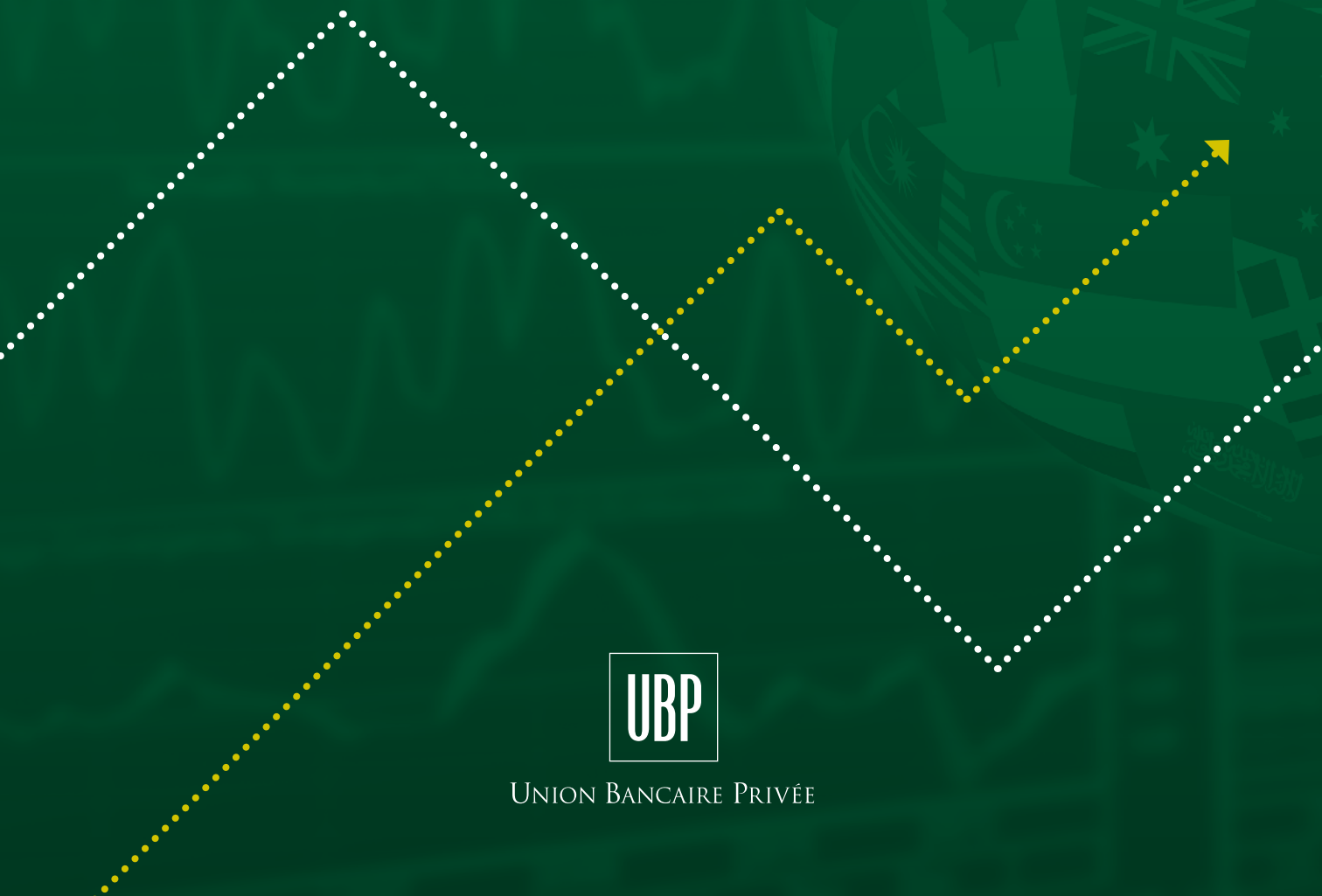
AUSBLICK FÜR 2017

WACHSTUM, WAHLEN, VOLATILITÄT UND CHANCEN



UBP

UNION BANCAIRE PRIVÉE

Vorwort

MICHAËL LOK
Group CIO und
Co-CEO Asset Management

Wie wir gegen Ende 2015 voraussagten, war das vergangene Jahr von wiederkehrenden Volatilitätsschüben gekennzeichnet. Nach den Turbulenzen im Januar und Februar waren Standhaftigkeit und Durchhaltevermögen, sprich investiert bleiben, die beste Lösung, um im Jahr 2016 risikoadjustierte Erträge zu erzielen.

Die Entscheidung, unser Zinsengagement über eine stark diversifizierte, aggressive Positionierung an den Anleihemärkten beizubehalten, steigerte die Wertentwicklung der Portfolios, wie auch unsere Rückkehr an die Anleihe- und Aktienmärkte der Schwellenländer. Das Szenario einer möglichen Rezession und das überraschende Brexit-Votum heizten die Volatilität an, während die Wahl von Trump eine neue Ära für die USA eingeläutet hat und seine ersten Entscheidungen mit kurzfristigen Risiken verbunden sind.

Die Zentralbanken leisten nach wie vor Bereitschaftsdienst unter der Federführung der US-Notenbank, während andere Währungshüter ihre Unterstützung in nie gekanntem Ausmass ausweiten. Die Volkswirtschaften befinden sich auf dem Weg der Erholung und werden weitere Hilfen benötigen. Da risikofreie Anlagen faktisch verschwunden sind – Geldmarktanlagen rentieren praktisch nichts – haben die Anleger kaum Handlungsspielraum in Bezug auf ihr Risikomanagement, obwohl sie aus einer Vielzahl von Ertragsgelegenheiten schöpfen könnten.

In unserem globalen Szenario gehen wir von der optimistischen Annahme aus, dass 2016 ein Übergangsjahr war und 2017 alle Volkswirtschaften eine synchron verlaufende Erholung und Beschleunigung verzeichnen werden. Das vergangene Quartal war vielversprechend: das Wachstum der USA stabilisierte sich auf hohem Niveau, Europa sandte erfreuliche Anzeichen aus, Japan zeigte sich fest entschlossen, sich endlich aus seiner dreissigjährigen Flaute zu befreien und die Schwellenländer sind bereit, ihre Expansion wiederaufzunehmen.

Die Aktienmärkte zeigen seit mehreren Monaten ein global anziehendes Wachstum an. Sie warten nun auf höhere Unternehmensgewinne, damit die in den Industrieländern überdurchschnittlichen Bewertungen wieder auf ein erschwingliches Niveau zurückkehren. Die Anleihemärkte sind noch mit Risiko behaftet, weil ein Anstieg der langfristigen Renditen und der Inflation erwartet wird. Dennoch werden sehr aktive Manager Anlagegelegenheiten finden. An den Devisenmärkten dürfte die Entkopplung der USA vom Rest der Welt noch mehr Volatilität generieren und das Differential zwischen den Wechselkursen stark ausweiten. In dieser Hinsicht war das Brexit-Votum eine schlechte Nachricht, da es das bereits angeschlagene Europa der Gefahr einer zusätzlichen politischen, wirtschaftlichen und monetären Fragmentierung aussetzt.

