



THE DRIVE YOU DEMAND

INVESTMENTPERSPEKTIVEN

2. Quartal 2016



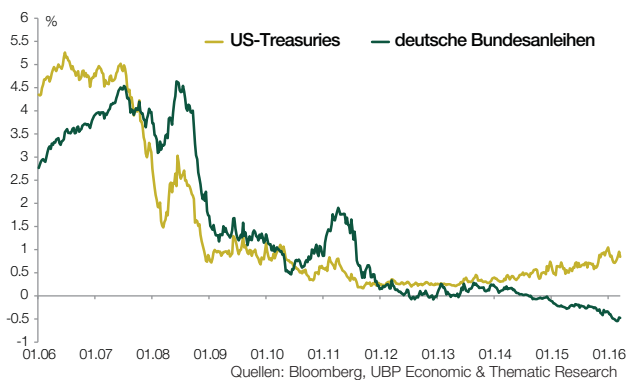
UNION BANCAIRE PRIVÉE

Aggressivere, aber nicht glaubwürdigere Zentralbanken

Seit ihren Tiefstständen im Februar haben sich die Aktienmärkte um mehr als 15% erholt. Die Lage hat sich aber noch nicht entspannt, während die Prognosen für die Weltwirtschaft nach unten korrigiert wurden. Acht Jahre nach Ausbruch der Finanzkrise sind die Märkte und Volkswirtschaften immer noch stark von der Geldpolitik abhängig.

Die Zinssenkungen und Liquiditätsspritzen hatten der amerikanischen Konjunktur nach 2008 auf die Sprünge geholfen. In Japan und Europa dagegen lässt eine dauerhafte Wirtschaftsbelebung durch diese Massnahmen auf sich warten. EZB und Bank von Japan setzten eine zunehmend unorthodoxe Politik um, die in negativen Zinsen und dem Kauf von Unternehmensanleihen ausserhalb der Finanzbranche zum Ausdruck kam. Einige Notenbanker könnten sich sogar mit der Idee anfreunden, die Privathaushalte direkt mit Bargeld zu versorgen, in der Hoffnung, die Inflation anzukurbeln.

2-jährige Anleiherenditen USA & Deutschland



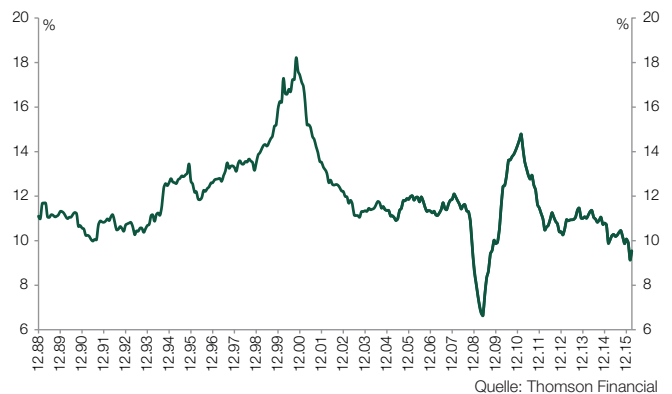
Dieser Vorschlag, der ihrem Mandat zuwiderläuft und in Bezug auf die Geldtheorie ketzerische Züge hat, veranschaulicht die Grenzen der Geldpolitik und könnte das Vertrauen in das Geld zerstören, ohne die Aktivität anzukurbeln. Zwar beruhigen die Zentralbankentscheide die Märkte kurzfristig und gewinnen damit Zeit. Leider sorgen sie nicht für dauerhaft wirksame Lösungen und untergraben auf mittlere Sicht ihre eigene Glaubwürdigkeit.

Selbst bei sehr niedrigen Zinsen ist die Schuldenlast zu gross und verhindert eine Konjunkturerholung in den Industrieländern. Für diese wird in diesem Jahr nun mit einem Wachstum unter 2% gerechnet, trotz der wiederholten Zentralbankinterventionen. Die Haushaltspolitik fährt keinen expansionistischen Kurs und kann daher die Endnachfrage nicht beflügeln. Eine verallgemeinerte Rezession und Deflation könnten so aber verhindert werden.

