



Anlagepolitischer Ausblick 3. Quartal 2015

Globaler makroökonomischer Ausblick

USA	<ul style="list-style-type: none"> Die Vorlaufindikatoren in den USA verbessern sich und die kurzfristige Schwächephase der US-Wirtschaft sollte überwunden sein. Die Konsumentenstimmung ist robust und vom US-Arbeitsmarkt kommen weiterhin positive Signale. Die Entschuldung der US-Privathaushalte schreitet konsequent voran. Die Rhetorik der US-Notenbank sowie die FED-Fund-Futures indizieren eine erste Zinserhöhung für den Spätherbst 2015. Wir erwarten einen sehr langsamen Zinsanstieg.
Europa	<ul style="list-style-type: none"> Die Wirtschaftsindikatoren haben sich in den letzten Monaten in der Eurozone verbessert. Eine Überraschung ist sicherlich, dass primär die Staaten der EU-Peripherie beim BIP-Wachstum die Erwartungen positiv übertreffen konnten. Wie nachhaltig diese Entwicklung ist, wird sich erst in den kommenden Quartalen zeigen. Eurozone-GREXIT: Die Gefahr besteht, dass jede Lösung mittelfristig nicht umsetzbar ist und in zwei bis drei Jahren die nächsten Verhandlungen angesetzt werden müssen. Die Bank of England (BoE) wird mit ihrer ersten Zinserhöhung bis 2016 warten.
Schweiz	<ul style="list-style-type: none"> Eine Verlangsamung des CH-Wirtschaftswachstums wird weiter durch den KOF-Indikator indiziert. Wie stark dieser Abschwung sein wird, ist derzeit schwierig zu quantifizieren. Erste Bremsspuren zeigen sich in den Aussenhandelsstatistiken vom Mai.
Emerging Markets	<ul style="list-style-type: none"> Das Investitionswachstum hat sich in China in den letzten Monaten weiter verlangsamt. Steigende US-Zinsen, ein weiterhin starker US-Dollar gegenüber den meisten Schwellenländerwährungen sowie schwache Rohstoffpreise sprechen weiterhin nicht für die Emerging Markets - im Speziellen nicht für Länder wie Brasilien oder Russland.

Traditionelle Anlagen

0-3Mt. bis 12Mt.

Währungen	Handelsspanne von USD/CHF: 0.90-1.00 und EUR/CHF: 1.00-1.10.		
Obligationen	Trotz Anstieg der Renditen in den letzten Monaten bleiben Obligationen – insbesondere CHF-Bonds - auf diesem Niveau unattraktiv. Mittelfristig erwarten wir einen moderaten Zinsanstieg. Fokus: Kurze Duration, keine Staatsanleihen, Unternehmensanleihen im US-Dollar als Beimischung.	↓	↓
Aktien	Absolutes Bewertungsniveau stolz, relativ zu Anleihen weisen Aktien aber weiter eine Unterbewertung auf (tiefe Bondrendite vs. akzeptable Gewinnrendite). Im Vorfeld der ersten US-Zinserhöhung erwarten wir eine steigende Volatilität an den Kapitalmärkten. Aufgrund des freundlichen makroökonomischen Umfelds erachten wir diese Rückschläge als potentielle Kaufgelegenheiten.	→	↗

Kotierte Alternative Anlagen

Private Equity	Starkes NAV-Wachstum, attraktive Dividendenrendite und ein liquider Kapitalmarkt sprechen mittelfristig weiter für diese Anlageklasse.	→	↗
Infrastruktur	Positiver Ausblick angesichts der anhaltenden Investoren-Präferenz für Stabilität und „Rendite“ im Portfolio. Europa wird den Emerging Markets vorgezogen.	↗	↗
Rohstoffe	Steigende US-Zinsen sowie ein stärkerer US Dollar begrenzen die Aufwärtchancen. Der Öl-Preis besitzt nach seiner Korrektur mittelfristig Potential.	↓	↓
ILS	Insurance Linked Securities (ILS): Aufgrund tiefer Risikoprämie zurzeit unattraktives Rendite/Risikopotential.	↓	↓