Alternative Strategien sollten in 2017 eine Schlüsselkomponente in Portfolioanlagen darstellen. Angesichts der in absoluten Zahlen sehr niedrigen Renditen vermögen Anleihen den ihnen innewohnenden Schutz nicht mehr wie bisher zu entfalten. Hedgefonds und auf Risikoprämien fokussierte Strategien werden eine wichtige Rolle für die Risikodiversifikation und die Reduktion der Portfoliovolatilität spielen, eine Funktion, welche die Anleger bislang den Anleihen zugeschrieben hatten.

Wir werden auf den folgenden Seiten näher auf diese Fragen eingehen. Wir freuen uns, Ihnen wie jedes Jahr unsere Marktprognosen für 2017 vorzustellen. Unser Ziel bleibt wie immer, in enger Zusammenarbeit mit Ihnen ein Anlageportfolio zu erarbeiten, das genau auf Ihre Bedürfnisse abgestimmt ist.

INHALT

2007 bis 2017: Von der Krise ins Licht 4

Die Inflation steht vor der Tür 6

Geldpolitik: Das Instrumentarium wird zurückgefahren 8

Wenn die Zinswende kommt 10

Alternative Investments als zentrales Diversifikations- und Risikomanagement-Tool 13

Risikoprämien-Strategien als Renditequelle 15

Schwellenmärkte: Chancen identifizieren 16

Der chinesische Motor dröhnt noch immer 17

Japan: auf den Wandel setzen 18

Wie weiter in Europa und den USA? 20

Unsere Experten 22

2007 BIS 2017: VON DER KRISE INS LICHT

Weltweit synchron verlaufende Erholung

Die Erholung kommt 2017

2017 könnte endlich das Jahr sein, in dem die Märkte ein Jahrzehnt hinter sich lassen, das von der Wirtschaftskrise und ihren Folgen dominiert wurde. Eine zweite „Grosse Depression“ wurde zwar abgewendet, nicht aber die „Grosse Rezession“ der letzten Jahre. Diese hat Spuren hinterlassen, die das „Neue Mittelmass“ (ein vom Internationalen Währungsfonds, IWF, geprägter Begriff) nicht auszulöschen vermag.

Die Weltwirtschaft kämpfte in den vergangenen Jahren mit zahlreichen neuen und überraschenden Risiken. Dieser Zeitraum könnte nun aber mit einer etwas optimistischeren Note zu Ende gehen. Der Ausblick für das kommende Jahr ist freundlicher, und wir rechnen mit einem Wachstum von bis zu 3,5%. Diese Erholung dürfte von der regeren Wirtschaftstätigkeit in den Schwellenländern und der Wachstumsdynamik in den USA getragen werden.

„Noch sind wir nicht über den Berg, doch sehen wir Anzeichen einer künftigen, nach unserem Dafürhalten nachhaltigen Erholung.“

Festeres und dauerhaftes Wachstum in Schwellenländern

Die Konjunktur in den Schwellenländern könnte sich 2017 wieder auf insgesamt knapp 5% beschleunigen – nach der Abkühlung in diesem Jahr auf 4,5%. Die Rally der Rohstoffpreise, die Reformen sowie die staatliche Unterstützung sollten dem Wachstum wieder ein solides Fundament bieten. Die Entwicklung der einzelnen Sektoren dürfte ausgewogener verlaufen, wodurch die wirtschaftliche Expansion nachhaltiger wird.

China und Indien werden die Wachstumslokomotiven der Schwellenländer bleiben. Chinas BIP könnte dank der 2016 umgesetzten konjunkturstützenden Massnahmen wieder auf 7% steigen. Zudem sollten sich die Reformen zur Wandlung der export- und gewerbeorientierten Wirtschaft in ein stärker auf Konsum- und Infrastrukturausgaben basiertes Wachstumsmodell positiv auswirken. Die indische Wirtschaft ist zu alter Stärke zurückgekehrt und die jüngsten Reformen sollten das Wachstum in Richtung von 8% bringen.

Asien dürfte seine starke Dynamik beibehalten; gleichzeitig hellt sich der Ausblick in anderen Regionen auf. Russland und Brasilien werden von der Erholung der Rohstoffmärkte profitieren und 2017 die Rezession hinter sich lassen. Hierzu dürfte auch eine Stabilisierung der Binnennachfrage beitragen.

Zum ersten Mal seit der Finanzkrise sollten also die Wirtschaftsaktivitäten in den Industrienationen und Schwellenländern stärker synchronisiert sein. Die Einigung bei der Ölförderung sowie der langsam anziehende Handel in den einzelnen Regionen sollten nach mehreren Jahren der Stagnation einen Aufschwung des Welthandels ermöglichen.

Moderates Wachstum in den Industrieländern

Das Wachstum in den Industrieländern dürfte 2017 allgemein unter 2% verharren, doch die USA könnten einen Wert von 2,3% erzielen. Die Binnennachfrage wird vom robusten Arbeitsmarkt und von der allmählichen Erholung der Investitionen unterstützt, auch in der Ölbranche.

In Europa und Japan sind die Wachstumsprognosen mit 1% bis 1,5% etwas moderater. Die Beschäftigung sollte in der Eurozone anziehen und die Konsumausgaben ankurbeln. Auch die Investitionen dürften mitziehen. Das Projekt „Europa“ ist nach wie vor mit Unsicherheiten behaftet, doch sollte die Sparpolitik langsam zurückgenommen werden und den Weg freimachen für erste Anzeichen der Erholung. In Japan müssen die angekündigten fiskal- und geldpolitischen Massnahmen erst noch ihre Wirkung entfalten – die Konsum- und Investitionsausgaben sind immer noch gedämpft. Unter dem Strich warten Europa und Japan also noch auf eine Starthilfe durch die USA und Schwellenländer.

Der Ausblick für die britische Wirtschaft scheint unsicher, zumindest bis die Verhandlungen mit der Europäischen Union (EU) ein klareres Bild davon zeichnen, wie ihre Wirtschaftsbeziehungen nach dem Brexit aussehen werden. Grossbritannien könnte zu Beginn des Jahres in eine technische Rezession abgleiten, bis der neue Rahmen klar wird.

Mit Blick auf die Schweiz ist für 2017 mit 1,4% ein ähnlich starkes Wachstum zu erwarten wie in der Eurozone und in Deutschland. Die Wirtschaft der Schweiz hat sich als äusserst robust erwiesen. Obwohl der Franken gegenüber dem Euro dauerhaft überbewertet ist, wurden relativ stabile und stetige Wachstumsraten verzeichnet. Dies war der Flexibilität im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor zu verdanken.

Aus der Vergangenheit lernen

Ungeachtet der für 2017 erwarteten Erholung drohen der Weltwirtschaft in den nächsten Jahren nach wie vor grosse Herausforderungen. Die Krise hat Kapital vernichtet und den Industrienationen fällt es weiter schwer, ein höheres Potenzialwachstum zu erreichen. Im Vergleich zu den Jahren vor 2007 wurden nur geringe Produktivitätszuwächse erzielt. Zudem könnten die geldpolitischen Behörden angesichts der anziehenden Inflation ihre Konjunkturmassnahmen zurückfahren. Während die Schuldenlast der Industriestaaten immer noch hoch ist, hat auch die Verschuldung der Unternehmen in den letzten Jahren zugenommen, vor allem in den USA.

