



## Anlagepolitischer Ausblick 3. Quartal 2016

### Globaler makroökonomischer Ausblick

USA	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die Vorlaufindikatoren für die Dienstleistungs- wie auch Fertigungssektoren sind im Wachstumsmodus. Letzterer legte in den vergangenen Monaten überdurchschnittlich zu.</li> <li>Tieferes Konsumentenvertrauen aufgrund gedämpfteren Wirtschaftswachstums, bleibt aber auf solider Basis. Arbeitsmarktlage bleibt positiv und heizt Lohnstückkosten an.</li> <li>Markterwartungen baldiger Zinserhöhungen durch das Fed wurden angesichts gesunkener Wachstumserwartungen und internationaler Unsicherheiten verschoben.</li> </ul>
Europa	<ul style="list-style-type: none"> <li>Überraschenderweise hat sich das UK für den „Brexit“ entschieden. Dies erhöht die Marktunsicherheiten während der Verhandlungsphase mit der EU.</li> <li>Die Wirtschaft in der Eurozone expandiert, der Pfad bleibt jedoch blutleer. Nur graduelle Verbesserung der Arbeitsmarktsituation mit grossen länderspezifischen Unterschieden.</li> <li>Die massive Ausweitung des QE der EZB wirkt sich positiv auf die Finanzierungskosten aus, steigende Inflationserwartungen fehlen aber weiter. EZB-Glaubwürdigkeit leidet.</li> <li>Staatsschulden bleiben ein Hauptproblem. Politiker weigern sich weiter, strukturelle Schlüsselthemen anzugehen.</li> </ul>
Schweiz	<ul style="list-style-type: none"> <li>Schweizer Vorlaufindikatoren deuten dank Nettoexporten und Privatkonsum auf eine verbesserte Wirtschaftslage hin.</li> <li>Die SNB interveniert weiter zwecks Eindämmung der Frankenaufwertung, auch nach der „Brexit“-Abstimmung.</li> </ul>
Emerging Markets	<ul style="list-style-type: none"> <li>Schwellenländer-Währungen konnten sich dank der Stabilisierung der Rohstoffkurse erholen, wobei die BIP-Erholungsaussichten dennoch gedämpft bleiben.</li> </ul>

### Traditionelle Anlagen

0-3Mt. bis 12Mt.

Währungen	Handelsspanne von USD/CHF: 0.94-1.00 bzw. EUR/CHF 1.06-1.12.		
Obligationen	Die Zinskurven flachen sich generell weiter ab. Positive Renditen bleiben rar. Mittelfristig wird sich der Trend zu noch negativeren Renditen sowohl für EUR- wie für CHF-Anleihen verstärken. USD-Bonds werden seitwärts tendieren. Strategie: Kurze bis mittlere Laufzeiten, Vermeiden von Staats- und CHF-Anleihen. Festverzinsliche Anlagen sind kurzfristige Handelsvehikel geworden.	➡	➡
Aktien	Aktienindizes werden weiter in korrekturanfälligen Seitwärtstrends gehandelt. Bewertungen sind überdurchschnittlich, wenn auch nicht gefährlich hoch, bieten aber keine Unterstützung. Dividendenrenditen bleiben attraktiv. Klarere Gewinn- und Umsatzzansteige wären für nachhaltige Kursanstiege vonnöten.	➡	➡

### Kotierte Alternative Anlagen

Private Equity	Discounts zu NAVs haben sich von 25% auf 20% verengt, bleiben aber über den historischen Durchschnitten. Dividendenrenditen von 3.5% bleiben attraktiv.	➡	➡
Infrastruktur	Insgesamt bessere Performance vs. Aktien mit tieferer Volatilität. Bewertungsprämien sind historisch tief, was auf stabile Cashflows hindeutet.	➡	➡
Rohstoffe	Rohstoffpreise erholen sich teilweise. Mittelfristig sind stabilere Wirtschaftserholungstendenzen in Emerging Markets gefragt.	➡	➡
Immobilien	Risiko-/Ertragsprofil bleibt beschränkt, jedoch gegenüber Anleihen positiv.	➡	➡

