanleihen in US-Dollar und Pfund als Beimischung.	↓	↘
Aktien	Die Aktienmärkte befinden sich auf einem neutralen Bewertungsniveau. Primär werden Kurssteigerungen im Einklang mit dem Gewinnwachstum erfolgen und kaum mehr durch eine weitere Expansion des KGV. Die erhöhte Volatilität wird ein stetiger Begleiter bleiben. Kursrückschläge sehen wir aufgrund des freundlichen Wirtschaftsumfeldes als Kaufgelegenheiten, um Positionen auszubauen.	→	↗

### Kotierte Alternative Anlagen

Private Equity	Attraktives Umfeld infolge der weiterhin expansiven Zentralbanken und daraus resultierenden liquiden Kapitalmärkten (IPO's oder Secondary Buyouts).	↗	↗
Infrastruktur	Positiver Ausblick angesichts der anhaltenden Investorenpräferenz für Stabilität und Rendite. Geringere reale Euro-Zinsrisiken. Vorsicht im US-Pipelinesektor.	→	↗
Rohstoffe	Ohne nachhaltige Stabilisierung des Wirtschaftswachstums in den Schwellenländern besitzen Rohstoffe wenig Potential. Öl in einer Bodenbildungsphase.	↘	↘
Immobilien	Aufgrund der mittelfristig steigenden Zinsen sowie einer Verschärfung der Kreditkonditionen besitzt diese Anlagekategorie wenig Rendite-Potential.	↘	↘

### Marktdaten

BIP Wachstum %	Länder	2014	2015E	2016E	Staatsanleihen (10y)	30.09.15	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp				
Industrienationen	USA	2,4	2,5	2,7	CHF Eidgenossen	-0,14	-23,8	-7,4	-61,4				
	Japan	-0,1	0,7	1,2	USD Treasury	2,04	-31,6	11,4	-45,2				
	Eurozone	0,9	1,4	1,7	EUR Bund	0,59	-17,7	40,6	-36,0				
	UK	3,0	2,6	2,4	Aktienmärkte								
	Schweiz	2,0	0,7	1,2	30.09.15	% -3M	% -6M	% -12M					
Emerging Markets	China	7,3	6,9	6,7	SMI	8513,41	-3,05	-6,74	-3,64				
	Indien	5,3	7,4	7,6	S&P 500	1920,03	-6,94	-7,15	-2,65				
	Brasilien	0,2	-1,8	0,2	Nikkei	17388,15	-14,07	-9,47	7,15				
Wechselkurse					30.09.15	% -3M	% -6M	% -12M	FTSE-100	6061,61	-7,04	-10,50	-8,47
USD/CHF	0,973	4,04	0,06	1,91	DJ EURO-STOXX 50	3100,67	-9,45	-16,14	-3,88				
EUR/CHF	1,088	4,42	4,23	-9,81	Rohstoffe								
GBP/CHF	1,472	0,17	2,16	-4,92	30.09.15	% -3M	% -6M	% -12M					
3 Monats Libor					30.09.15	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp	Gold oz/USD	1115,07	-4,89	-5,80	-7,71
CHF	-0,73	5,6	8,1	-73,9	Öl (WTI)	45,09	-24,18	-5,27	-50,54				
USD	0,33	4,2	5,5	9,0	Kupfer (Spot)	5176,5	-10,05	-14,64	-22,97				
EUR	-0,04	-2,6	-5,9	-12,3									

Quellen: Bloomberg M.St, UBS, Barclays, BofAML, JPM und KOF Dezember 2015



Gesamtwirtschaftliches Umfeld

Globales Wirtschaftswachstum freundlich – die Revisionen bleiben weiter negativ

Das globale Wirtschaftswachstum dürfte auch in diesem Jahr bei 3% liegen, was als positiv gewertet werden kann. Hingegen bleiben die BIP-Revisionen (Abb. 1) tendenziell weiterhin negativ. Auch im siebten Jahr nach der Finanzkrise wird erwartet, dass die Weltwirtschaft unter ihrem Potential wächst. Die strukturellen Defizite werden in den kommenden Jahren ein stetiger Begleiter bleiben.

