



Anlagepolitischer Ausblick 4. Quartal 2016

Globaler makroökonomischer Ausblick

USA	<ul style="list-style-type: none"> Die jüngsten Wirtschaftsindikatoren fielen gemischt aus. Das Konsumentenvertrauen verbesserte sich, während die Vorlaufindizes für Dienstleistungen und die Verarbeitungsindustrie zurückgingen. Wir erwarten ein verlangsamtes, aber positives Wachstum. Die anstehenden Wahlen werfen ihre Schatten voraus, hatten allerdings bis anhin keine abträglichen Auswirkungen auf das Konsumentenverhalten. Das Fed verschob im September eine Zinserhöhung. Der feste Arbeitsmarkt und gewisse zur Zielgröße tendierenden Inflationsmasse sprechen für einen Schritt im Dezember.
Europa	<ul style="list-style-type: none"> Das „Brexit“-Votum wurde von den Finanzmärkten bemerkenswert schnell verdaut, Unsicherheiten indes könnten bei Verhandlungsbeginn wieder in den Vordergrund rücken. Das Wirtschaftswachstum bleibt vergleichsweise robust, obgleich teilweise Verlangsamungstendenzen sichtbar werden. Der Arbeitsmarkt verbessert sich allmählich, während die Inflation klar unter dem Zielband der Zentralbank verharrt. Die EZB bleibt über die tiefe Inflation und mögliche „Brexit“-Effekte besorgt. Sie könnte im Dezember das „QE“-Programm über März 2017 hinaus verlängern. Politische Entwicklungen wie die Migrationswelle könnten Wahlen unter anderem in Frankreich und Deutschland 2017 beeinflussen.
Schweiz	<ul style="list-style-type: none"> Das Schweizer Wachstum beschleunigt sich von tiefen Niveaus aus. Unternehmen lernen, mit dem starken Franken zu leben, gleichwohl lasten UK-Unsicherheiten auf Investitionen und Exporten. Die SNB-Politik bleibt EZB-bestimmt. Ihr Spielraum ist beschränkt, sie interveniert sporadisch an den FX-Märkten zwecks Eindämmung des Franken-Aufwärtsdrucks.
Emerging Markets	<ul style="list-style-type: none"> Die Wachstumsmuster klaffen vermehrt auseinander. Rohstoffkonsumenten profitieren von sinkender Inflation, während Rohstoffproduzenten unter tieferen Preisen leiden.

Traditionelle Anlagen

0-3Mt. bis 12Mt.

Währungen	Handelsspanne von USD/CHF: 0.95-1.02 bzw. EUR/CHF 1.06-1.14.		
Obligationen	Die Zinskurven flachen sich mit gelegentlichen Unterbrüchen weiter ab. Rund ein Drittel aller Obligationen weltweit rentieren negativ. Das Tiefstzinsniveau bleibt für EUR- und CHF-Anleihen mittelfristig bestehen. USD-Renditen werden nur moderat ansteigen. Strategie: Kurze bis mittlere Laufzeiten, keine Staats- und CHF-Anleihen. Hochverzinsliche und langlaufende Obligationen sind hohen Kursrisiken unterworfen.	➔	➔
Aktien	Aktienmärkte werden weiter in korrekturanfälligen Seitwärtstrends gehandelt. Volatilitäten sind zu tief. Bewertungen sind gegenüber Zinsen ansprechend, bieten jedoch wenig Rückhalt. Dividendenrenditen bleiben attraktiv. Umsatz- und Gewinnverbesserungen sind eine Voraussetzung für nachhaltige Kursanstiege.	➔	➔

Kotierte Alternative Anlagen

Private Equity	Kursabschläge zu NAVs verengen sich sukzessive, bleiben aber über den historischen Durchschnitten von 15%. Attraktive Dividendenrenditen von über 5%.	➔	➔
Infrastruktur	Gegenüber Aktienmärkten höhere Performance bei geringerer Volatilität. Historisch tiefe Bewertungsprämien deuten auf stabile unterliegende Cashflows hin.	➔	➔
Rohstoffe	Höhere Ölpreise in 6-12 Monaten könnten längerfristig eine breitere Erholung stützen. Gold tendiert seitwärts, könnte unter steigenden US-Zinsen leiden.	➔	➔
Immobilien	Beschränktes Risiko-/Ertragsprofil, hingegen positive Renditen im Zinsumfeld.	➔	➔

