



Anlagepolitischer Ausblick 4. Quartal 2015

Globaler makroökonomischer Ausblick

USA	<ul style="list-style-type: none"> Die US-Konsumentenstimmung zeigt sich robust und vom Arbeitsmarkt kommen weiter positive Signale. Die BIP-Wachstumserwartung für das kommende Jahr ist bei über 2%. Die Stimmung in der US-Wirtschaft wird aber infolge der sich abschwächenden Vorlaufindikatoren (PMI) für das verarbeitende Gewerbe getrübt. Die Fed-Fund-Futures indizieren nach wie vor eine erste Zinserhöhung für 2015. Die US-Notenbank hat ihre Kommunikation diesbezüglich seit Monaten nicht geändert.
Europa	<ul style="list-style-type: none"> Der Grexit konnte verhindert werden. Fraglich bleibt, wie nachhaltig diese Lösung ist. Die EZB hält an der ultra-expansiven Geldpolitik fest und hat klar kommuniziert, falls notwendig das Programm zu verlängern sowie die Geldmenge zu erhöhen. Die Vorlaufindikatoren in der Eurozone verbessern sich stetig. Die Inflationsrate bleibt weiterhin tief und unter dem Zielband der EZB. Die Bank of England sieht keinen Grund, in diesem Jahr die Zinsen noch zu erhöhen.
Schweiz	<ul style="list-style-type: none"> Die Schweizer Wirtschaft hat den Euro-Schock besser verdaut als erwartet. Die BIP-Verlangsamung ist weniger stark ausgefallen als angenommen und der KOF Indikator zeigt für die nächsten Quartale eine Belebung der CH-Wirtschaft an.
Emerging Markets	<ul style="list-style-type: none"> Die PMI-Vorlaufindikatoren für die chinesische Wirtschaft haben sich auch im 3. Quartal 2015 stetig abgeschwächt und sind nun unter der wichtigen Marke von 50. Steigende US-Zinsen werden den Kapitalabfluss aus den Schwellenländern fördern.

Traditionelle Anlagen

0-3Mt. bis 12Mt.

Währungen	Handelsspanne von USD/CHF 0.93-1.03 und EUR/CHF 1.02-1.12.		
Obligationen	Der Schweizer Obligationenmarkt bietet weiter kaum Renditemöglichkeiten, da sich die gesamte Zinskurve unverändert im negativen Bereich befindet. Die Zinsen werden mittelfristig moderat steigen. Strategie: Kurze Duration, keine Staatsanleihen. USD-Bonds sowie Wandelanleihen als attraktive Beimischung.	↓	↓
Aktien	Die meisten Bewertungskriterien befinden sich nach der Aktienmarktkorrektur im historischen Mittel. Die relative Attraktivität gegenüber Zinsanlagen bleibt bestehen. Wachstumsängste in China werden die Märkte weiter verunsichern. Die Volatilität bleibt bis zur ersten Fed-Zinserhöhung hoch. Bei unverändert freundlichem Makro-Umfeld sind Rückschläge potentielle Kaufgelegenheiten.	→	→