DIE INFLATION STEHT VOR DER TÜR

Schrittweiser Anstieg der Teuerung in den Industrieländern

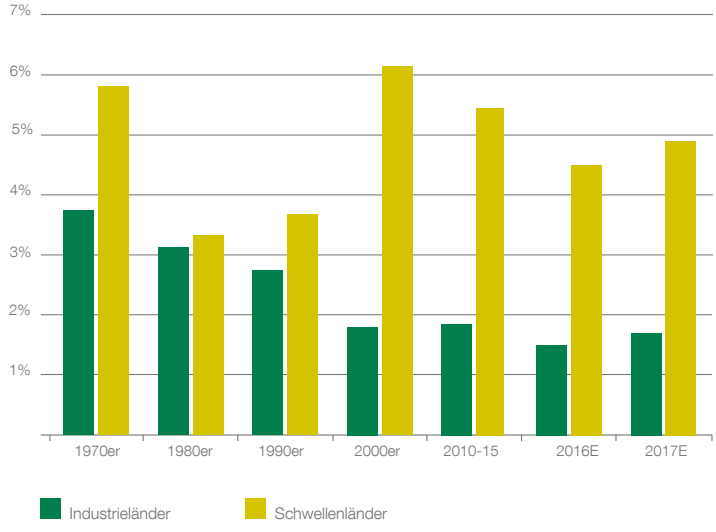
Für 2017 erwarten wir zwei gegensätzliche Trends: Während die Inflation in den Industrienationen kräftig anziehen wird, sollte sie in den Schwellenländern deutlich zurückgehen.

Diese gegenläufigen Kräfte gründen auf den Auswirkungen der Rohstoffpreise, der Währungen und der Binnennachfrage in diesen beiden grossen Länderblocks. Die 2016 erzielte Einigung der Ölfördernationen sollte dafür sorgen, dass die Preise auf einem höheren Niveau verharren als in den letzten zwei Jahren. Bleiben die Ölpreise nach dem Einbruch im ersten Quartal 2016 über 45 bis 50 US-Dollar je Barrel, sollten sie die Preisindizes stützen und Anfang 2017 einen mechanischen Inflationsanstieg bewirken.

In einigen Ländern wie z. B. Grossbritannien werden Währungsschwankungen den Aufwärtstrend noch verstärken. Seit dem Taucher des Pfunds nach dem Brexit-Votum, dürfte die importierte Inflation sich in mehreren Sektoren niederschlagen. Falls die Europäische Zentralbank (EZB) ihre sehr aggressive Unterstützung fortführt, könnte das Zinsdifferenzial die Gemeinschaftswährung belasten. In Verbindung mit der anhaltenden politischen Unsicherheit dürfte das den Preisauftrieb in der Eurozone anfachen.

Die Stärke der Binnennachfrage hat in einigen Sektoren zu Spannungen geführt. In den USA treiben vor allem die Mieten und Gesundheitsausgaben die Kerninflation an. Dieser Trend dürfte sich in den nächsten Quartalen fortsetzen, sofern die neue Regierung nicht mit strukturellen Reformen gegensteuert. In Grossbritannien ziehen die Immobilienpreise ungeachtet der Unsicherheiten im Zusammenhang mit dem Brexit an. Ein besserer Trend lässt sich in diesem Sektor auch in Kontinentaleuropa beobachten. Die Industrienationen verfügen über einen gemeinsamen Inflationstreiber: Die alternde Bevölkerung lässt die Gesundheitskosten steigen.

BIP-Wachstum nach Regionen



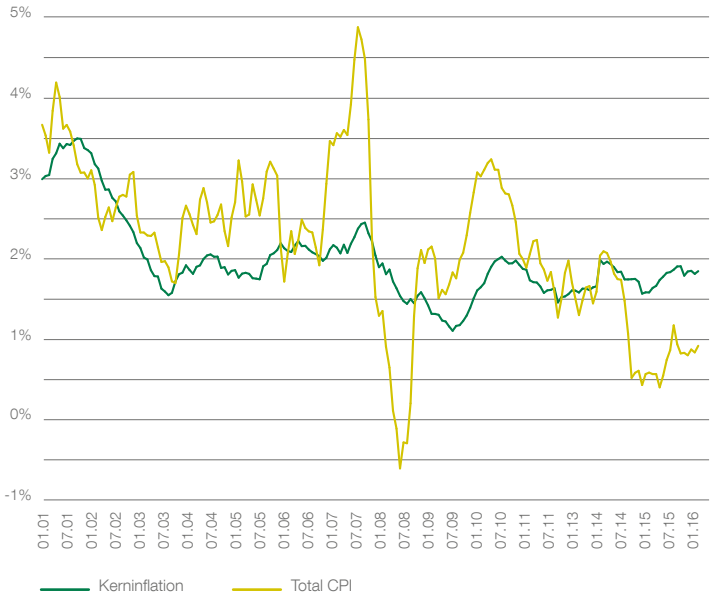
Quellen: IWF, UBP

Unter dem Strich sollte die Inflation in den Industrienationen vor allem im ersten Quartal 2017 kräftig steigen, angetrieben durch den Energiesektor. Sie sollte in den USA auf 2%-2,5%, in Grossbritannien auf 3% klettern und in der Eurozone im ersten Halbjahr rund 1,5% betragen.

In China scheinen die Preise die Talsohle zu erreichen: Die Produzentenpreise nehmen wieder zu und die Inflation sollte sich in den kommenden Quartalen bei etwa 2% einpendeln. Die rückläufige Inflation in den Schwellenländern dürfte durch fallende Preise in Russland, Brasilien und Indien angetrieben werden. Der Rubel und der brasilianische Real werteten im Zuge der Wirtschaftskrise und der politischen Unsicherheit deutlich ab. Weil sich das Vertrauen festigt und sich die Volkswirtschaften stabilisieren, sind die beiden Währungen wieder erstarkt. Das dürfte Russland und Brasilien 2017 helfen, die Rezession zu überwinden und die Inflationsquoten aus dem zweistelligen Bereich wieder in Richtung der mittelfristigen Ziele der Zentralbanken sinken lassen. Im Fall Indiens haben extreme Wettersituationen die Preise über die Zielwerte hinausschiessen lassen. Daher wird erwartet, dass sich diese bis zum Jahresende normalisieren werden.

Insgesamt sollte 2017 ein Ende der Inflationsbefürchtungen markieren, die an den Märkten dominierten, obwohl die Wirtschaftskrise bereits überwunden war. Folglich werden die Privathaushalte langsam wieder die Kaufkraft einbüssen, die sie während der letzten Jahre dank der niedrigen Energiepreise gewonnen hatten. In dieser Phase wird die Lohnentwicklung 2017 eine wichtige Rolle spielen. Das gilt besonders für die USA, wo sich der Arbeitsmarkt der Vollbeschäftigung nähert. Zwar ist die Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale beschränkt (weil die Anstiege nur einige Sektoren betreffen und die Erwerbsquote niedrig bleibt), doch dürfte sich das allgemeine Lohnniveau nach oben bewegen.

Inflation in der OECD



Quelle: OECD

GELDPOLITIK: DAS INSTRUMENTARIUM WIRD ZURÜCKGEFAHREN

Die Zentralbanken sind mit Blick auf die Reflation weniger aggressiv.

Zentralbanken schrauben zurück

Seit der Finanzkrise haben die Zentralbanken ihre unkonventionellen geldpolitischen Massnahmen zur Unterstützung der Konjunktur unablässig ausgeweitet. Nach den ersten Kürzungen haben sie ihre Leitzinsen direkt in den negativen Bereich gesenkt. Dann begannen sie, Anleihen zu kaufen; von Staats- bis hin zu Unternehmensanleihen und in Japan sogar ETFs und REITs. Als Folge davon explodierten nicht nur die Bilanzen der Zentralbanken, sondern letztere nahmen auch einen enormen Einfluss auf die Märkte, der über ihre Mitteilungen zur Geldpolitik hinausging.