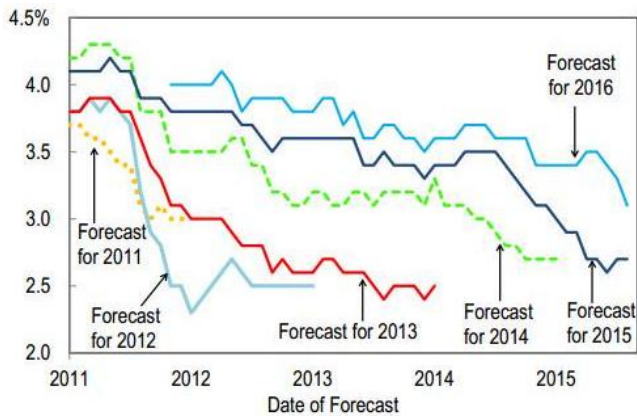


Abb. 1: Globale BIP-Revisionen (Citigroup, 2015)

Schweiz

Das Wachstum der Schweizer Wirtschaft hat sich im vergangenen Quartal leicht abgeschwächt, bleibt aber positiv. Der Privatkonsum sowie der Nettoexport waren die primären positiven Treiber. Die Bilanz der SNB (Abb. 3) wurde auch nach der Aufhebung des Mindestkurses weiter aufgebläht und tendiert gegen 100% des jährlichen Schweizer BIPs.

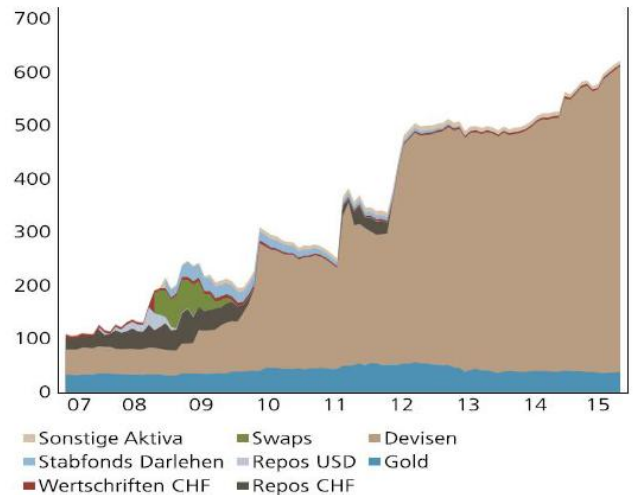


Abb. 3: SNB Bilanz (UBS, Dezember 2015)

USA

Die US-Notenbank hat wie erwartet im Dezember 2015 erstmals seit fast 10 Jahren die Zinsen um 25 Basispunkte erhöht. Die Fed beendet damit als erste der G4-Notenbanken ihre Nullzinspolitik. Es dürfte aber Jahre dauern, bis wir von einer Normalisierung des Zinsniveaus sprechen können.

Die US-Vorlaufindikatoren zeigen ein gemischtes Bild (Abb. 2). Während der Dienstleistungssektor weiter ein positives Bild aufweist, hat sich das Vorzeichen beim verarbeitenden Gewerbe mittlerweile gedreht.

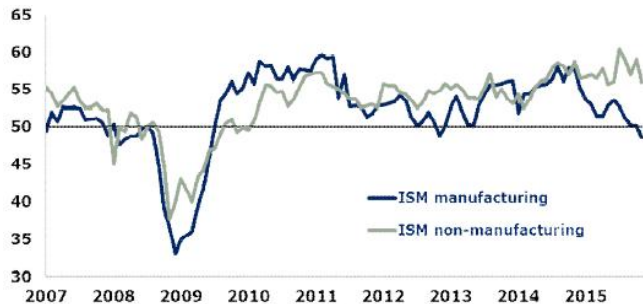


Abb. 2: US-Vorlaufindikatoren (Bloomberg, Dezember 2015)

Emerging Markets

Der steigende US-Dollar hat den Schwellenländern stark zugesetzt. Die Verschuldung der EM-Länder in USD hat in den letzten Jahren stark zugenommen. Die Wachstumsraten dürften in den kommenden Quartalen weiter nach unten revidiert werden.