Marktdaten

BIP Wachstum %	Länder	2015	2016E	2017E						
Industrienationen	USA	2.60	1.50	2.20	Staatsanleihen (10y)	30.09.2016	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp	
	Japan	0.60	0.60	0.80		CHF Eidgenossen	-0.55	2.90	-20.90	-42.40
	Eurozone	2.00	1.50	1.30		USD Treasury	1.59	12.47	-17.43	-44.24
	UK	2.20	1.80	0.70		EUR Bund	-0.12	1.10	-27.20	-70.60
	Schweiz	0.80	1.40	1.40		Aktienmärkte	30.09.2016	% -3M	% -6M	% -12M
Emerging Markets	China	6.90	6.60	6.30	SMI	8139.01	1.48	4.24	-4.40	
	Indien	7.20	7.40	7.80	S&P 500	2168.27	3.31	5.27	12.93	
	Brasilien	-3.80	-3.30	1.00	Nikkei	16449.84	5.61	-1.84	-5.40	
Wechselkurse	30.09.2016	% -3M	% -6M	% -12M	FTSE-100	6899.33	6.07	11.73	13.82	
	USD/CHF	0.97	-0.60	1.30	-0.36	DJ EURO-STOXX 50	3002.24	4.80	-0.09	-3.17
	EUR/CHF	1.09	0.86	0.01	0.13	Rohstoffe	30.09.2016	% -3M	% -6M	% -12M
	GBP/CHF	1.26	-2.81	-8.69	-14.57	Gold oz/USD	1315.75	-0.49	6.74	18.00
3 Monats Libor	30.09.2016	-3M Bp	-6M Bp	-12M Bp	Öl (WTI)	48.24	-0.19	25.82	6.99	
	CHF	-0.75	2.98	-2.08	-1.70	Kupfer (Spot)	4848.00	0.17	-0.67	-6.35
	USD	0.85	19.96	22.51	52.87					
EUR	-0.30	-1.50	-5.70	-26.10						

Quelle: Bloomberg, Oktober 2016



Gesamtwirtschaftliches Umfeld

Geldpolitik dominiert die Finanzmärkte weiterhin. Politische Faktoren könnten in näherer Zukunft eine prominente Rolle einnehmen.

Die Aktionen der Zentralbanken (oder deren Absenz) bewegen die Märkte nach wie vor. Ihre Unwirksamkeit wird indes in steigendem Masse kritisiert. Es werden vermehrt Stimmen laut, die nach fiskalischen Massnahmen rufen, um das kraftlose Wachstum anzukurbeln. Handfeste Hilfe aus dieser Warte ist bis anhin aber kaum auszumachen. Politischer Populismus ist im Steigen begriffen, was die Finanzmärkte potenziell verunsichern könnte.

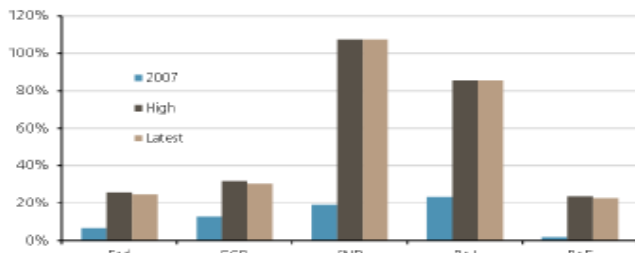


Abb. 1: G4 Zentralbankenbilanzen in % des BIP (Haver, UBS, September 2016)

USA

Die US-Wirtschaft verbleibt in einem Expansionsmodus, der sich jüngst allerdings leicht mässigte. Schwächer als erwartete Dienstleistungsaktivitäten wurden durch höhere Konsumausgaben und einen robusten Arbeitsmarkt ausgeglichen. Während breite Inflationsindizes unter der Zielgrösse des Fed verharren, hat der enger gefasste Kern-CPI (ohne Nahrung und Energie) den Grenzwert erreicht (Abb. 2).