Die negativen Leitzinsen haben mehr Probleme verursacht, als vermutlich ursprünglich von den Zentralbanken erwartet. In Japan und Europa lösten sie einen weiteren Rückgang der Langfristzinsen aus. Das erschwerte die Lage sowohl für die Banken als auch für Investoren mit sehr langfristigem Anlagehorizont wie Versicherungen und Pensionskassen.

Zwar gingen durch die Massnahmen der Notenbanken die Kreditkosten zurück, doch blieb die Nachfrage nach Krediten sowohl in Europa als auch in Japan eher schwach. Die Auswirkungen der jüngsten Massnahmen der Zentralbanken scheinen also viel fragwürdiger zu sein als ihre ersten Handlungen zu Beginn der Finanzkrise. Damals kurbelten die aufeinanderfolgenden Wellen billigen Geldes die Märkte an. Sie erleichterten Fusionen und Akquisitionen und stellten die Bereitschaft wieder her, Unternehmen durch Fremdkapital zu unterstützen. Diese Politik hat auch dazu geführt, dass die Verbraucher in den USA endlich wieder Kredite aufnahmen.

Nun, da 2017 bevorsteht, scheint den Zentralbanken bewusst zu werden, wie begrenzt ihr Einfluss auf die Endnachfrage ausfällt. Zudem wird deutlich, welche Verzerrungen ihre Massnahmen bei Banken und an den Märkten auslösen. Daher könnten sie ihre Strategie in den kommenden Monaten in einigen Punkten ändern, darunter:

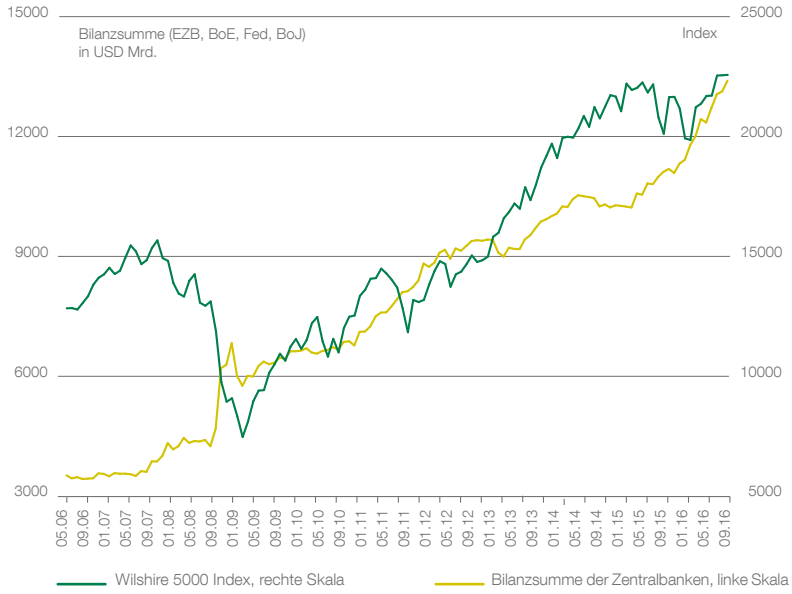
- Eine zielgerichtete Massnahme zu Gunsten von Unternehmensanleihen;
- Ein Ende der Zinssenkungen und eine Untergrenze für kurzfristige Zinsen;
- Eine allgemeine Präferenz für eine positive Renditekurve sowie Bemühungen, die Renditekurve so zu belassen (mit regionalen Anpassungen);
- Eine Abkehr von der aggressiven Geldpolitik mit weniger intensiven Sparzwängen, mehr Flexibilität und einer expansiveren Fiskalpolitik.

Die Zentralbanken der Industrienationen dürften 2017 ihre akkommodierende Geldpolitik weiterverfolgen, dabei aber weniger aggressiv vorgehen. Die US-Notenbank (Fed) versucht sich bereits seit zwei Jahren an der Normalisierung ihrer Geldpolitik. Wenn es schliesslich soweit ist, wird sie die Zinsen anpassen (wenn auch nur in geringem Umfang). Eine erste Zinserhöhung wird für Dezember erwartet, ein zweiter Schritt sollte im Juni folgen. Und die EZB? Sie könnte ihr Anleihenkaufprogramm verlängern (von März bis September 2017). Aufgrund interner Widerstände dürfte sie indes zögern, die Bedingungen ihres Programms zum Kauf von Staatsanleihen wesentlich zu ändern. Bei Interventionen der Bank of Japan (BoJ) und der Bank of England (BoE) dürfte der Schwerpunkt eher auf Unternehmensanleihen als auf den Zinsen liegen, weil Zinssenkungen indirekte Auswirkungen auf Banken und Währungen haben.

In den Schwellenländern könnten die Notenbanker die Leitzinsen weiter kürzen. Das gilt besonders für Länder wie Russland und Brasilien, die mit einer einbrechenden Inflation konfrontiert sind. In anderen Staaten werden die Zinsschnitte vermutlich weniger drastisch ausfallen. Schliesslich ist dort der Spielraum geringer und die Wirtschaftstätigkeit dürfte nach einigen schleppenden Jahren wieder ihr ganzes Potenzial erreichen.

Insgesamt sollten die Zentralbanken akkommodierend bleiben, während die reflationäre Politik immer weniger aggressiv wird. Dafür ist zum Teil die erwartete Wirtschaftserholung massgeblich, aber auch die Auswirkungen der jüngsten Massnahmen auf die Anleihemärkte und den Bankensektor. Wir glauben, dass die Zentralbanken ihren geldpolitischen Kurs auf den Konjunktur- und Inflationszyklus abstimmen werden.

Bilanzsumme der Zentralbanken und Aktienmarktentwicklung



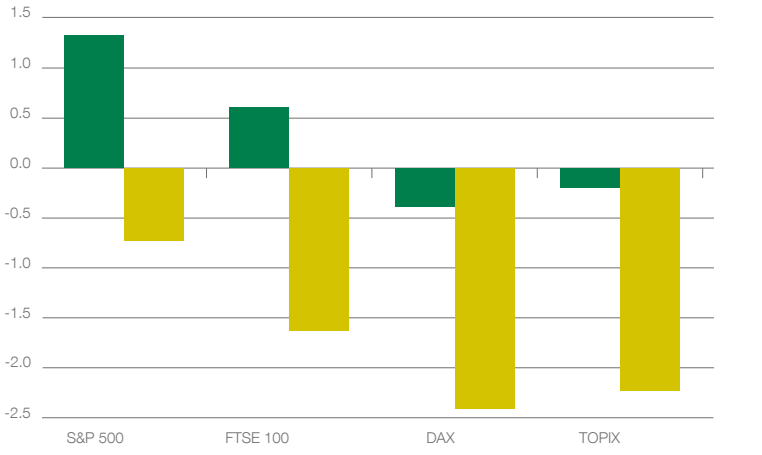
Quellen: Zentralbanken, UBP

WENN DIE ZINSWENDE KOMMT

Wenn die Zinsen nicht mehr fallen…
… sollten die Anleger bereit sein.