Erste Anzeichen eines neuen Regimes an den Finanzmärkten, das die Aktionäre weniger begünstigt

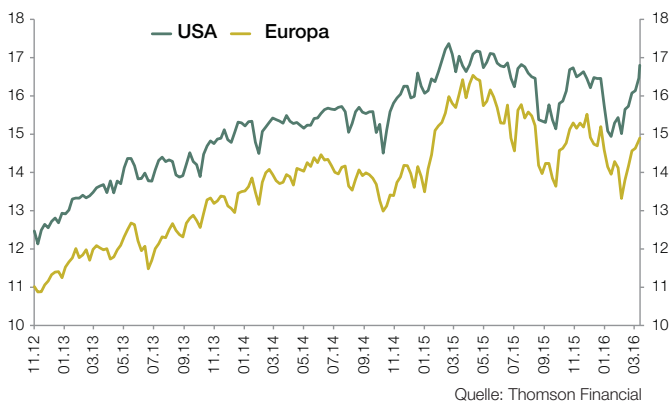
Trotz der Erholung signalisieren die Finanzmärkte nach wie vor Schwäche. Die Zinskurven haben sich als Folge der Zentralbankmassnahmen verflacht. Die Inflationsprognosen bleiben weiter sehr niedrig. Die sinkenden Renditen von Vermögenswerten und negative Zinsen drücken die Rentabilität der Banken, vor allem in den Kernländern der Eurozone. Obwohl den Bareinlagen Strafzinsen drohen, stürzen sich europäische Banken nicht in die Kreditvergabe, vor allem weil die ihnen vorgeschriebenen Eigenmittel ihre Bilanzen belasten. Die Anleger müssen ihre mittelfristigen Prognosen zur Rentabilität der Banken unter Berücksichtigung wahrscheinlicher Kapitalaufnahmen überdenken. Selbst wenn sich Präsident Draghi zu diesem Thema zuversichtlich gibt, ist die Sanierung der Bankbilanzen nicht beendet. Notleidende Kredite – aus der letzten Krediteuphorie entstanden – bremsen die Bankgeschäfte, vor allem in Italien. Die geldpolitische Stimulierung wird zum Damoklesschwert, denn sie nutzt die Banken als Transfermechanismus. Leider profitieren sie nicht (oder weniger) davon und ihre Rentabilität tendiert weiter nach unten, was sie kaum zu weiteren Kreditvergaben motivieren wird...

MSCI AC World: Bottom-up-Konsens zur langfristigen Gewinnentwicklung



Angesichts des Gewichts des Bankensektors und des schwachen Nominalwachstums sollte man zu Korrekturen nach unten der Gewinnprognosen bereit sein. Diese dürften sich im gegenwärtigen Umfeld eher zwischen 3% und 5% ansiedeln, also deutlich unter ihrem historischen Durchschnittswert. Die sinkenden Rohstoffkurse, die bescheidenen Lohnerhöhungen und der schrittweise Wiederaufbau der Fremdfinanzierung in den letzten Jahren sind ebenso viele Faktoren, die eine Beibehaltung der Unternehmensmargen auf ihrem Höchstwert in den USA sowie eine Besserung in Europa und Japan ermöglichen. Diese positiven Auswirkungen könnten nun abklingen, was unweigerlich die Gewinnentwicklung belasten würde.