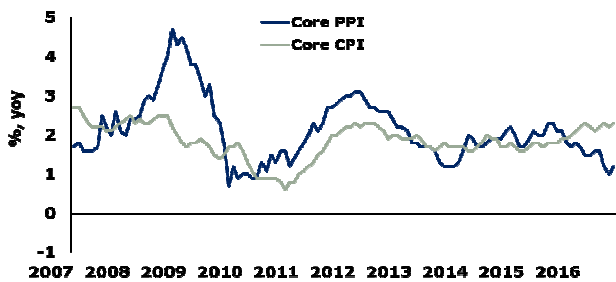


Abb. 2: Inflationsindikatoren USA (Bloomberg, September 2016)

Dies ruft nicht automatisch nach einer unmittelbaren Wiederaufnahme des Zinserhöhungszyklus. Wie jüngst vom Fed kolportiert, mehren sich aber die Argumente. Mehrere Faktoren wie ein sich kontinuierlich aufhellender Arbeitsmarkt, auf breiter Front steigende Inflation und gleichzeitig gelassene Finanzmärkte müssen hierfür jedoch zusammenspielen.

Europa

Die Wirtschaft der Eurozone wächst weiter mit einem ansprechenden Tempo, obwohl jüngst ein sinkendes Konsumentenvertrauen auszumachen war (Abb. 3). Wirtschaftsindikatoren senden andererseits positive Signale. Ein Zurückgleiten in deflationäre Sphären und anhaltende politische Störfaktoren könnten den Ausblick wieder dämpfen. Dies spricht

für eine Fortführung oder gar Ausweitung der EZB-Massnahmen. Zudem wird die Zentralbank mögliche Auswirkungen der bevorstehenden „Brexit“-Verhandlungen aufmerksam verfolgen. Wir erwarten eine anhaltende Schwäche des britischen Pfunds.

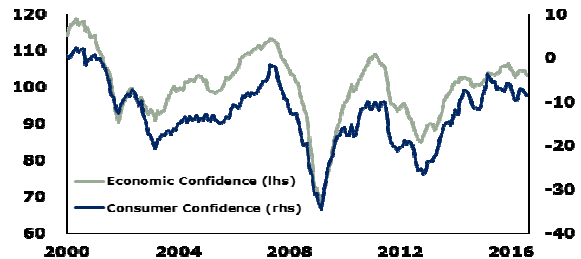


Abb. 3.: Europäische Wirtschafts- und Konsumentenindikatoren (Bloomberg, September 2016)

Schweiz

Das Schweizer Wirtschaftswachstum beschleunigt sich etwas. Die Unternehmen lernen augenscheinlich, mit der starken Währung zurechtzukommen. Tiefere Privatkonsum- und Stimmungsindikatoren deuten hingegen nicht auf einen ausgeprägten Wachstumsschub hin (Abb. 4).

Die SNB bleibt von der EZB abhängig. Das Negativzinsszenario dürfte folglich länger Bestand haben. Eine potenzielle Ausweitung auf noch negativere Zinsen würde kaum ohne Beachtung der Auswirkung auf die Finanzmärkte durchgeführt und bleibt mithin unwahrscheinlich, wenn auch nicht völlig unmöglich.

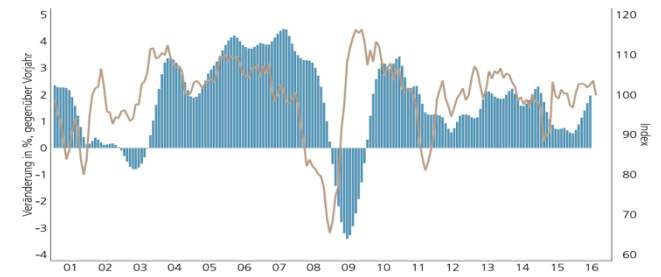


Abb. 4: KOF-Indikator und Schweizer BIP (KOF, September 2016)

Emerging Markets

Die Wahrscheinlichkeit nur zaghaft steigender US-Zinsen hat Druck von den Währungen nicht-rohstoffproduzierender Länder genommen, während steigende Inflation bei Rohstoffproduzenten zu Zinserhöhungen führte. Insgesamt bleibt das Wachstum positiv, jedoch mit unterschiedlichen Tempi.