Kotierte Alternative Anlagen

Private Equity	Anhaltend attraktives Kapitalmarktumfeld zum Verkauf von Firmen via IPO. Wir bevorzugen Firmen mit reifem Portfolio und hoher Cashflow-Visibilität.	↗	↗
Infrastruktur	Nach erfolgter Marktkorrektur befinden sich die Bewertungen mittelfristig wieder auf einem attraktiven Niveau. Vorsichtig bleiben wir beim US-Pipeline-Sektor.	→	↗
Rohstoffe	Aufgrund des schwachen marginalen Wachstums in den Schwellenländern besitzen Rohstoffe wenig Potential. Ölpreis in einer ersten Bodenbildungsphase.	↘	↘
Immobilien	Aufgrund der mittelfristig steigenden Zinsen besitzt diese Anlagekategorie ein unattraktives Risiko-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	S&P 500	8513,41	-3,05	-6,74	-3,64
	Indien	5,3	7,4	7,6	Nikkei	17388,15	-14,07	-9,47	7,15
	Brasilien	0,2	-1,8	0,2	FTSE-100	6061,61	-7,04	-10,50	-8,47
Wechselkurse					DJ EURO-STOXX 50	3100,67	-9,45	-16,14	-3,88
USD/CHF	30.09.15	% -3M	% -6M	% -12M	Rohstoffe				
EUR/CHF	0,973	4,04	0,06	1,91	30.09.15	% -3M	% -6M	% -12M	
GBP/CHF	1,088	4,42	4,23	-9,81	Gold oz/USD	1115,07	-4,89	-5,80	-7,71
3 Monats Libor					Öl (WTI)	45,09	-24,18	-5,27	-50,54
CHF	30.09.15	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp	Kupfer (Spot)	5176,5	-10,05	-14,64	-22,97
USD	-0,73	5,6	8,1	-73,9					
EUR	0,33	4,2	5,5	9,0					
	-0,04	-2,6	-5,9	-12,3					

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



Gesamtwirtschaftliches Umfeld

Solides globales BIP-Wachstum – Stimmung bei den Vorlaufindikatoren trübt sich ein

Die globale Wirtschaft befindet sich auf einem soliden Wachstumspfad von gegen 3% für dieses Jahr und die Marktschätzungen für das kommende Jahr liegen sogar um 3.5%. Die ersten Wolken – in Form von schwächeren Vorlaufindikatoren – ziehen jedoch am Horizont auf. Der US-PMI für das verarbeitende Gewerbe kühlt sich bereits merklich ab und sein chinesisches Pendant ist bereits unter dem wichtigen Wert von 50 (Schrumpfung).

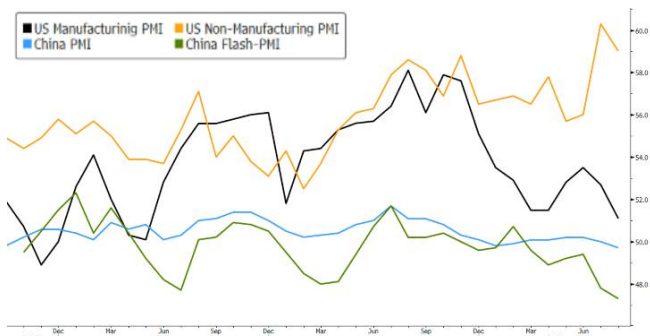


Abb. 1: Global PMI (Bloomberg, September 2015)

USA

Der US-Arbeitsmarkt entwickelt sich weiter gut und die Konsumentenzufriedenheit befindet sich auf solidem Niveau für ein BIP-Wachstum von über 2%. Einige Indikatoren zeigen aber an, dass die USA in den nächsten Quartalen das Potentialwachstum nach wie vor kaum erreichen wird.

Der Kapitalmarkt erwartet auch künftig einen ersten Zinsschritt im 2015. Die Zinserhöhungen werden aber sehr langsam und moderat ausfallen. Angesichts der tiefen Lohninflation (Abb. 2) ist das Fed auch derzeit nicht unter Zugzwang.



Abb. 2: US-Lohninflation (Bloomberg, September 2015)

Europa

Der Grexit konnte vorerst abgewendet werden. Ob das beschlossene Massnahmenpaket mittel- bis langfristig die strukturellen Probleme zu lösen vermag, bleibt fraglich. Die EZB hält an der ultra-expansiven Geldpolitik fest und hat an der letzten Sitzung unmissverständlich kommuniziert, das QE-Programm falls notwendig zu erhöhen bzw. zu verlängern. Die Vorlaufindikatoren der Eurozone zeigen ein freundliches Bild. Der Arbeitsmarkt beginnt sich zu entspannen.