Marktdaten

BIP Wachstum %	Länder	2014	2015E	2016E	Staatsanleihen (10y)	30.06.15	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp
Industrienationen	USA	2,4	2,5	2,8	CHF Eidgenossen	0,10	16,4	-24,6	-68,7
	Japan	-0,1	0,9	1,4	USD Treasury	2,35	43,0	18,2	-17,73
	Eurozone	0,9	1,5	1,7	EUR Bund	0,76	58,4	22,3	-48,1
	UK	3,0	2,5	2,4					
	Schweiz	2,0	0,8	1,3	Aktienmärkte	30.06.15	% -3M	% -6M	% -12M
Emerging Markets	China	7,4	7,0	6,7	SMI	8780,91	-3,81	-2,25	2,65
	Indien	5,3	7,4	7,6	S&P 500	2063,11	-0,23	0,20	5,25
	Brasilien	0,4	-3,9	0,5	Nikkei	20235,73	5,36	15,96	33,46
Wechselkurse					FTSE-100	6520,98	-3,72	-0,69	-3,31
USD/CHF	30.06.15	% -3M	% -6M	% -12M	DJ EURO-STOXX 50	3424,3	-7,39	8,83	6,07
EUR/CHF	0,936	-4,91	-5,91	5,49	Rohstoffe				
GBP/CHF	1,042	0,10	-13,39	-14,40	30.06.15	% -3M	% -6M	% -12M	
3 Monats Libor	1,470	1,72	-5,09	-3,12	Gold oz/USD	1172,42	-0,95	-1,05	-11,67
CHF	-0,79	2,5	-72,6	-79,7	Öl (WTI)	59,47	24,94	11,64	-43,56
USD	0,28	1,2	2,8	5,3	Kupfer (Spot)	5754,75	-5,11	-9,63	-18,27
EUR	-0,01	-3,3	-9,2	-22,1					



Gesamtwirtschaftliches Umfeld

Sehr expansive Geldpolitik der G4 Notenbanken (FED, BoE, EZB, BoJ) bleibt bestehen

Die US-Notenbank (FED) sowie die Bank of England (BoE) haben letztes Jahr ihr „Quantitative Easing“ beendet. Hingegen sind die EZB und auch die Bank of Japan (BoJ) noch mitten in ihrem Programm. Aufgrund dieser Tatsache sind die G4-Notenbanken nach wie vor sehr expansiv (Abb.1). Weder bei der FED noch bei der BoE gibt es heute einen Fahrplan, wie man die Notenbank-Bilanz wieder reduzieren will.

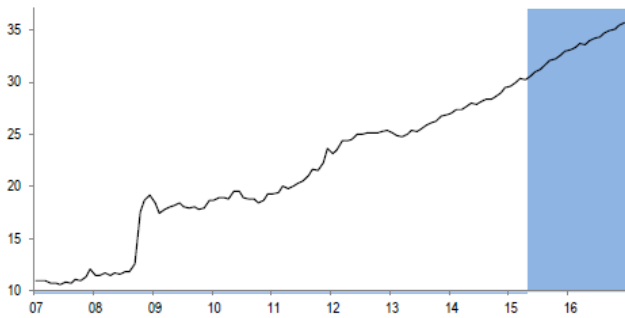


Abb. 1: G4-Notenbanken-Bilanzen vs. BIP (JP Morgan, Juni 2015)

USA

Die Vorlaufindikatoren in den USA verbessern sich wieder und die kurzfristige Wachstumsverlangsamung sollte überwunden sein. Der Arbeitsmarkt ist weiter sehr robust und auch die Beschäftigungsquote beginnt wieder zu steigen. Die Konsumentenstimmung in den meisten Teilen der USA ist sehr erfreulich. Die US-Privathaushalte besitzen aufgrund des stattgefundenen „Deleveraging“ heute mehr finanzielle Freiheit, was wiederum gut für den Konsum ist.

Die FED-Fund-Futures indizieren, dass die US-Notenbank ernst macht und mit den ersten Zinserhöhungen im Herbst diesen Jahres beginnen wird. Die FED wird aber sehr vorsichtig und dosiert vorgehen, damit die Wirtschaft weiter florieren kann.

