



Anlagepolitischer Ausblick 2. Quartal 2015

Globaler makroökonomischer Ausblick

USA	<ul style="list-style-type: none"> Die US-Wirtschaft bleibt trotz einer leichten Abschwächung der Vorlaufindikatoren auf einem stabilen Wachstumspfad. Der Konsument profitiert weiter vom tiefen Benzinpreis. Positive Signale liefert auch der amerikanische Arbeitsmarkt, welcher mit einem soliden Wachstum von neuen Arbeitsstellen zu überzeugen weiss. Die US-Notenbank signalisiert eine erste Zinserhöhung für den Sommer 2015, sollten die Wirtschaftsdaten der nächsten Monate ein robustes Wachstum bestätigen.
Europa	<ul style="list-style-type: none"> In der Eurozone wird mit einem massiven „Quantitativen Easing“ (QE) versucht, die Wirtschaft zu beleben und die deflationären Tendenzen zu bekämpfen. Die BIP- sowie Inflationszahlen sind weiter schwach – hingegen kann bei der Stimmung von Konsumenten und Gewerbe eine erste Verbesserung beobachtet werden. Die Wirtschaftslage in Grossbritannien ist weiterhin freundlich. Die Bank of England lässt sich aber aufgrund der fragilen Lage in der Eurozone Zeit, die Leitzinsen zu erhöhen.
Schweiz	<ul style="list-style-type: none"> Trotz Aufhebung der Kursuntergrenze wird im Jahr 2015 keine Rezession erwartet. Der KOF-Indikator zeigt eine Abschwächung des BIPs in den nächsten Monaten an. Der starke US-Dollar kompensiert aber zum Teil die negativen Folgen des schwachen Euros.
Emerging Markets	<ul style="list-style-type: none"> Tendenziell wurden die Wachstumserwartungen für die Region für 2015/16 reduziert. Die anhaltende Stärke des US Dollars sowie der schwache Ölpreis haben die Schwellenländer und deren Währungen weiter belastet. Steigende US-Zinsen werden den Kapitalabfluss aus den Emerging Markets verstärken.

Traditionelle Anlagen

0-3Mt. bis 12Mt.

Währungen	Handelsspanne von USD/CHF: 0.93-1.03 und EUR/CHF: 1.00-1.10.		
Obligationen	Zinslose Anleihen im CHF und EUR. Kurzfristig werden Zinsen aufgrund des QE der EZB kaum steigen - mittelfristig erwarten wir einen moderaten Zinsanstieg. Fokus: Kurze Duration, keine Staatsanleihen, USD/AUD als Beimischung.	↓	↓
Aktien	Bewertungslevel von Aktien neutral. Starke Unterbewertung im Vergleich zu Anleihen (Gewinnrendite von Aktien vs. Bondrendite). US-Dollar-Stärke und erwartete Zinserhöhungen des FED als Gegenwind für die globalen Aktienmärkte. Wir rechnen mit einer Konsolidierung unter erhöhter Volatilität. Kursabschläge von 10-15% selektiv als Kaufgelegenheit nutzen.	→	→

Kotierte Alternative Anlagen

Private Equity	Attraktives Kapitalmarktumfeld favorisiert diese Anlagekategorie weiterhin. Wir bevorzugen Unternehmen mit reifen diversifizierten Buyout Portfolios.	→	→
Infrastruktur	Positiver Ausblick angesichts der anhaltenden Investoren-Präferenz für Stabilität im Portfolio. In Europa sehen wir geringere reale Zinsrisiken als in den USA.	→	→
Rohstoffe	Der starke US-Dollar sowie die abnehmende Grenznachfrage aus China sollten die Rohstoffmärkte weiter belasten. Mittelfristig besitzt der Öl-Preis Potential.	↓	↓
Immobilien	Langfristig unattraktives Rendite/Risikopotential aufgrund steigender Zinsen.	↓	↓