Risiken

Wir beobachten folgende globale Risikofaktoren:

- „Brexit“ und die möglichen Auswirkungen auf die EU und den Euro („Domino-Effekte“)
- Die Politik der Zentralbanken und mögliche Verschiebungen zu fiskalpolitischen Massnahmen
- Steigender Populismus in Europa und den USA
- Rohstoffpreisentwicklungen, insbesondere Öl



Traditionelle Anlagen

Obligationen – zwischenzeitlicher Unterbruch des Bullenmarktes

Die Zinskurven flachten sich bis anfangs September weiter ab, bis sichtbar wurde, dass die EZB das laufende „QE“-Programm nicht noch weiter aufstockte. Die Bank of Japan gab bekannt, dass sie sich auf „quantitative und qualitative Lockerung mit Zinskurvenkontrolle“ verlege, was die Unsicherheiten weiter erhöhte. Zunehmende Rufe nach fiskalischen Massnahmen trugen hierzu ebenfalls bei. Wir halten Ängste über eine Straffung der Geldpolitik für verfrüht. Sowohl das Fed als auch die EZB bleiben weiter äusserst expansiv, wenn auch mit einer sanften Tendenz zu leicht höheren Zinsen in den USA. Der nächste Zinsschritt dort dürfte erst nach den Wahlen im November stattfinden.



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

Auch langfristige Renditen bleiben auf Tiefstständen. Der Gegenwert von rund USD 12 Bio. aller weltweit gehandelten Obligationen – rund ein Drittel – rentieren mittlerweile negativ. Im September wurden die ersten Unternehmensanleihen mit negativen Anfangsrenditen in Euro und CHF platziert.

Im aktuellen Zinsumfeld liebäugeln viele Anleger mit risikoreicheren Anlagen. Wir erachten sowohl hochverzinsliche („Ramsch“-) als auch langlaufende Anleihen nicht als attraktiv genug, um das erhöhte Risiko zu kompensieren. Privatmarkt-Ansätze können für Investoren mit Toleranz für weniger liquide Anlagen andererseits eine Überlegung wert sein. Auf der entgegengesetzten Seite des Risikospektrums meiden wir Regierungsanleihen aufgrund des fehlenden Renditepotenzials.

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

Aktien – Politik zurück im Rampenlicht

Aus Indexsicht bewegten sich die Hauptmärkte im dritten Quartal seitwärts bis leicht positiv. Die Volatilitäten blieben auf äusserst tiefen Niveaus, was auf übermässige Selbstzufriedenheit der Marktteilnehmer schliessen lässt. Die scharfe Korrektur nach der „Brexit“-Abstimmung im Juni war nach nur zwei Wochen bereits aufgeholt. Zusätzlich zur Absenz von negativen politischen Überraschungen bedarf es hingegen für die Wiederaufnahme eines nachhaltigen Aufwärtstrends auf höheren Umsatzzahlen basierende Gewinnsteigerungen.

Im Grossen und Ganzen können die globalen Aktienindizes wieder ansteigen, solange die Unterstützung der Geldpolitik anhält und das Gewinnwachstum nach den ölpreisinduzierten Verwerfungen auf brei-

ter Front wieder anzieht. Die auf aktuellen Schätzungen basierenden Bewertungen bilden im historischen Kontext keine Stütze, wenngleich sie im Vergleich zu Obligationen nicht extensiv hoch sind (Abb. 6).

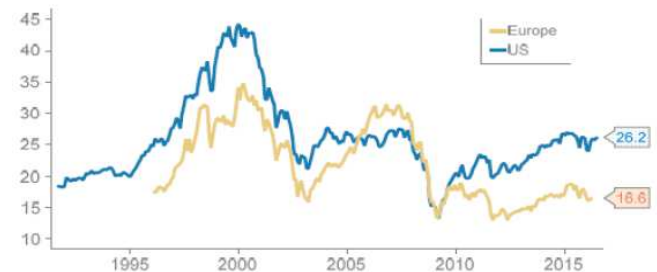


Abb. 6: Zyklisch adjustierte KGVs Europa / USA (Morgan Stanley, Bloomberg September 2016)

Der Lerneffekt von Schweizer Unternehmen im Umgang mit dem starken Franken bestärkt uns in einer positiven Grundhaltung gegenüber dem lokalen Markt. Aufgrund der defensiven Struktur des international ausgerichteten grosskapitalisierten Indexes (SMI) heben wir vor allem das Segment der mittelkapitalisierten Werte hervor.