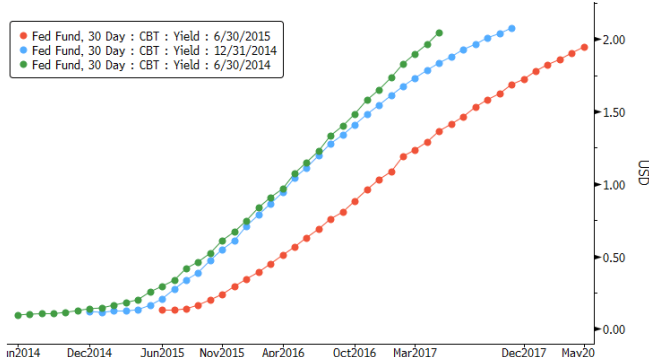


Abb. 2: FED-Funds-Futures (Bloomberg, Juni 2015)

Europa

Die Wirtschaftsindikatoren haben sich in den letzten Monaten in der gesamten Eurozone, nicht zuletzt wegen des massiven „Quantitative Easing“ (QE) der EZB, verbessert. Ob diese Veränderung nachhaltig ist, wird sich in den kommenden Quartalen erst noch zeigen.

Überraschend für den Kapitalmarkt ist sicherlich, dass primär die Staaten der Euro-Peripherie die BIP-Erwartungen übertreffen konnten (Abb. 3.)

Q1 2015 real GDP growth rates, q/q

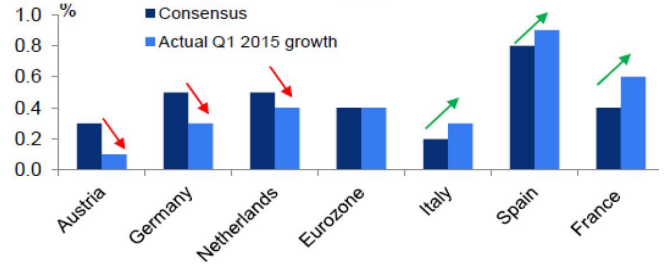


Abb. 3: BIP in der Eurozone (Bloomberg 2015)

Schweiz

Mit dem Wegfall der Kursuntergrenze zum Euro hat für den Wirtschaftsstandort Schweiz eine neue Zeitrechnung begonnen. Die genauen Auswirkungen auf die Schweizer Volkswirtschaft sind derzeit schwer abzuschätzen. Der Schweizer Franken hat nach einer kurzfristigen Abschwächung nun zu Ende des 2. Quartals wieder an Stärke gewonnen. In unserem Spezialthema auf Seite 4 werden wir dieses aktuelle Thema genauer erörtern.

Emerging Markets

Das Investitionswachstum in China hat sich auch im Jahr 2015 weiter verlangsamt (Abb. 4). Die Notenbank in China versucht mit Zinssenkungen die Wirtschaft wieder zu beschleunigen.

Wir rechnen mit einem Anstieg der US-Zinsen, sodass es einen weiteren Kapitalabfluss aus den Emerging Markets geben wird. Rohstoffabhängige Länder wie beispielsweise Brasilien werden dies besonders zu spüren bekommen.

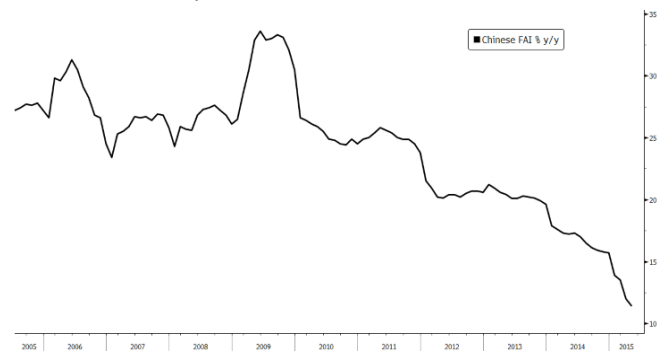


Abb. 4: Investitionswachstum China (JP Morgan, 2015)

Risiken

Folgende globale Risiken bleiben im Fokus:

- GREXIT: Lösung, die keine Lösung ist.
- Gewinn-Rezession in den USA aufgrund des starken US-Dollars.
- Asynchrone Geldpolitik der Notenbanken: FED und BoE gegenüber EZB und BoJ.
- Timing der Zinsschritte der US-Notenbank.