Marktdaten

BIP Wachstum %	Länder	2014	2015E	2016E	Staatsanleihen (10y)	31.03.15	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp	
Industrienationen	USA	2.4	3.0	2.8	CHF Eidgenossen	-0.05	-36.5	-53.3	-99.8	
	Japan	0.0	1.0	1.4	USD Treasury	1.92	-24.81	-56.57	-79.5	
	Eurozone	0.9	1.3	1.6	EUR Bund	0.18	-36.1	-76.7	-138.6	
	UK	2.6	2.6	2.4	Aktienmärkte					
	Schweiz	2.0	0.8	1.3	31.03.15	% -3M	% -6M	% -12M		
	Emerging Markets	China	7.4	7.0	6.7	SMI	9128.98	1.27	3.33	1.62
	Indien	4.7	7.4	7.7	S&P 500	2067.89	0.44	4.85	10.44	
	Brasilien	0.1	-0.3	1.5	Nikkei	19206.99	2.18	18.76	10.06	
Wechselkurse					31.03.15	% -3M	% -6M	% -12M		
USD/CHF		0.973	-2.17	1.84	9.96	FTSE-100	6773.04	3.15	2.27	2.65
EUR/CHF		1.044	-13.23	-13.47	-14.31	DJ EURO-STOXX 50	3697.38	17.51	14.61	16.95
GBP/CHF		1.441	-6.94	-6.93	-2.22	Rohstoffe				
3 Monats Libor					31.03.15	% -3M	% -6M	% -12M		
CHF		-0.81	-87.7	-82.0	-83.6	Gold oz/USD	1183.68	-0.10	-2.03	-7.81
USD		0.27	1.5	3.6	4.0	Öl (WTI)	47.60	-10.64	-47.78	-53.14
EUR		0.02	-5.9	-6.4	-29.4	Kupfer (Spot)	6064.50	-4.77	-9.75	-8.80

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



Gesamtwirtschaftliches Umfeld

Wird die Wachstumslokomotive USA durch den starken US-Dollar abgebremst?

In den letzten 6 Monaten hat der US-Dollar zu einem regelrechten Höhenflug angesetzt. Der US-Dollar Index – bestehend aus 6 Währungen - hat über 20% zugelegt (Abb. 1). Wie stark der Einfluss auf das US-BIP und die Teuerungsrate mittelfristig sein wird, ist derzeit schwierig abzuschätzen. Wir erwarten hingegen erste Bremsspuren bei den US-Firmen in der Gewinnsaison 1. Quartal 2015.



Abb. 1: US Dollar Index (Bloomberg, März 2015)

USA

Trotz der leicht schwächeren Vorlaufindikatoren befindet sich die US-Wirtschaft auf einem stabilen Wachstumspfad. Der US-Konsument – der wichtigste Faktor im BIP-Wachstum – profitiert weiter von einem tiefen Benzinpreis (Abb. 2). Der Arbeitsmarkt zeigt sich auch im 1. Quartal dieses Jahres von seiner freundlichen Seite. Positiv hervorzuheben ist die tiefe Arbeitslosenquote von 5.6% sowie das solide Wachstum von neuen Stellen.

Die US-Notenbank hat an ihrer letzten Sitzung klar kommuniziert, sollten die Wirtschaftszahlen ein robustes Wachstum bestätigen, mit den ersten Zinsschritten im Sommer 2015 zu beginnen.



Abb. 2: Benzinpreis USA (U.S. Energy Information Administration, 2015)

Europa

Nach Ankündigung des „Quantitativen Easings“ (QE) durch die EZB haben sich in der Eurozone die Vorlaufindikatoren Schritt für Schritt verbessert und die Konsumentenstimmung aufgehellt. Die Inflationszahlen sowie das BIP-Wachstum sind jedoch weiterhin schwach.