Schweiz

Die Schweizer Wirtschaft entwickelt sich entgegen aller Prognosen nach dem Frankenschock besser als erwartet. Das Wachstum hat sich abgeschwächt, aber es kam zu keiner Rezession. Der KOF-Indikator (Vorlaufindikator) lässt auf eine Verbesserung bzw. Wiederbelebung der Wirtschaft schliessen. Sicherlich hat auch die leichte Abschwächung des Franken dazu beigetragen, welcher nach der Abwendung des Grexit seine „Safe-Haven“-Prämie verloren hat.

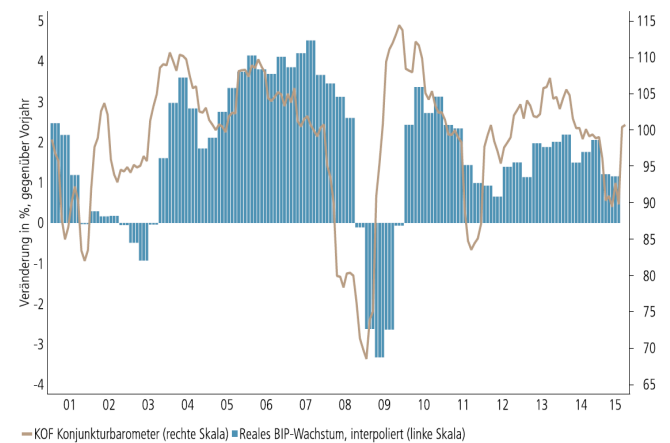


Abb. 3: KOF-Index und CH-BIP (UBS September 2015)

Emerging Markets

Das Wachstum in den Schwellenländern schwächt sich kontinuierlich ab und somit auch die BIP-Wachstumsraten zwischen den „Emerging Markets“ (EM) und den „Developed Markets“ (DM) (Abb. 4). Unser Spezialthema auf Seite 4 widmet sich dem Thema der Wirtschaftsverlangsamung in China und deren Auswirkung.

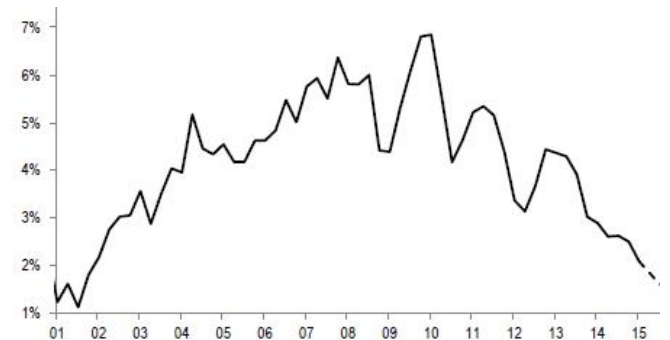


Abb. 4: Wachstumsdifferenz EM-DM (JP Morgan, September 2015)

Risiken

Folgende globale Risiken bleiben im Fokus:

- Marktturbulenzen in China weiten sich aus, weitere Abwertung der chinesischen Währung.
- Asynchrone Geldpolitik der Notenbanken: FED und BoE gegenüber EZB und BoJ.
- Timing der Zinsschritte der US-Notenbank.
- Glaubwürdigkeit der G4-Notenbanken wird in Frage gestellt.



Traditionelle Anlagen

Obligationen – CHF Zinskurve weiter negativ

Die Zinskurve in der Schweiz zeigt sich bis 10 Jahre weiter negativ. In der Kern-Eurozone, wie zum Beispiel in Deutschland, sind weite Teile der Kurve im negativen Renditebereich (Abb. 5). Wir erwarten in den nächsten Monaten keine signifikanten Veränderungen. Einzig die US-Treasury-Kurve weist eine gewisse Steilheit auf und die kommenden Zinserhöhungen der Federal Reserve (Fed) dürfte die Kurve tendenziell stetig nach oben verschieben.