Traditionelle Anlagen

Obligationen – erster Anstieg der Renditen

Im 2. Quartal konnte trotz massivem „QE“ der EZB ein erster Anstieg der Renditen beobachtet werden. Die Volatilität hat sich am Anleihenmarkt in dieser Periode stark erhöht. Die Staatspapiere der Eurozone haben dabei einen grösseren Renditeanstieg verzeichnet als diejenigen der USA oder des UK (Abb. 5).

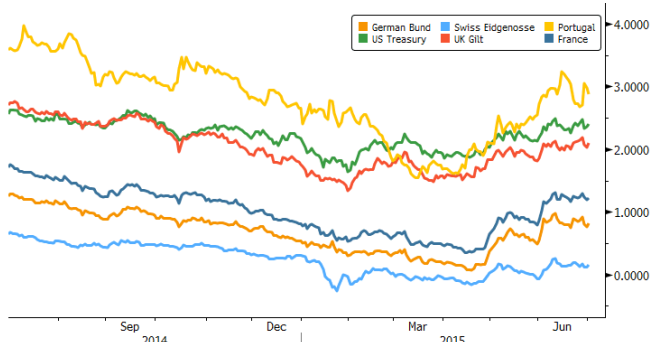


Abb. 5: Renditen der 10j.- Staatsanleihen steigen (Bloomberg, 2015)

Die CH-Anleihen hatten mit Abstand am wenigsten Volatilität und die Renditen sind minim angestiegen. Ein Grossteil der Zinskurve ist jedoch nach wie vor im negativen Bereich.

Trotz dieser Entwicklung bleibt unser mittel- bis langfristiger Ausblick von höheren Zinsen bestehen. Unsere Strategie von kurzen Laufzeiten sowie keinen Staatsanleihen bleibt bestehen. Als Beimischung finden wir Unternehmensanleihen im USD attraktiv.

Aktien – die Volatilität nimmt zu

Die Problematik in der Eurozone (GREXIT) sowie die rasch anziehenden Renditen lassen die Volatilität steigen. Dies ist weniger in den USA zu beobachten als vielmehr in der Eurozone, allen voran beim deutschen Aktienindex DAX. Die Volatilität hat sich in den letzten 12 Monaten nahezu verdoppelt. (Abb. 6)

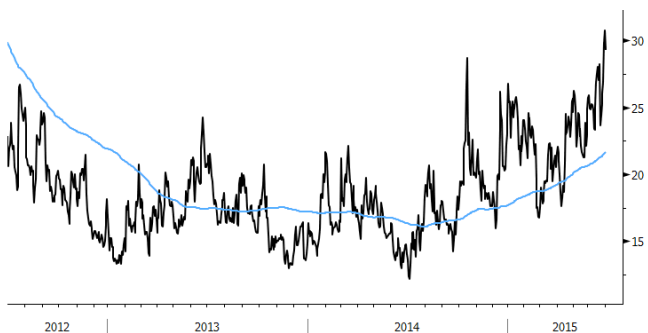


Abb. 6: Volatilität des DAX Index (Bloomberg Juni 2015)

Im Vorfeld der ersten Zinserhöhung der US-Notenbank erwarten wir eine weitere Zunahme der Volatilität für alle Kapitalmärkte. Das Ausmass dieser Bewegung kann durchaus die Rückschläge von 5-10% der letzten Jahre deutlich übertreffen. Aufgrund des aber nach wie vor soliden makroökonomischen Umfeldes ist dieser Kursrückgang an den globalen Aktienmärkten als potentielle Kaufmöglichkeit zu sehen.

Das derzeitige Bewertungsniveau der internationalen Aktienmärkte ist im historischen Vergleich zwar absolut betrachtet stolz, relativ hingegen sind Aktien im Vergleich zu Obligationen weiter attraktiv (sehr tiefe Bondrendite vs. akzeptable Gewinnrendite bei Aktien). Die weiteren Kurssteigerungen an den Börsen werden deshalb primär durch Gewinn- und Dividendenwachstum erwartet und nicht durch eine weitere Expansion des Kurs-Gewinn-Verhältnisses. (Abb.7)