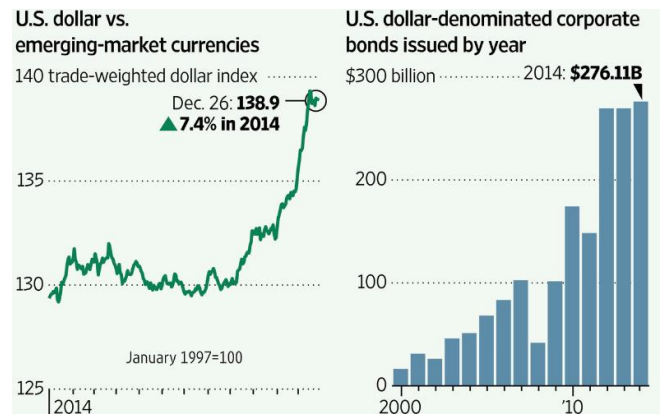


Abb. 4: EM-Schulden in USD-Papieren (FT, Dezember 2015)

Europa

Die expansive Geldpolitik der EZB hält an und an der letzten Notenbanksitzung hat Herr Draghi klar kommuniziert, alles zu unternehmen, um das Wachstum zu fördern. Es bleibt abzuwarten, wie nachhaltig dieses Programm die Wirtschaft stimulieren kann, da die notwendigen strukturellen Reformen in den einzelnen Ländern nur schleppend vorankommen. Die Vorlaufindikatoren in der Eurozone verbessern sich jedoch stetig und die Arbeitslosigkeit sinkt weiter. Die tiefe Inflationsrate bleibt ein Wermutstropfen.

Risiken

Folgende globale Risiken bleiben im Fokus:

- Anhaltender Zerfall der Rohstoffpreise und sich weiter abschwächendes BIP-Wachstum in China.
• Kontinuierliche Abwertung des Yuan durch die chinesische Notenbank.
• Asynchrone Geldpolitik der Notenbanken sowie deren Kreditfähigkeit - allen voran der Fed.
• Eskalation geopolitischer Konflikte (Middle-East).



### Traditionelle Anlagen

#### Obligationen – asynchrone Notenbankpolitik

Mit der ersten Zinserhöhung der Fed startet ein neues Kapitel in der globalen G4-Notenbankpolitik. Der Beginn der asynchronen Geldpolitik ist ein erster Schritt zur Beendigung des wohl grössten monetären Experiments der Neuzeit. Die langfristigen Zinsen der USA koppeln sich weiter von denjenigen der Eurozone sowie der Schweiz ab (Abb. 5).



Abb. 5: 10 jährige Staatsanleihen (Bloomberg, Dezember 2015)

Die CH-Zinskurve befindet sich weiter im negativen Bereich. Obligationen in CHF und EUR bieten dem Anleger weiterhin kaum Renditechancen. Unserer Strategie von kurzen Restlaufzeiten bleiben wir treu. Als Beimischung in einem global diversifizierten Bondportfolio empfehlen wir Unternehmensanleihen im USD und GBP sowie globale Wandelanleihen.

#### Aktien – fehlendes Gewinnwachstum

Das vergangene Jahr war für globale Aktien ein sehr durchzogenes. Dies ist kaum verwunderlich, da es in den „Developed Markets“ kaum Gewinnwachstum gab und die aktuelle Bewertung keine Expansion des KGV mehr zugelassen hat (Abb. 6). Bei Anlagen in Schwellenländern hatte der Anleger neben dem fehlenden Gewinnwachstum zudem mit stark abwertenden Währungen zu kämpfen.