Die Arbeitslosigkeit in der Eurozone verharrt auf einem hohen Niveau, ist aber seit einigen Monaten

leicht rückläufig. Nebst dem Geldsegen der EZB sollten nun strukturelle Reformen folgen, damit der erwartete Aufschwung nachhaltig ist.

Schweiz

Mit Aufhebung der Kursuntergrenze von EUR/CHF 1.20 hat die SNB die Marktteilnehmer überrascht. Die kurzfristigen Auswirkungen auf das BIP werden negativ sein. Der KOF-Indikator zeigt dies bereits an (Abb. 3). Wie stark das Wirtschaftswachstum mittel- bis langfristig beeinflusst wird, hängt unter anderem auch von der Stärke des US-Dollars und des britischen Pfunds ab. Beide Währungen notieren heute bereits höher als vor Jahresfrist.

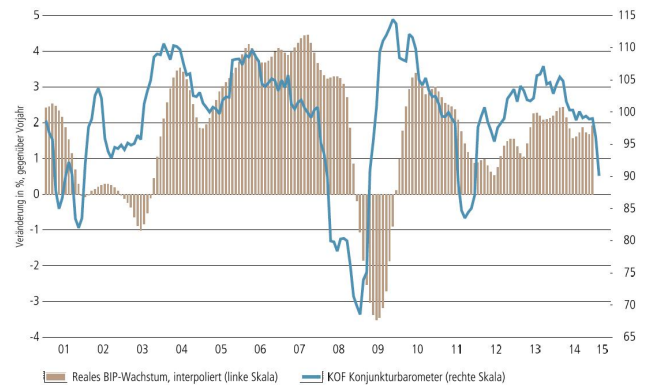


Abb. 3: CHF-BIP und KOF-Indikator (UBS, März 2015)

Emerging Markets

Die Abnahme der BIP-Wachstumsdifferenz zwischen Emerging Markets (EM) und Developed Markets (DM) macht Schwellenländer-Anlagen aus Rendite-Risiko-Überlegungen weniger attraktiv (Abb. 4). Der starke US-Dollar der letzten Monate hat den Emerging Markets stark zugesetzt. Die Währungen in Lateinamerika und Russland haben massiv abgewertet. Wir erwarten weiterhin Turbulenzen in diesen Regionen.

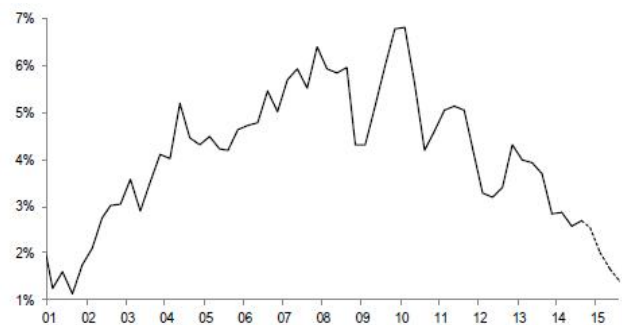


Abb. 4: BIP-Wachstumsdifferenz: EM vs. DM (Bloomberg 2015)

Risiken

Folgende globale Risiken bleiben im Fokus:

- Asynchrone Geldpolitik der Notenbanken,
- Geldpolitik der EZB zeigt geringe Wirkung - deflationäre Tendenzen innerhalb der Eurozone,
- Grexit,
- Timing der Zinsschritte der US-Notenbank.



Traditionelle Anlagen

Obligationen – fast zinslose Euro-Anleihen

Die EZB-Ankündigung, ein massives QE-Programm zu starten, um die Wirtschaft in der Eurozone anzukurbeln und somit die deflationären Tendenzen zu bekämpfen, hat die Renditen auf neue Tiefstände fallen lassen. Ein Novum war sicherlich, als die 10j. portugiesischen Staatsbonds eine geringere Rendite aufwiesen als der 10j. US-Treasury (Abb. 5).