	P/E			Div. Rendite		P/BV (x)	
	Aktuell	2015E	2016E	2014	Aktuell	2014	Aktuell
MSCI World	17,8	17,5	15,6	2,3	2,4	2,2	2,3
USA	18,5	18,3	16,3	1,9	2,0	2,8	2,9
EMU	16,8	15,8	14,0	2,9	2,9	1,5	1,7
United Kingdom	15,3	16,1	14,4	3,5	3,6	1,8	2,0
Switzerland	18,7	18,0	16,6	2,9	3,0	2,3	2,2
Japan	18,3	18,8	16,3	1,7	1,7	1,4	1,5
Emerging Markets	12,7	12,3	10,9	2,6	2,4	1,5	1,5

Abb. 7: Aktienmarktbewertungen (Bloomberg Juni 2015)

Der CH-Aktienmarkt steht mit einer konstanten attraktiven Dividendenrendite von 3% im Fokus und besitzt, nicht zuletzt wegen der Attraktivität gegenüber CHF-Bonds (Rendite nahezu Null), weiteres Potential. Das „QE“ der EZB und der schwache Eurokurs sollten mittelfristig die Valoren in der Eurozone weiter unterstützen.

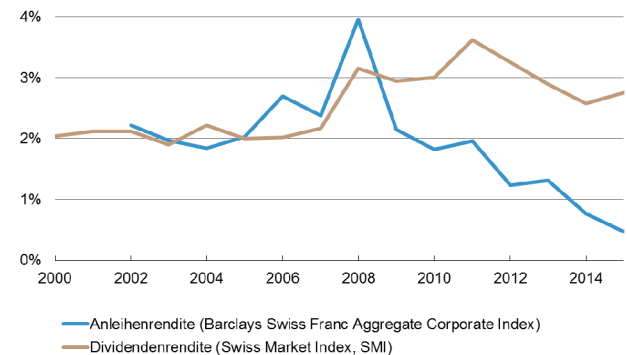


Abb. 8: Zins- und Dividendenrendite des SMI (UBS 2015)

Für Unternehmungen aus den Emerging Markets halten wir an unserer vorsichtigen Positionierung fest. Steigende US-Zinsen sowie ein abnehmendes BIP-Grenzwachstum bedeuten einen rauen Gegenwind in den nächsten Quartalen.

Auf Sektorebene loten wir derzeit im Bereich Pharma, US-Technologie und bei Industrietiteln das grösste Potential aus. Versorgerwerte besitzen bei steigenden Zinsen wenig Kursfantasie.

Kotierte Alternative Anlagen

Die positiv unterstützenden Massnahmen für den Kapitalmarkt seitens der G4-Notenbanken favorisieren auch weiter die Anlagekategorien Listed Infrastruktur und Private Equity. Letzteres glänzt weiter mit solidem NAV-Wachstum und einer attraktiven Dividendenrendite.

Steigende US-Zinsen gekoppelt mit einem stärkeren US-Dollar limitieren mittelfristig das Aufwärtspotential für Rohstoffe. Aufgrund der tiefen Risikoprämien im Bereich Insurance Linked Securities (ILS) sehen wir zurzeit für diese Anlagekategorie ein unattraktives Rendite-Risiko-Potential.



SNB-Entscheid – 6 Monate später

Aufgeblähte Bilanz der CH-Nationalbank

Bevor wir zu den Folgen der Aufhebung des Mindestkurses und dem mittelfristigen Ausblick für den Schweizer Franken kommen, macht es sicherlich Sinn, kurz einen zentralen Punkt für den SNB-Entscheid aufzuzeigen. In den letzten Jahren hat sich die Bilanz massiv auf fast 550 Mrd. CHF aufgebläht (Abb. 9). Dies entspricht gegen 85% des BIP der Schweiz. Im Vergleich ist die Bilanz des FED bei etwa 20%, der BoE bei 15% und der EZB bei 25%. Die SNB wollte und konnte das Risiko einer weiteren Expansion schlichtweg nicht mehr eingehen und hat für viele Marktteilnehmer überraschend reagiert.