Seitdem die USA 2012 eine dritte Runde ihrer quantitativen Lockerung angekündigt hatten, sorgten sich die Anleger darum, wie sie in einem Niedrigzinsumfeld investieren könnten. Sie wurden für ihre Besorgnis aber lediglich mit noch tieferen Zinsen entlohnt, ermutigten die anschliessenden Minikrisen und Wachstumsängste doch die Zentralbanken weltweit, dem Vorbild der USA zu folgen. Während all dies geschah, zogen sich die USA selber von der ehemals extremen Geldpolitik der globalen Zentralbanken zurück.

Anleiherenditen können Aktienbaissen nicht mehr aufwiegen



Quelle: UBP

Warum sollten die Anleger also nicht davon ausgehen, dass das aktuelle Niedrigzinsumfeld seinen Abwärtstrend – an den sie sich bereits gewöhnt haben – fortsetzt? Die Sätze haben in Japan, der Schweiz, im Euroraum und in einer wachsenden Zahl von Ländern rund um den Globus bereits 0% erreicht oder liegen gar im negativen Bereich.

Nun könnte allerdings die Wende bevorstehen, vor allem weil die Zentralbanken selbst signalisieren, dass sich ihre Geldpolitik von der seit 2012 von der Fed betriebenen Politik löst. Die dritte Runde der quantitativen Lockerung reichte aus, um die US-Wirtschaft zu stabilisieren und den „Reparaturprozess“ anzustossen. Allerdings zeigen die Schäden, welche die Bankensysteme in Europa und in geringerem Masse in Japan nach den negativen Zinsen und der quantitativen Lockerungen genommen haben, dass bei der Geldpolitik nun die nächste Stufe erforderlich ist.

Die japanische Zentralbank ging federführend voraus und zeigte, wie man die Form der Renditekurve effektiver steuern kann. Viele Marktbeobachter bezeichneten die Änderungen am geldpolitischen Rahmen als „minimal“. Dennoch

sollten sie dazu beitragen, die Bankenrentabilität zu fördern und so die Finanzhäuser ermutigen, mehr Kredite für längerfristige Projekte zu vergeben. Das könnte möglicherweise die fiskalpolitische Unterstützung der japanischen Wirtschaft im Jahr 2017 etwas verstärken.

Zudem mehren sich die Gerüchte, dass die EZB nach Alternativen zu ihrer heutigen Politik suchen muss. Die jüngste Versteilung der Renditekurve in der Eurozone könnte ein ähnliches Ergebnis bewirken wie der Wandel in der japanischen Geldpolitik, während die Fiskalpolitik im Euroraum 2017 weniger restriktiv wird.

Der Wechsel in der Politik der Zentralbanken bedeutet nicht unbedingt das Ende der Periode mit „für einen längeren Zeitraum niedrigeren Zinsen". Anleger sind nun aber mit dem Problem konfrontiert, dass die Inflation, die festverzinslichen Anlagen in den letzten Jahren einen Rückenwind verschafft hat, nun ein Problem darstellen könnte: Es gibt Anzeichen für eine Inflationsbeschleunigung.

Es überrascht nicht, dass der Preisauftrieb in den USA begann, wo die erste quantitative Lockerung umgesetzt wurde. Dort hat die Kerninflation mit 2,3% ihr höchstes Niveau seit 2008 erreicht. Der verstärkte Preisdruck ging in den USA mit einer Deflation der Rohstoffpreise einher, die seit 2012 weltweit deutlich eingebrochen sind. Diese Deflation flaut nun allmählich ab. Die Preise für Rohöl, landwirtschaftliche Produkte und Industriemetalle weisen weltweit zum ersten Mal seit 2012 positive Veränderungen gegenüber dem Vorjahr aus.

Im Gegensatz zur sichtbaren Wende für Politik und Inflation ist an den Märkten der Status quo eingepreist. Scheinbar gehen die Marktteilnehmer davon aus, dass die Zentralbanken die nominalen Anleiherenditen immer tiefer treiben und die Spreads für Unternehmenspapiere weiter senken können. Die Renditen 10-jähriger Staatstitel aus den USA, Deutschland und Japan liegen (abzüglich der Verbraucherpreisinflation) nahe Rekordtiefs. Unterdessen erhalten die Anleger unterdurchschnittliche Prämien für die Übernahme von Unternehmensrisiken. Folglich ist es unserer Ansicht nach Zeit für die Anleger, sich auf die aktive Bewirtschaftung des Zinsengagements zu konzentrieren und dieses zu reduzieren, anstatt es wie in den letzten Jahren weiter auszubauen.

Glücklicherweise bieten die hohen Spreads im Hochzinssegment sowie für Hartwährungsanleihen aus Schwellenländern einen ausreichenden Puffer gegen steigende Leitzinsen. Im Umfeld anziehender Zinsen im zweiten Halbjahr 2016 boten diese beiden Anlageklassen weiter positive Renditen und kompensierten so den Ertragsdruck, der von

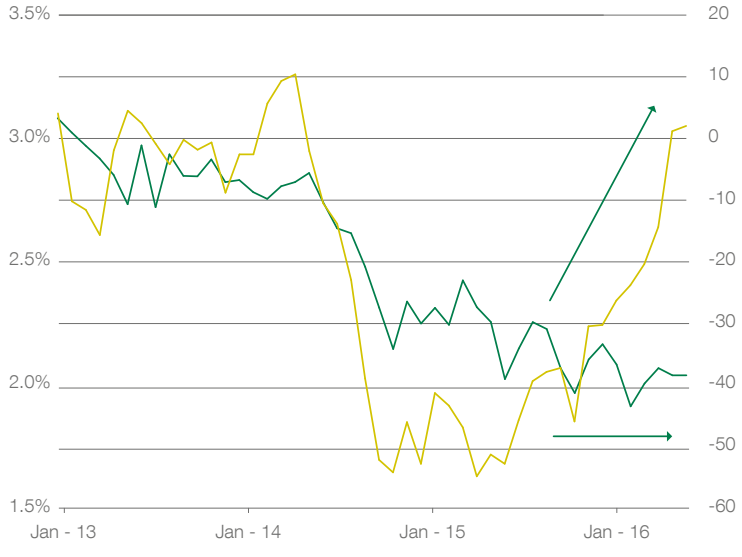
Ende der Rohstoff-Deflation

Quelle: Reuters

steigenden Staatsanleihenrenditen ausgeht. Für Investoren, die sich um die Auswirkungen höherer Leitzinsen sorgen, könnten Strategien mit einer kürzeren Duration oder sogar Strategien mit variablen Zinsen (zum Beispiel Leveraged Loans) einen gewissen Schutz bieten.

Für Anleger, die nach der Sicherheit von Staatsanleihen suchen, gilt: Inflationsindexierte Anleihen aus den USA scheinen eine Normalisierung der Inflation in den kommenden Jahren falsch zu bewerten. Die Inflationsprognosen sind dem Rückgang der Rohölpreise seit 2013 gefolgt. Zuletzt haben sie sich aber von ihnen entkoppelt, was Anlegern eine Chance bietet, sofern sie sich wie erwartet normalisieren.