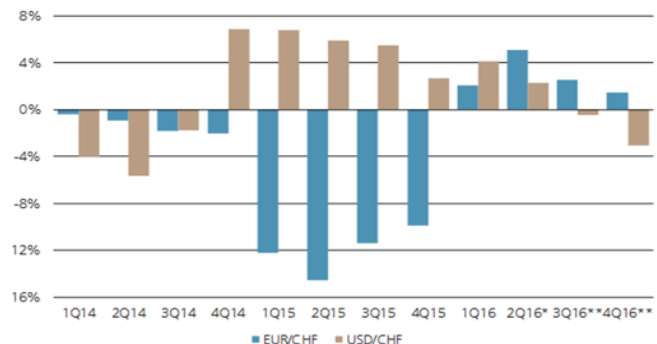


Abb. 7: FX-Einfluss auf CH-Unternehmensgewinne (UBS, Sep. 2016)

Auf Länderebene bevorzugen wir insgesamt die Schweiz und asiatische Schwellenländer. Wir bleiben der Eurozone gegenüber neutral gestimmt und sind in den USA leicht untergewichtet. Aus Sektorperspektive stehen wir Konsum-, Gesundheitswesen-, Technologie- und selektiv Rohstoffaktien positiv gegenüber. Wir meiden weiterhin Titel aus der Versorgerbranche.

Kotierte Alternative Anlagen

Die Discounts der gelisteten Private Equity-Unternehmen zum NAV haben sich jüngst auf 20% verringert, bleiben aber weiter über den historischen Durchschnitt. Die Dividendenrenditen bleiben mit über 5% bzw. bei Infrastrukturtiteln mit rund 3.5% weiter attraktiv.

Im Rohstoffsegment haben die Ölpreise jüngst Lebenszeichen gezeigt. Die OPEC-Mitglieder scheinen Produktionskürzungen positiv gegenübergestellt zu sein (wir bleiben skeptisch). Gold bleibt vom Realzinsgefüge abhängig. Wir sehen aus dieser Warte gegenwärtig kaum nachhaltiges Kurssteigerungspotenzial. Zusätzlich reagiert das Edelmetall kaum auf politische Überraschungen, von denen in der jüngeren Vergangenheit genügend vorhanden gewesen wären, um Kursreaktionen hervorzurufen.



Mögliche Auswirkungen der US-Wahlen auf die Finanzmärkte

President Clinton?

Schenkt man den neusten Umfragewerten Glauben, ist es derzeit wahrscheinlich, dass am 8. November die erste weibliche US-Präsidentin gewählt wird. Ein Präsident Trump ist jedoch nicht völlig ausgeschlossen. Was sind mögliche Auswirkungen der Wahl der einen bzw. des anderen Kandidaten?

Presidential Election Years & the Market
Market data based upon the Dow Jones Industrial Average from 1900 - 2015, using month-end closing data.

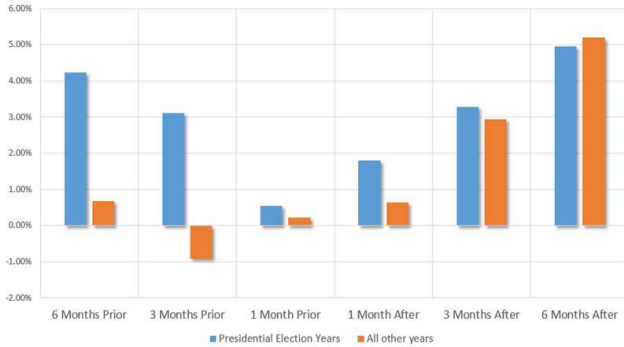


Abb. 8: Dow Jones Industrial Index während Wahljahren (Dorsey Wright, William Blair, August 2016)

Historisch schnitt der US-Aktienmarkt vor Wahlen sowie im unmittelbar folgenden Monat überdurchschnittlich positiv ab. Drei bis sechs Monate später sind dagegen kaum mehr Unterschiede auszumachen (Abb. 8). Die aktuellen Wahlen könnten sich angesichts der Unsicherheiten um einen möglichen Wahlsieger Donald Trump volatiler als üblich auf die Märkte auswirken. Was auch zu berücksichtigen ist: Die Macht des US-Präsidenten ist beschränkt – die Legislative wird ebenfalls teilerneuert. Das Repräsentantenhaus dürfte weiter in republikanischer Hand liegen, während der Ausgang beim Senat ungewiss ist.