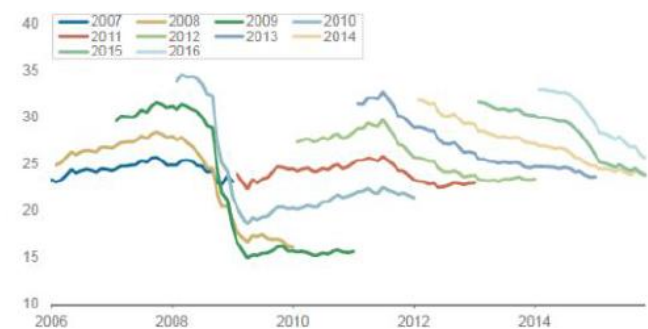


Abb. 6: Gewinnschätzungen Developed Markets (MSCI, Dezember 2015)

Die Marktteilnehmer erwarten für das Jahr 2016 wieder steigende Unternehmensgewinne von gegen 10%. Wie die negativen Revisionen aber zeigen, wurden die Erwartungen in den letzten Monaten stetig nach unten korrigiert. Sehr viel wird davon abhängen, ob sich die Rohstoffpreise und das BIP-Wachstum in den Schwellenländern stabilisieren und der US-Dollar gegen diese Währungen nicht weiter an Stärke gewinnt.

Die Volatilität an den Märkten ist im vergangenen Jahr kontinuierlich angestiegen und wir erwarten eine Fortsetzung dieses Trends auch in diesem Jahr. Der globale Aktienmarkt befindet sich auf einem fairen Bewertungsniveau und allfällige Kursavancen werden primär eine Folge steigender Unternehmensgewinne sein.



Abb. 7: Schweiz: Dividenden- vs. Bondrendite (UBS, Dezember 2015)

Auf Länderebene favorisieren wir weiter Schweizer Aktien, welche mit 3% im CHF-Tiefzinsumfeld eine attraktive Dividendenrendite aufweisen (Abb. 7). Ebenfalls attraktiv bleiben Firmen in der Eurozone, gefolgt von US-Valoren. Anlagen in Schwellenländern weisen nach wie vor wenig Potential auf.

Auf Sektorebene bleiben wir in der Pharma- sowie der Technologiebranche investiert und sehen bei einer Stabilisierung des Ölpreises grosses Potential bei integrierten Erdölfirmen wie Royal Dutch. Bei Versorger- und Telekomwerten raten wir im aktuellen Umfeld tendenziell zur Vorsicht.

### Kotierte Alternative Anlagen

Wir sehen weiterhin Potential im Bereich Listed Private Equity (LPE) aufgrund steigender NAVs, einem attraktiven Discount von gegen 20% sowie einer stabilen Dividendenrendite (Abb. 8). Ebenfalls bleiben wir mittelfristig positiv gegenüber Listed Infrastruktur eingestellt und würden in einer etwaigen Korrektur die Position weiter ausbauen.



Abb. 8: Attraktive LPE-Dividendenrendite (Partners Group 2015)

Bei Rohstoffwerten sehen wir derzeit wenig Potential. In einer ersten Stabilisierungsphase profitiert der Investor mehr von einer Anlage in „Rohstoff-Firmen“ wie Rio Tinto oder BHP Billiton als von einer Direktinvestition in einen Rohstoff-Basket.





Warnsignale vom Aktienmarkt – was tun?

„FANG“ -Titel vs. S&P 500 Index

Was in den 70-iger Jahren die Nifty Fifty Firmen wie IBM, Eastman Kodak oder Texas Instruments waren, sind heute die „FANGs“ oder die Nifty Nine. FANG steht für Facebook, Amazon, Netflix und Google. Bei den Nifty Nine kommt noch Starbucks, Microsoft, eBay, Priceline sowie Salesforce hinzu.