### Marktdaten

BIP Wachstum %	Länder	2015	2016E	2017E						
Industrienationen	USA	2.4	1.9	2.3	<b>Staatsanleihen (10y)</b>	<b>30.06.16</b>	<b>-3M Bp</b>	<b>-6M Bp</b>	<b>-12M Bp</b>	
	Japan	0.6	0.6	0.8		CHF Eidgenossen	-0.58	-23.8	-51.3	-70.4
	Eurozone	1.7	1.6	1.6		USD Treasury	1.47	-29.9	-80	-88.3
	UK	2.3	1.9	2.1		EUR Bund	-0.13	-28.3	-75.9	-89.4
	Schweiz	0.8	1.2	1.6		<b>Aktienmärkte</b>	<b>30.06.16</b>	<b>% -3M</b>	<b>% -6M</b>	<b>% -12M</b>
Emerging Markets	China	6.9	6.5	6.2	S&P 500	2098.86	1.90	2.69	1.73	
	Indien	7.3	7.5	7.6	Nikkei	15575.92	-7.06	-18.17	-23.03	
	Brasilien	-3.8	-3.8	0.8	FTSE-100	6504.33	5.33	4.20	-0.26	
					DJ EURO-STOXX 50	2864.74	-4.67	-12.33	-16.34	
<b>Wechselkurse</b>	<b>30.06.16</b>	<b>% -3M</b>	<b>% -6M</b>	<b>% -12M</b>	<b>Rohstoffe</b>	<b>30.06.16</b>	<b>% -3M</b>	<b>% -6M</b>	<b>% -12M</b>	
USD/CHF	0.976	1.48	-2.60	4.33	Gold oz/USD	1322.2	7.26	24.57	12.78	
EUR/CHF	1.084	-0.96	-0.39	4.05	Öl (WTI)	48.33	26.06	30.48	-18.73	
GBP/CHF	1.299	-5.93	-11.74	-11.59	Kupfer (Spot)	4840	-0.83	2.85	-15.90	
<b>3 Monats Libor</b>	<b>30.06.16</b>	<b>-3M Bp</b>	<b>-6M Bp</b>	<b>-12M Bp</b>						
CHF	-0.78	-5.1	-2.4	0.9						
USD	0.65	2.6	3.2	37.1						
EUR	-0.29	-4.2	-15.5	-27.2						



**Gesamtwirtschaftliches Umfeld**

**Der Brexit wird die europäischen Finanzmärkte während der Verhandlungsphase belasten. Die Geldpolitik bleibt stimulierend.**

Die unerwartete Annahme der UK-Stimmbürger, die EU zu verlassen, wird weitreichende Implikationen auf die EU wie auch auf Grossbritannien haben. Die Bank of England hat Unterstützung versprochen, was die Auswirkungen zumindest teilweise begrenzen sollte. Andere Zentralbanken stimulieren weiter; auch das Fed scheint weitere Zinserhöhungen verschoben zu haben. Inflationserwartungen aufzubauen bleibt jedoch – abgesehen von höheren Anlagepreisen – weitgehend illusorisch.

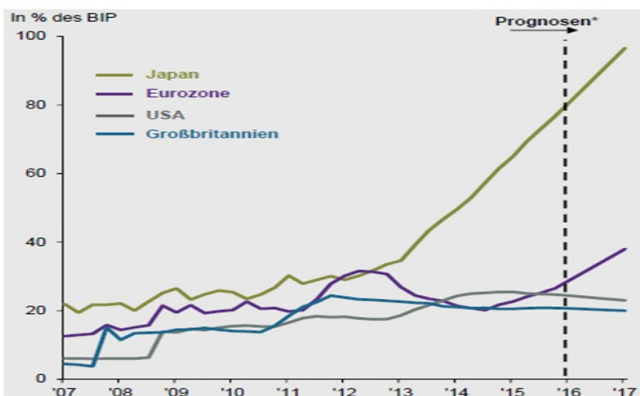


Abb. 1: G4 Zentralbankenbilanz in % des BIP (JP Morgan, Juni 2016)

**USA**

Die US-Wirtschaft entwickelt sich vergleichsweise solide. Der Expansionspfad bleibt im historischen Vergleich allerdings unterdurchschnittlich. Es machen sich dank selektivem Lohndruck gar erste Inflationszeichen bemerkbar (Abb. 2).

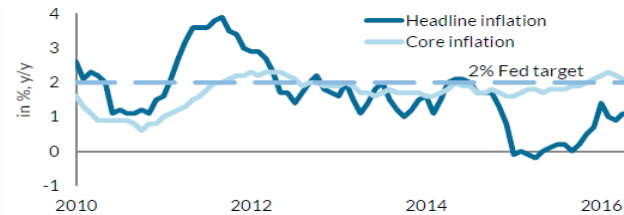


Abb. 2: Inflationszahlen USA (Bureau of Labor Statistics, Partners Group)

Gemäss den jüngsten Fed-Aussagen bleibt die US-Zentralbank weiter datengetrieben und äusserst vorsichtig bezüglich künftiger Zinserhöhungen. Aktuelle Markterwartungen deuten auf höchstens einen weiteren Zinsschritt 2016 hin, vermutlich nach den Wahlen im November.