Inflationserwartungen liegen hinter steigendem Inflationsdruck zurück



5y5y-Inflationserwartungen USA, linke Skala
Rohöl der Sorte Brent, Variation im Jahresvergleich, rechte Skala

Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis

Auf ähnliche Art sind Unternehmenspapiere mit einem Investment-Grade-Rating (IG) im Vergleich zum moderaten Zinsanstieg gegenüber Staatsanleihen teuer. Das gilt besonders, wenn die Inflationserwartungen im Verlauf des kommenden Jahres steigen. Auch wenn wir an einem Engagement im IG-Segment der USA festhalten, haben wir unsere traditionelle Position in Schuldtiteln von Unternehmen um Papiere mit variablen Zinsen erweitert. So schützen wir unsere Portfolios, falls die Anleiherenditen künftig nachhaltig zulegen.

Wenn künftig die Engagements in IG-Unternehmensanleihen sinken, werden Hedgefonds und Risikoprämien-Strategien als Carry-Treiber und zur Risikobegrenzung in den Vordergrund rücken. In der Vergangenheit konnten sich Investoren auf steigende Anleihepreise zum Ausgleich von Aktieneinbrüchen verlassen. Angesichts der äusserst niedrigen Anleiherenditen müssten die Renditen der US-Staatstitel von den heutigen 1,75% fast auf -0,75% sinken, um einen Aktienrückgang von 10% aufzufangen.

Aktienanleger sollten das sich verändernde Umfeld bei ihrer Vermögensallokation mitberücksichtigen. Bei der Jagd auf Renditen konnten Anleger 2016 besonders stark von ertragsorientierten Strategien profitieren. Wir glauben, dass diese Strategien die Aussichten künftig weiter sinkender Renditen und/oder das Potenzial eines höheren Dividendenwachstums in den nächsten Jahren überbewerten. Weil das Wachstum der Weltwirtschaft 2017 einen Gang zulegen wird, dürften dann die stärker zyklischen und industriellen Sektoren der westlichen Volkswirtschaften Chancen bieten.

ALTERNATIVE INVESTMENTS ALS ZENTRALES DIVERSIFIKATIONS- UND RISIKOMANAGEMENT-TOOL

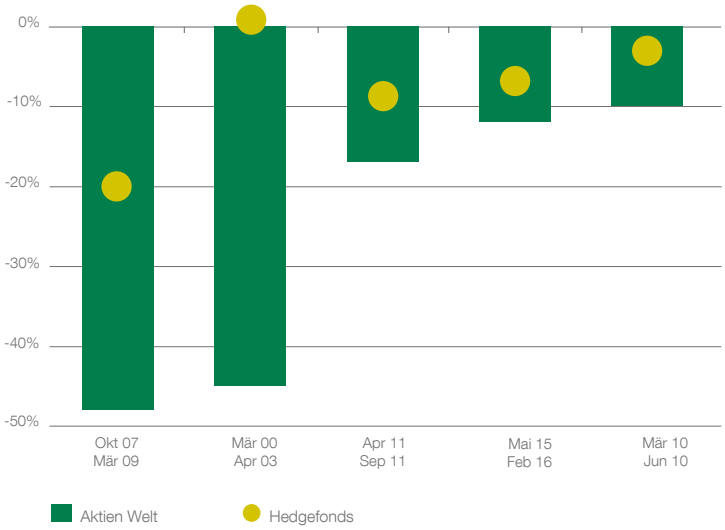
Alternative Anlagen spielen eine wichtige Rolle bei Diversifikation, Volatilitätsbegrenzung und Renditesteigerung.

Historisch gesehen haben Hedgefonds dazu beigetragen, das Risiko/Ertrags-Verhältnis traditioneller, aus Aktien und Anleihen zusammengesetzter Portfolios zu verbessern, indem sie dank ihres im Vergleich zu anderen Anlageklassen niedrigeren Marktexposures (Beta) das Verlustrisiko begrenzten. Wenn wir uns die fünf letzten schlimmsten Einbrüche der Aktienmärkte anschauen, so boten Hedgefonds im Allgemeinen Schutz gegen Verluste. Im Schnitt beteiligten sie sich lediglich an 28% dieser Marktbaissen. Erst kürzlich, als die Märkte im Januar/Februar einen Sturz von fast 7% verzeichneten, vermochten die Hedgefonds ihre Einbusse auf -2,6% zu beschränken. Als der Brexit im Juni bei den traditionellen Anlageklassen Volatilität auslöste, generierten Hedgefonds eine positive Performance von 0,4%.

Dass Hedgefonds ihr Baisserisiko in Schranken zu halten vermochten, verdanken sie ihren diversifizierten Alpha-Quellen und der aktiven Verwaltung ihres Betas gegenüber Aktien. In dieser Hinsicht war die Branche in den letzten Jahren vorsichtig. Das Beta gegenüber Aktien ist derzeit limitiert, im Gegensatz zu 2008, als dieser Wert noch wesentlich höher war.

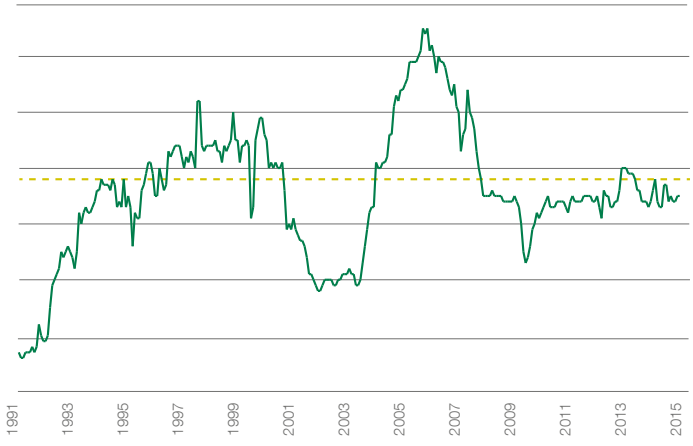
Nach mehreren Jahren einer global akkommodierenden Geldpolitik, die zu Korrelationen zwischen und innerhalb der Sektoren führte, glauben wir, dass sich das Umfeld verändert hat und es zu Verwerfungen kommen wird, da sich die quantitative Lockerung langsam dem Ende zuneigt. Dies bietet aktiven Managern die Gelegenheit, Alpha zu generieren. Wir sind der Ansicht, dass die historisch negative Korrelation zwischen Aktien und Anleihen, die in traditionellen Portfolios ein gutes Gleichgewicht sicherte, verschwunden ist. Wir rechnen damit, dass diese beiden Anlageklassen in Zukunft positiv korreliert sein werden. Ein Regimewechsel, bei dem die Korrelation zwischen Aktien und Obligationen von im Schnitt -0,3 während der letzten 20 Jahre wieder auf +0,3 klettern würde – dem Durchschnitt von 1963 bis 2000 –, würde das Risiko traditioneller Portfolios mit einem Aktien/Anleihen-Verhältnis von 60/40 um fast 20% erhöhen.