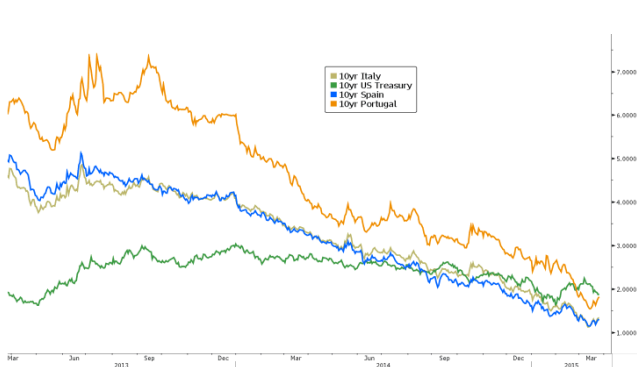


Abb. 5: 10j.- Staatsanleihen US vs. Eurozone (Bloomberg, 2015)

Nach dem SNB-Entscheid, die Kursuntergrenze zum Euro aufzuheben, sind die Zinsen in der Schweiz weiter gefallen. Mittlerweile ist die ganze Zinskurve (1 bis 10j. Staatsanleihen) in der Schweiz negativ.

Wir halten an unserer Anleihen-Strategie fest: Kurze Laufzeiten sowie keine Staatsanleihen. Als Beimischung finden wir Unternehmensanleihen im USD und AUD attraktiv. Aufgrund des Convert-Deltas besitzen Wandelanleihen nur noch bedingt Potential.

Aktien – Schweizer Markt mit hoher Volatilität

Das Jahr 2015 hat für den Schweizer Aktienmarkt mit einem Paukenschlag begonnen. Nach dem SNB Entscheid kam der CH-Aktienmarkt unter massiven Abgabedruck. Mittlerweile hat sich die Aufregung gelegt. Der SMI sowie der SMIM konnten im März bereits wieder neue Höchststände verzeichnen.

Kurzfristig sollten aber die Bremsspuren in den Gewinnausweisen der Unternehmungen - primär aufgrund der Euro-Abwertung - nicht unterschätzt werden (Abb. 6).

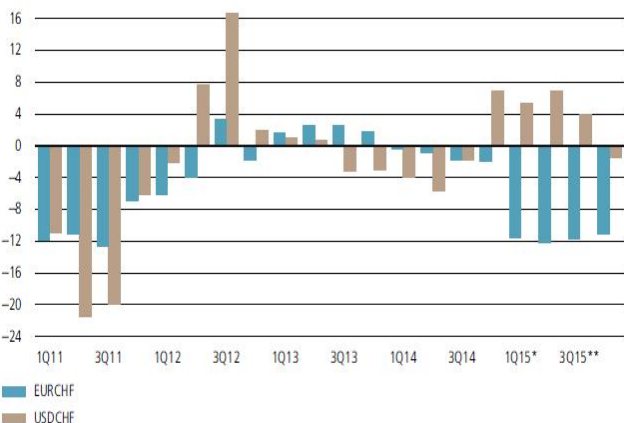


Abb. 6: Wechselkurseinfluss auf die CH-Firmengewinne in CHF (UBS 15)

Die europäischen Aktienmärkte wurden durch das QE der EZB beflügelt. Der Deutsche Aktienindex DAX hat über 20% zugelegt. Die US-Börsen tendierten im 1. Quartal 2015 aufgrund einer etwaigen Zins-erhöhung der US-Notenbank seitwärts.

Der tiefe Ölpreis hat zu einer massiven Anpassung der Gewinnerwartungen (Abb. 7) für dieses Jahr geführt. So gehen die Analysten für das Jahr 2015 nur noch von einem Gewinnwachstum von 3% aus.