12-Monats-Forward-KGV: Europa & USA



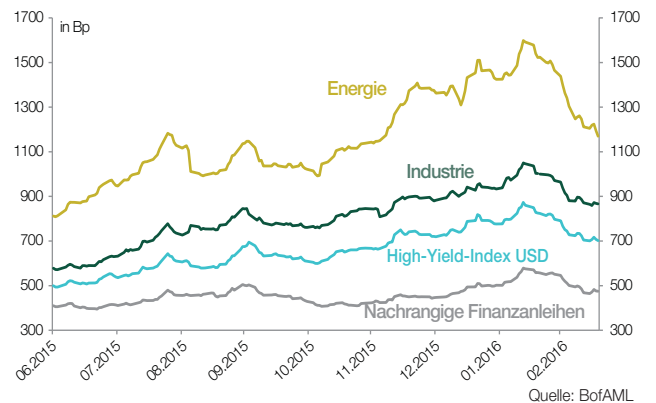
In diesem Klima wird sich die bis im Jahr 2014 beobachtete regelmässige Aktienhausse nicht auf dieselbe Weise fortsetzen. Seit Anfang Jahr haben die Gewinnkorrekturen nach unten sowohl zahlen- als auch volumenmässig zugenommen, die Bewertungen sind über ihren Stand von Ende 2015 zurückgekehrt. Die Bewertungsfaktoren sind angesichts der bescheidenen Gewinnprognosen hoch und dies trotz ausgesprochen niedriger Zinsen. Das Potenzial des Aktienmarktes erscheint daher begrenzt, weshalb sich Erholungs- und Baissephasen in den kommenden Quartalen wiederholen sollten. Eine Folge davon sind Volatilitätsspitzen sowie eine fortgesetzte geografische und sektorielle Rotation. Der seit 2009 anhaltende Bullenmarkt scheint endgültig zu Ende.

Asset Allokation: Beta in diversifizierten Portfolios abbauen

Der sich abzeichnende Finanzzyklus dürfte die Aktionäre weniger begünstigen als in den Jahren 2010-2014. Bewertungen und Gewinnausblick plädieren für mehr Vorsicht gegenüber Aktien und zu Gunsten von Carry-Strategien auf Kosten von Beta-Strategien, also für ein höheres Kredit- und ein niedrigeres Aktienrisiko.

Die Aktienmärkte bleiben anfällig und angesichts des flauen Wachstums, der mangelhaften Visibilität und einer dicht gefüllten politischen Agenda (Wahlen in Spanien; „Brexit“-Referendum in Grossbritannien, Wahlkampagnen in den USA, Terrorgefahr in Europa) könnten wieder Turbulenzen auftauchen und die Wirksamkeit der Geldpolitik der Zentralbanken angezweifelt werden. Die jüngste Stabilisierung des Ölpreises steht auf unsicherem Fundament, denn der Markt weist weiterhin einen Angebotsüberhang auf, während die Nachfrage bestenfalls moderat anzieht. In diesem Umfeld haben es Growth-Aktien schwer, weshalb wir die Portfolios schrittweise auf Value-Aktien (Substanzwerte) umschichten.

High-Yield-Spreads nach Sektor in USD



Angesichts der vorherrschenden Marktbedingungen sind die Suche nach Renditen sowie Carry-Strategien mit hohen Coupons vorzuziehen. Unternehmenspapiere erscheinen als attraktivster Sektor, während Staatsanleihen (vor allem in Europa) kaum rentieren. Investitionen in Staatstiteln sind daher lediglich zur Portfoliokonstruktion gerechtfertigt. Unternehmens- und Auslandsanleihen von Schwellenländern bieten unseres Erachtens beide attraktive Renditen. Da es im Februar in den USA zu einer übermässigen Ausweitung der Kreditspreads gekommen war, ergibt sich eine interessante Risikoprämie, vor allem weil sich in den USA wahrscheinlich keine Rezession entfalten wird und mit einer graduellen Stabilisierung in den Schwellenländern zu rechnen ist.

Finanzprodukte und Vermögenswerte, die den Portfolios Konvexität verleihen, sind ebenfalls empfehlenswert. Auch die Volatilität kann für Gelegenheiten in gewissen Sektoren und Unternehmen sorgen. Einige Hedgefonds-Strategien sollten von diesem Marktumfeld und den Rotationen innerhalb von Themen und Sektoren profitieren.