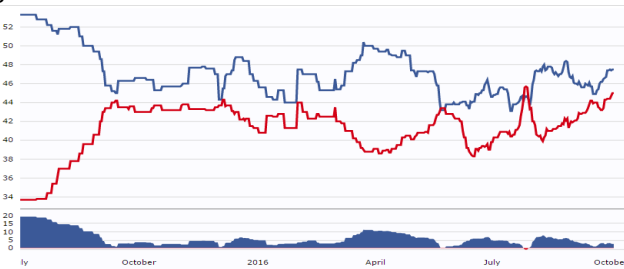


Abb. 9: Umfragen Clinton (blau) vs. Trump (rot) (RealClearPolitics, Oktober 2016)

Falls Donald Trump gewinnt

Finanzmärkte verabscheuen Unsicherheit. Während dies per se nichts Neues ist, lassen sowohl die Regierungsunerfahrenheit als auch seine Wankelmütigkeit im Speziellen Donald Trump als aussergewöhnlich unberechenbar erscheinen. Dies könnte an den Aktienmärkten steigende Risikoprämien und damit tiefere Bewertungen zur Folge haben. Die Aufgabe von Obamacare würde sich negativ auf Aktien im Bereich Gesundheitsdienstleistungen auswirken, während Pharmatitel von nicht stattfindenden Preis-

regulierungen profitieren würden. Regulatorische Entlastungen würden sich positiv auf Energie, Industrie, IT und Finanzdienstleistungen auswirken.

Im Aussenhandel würden sich allfällige Zolltarife gegenüber China und Mexiko vor allem auf diese Länder negativ auswirken. Importe aus den beiden Ländern belaufen sich auf lediglich 4% des US-Bruttoinlandprodukts. Ein geringfügiges Ansteigen der Inflation wäre allenfalls die Folge. Mexiko andererseits wäre deutlich betroffen. Die mexikanischen Exporte in die USA betragen rund 27% des dortigen BIPs. Handelsabkommen wie die geplante TPP (transpazifische Partnerschaft) gerieten unweigerlich in Schwierigkeiten. Unter einem Präsidenten Trump könnte auch das NAFTA-Abkommen liquidiert werden. Obligationen würden von steigender Inflation und von noch weiter anwachsenden Budgetdefiziten strapaziert werden. „Sichere Hafen“-Währungen wie der Schweizer Franken dürften temporär höher notieren.

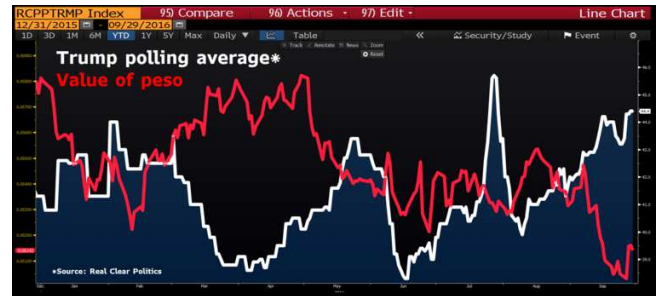


Abb. 10 Trump-Umfrage vs. Mexican Peso (Bloomberg, Oktober 2016)

Falls Hillary Clinton gewinnt

Ein kurzfristiges Erholungsrally an den Aktienmärkten dank beseitigter Unsicherheit ist wahrscheinlich. Handelsseitig sind beide Kandidaten protektionistischer als Obama, wobei sich Clinton deutlich moderater gibt. Während Gesundheitsdienstleistungen unter Trump leiden würden, hat Clinton wiederholt über Beschränkungen bei Medikamentenpreisen gesprochen. Ob solche durch den Kongress bewilligt würden, ist andererseits fraglich. Traditionelle Energieaktien könnten in Schwierigkeiten geraten, da eine Clinton-Administration alternative Energieformen fördern dürfte.

Obligationen dürften profitieren oder zumindest weniger leiden als unter einer Trump-induzierten BIP-Expansion, da Wachstum und Inflation in einem moderaten, leichten Aufwärtstrend verharren würden.

Fazit / Anlagekonsequenzen

Wir halten eine Präsidentin Clinton mit einem republikanisch dominierten Kongress für am wahrscheinlichsten. Unter einem solchen Szenario sind wir vorsichtig bei Ölaktien und grundsätzlich neutral gegenüber Pharmawerten, wo sich bei einer Überreaktion auf eine Clinton-Wahl aber kurzfristige Einstiegs-Chancen ergeben könnten. Positiv bleiben wir für IT, Infrastruktur (eine Gemeinsamkeit beider Kandidaten) und langlebige Konsumgüteraktien.

Baar-Zug, Oktober 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.