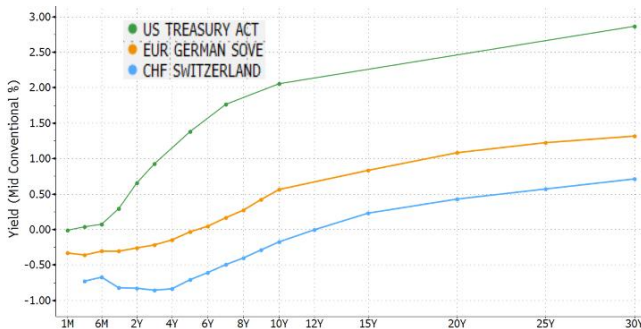


Abb. 5: Zinskurven (Bloomberg, September 2015)

Mittel- bis langfristig bleiben wir hingegen bei unserer Einschätzung von steigenden Renditen und somit fallenden Bondmärkten. An unserer Strategie von kurzen Restlaufzeiten sowie Meidung von Staatsanleihen halten wir fest. Als Beimischung in einem global diversifizierten Bondportfolio empfehlen wir Unternehmensanleihen im USD sowie globale Wandelanleihen.

Aktien – die Volatilität kam und bleibt

Kaum wurde dem Kapitalmarkt eine vorläufige Lösung für Griechenland präsentiert, ist die Volatilität aufgrund der aufkommenden Wachstumssorgen in China massiv und sprunghaft angestiegen. Alle Aktienmärkte sind im Sog von China zwischen 10-20% gefallen. Die Korrelation zwischen den Märkten ist in dieser Zeit signifikant angestiegen (Abb. 6).



Abb. 6: Aktienmarktkorrelation (Bloomberg, September 2015)

Bis zur ersten Zinserhöhung der US-Notenbank erwarten wir weiterhin eine hohe Volatilität. Sollten sich die globalen Vorlaufindikatoren der Wirtschaft nicht weiter eintrüben, bauen wir unser Aktienengagement in einer Schwächephase kontinuierlich aus.

Trotz der Korrektur am Aktienmarkt im 3. Quartal 2015 befinden sich die internationalen Aktienmärkte auf einem neutralen Bewertungsniveau (Abb. 7). Derzeit ist es noch schwierig abzuschätzen, wie sich die Wirtschaftsabschwächung in den Schwellenländern auf die Unternehmensgewinne der G7-Nationen auswirken wird. Die relative Attraktivität gegenüber Obligationen bleibt weiterhin bestehen.

	P/E			Div. Rendite		P/BV (x)	
	Aktuell	2015E	2016E	2014	Aktuell	2014	Aktuell
MSCI World	16,7	16,6	15,0	2,3	2,5	2,2	2,0
USA	17,6	17,8	16,1	1,9	2,1	2,8	2,6
EMU	15,1	14,6	13,2	2,9	3,0	1,5	1,5
United Kingdom	14,6	15,0	13,8	3,5	3,9	1,8	1,7
Schweizland	16,8	16,7	15,5	2,9	3,3	2,3	2,4
Japan	15,4	16,7	14,0	1,7	1,8	1,4	1,3
Emerging Markets	11,4	11,4	10,2	2,6	2,8	1,5	1,3

Abb. 7: Aktienmarktbewertungen (JP Morgan, September 2015)

Der Währungseinfluss nach dem Euro-Schock auf die Schweizer Unternehmensgewinne (Abb. 8) wird im 3. und 4. Quartal 2015 zusehends abnehmen. Im kommenden Jahr erwarten wir ein solides Gewinnwachstum von 8% und die Dividendenrendite dürfte bei 3% zu liegen kommen.

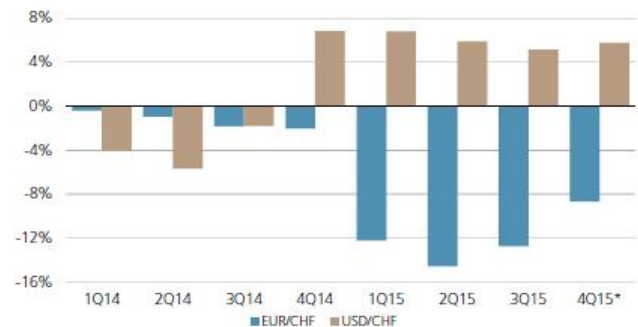


Abb. 8: Wechselkurseinfluss CH-Unternehmensgewinne (UBS 2015)

Auf Regionen bzw. Länderebene favorisieren wir die entwickelten Länder gegenüber den Emerging Markets. Unser Favorit bleibt die Schweiz, gefolgt von der Eurozone und den USA. In einer positiven Gegenbewegung werden wir den Anteil der Anlagen in Schwellenländern weiter reduzieren.