Developed World	Market Composition		EPS Growth Consensus		
	Market Cap	Earnings	2015	2016E	2017E
Total Market	100%	100%	3%	13%	12%
Energy	7%	5%	-50%	44%	28%
Materials	5%	5%	-2%	17%	16%
Industrials	11%	11%	10%	10%	10%
Consumer Discretionary	13%	12%	15%	14%	12%
Consumer Staples	10%	8%	0%	9%	9%
Health Care	13%	12%	7%	12%	11%
Financials	21%	26%	13%	na	9%
Information Technology	13%	13%	10%	11%	11%
Telecommunication Services	3%	3%	6%	9%	9%
Utilities	3%	3%	2%	1%	5%

Abb. 7: Gewinnschätzung Developed Markets (JP Morgan 2015)

Das Bewertungsniveau der globalen Aktienmärkte ist im historischen Vergleich fair. Gegenüber Anleihen besitzen Aktien heute allerdings eine klare Unterbewertung (Gewinnrendite vs. Bondrendite).

Im Fokus steht weiter der CH-Aktienmarkt mit einer hohen Dividendenrendite von über 3%. Potential sehen wir nach einer Konsolidierung ebenfalls in der Eurozone. Im Bereich Emerging Markets bleiben wir aufgrund der Wachstumsverlangsamung sowie der US-Dollar-Stärke vorsichtig positioniert.

Der globale Pharma-Sektor und die US-Technologie Industrie bleiben unsere bevorzugten Wachstumsbranchen. US-Energie-Valoren besitzen auf dem derzeitigen Niveau ein attraktives Rendite/Risiko-potential.

Aufgrund der derzeitigen Sentiment-Indikatoren gehen wir von einer Konsolidierung im Aktienmarkt aus. Diese kann durchaus bis 15% sein. Solche Phasen sollten unter Annahme des weiterhin positiven Makro-Umfelds zum Kauf bzw. Ausbau der Aktienposition genutzt werden.

Kotierte Alternative Anlagen

Listed Private Equity profitiert weiter vom attraktiven Kapitalmarktumfeld. Zusätzlich bietet diese Anlage-kategorie eine konstante Dividendenrendite von über 4% (Abb. 8).



Abb. 8: Listed Private Equity: Attraktive Dividendenrendite (2015)

Wir erwarten, dass Rohstoffe bei einem steigenden US-Dollar mittelfristig weiterhin unter Druck bleiben.



Erdölaktien als „Contrarian-Call“

Gründe für den drastischen Ölpreiszerfall

Für die Ölpreis-Halbierung der letzten 12 Monate sind primär die folgenden Punkte verantwortlich:

- Schwächere Nachfrage der Schwellenländer: Die Grenznachfrage aus China nimmt aufgrund der Transformation zu einer konsumorientierten Wirtschaft stetig und weiterhin ab.
- Angebotsüberhang durch Schiefer-Produzenten: Durch den US-Schiefer-Öl-Boom hat sich in den letzten Jahren ein neuer Player im Produzentenmarkt etabliert und so das Angebot von Erdöl massiv erhöht.
- US-Dollar vs. Rohstoffe: Historisch betrachtet kommen Rohstoffpreise (in USD) tendenziell in einer Phase von Kursavancen des Greenback unter Druck. Diese inverse Korrelation konnte in den letzten 12 Monaten sehr ausgeprägt beobachtet werden (Abb. 9).



Abb. 9 Inverse Korrelation US\$ vs. Ölpreis (Quelle: Bloomberg)

Öl-Markt (noch) nicht im Gleichgewicht

In den letzten Monaten konnte eine starke Reduktion des Angebots beobachtet werden. Es kam zu einem drastischen Rückgang der US-Oil-Rigs (Bohrlöcher) (Abb.10). Hingegen bleibt die US-Produktion stabil, da primär „ineffiziente bzw. alte“ Bohrlöcher stillgelegt wurden.