Abb. 9: „FANG“ und Nifty Nine vs. S&P500 (Quelle: FT, 2015)

Der Bewertungsaufschlag dieser Unternehmungen ist enorm. So liegt die Bewertung der FANG-Titel bei einem KGV von über 45 – der S&P500 weist dagegen ein Verhältnis von 18 auf. Im Schnitt verzeichneten diese Titel Kursgewinne von über 60% im vergangenen Jahr gegenüber einer „Null-Performance“ des breiten Marktes (Abb. 9)

Wenn nur wenige Titel den Markt massiv outperformen – die sogenannte Marktbreite nimmt dann drastisch ab – ist dies historisch betrachtet ein Warnsignal für den Aktienmarkt. Dies bedeutet nicht per se eine Aktienmarktkorrektur von mehr als 20%, sondern sollte den Investor zur erhöhten Vorsicht mahnen.

Starke Unterschiede in der Sektorperformance

Seit Juni 2014 können auf Sektorebene signifikante Performanceunterschiede beobachtet werden. Die Technologie- und Pharmaindustrie entwickelte sich sehr positiv, auf der Verliererseite befindet sich der Energie- und Rohstoffbereich (Abb. 10).



Abb. 10: Stark divergierende Sektoren (Bloomberg, Dezember 2015)

Zuletzt konnten so stark divergierende Wertentwicklungen in den Jahren 1999/2000 (TMT vs. „Nicht-TMT“) und 2007/2008 (Energie/Rohstoffe vs. Finanzwerte) registriert werden.

In der Vergangenheit war es selten ein positives Zeichen, wenn innerhalb eines Marktes derart grosse Divergenzen entstehen. Dies sind Anzeichen einer bevorstehenden Sektor-Rotation oder einer Aktienmarkt Konsolidierung.

„Buffett“-Indikator auf mehrjährigem Hoch

Der „Buffett“ Indikator – benannt nach Warren Buffett, dem bekannten US-Investor - vergleicht den US-Aktienmarkt (S&P 500 Marktkapitalisierung) mit der Wirtschaftsleistung der USA (Abb. 11).

Seit der Finanzkrise im Jahr 2008/2009 hat sich dieser Indikator verdoppelt und befindet sich sogar auf einem höheren Niveau als im Jahr 2007. In den letzten 60 Jahren hatte der Indikator einzig in der DotCom-Blase einen höheren Wert.



Abb. 11: „Buffett“-Indikator (Quelle: Fed St. Louis, Dezember 2015)

Fazit

Der US-Aktienbullenmarkt kommt langsam in die Jahre. Erste Anzeichen für eine Konsolidierung sind erkennbar. Die entsprechenden Signale sind eine bevorstehende Sektor-Rotation oder charttechnische Top-Formation.

Die Aktien-Darlings (FANGs) werden durch die Marktteilnehmer früher oder später einer Risiko-/ Rendite- Überprüfung unterzogen. Gleichzeitig gilt es „Value“-Traps zu erkennen und zu vermeiden.

Eine selektive Auswahl der Aktienanlagen scheint aufgrund unserer Wirtschaftseinschätzung auch im 2016 ein wichtiger Erfolgsfaktor zu sein. Hinsichtlich der Warnsignale erwarten wir eine hohe Volatilität, die interessante Opportunitäten in diversen Sektoren eröffnen wird. Diese sind bei einer Stabilisierung der Rohstoffpreise in der Energieindustrie zu suchen.

In der Phase erhöhter Volatilitäten an den Kapitalmärkten ist es besonders wichtig, die richtige Asset Allokation zu definieren und konsequent umzusetzen.

Wir empfehlen eine Integration von weniger liquiden Anlagen. Diese Investitionen können illiquide Kreditstrategien, Infrastruktur- oder 'Private Equity Direktanlagen' beinhalten.

Baar-Zug, Januar 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.