Die Pharma- sowie die Technologiebranche bleiben unsere bevorzugten Sektoren. Bei Versorger- und Industrierwerten raten wir im aktuellen Umfeld zur Vorsicht.

Kotierte Alternative Anlagen

Listed Private Equity Unternehmen nutzen das weiterhin attraktive Umfeld zum Verkauf von Firmen (IPO's). Wir bevorzugen Firmen mit einem reifen diversifizierten Portfolio und hoher Cashflow-Visibilität.

Aufgrund des weiterhin abnehmenden Wachstums in China sehen wir wenig Potential für Rohstoffe. Wir erwarten eine gewisse Bodenbildung im Bereich Energie. Ebenso werden steigende Realzinsen in den USA die Kurssteigerungschancen bei Edelmetallen limitieren.



China – Fluch oder Segen

Marktturbulenzen am Aktienmarkt

Die chinesische Notenbank (PBoC) hat dieses Jahr mit diversen Zinssenkungen bereits versucht, die sich abschwächende Wirtschaft zu stimulieren. Im August hat die PBoC mit der Abwertung der eigenen Währung einen neuen Weg eingeschlagen, um das BIP-Wachstum wieder zu beleben.

Die Verunsicherung an den Börsen war enorm und liess die Aktienblase in China platzen. Die Kurse sind um über 40% eingebrochen. Dies ist aber nur die halbe Wahrheit, da die Börsen im Einjahresvergleich immer noch mit über 30% im Plus liegen. Der Anpassungsprozess für die Anleger war trotzdem sehr schmerzhaft, da ein Grossteil der Aktien via Margin-Debt (Leverage) finanziert wurde (Abb. 9). In der Folge gab es diverse Interventionen, um den Markt zu stabilisieren. Die Unsicherheit und somit die Volatilität bleibt in absehbarer Zukunft bestehen.

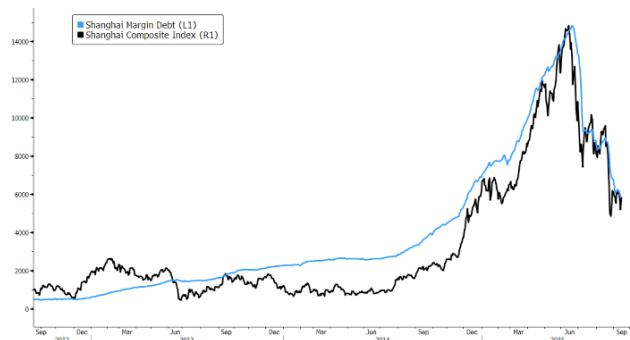


Abb. 9: Shanghai Composite – Margin Debt (Quelle: Bloomberg)

China BIP – abnehmende Wachstumsrate

Das BIP-Wachstum in China konnte während Jahren mit Raten weit über 8% glänzen. Diese Raten waren einfacher zu erreichen, als das BIP noch eine Grösse von 2.2 Billionen USD im Jahr 2005 aufwies. China ist heute mit einem BIP von über 11 Billionen USD nach den USA die zweitgrösste Volkswirtschaft der Welt. Die ambitionösen Wachstumsraten sind auf diesem Niveau ungleich schwieriger zu erreichen. Hinzu kommt, dass den Statistiken aus dem Reich der Mitte nur bedingt Glauben geschenkt wird.