**Europa**

Die Wirtschaft der Eurozone expandiert weiter, allerdings eher blutleer. Die Binnennachfrage bessert sich dank tiefem Ölpreis und stützender monetärer Rahmenbedingungen. Die Migrationswelle andererseits ebnet den Weg für extremere Regierungen und politische Initiativen. Die Brexit-Abstimmung kann in diesem Lichte gesehen werden (Abb. 3).

Trotz der Ausweitung des bereits tiefgreifenden Stimulierungsprogramms im März verfehlt die EZB weiter den Aufbau von Inflationserwartungen zu ihrem Ziel von knapp 2%.



Abb. 3.: GBP vs. USD auf 30-Jahrestiefst (Bloomberg)

**Schweiz**

Die Schweizer Wirtschaft erholt sich allmählich vom EUR/CHF-Schock von Anfang 2015. Die Vorlaufindikatoren zeigen vor allem dank steigender Nettoexporte und Privatkonsum Verbesserungstendenzen (Abb. 4).

Die SNB kann nicht im luftleeren Raum agieren und muss im Kontext mit den Aktionen anderer Zentralbanken, nicht zuletzt mit der EZB, handeln. Sie hat unmittelbar nach der Brexit-Abstimmung aber ihre Handlungsbereitschaft bewiesen.



Abb. 4: KOF-Indikator und Schweizer BIP (KOF, Juni 2016)

**Emerging Markets**

Die zögerliche Erholung der Rohstoffpreise inkl. Ölkurse in den letzten Monaten trug zur Erholung der Schwellenländeraktien wie auch deren Währungen bei. Das „Nach Plan“-Wachstum der chinesischen Wirtschaft von 6.5% p.a. half im ersten Quartal 2016 ebenfalls, die Situation zu entschärfen. Die antizipierte Anklage gegen die mittlerweile ehemalige Präsidentin Brasiliens Dilma Rousseff war ein weiterer Beitrag zur Stabilisierung.

**Risiken**

Wir beobachten folgende globale Risikofaktoren:

- „Brexit“ und die möglichen Auswirkungen auf die EU und den Euro („Domino-Effekte“)
- Das mögliche Wiederaufflammen unterschiedlicher Notenbankpolitiken, vor allem früher als erwartete Zinserhöhungen durch das Fed
- Abflauen der Rohstoffkurs-Erholung
- Eskalation geopolitischer Unruheherde global



## Traditionelle Anlagen

### Obligationen – weiteres Abflachen der Zinskurven

Die Zinskurven haben sich auch im vergangenen Quartal abgeflacht. Die weitere Expansion des „QE“ durch die EZB sowie die weiter verschobenen Zinserhöhungen durch das Fed gehören hierbei zu den Hauptgründen. Wir erwarten durchaus, dass das Fed aufgrund des steigenden Lohndrucks Zinsschritte durchführen wird, jedoch nicht vor den Wahlen im November.

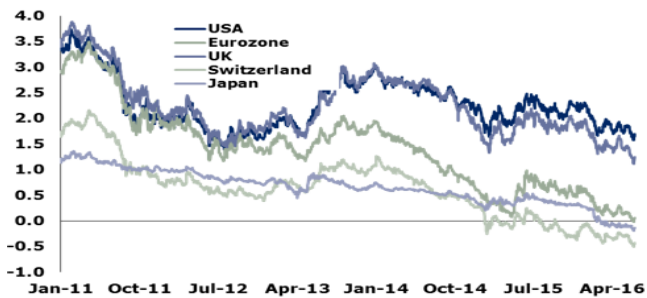


Abb. 5: 10-jährige Staatsanleihen (Bloomberg, Juni 2016)

Langfristige Renditen bewegen sich inzwischen noch tiefer, was den weitreichenden Anlagenotstand verschärft. Weltweit hat das Volumen von Anleihen mit negativen Renditen schon vor dem Brexit-Referendum USD 10 Bio. erreicht. Positive Renditen bei Schweizer Staatsanleihen können derzeit selbst bei 30-jährigen Laufzeiten nicht erreicht werden. Angesichts des unsicheren Umfelds könnten Renditen noch weiter fallen. Mittelfristige Laufzeiten sind für EUR- und CHF-Anleger angebracht, während USD-Anleihen seitwärts tendieren dürften.

Wir ergänzen unsere Obligationen-Strategie mit Wandel- und selektiv mit Fremdwährungsanleihen.