Hedgefonds-Erträge während der fünf schlimmsten Aktienbaissen seit dem Jahr 2000



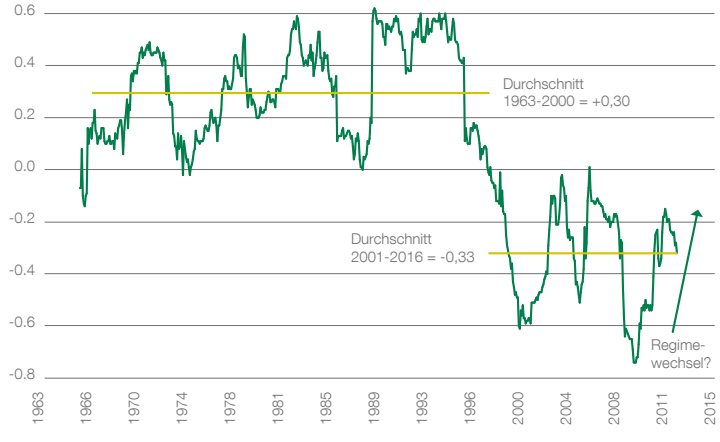
Quellen: Bloomberg, UBP

Hedgefonds: begrenztes historisches Beta gegenüber Aktien (über 24 Monate rollierende Daten)



Quelle: Bloomberg, UBP

Historische rollierende 50-Jahre-Korrelation von Aktien und Anleihen



Quellen: Bloomberg, UBP

„Es geht nicht mehr um die Frage, ob man in alternative Strategien investieren soll. Vielmehr sollten sich Anleger überlegen, welche Strategien und Fonds ihrem Risikoprofil am besten entsprechen."

In diesem Kontext müssen wir uns zwingend auf die Optimierung des Verhältnisses zwischen erwarteter Rendite und eingegangenem Risiko konzentrieren. In Anbetracht dieser Situation macht eine Allokation in Hedgefonds absolut Sinn, denn diese können risikoadjustierte Erträge auf zwei Arten verbessern.

Erstens können einige Strategien hervorragend als Ersatz für traditionelle Anlageklassen dienen. Möchte ein Kunde beispielsweise an seinem Engagement in Europa, der Gesundheit oder der Energie festhalten und gleichzeitig sein Risiko/Ertragsprofil verbessern, so eignen sich gewisse Long/Short-Manager hierfür gut. Das Gleiche gilt für festverzinsliche Strategien, wo gewisse Manager eine gute Ergänzung zu hochverzinslichen oder anderen Anleihearten darstellen können.

Zweitens können bestimmte Strategien als Diversifikationsmittel dienen, was bedeutet, dass sie eine nicht korrelierte Renditequelle einbringen. In dieser Kategorie bevorzugen wir gegenwärtig Strategien wie Macro/Trading, Relative Value oder Equity Market Neutral. Ein Anteil von 20% an diesen Strategien würde das Gesamtrisiko eines 60/40-Portfolios reduzieren und das Risiko/Ertrags-Verhältnis um nahezu 25% verbessern. Wir denken, dass diese Strategien für einen Ertragsfluss sorgen, der von traditionellen Anlageklassen schlicht nicht nachgebildet werden kann. Sie zielen darauf ab, Trends und Marktineffizienzen einzufangen, und trugen historisch gesehen in Stressphasen positiv zur Performance bei.

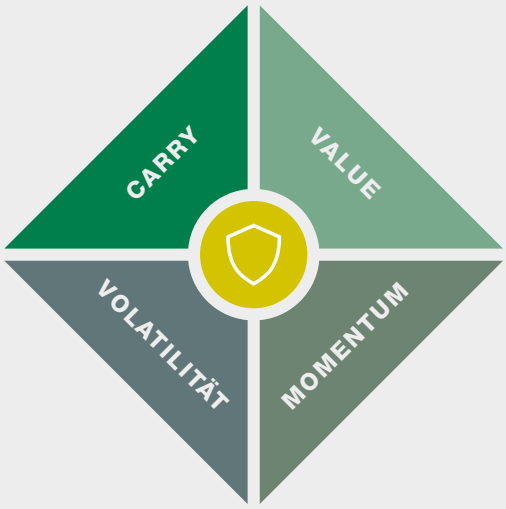
Unserer Meinung nach hat sich die grundlegende Frage für die Anleger verändert. Es geht nicht mehr um die Diskussion, ob man in alternative Strategien investieren soll oder nicht. Es geht vielmehr darum zu entscheiden, was in der Praxis die beste Möglichkeit ist, Kapital in diesem Segment zu platzieren. Für Privatkunden war es bisher sehr kompliziert, in Offshore-Strategien anzulegen; das anhaltend restriktive regulatorische Umfeld zwang institutionelle Kunden dazu, nach regulierteren Strategien zu suchen. In den letzten fünf Jahren war diese Entwicklung der Antrieb für das kräftige Wachstum des alternativen UCITS-Universums. Dieses Format ermöglicht es auch jenen Anlegern, die eine Vorliebe für liquide und transparente Finanzinstrumente haben, an Hedgefonds-Strategien teilzuhaben, ohne das Liquiditätsprofil ihrer Portfolios zu gefährden.

RISIKOPRÄMIEN-STRATEGIEN ALS RENDITEQUELLE

Obwohl der Begriff „Risikoprämien"-Strategie vielleicht etwas ungewohnt ist, reichen seine Wurzeln bis in die 1960er Jahre zurück, als William F. Sharpe Risikoprämien als wichtigste Ertragskomponente identifizierte. Bei dieser Strategie geht es um das Erkennen der Faktoren, für die Anleger letztlich entschädigt werden und die im Wesentlichen die nachhaltigen Renditequellen Ihres Portfolios sind.

Risikoprämien haben die gleiche Bedeutung für Portfolioanlagen wie Nährstoffe für Lebensmittel. Gesundheitsbewusste Esser achten bei ihrer Ernährung zunehmend auf den Nährwert in den Lebensmitteln. Gleichermassen erlaubt die Fokussierung auf Risikoprämien, in den verschiedenen Anlageklassen die tatsächlichen Risiko- und Ertragsquellen zu identifizieren.

Die folgenden Bausteine können beispielsweise für die Klassifizierung der einzelnen Risikoprämien verwendet werden. Dazu gehören Carry, Value, Volatilität und Momentum. Beim Value-Ansatz zum Beispiel werden die Finanzwerte, die verglichen zu ihren Fundamentaldaten am günstigsten sind, herausgefiltert. Momentum-Strategien suchen nach Anlagewerten, die eine hohe Performance erzielt haben und diesen Erfolg wahrscheinlich auch künftig wiederholen werden.



Für unsere Vermögensverwaltungsmandate verwenden wir bereits Exchange Traded Funds (ETFs), die Minimum-Volatility-Strategien einsetzen. Dabei wird in Aktien mit niedrigerer Volatilität investiert, um das Risiko im Portfolio zu senken.

Strategien, die Risikoprämien in den Mittelpunkt stellen, bieten mehrere Vorteile: sie sind äusserst transparent, regelbasiert und kosteneffizient. Aus genau diesen Gründen möchten wir für unsere Allokation in Alternativen Anlagen ETFs mit marktneutraler Risikoprämie einsetzen. Dabei streben wir eine ähnliche Risikoausrichtung wie mit „traditionellen" Hedgefondsanlagen an, profitieren aber für eine ähnliche risikoadjustierte Performance von grösserer Transparenz, erhöhter Liquidität und einer verbesserten Kosteneffizienz.

In einem volatilen Umfeld mit wenig Wachstum werden wir unsere Suche nach unkorrelierten Anlagen und Strategien zu Diversifikationszwecken fortsetzen. Unser Ziel bei UBP ist und bleibt es, für Ihr Portfolio langfristig eine bedeutende Wertentwicklung zu erzielen. Wir sind überzeugt, dass eine Risikoprämien-Strategie positiv dazu beitragen wird.

„Wir glauben an Risikoprämien-Strategien zur Erzielung einer positiven Wertentwicklung für Ihre Vermögensanlage."