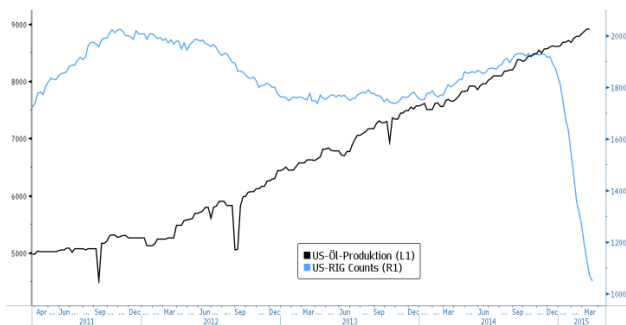


Abb. 10: US-Oil-Rigs-Reduktion vs. US-Oil-Produktion (Bloomberg)

Es wird auch erwartet, dass kleinere US-Schiefer-Ölproduzenten die stattgefunden Halbierung des Ölpreises nicht überleben werden. Diese Erwartung widerspiegelt sich bereits bei den erhöhten Risikoaufschlägen im High-Yield-Bond-Bereich für US-Energiefirmen.

Globale Ölfirmen als Investmentopportunität

Aufgrund des soliden Wirtschaftswachstums in den kommenden 18 Monaten, der erwarteten Erholung der Eurozone, der stabilen Nachfrage aus Asien und der weiterhin expansiven Geldpolitik der EZB sowie der Bank of Japan kann von einem kontinuierlichen und robustem Nachfragewachstum ausgegangen werden.

Derzeit präsentiert sich die Gleichung zwischen Öl-Angebot und Nachfrage stark verbessert und wir erwarten, dass sich der Ölmarkt in den kommenden Monaten wieder Richtung Gleichgewicht bewegt.

Der Terminmarkt zeigt für die kommenden Quartale eine Stabilisierung des „schwarzen Goldes“ an und danach für die folgenden Jahre eine stetige Preis-erholung (Abb. 11).

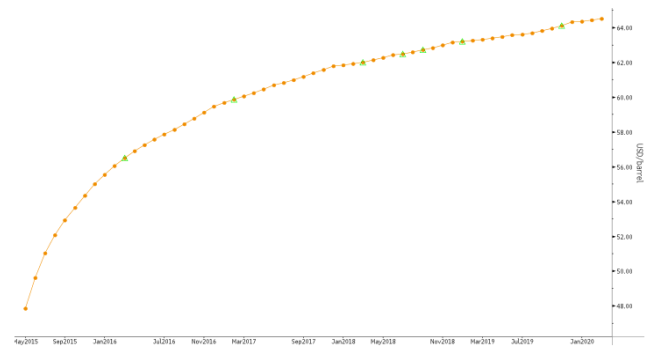


Abb. 11 Ölpreisforward-Kurve (Quelle: Bloomberg)

Risiken für unser Szenario

Das Timing des richtigen Einstiegzeitpunkts bleibt bei diesem volatilen Anpassungsprozess die grosse Unbekannte. Einerseits könnte das prognostizierte Nachfrage-Wachstum (globale BIP-Erholung) sich verzögern oder verlangsamen. Andererseits besteht die Möglichkeit, dass sich aufgrund diverser geopolitischer Veränderungen (z.B. Iran), kurzfristig das Angebot signifikant verändern respektive erhöhen könnte.

Fazit

Der erwähnte Ölpreis-Zerfall eröffnet aus mittel- bis langfristiger Anlageoptik für den globalen Investor eine interessante Investmentopportunität.

Wir sehen grosskapitalisierte integrierte Erdölfirmen als eine defensive und interessante Anlage-möglichkeit, um von der derzeitigen Stabilisierung und der zukünftig erwarteten partiellen Erholung des „schwarzen Goldes“ profitieren zu können.

Erst in einer zweiten Phase, wenn der Investitionszyklus bei den integrierten Erdölunternehmen wieder beginnt, würden wir in reine Ölservice- bzw. Förderunternehmen investieren.

Als passendes Investment bevorzugen wir derzeit einen ETF auf US-Ölfirmen oder europäische Unternehmen wie Royal Dutch Shell oder Total.

Baar-Zug, März 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.