Aufgrund des ungewöhnlich starken durch die Regierung induzierten Investitionsbooms, kursieren immer wieder die Fernseh-Reportagen von Geisterstädten und Autobahnen, welche ins nirgendwo führen. Eine Tatsache ist, dass die Entwicklung der Wachstumszahlen, rein von der Grösse des BIP's, in den nächsten Jahren schwächer ausfallen und somit die Wachstumsraten sinken werden. Diese Fakten werden durch die bereits abschwächenden Indikatoren eindrücklich illustriert (Abb. 10).

Die Auswirkungen auf die Schwellenländer und die globalen Rohstoffmärkte sowie internationale Grosskonzerne sollten nicht unterschätzt werden. In den letzten Jahren wurde ein Grossteil des Wachstums in der Welt durch China genährt.

China: Economic indicators point to lower growth than headline figures
4m rolling average growth rate, YoY %

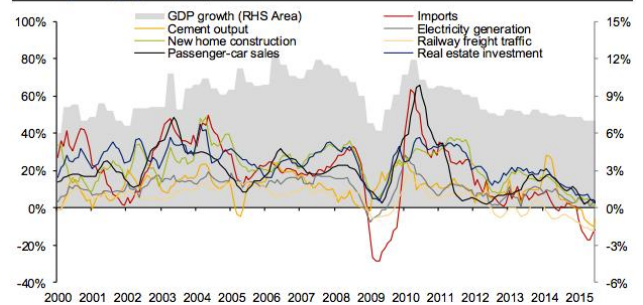


Abb. 10: China: tiefere Wachstumsprognosen (WSJ, August 2015)

Auswirkungen auf den globalen Rohstoffmarkt

Die Auswirkungen auf den globalen Rohstoffmarkt sind drastisch. Wie die Abbildung 11 verdeutlicht, ist China bei Rohstoffen wie Kohle, Eisenerz, Aluminium, Stahl und Kupfer die dominierende Nachfragequelle.

Die kurzfristigen Konsequenzen können wir bereits heute im drastischen Preiszerfall bei den oben genannten Rohstoffen betrachten. Die mittelfristigen Veränderungen für die gesamte Rohstoffindustrie sind aus heutiger Optik schwer einzuschätzen.

Lange Zeit war der Wirtschaftsaufschwung in China mit BIP-Raten von über +8% ein Segen für die Rohstoffproduzenten. China hat damit einen Löwenanteil zum globalen Wachstum bzw. zur Erholung der Weltwirtschaft nach der Finanzkrise beigetragen. Mit der Abnahme der Steigerungsraten wird die Dominanz von China für die Rohstoffindustrie eher ein Fluch als ein Segen sein.

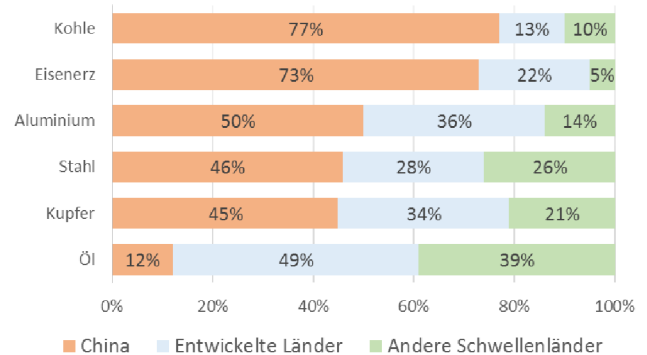


Abb. 11: Rohstoff-Nachfrage in % (Quelle: Bloomberg 2015)

Fazit

Die Marktturbulenzen aufgrund der Wachstumsabschwächung in China und den Schwellenländern waren im 3. Quartal gross. Von einer Normalisierung sind wir weit entfernt. Daher haben wir Positionen in diesem Bereich bereits deutlich abgebaut.

Sollte es zu einer Stabilisierung des Wachstums in China kommen, empfehlen wir direkt in Profiteure wie Rohstoffproduzenten zu investieren. Unsere Favoriten sind Rio Tinto oder BHP Billiton.

Baar-Zug, September 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.