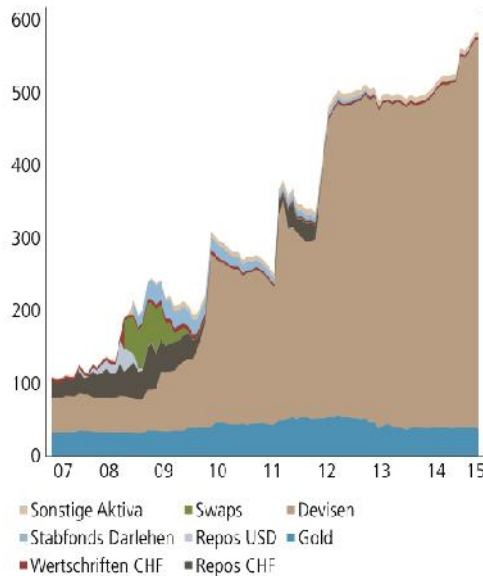


Abb. 9 Bilanz der SNB (Quelle: UBS)

Aufhebung des Mindestkurses - Auswirkungen

Die Stärke des Schweizer Frankens macht sich massgeblich in einer exportorientierten Wirtschaft bemerkbar. Einige Vorlaufindikatoren zeigen dies bereits recht deutlich an. Die jüngsten Zahlen des KOF deuten auf einen Abschwung aber auf keine Rezession in der Schweiz hin (Abb. 10).

Die einzelnen Teile der Volkswirtschaft sind sehr unterschiedlich betroffen. Die Schweizer Tourismusbranche trifft es sehr hart, da in der Regel 100% der Kosten im Franken sind und sie dadurch unter sehr starkem Preisdruck gegenüber dem nahen Ausland steht. Ebenso sind KMU betroffen, welche einen hohen Exportanteil aufweisen und die Kosten auch primär im Franken anfallen.

„Internationale“ Schweizer Firmen, welche einen Grossteil ihrer Kosten im Ausland haben, sind vom starken Franken deutlich weniger betroffen.

Es gibt aber auch Gewinner. Dazu zählen jene Firmen, die einen grossen Teil der Vorleistungen importieren können und zugleich den Löwenanteil ihrer Wertschöpfung in der Schweiz generieren.

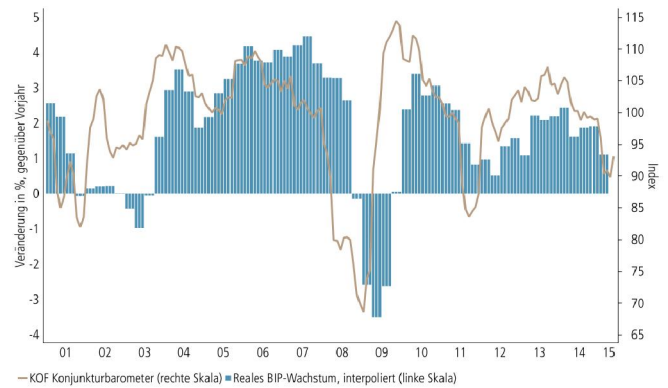


Abb. 10: BIP und KOF (UBS, Mai 2015)

Mittelfristiger Ausblick des Schweizer Frankens

Anhand der Kaufkraftparität ist der Franken etwa 15-20% gegenüber dem EURO überbewertet und 10% gegenüber dem US-Dollar (Abb. 11). Diese Tatsache dürfte kurzfristig das Aufwärtspotential der heimischen Währung begrenzen.

Theoretisch wie auch in der Praxis verändert sich der Währungskurs langfristig um die Inflationsdifferenz zwischen den jeweiligen Ländern. Dies hatte auch zur Folge, dass sich der Franken in den letzten Jahrzehnten permanent aufgewertet hat.

Somit wird sich der Schweizer Franken mittelfristig wohl weiter aufwerten, da die Kaufkraftparität gegenüber dem EURO weiter steigen wird und sich der Währungskurs dieser langfristig anpasst.



Abb. 11 Kaufkraftparität EURO vs. CH-Franken (Quelle: UBS 2015)

Fazit

Historisch betrachtet ist eine strukturell starke Währung positiv zu werten. In der Vergangenheit hat die Schweiz immer eindrücklich bewiesen, dass sie mit einer Reduktion der Lohnstückkosten und stetigem Produktivitätswachstum die Wettbewerbsfähigkeit aufrechterhalten konnte.

Wir bevorzugen derzeit CH-Firmen, die einen ausgewogenen Mix zwischen Kosten und Erträgen in Fremdwährungen und somit ein geringeres Währungsrisiko haben. Primär sind dies grosskapitalisierte, internationaltätige SMI-Titel.

Baar-Zug, Juni 2015

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.