Jean-Sylvain Perrig
Chief Investment Officer

Patrice Gautry
Chefökonom

März 2016

Rechtshinweis

Dieses Dokument ist Werbematerial und nicht das Ergebnis von Finanzanalysen oder Research und unterliegt damit nicht den gesetzlichen Anforderungen in Bezug auf die Unabhängigkeit von Investment-Research. Des Weiteren dient es lediglich Informationszwecken und stellt daher weder ein Angebot noch eine Empfehlung zum Eingehen jeglicher Art von Finanztransaktionen oder zum Abschluss von jeglichen Mandaten mit Union Bancaire Privée, UBP SA, oder einer Zweigstelle der UBP Gruppe (nachfolgend „UBP“) dar. Zur Verfügung gestellte Unterlagen geben weder ausdrückliche noch implizite Garantien oder eine dahingehende Darstellung ab, weshalb jegliche Haftung abgelehnt wird.

Vorliegendes Dokument widerspiegelt die Meinung von UBP zum Datum seiner Veröffentlichung. Die in vorliegendem Dokument enthaltenen Informationen und Analysen stammen aus als zuverlässig erachteten Quellen. Dennoch gibt UBP keine Gewähr für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Angaben und haftet nicht für allfällige direkte oder Folgeschäden, die sich aus der Nutzung dieser Informationen ergeben. Die hierin enthaltenen Informationen, Beurteilungen und Preisangaben können ohne Vorankündigung Änderungen erfahren. Vergangene Performance und/oder Finanzmarktszenarien lassen nicht auf gegenwärtige oder künftige Erträge schliessen. Investoren können einen Teil oder die Gesamtheit ihres eingangs investierten Betrages einbüßen. Zudem können Gebühren, Tarife und/oder andere Spesen zu einer Performancereduktion führen.

Die hierin geäußerten Meinungen berücksichtigen weder die persönliche Situation eines Kunden noch seine Zielsetzungen oder spezifischen Bedürfnisse. UBP macht keine Aussage über die Geeignetheit der hier beschriebenen Produkte oder Dienstleistungen für bestimmte Kunden und/oder zu ihrer künftigen Performance. Der Kunde sollte in Bezug auf die erwähnten Wertpapiere oder Finanzinstrumente seine Entscheidungen eigenständig treffen. Vor Eingehen jedweder Transaktion sollte der Kunde prüfen, ob die Anlageprodukte oder Dienstleistungen mit seiner persönlichen Situation vereinbar sind sowie die eingegangenen Risiken analysieren, u. a. in finanzieller, reglementarischer, rechtlicher, buchhalterischer und steuerlicher Hinsicht und gegebenenfalls professionelle Beratung einholen.

Die in diesem Dokument erwähnten Investitionen können Risiken beinhalten, die schwer messbar und in die Bewertung besagter Investitionen schwer integrierbar sind. Generell richten sich Produkte mit erhöhtem Risiko wie Derivate, strukturierte Produkte, nicht traditionelle bzw. alternative Investments (Hedgefonds, Private Equity, Investmentfonds usw.) ausschliesslich an erfahrene Investoren, die in der Lage sind, das entsprechende Risiko zu verstehen und zu tragen. Der Kunde könnte sich einem Wechselkursrisiko aussetzen, wenn ein Produkt oder ein Basisinstrument in einer anderen Währung begeben wird als diejenige seines Wohnsitzlandes. Investitionen können Wechselkursschwankungen ausgesetzt sein, die zu Wertsteigerungen und Wertebüssen führen können. Auf Anfrage kann die UBP ausführlichere Informationen zu den mit spezifischen Anlagen einhergehenden Risiken geben.

Vorliegendes Dokument wurde von Union Bancaire Privée, UBP SA, erstellt, eine Bank, die der Aufsicht der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA unterstellt ist, aber nicht der Kontrolle einer ausländischen Behörde. Dieses Dokument richtet sich nicht an Personen, die gemäss den geltenden Gesetzen diese Art von Informationen entweder infolge ihrer Nationalität oder ihres Wohnsitzes nicht erhalten dürfen. Die Übermittlung oder der Vertrieb des vorliegenden Dokumentes oder Kopien davon ausserhalb der Schweiz sind untersagt, ausser sie sind mit geltendem Gesetz vereinbar.

Union Bancaire Privée, UBP SA

Rue du Rhône 96-98 | Postfach 1320 | 1211 Genf 1, Schweiz
T +41 58 819 21 11 | E ubp@ubp.com | www.ubp.com