### Aktien – Brexit-Schock übertrieben

Die nach dem unschönen Jahresbeginn einsetzende globale Aktienmarkterholung von Mitte Februar bis April wurde durch einen volatilen Seitwärtstrend abgelöst. Dies gipfelte in einer scharfen Korrektur nach der Brexit-Abstimmung. Auch wenn dieser Ausverkauf übertrieben sein dürfte, verabscheuen Märkte Unsicherheiten. Kurzfristig sehen wir noch keine Gründe, die einen Aufwärtstrend vermuten liessen. Wir werden die Situation weiter eng überwachen.



Abb. 6: US-Aktien (grün) und europäische Aktien (blau) in Lokalwährungen indiziert seit Anfang 2015 (Bloomberg)

Die Gewinnerwartungen für dieses Jahr werden angesichts sinkender BIP-Wachstumserwartungen weiter gesenkt. Obwohl Aktienbewertungen über den historischen Durchschnitt liegen, sind sie weder übertrieben hoch, noch bieten sie auf diesem Niveau Schutz. Die KGV-Ausweitung seit 2009 dürfte beendet sein. Mittelfristig müssten Kurssteigerungen auf höheren Gewinnen und insbesondere Umsätzen basieren, was aggregiert fehlt. Aktienselektivität bleibt in diesem Umfeld zentral. Darüber hinaus haben die üblicherweise trägeren Sommermonate begonnen. Wir bleiben weiter konservativ angelegt, sind aber nicht übermässig besorgt.

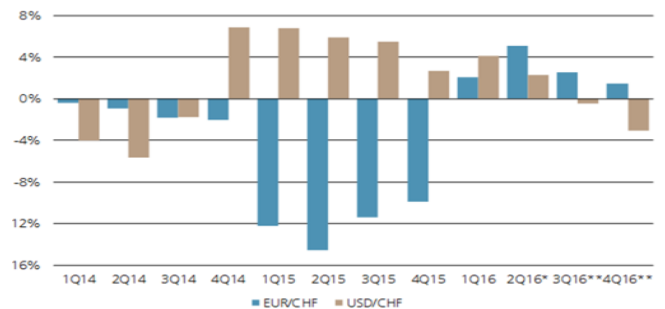


Abb. 7: FX-Einfluss auf CH-Unternehmensgewinne (UBS, Juni 16)

Auf regionaler bzw. Länderebene bevorzugen wir weiter den Schweizer Markt. Dieser sollte einerseits von der defensiven Charakteristik seiner Hauptkomponenten und andererseits vom relativ positiven Wirtschaftsumfeld im Ausland profitieren. Aktien in der Eurozone weisen im Vergleich zu den USA ein signifikantes Margenerweiterungspotenzial auf. Wir werfen verstärktes Augenmerk auf Schwellenländer angesichts dessen, dass die Fed-Zinserhöhungserwartungen verschoben sind. Allerdings muss dem selektiven Ansatz hier deutlich höhere Gewichtung beigemessen werden.

Auf Sektorebene sind wir langlebigen Konsumgütern und Energieaktien gegenüber positiv gestimmt, Versorgeraktien meiden wir weiterhin.

### Kotierte Alternative Anlagen

Die Discounts der gelisteten Private Equity Unternehmen haben sich jüngst von 25% auf 20% verringert, sind aber weiter über dem historischen Durchschnitt von 15%. Die Dividendenrenditen bleiben mit 3.5% weiter attraktiv.

Wir bleiben auch bei gelisteten Infrastrukturaktien angesichts der stabilen Cash Flows weiter konstruktiv.

Viele Rohstoffpreise inkl. Energie und Edelmetalle weisen positive Kursentwicklungen auf. Gold profitiert von verschobenen Zinserhöhungserwartungen. Öl hat sich von überverkauften Kursen erholt, das Überangebot bleibt hingegen ein längerfristiges Problem. Industriemetalle leiden weiter unter der Umstellung der chinesischen Volkswirtschaft zu einer binnenorientierten Ausrichtung.



Cyber Security – ein Wachstumsmarkt

Steigendes Sicherheitsbewusstsein

Weltweit erkennen Unternehmen, Haushalte und Regierungen zunehmend die potenziellen Gefahren von Cyber-Attacken. Wirtschaftlichen und operativen Verlusten wie auch Reputationsrisiken werden in einer wachsend vernetzten Welt vermehrt Aufmerksamkeit geschenkt. Das Wachstum des „Internet der Dinge“, in dem Autos, Flugzeuge, Haushalt- und Bürogeräte mit dem Internet verbunden werden, öffnet der digitalen Anfälligkeit Tür und Tor, was angegangen werden muss.



Abb. 8: Live Cyber-Attacken (map.norsecorp.com, Juni 2016)

Sicherheitsverstösse wuchsen seit 2009 mit einer jährlichen Durchschnittsrate von 66%. Gemäss PwC erhöhten sich allein 2015 Cyber-Attacken um 38%, während die entsprechenden Ausgaben um nur 24% anstiegen. Rund 28% der Angriffe kamen aus China, 22% aus der Türkei, 15% aus den USA und 8% aus Südkorea. 2015 wurden rund USD 76 Mia. zur Bekämpfung von IT-Attacken ausgegeben. Der Markt dürfte bis 2020 auf rund USD 170 Mia. wachsen. Im Mai 2016 wurde die Zentralbank Bangladeschs mittels einer Cyber-Attacke um USD 81 Mio. erleichtert (und nur dank eines Schreibfehlers nicht sogar um USD 951 Mio.).

Schweiz nicht immun

In den ersten Monaten von 2016 wurden zahlreiche Online-Portale und Webseiten in der Schweiz attackiert, u.a. Grossverteiler wie Migros und Coop sowie deren Tochterunternehmen. Auch das Schweizer Rüstungsunternehmen Ruag, das selbst Cyber Security-Dienstleistungen anbietet, war während über eines Jahres ein Opfer, ohne dass dies bemerkt wurde. Indirekt war hierbei auch das Schweizer Verteidigungsdepartement betroffen.

Politische und ideologische Motivationen sind mit rund 40% der sog. „distributed denial of services“ (DDoS)-Attacken die Hauptbeweggründe. Andere, nicht finanziell begründete Motivationen wie Störungen von Online-Spielen, persönliche Rivalitäten oder schlicht Vandalismus sind weitere Gründe. Finanzielle Erpressungen spielen mit rund 15% eine bemerkenswert untergeordnete Rolle.

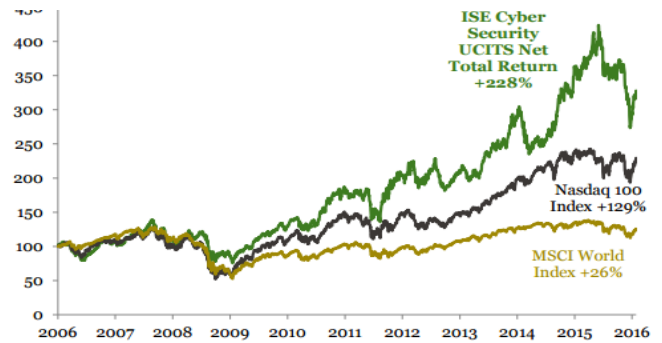


Abb. 9: Cyber Security Aktien vs. IT und Aktien Welt indiziert von Februar 2006 (ETF Securities, Bloomberg)

Anlagekonsequenzen

Eine grosse Anzahl von Cyber-Security-Unternehmen wurde zwischen 2010 und 2013 an den Börsen kotiert. Bis 2015 wurde der Sektor von steigendem Anlegerinteresse getrieben, was in deutlichen Überbewertungen resultierte. Ab Mitte 2015 erlitten die Aktien eine deutliche Korrektur (Abb. 9), welche in den letzten Monaten abklang.

Wir halten die aktuellen Kursniveaus für eine gute Einstiegsgelegenheit. Die Wachstumsperspektiven für den Sektor bleiben für Jahre höchst positiv. Die Bewertungen der Aktien sind auch heute noch insgesamt relativ hoch. Die Aktienkurse reagieren jedoch i.d.R. sehr rasch auf das steigende Risikobewusstsein nach bekannt gewordenen Attacken. Während „normale“ IT-Projekte (Stichwort Big Data) je nach Geschäftsgang verschoben werden können, muss auf Sicherheitsübertretungen jeweils sofort reagiert werden. Die Opfer können sich eine Verschiebung schlicht nicht leisten.

Fazit

Wir möchten betonen, dass Anleger bei Investitionsüberlegungen in diesem Sektor mit einem langfristigen Zeithorizont denken sollten. Reine Cyber-Security-Unternehmen bleiben relativ dünn gesät und die entsprechenden Aktien können volatil sein. Rund 80% der Aktien gelten als mittel- und kleinkapitalisierte Unternehmen. Es empfiehlt sich, im Sektor statt mit Einzelaktien mit ETFs zu investieren.



Abb. 10: Aktuelle Performance verschiedener Cyber Security ETFs (Bloomberg)

Baar-Zug, Juni 2016/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.