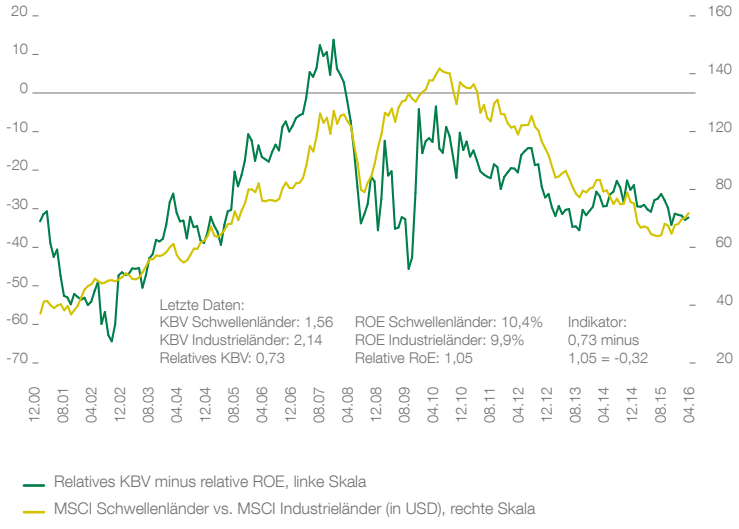
SCHWELLENMÄRKTE: CHANCEN IDENTIFIZIEREN

Viele Schwellenmärkte sind weiterhin attraktiv bewertet.

Die Aktienmärkte der Schwellenländer (EM) zählten 2016 zu den besten Märkten, weshalb sich viele die Frage stellen, ob dieser Run auch 2017 anhalten kann. Wir glauben, die Antwort lautet: ja.

Das sich stabilisierende und anziehende Wachstum dieser Volkswirtschaften wird 2017 den Nährboden für attraktive Gelegenheiten bieten. Sollte sich die Inflation in den Schwellenländern verlangsamen, dürfte dies zum ersten Mal seit 2009-2010 den Markt stützende Zinssenkungen und Steueranreize nach sich ziehen.

Schwellenländeraktien vs. Industrieländeraktien



Quellen: Thomson Financial, MSCI, UBP

Im kommenden Jahr werden beschleunigte Reformen in wichtigen Volkswirtschaften wie Indien zusammen mit dem global anziehenden Wachstum die Anlageklasse der Schwellenländer zusätzlich ankurbeln.

Während die Jagd nach höheren Erträgen die Renditen der Schwellenländeranleihen 2016 abstürzen liess, befinden sich die Spreads gegenüber US-Staatsanleihen nur gerade nahe am historischen Durchschnitt. 2017 dürfte das bessere wirtschaftliche Umfeld zu einer zusätzlichen Spreadverengung und einer besseren Einpreisung des Konjunkturaufschwungs führen, den wir für diese schnell wachsenden Märkte erwarten. Erstklassige Staats- und Unternehmensanleihen der Schwellenmärkte dürften am besten positioniert sein, um von der Wirtschaftserholung zu profitieren.

Nach dem Ende des dreijährigen Baissemarkts 2016 sollten die EM-Aktien im nächsten Jahr eine anhaltende Outperformance erzielen. Sowohl die inländische als auch die globale Konjunkturerholung dürfte die Betriebsmargen – und somit die Gewinne – dieser Märkte ankurbeln.

Trotz der Outperformance von 2016 wird es viele Anleger überraschen zu erfahren, dass Schwellenmarktaktien weiterhin mit einem bedeutenden Abschlag gegenüber Aktien aus den Industriestaaten gehandelt werden, obwohl beide Arten von Unternehmen eine ähnliche Eigenkapitalrendite (ROE) von 10% aufweisen. So werden EM-Aktien nicht nur mit einem Abschlag gehandelt, mit fast 30% hat dieser beinahe sein Allzeit-Hoch erreicht (siehe Grafik).

Bei den Schwellenmärkten lagen Lateinamerika und Osteuropa dank der wieder steigenden Rohstoffpreise 2016 obenauf. Die Erholung der Weltwirtschaft dürfte die Aufmerksamkeit der Anleger 2017 aber auf asiatische Finanzwerte lenken. Obschon die meisten Investoren bereit sind, die Bewertungsprämien von US-Aktien für die erstklassigen Renditen dieser Unternehmen zu zahlen, so anerkennen nur wenige, dass asiatische Aktien mit einem moderaten KGV von 14, US-Titel mit einem KGV von 20 gehandelt werden, obwohl erstere eine ähnliche Gewinnkraft (ROE) aufweisen wie amerikanische Firmen.

Da der Wind 2017 in Richtung Schwellenmärkte dreht, stellen die Bewertungsabschläge sowohl auf festverzinsliche Papiere als auch auf Aktien eine gute Gelegenheit für Anleger dar, ihr Engagement an den Schwellenmärkten im kommenden Jahr weiter auszubauen.

DER CHINESISCHE MOTOR DRÖHNT NOCH IMMER

Im Dezember 2001 trat China der Welthandelsorganisation (WTO) bei und durchlief eine Transformation. Sein Bruttoinlandprodukt (BIP) belief sich 2011 auf USD 1,3 Bio. und wuchs in den folgenden drei Jahren mit jährlich fast 10%. 2016 sollte das BIP rund USD 12 Bio. betragen, doch die Wachstumsrate hat sich gegenüber derjenigen vor 15 Jahren mehr als halbiert. Mathematisch ausgedrückt tragen aber 10% von USD 1,3 Bio. weniger als einen Fünftel zum BIP bei als 6,5% von USD 12 Bio. In diesem Zusammenhang ist China zu sehen, und nicht unter dem Gesichtspunkt, ob ein Wachstum von 6,5% oder 8% gut oder schlecht ist. Interessanterweise sind die Beiträge des Privatsektors zum BIP inzwischen grösser als die des staatlichen Sektors. Das Nettoeinkommen der Haushalte ist 5% höher als die Inflation. De facto findet bereits eine ‚Neugewichtung' statt.

Das Hauptproblem von China ist die Qualität seines Wachstums sowie die führenden Reformstrategien. Sehr generell gesagt, treiben in erster Linie die Zentralbank (People's Bank of China, PBoC) und die Nationale Entwicklungs- und Reformkommission (National Development and Reform Commission, NDRC) die marktbasierte Reform voran. Gegendruck gegen ihre Bemühungen erhalten sie durch das Gewicht der planwirtschaftlichen Politik und die Interessen der weit verbreiteten Staatsbetriebe (State Owned Enterprise, SOE). Die Unternehmensverschuldung in Prozent des BIP beträgt heikle 150%; diese Zahl wieder zurück auf den Erdboden zu bringen, ist Chinas schwierigste Aufgabe. Rund 40% der ausstehenden Schulden beziehen sich auf Staatsunternehmen, von denen sich viele im „Rostgürtel" befinden und sich massiven Überkapazitätsproblemen gegenübersehen.

Pekings Reformstrategie folgt einem dreigleisigen Ansatz: Überkapazitäten in andere asiatische Länder im frühen Entwicklungsstadium exportieren; freie Preisbildung für Zinsen und Renminbi an den Finanzmärkten, um geordnete Insolvenzen zu ermöglichen; und die Kombination eines Bullen-Immobilienmarkts mit „Debt-for-Equity Swaps", um die Anzahl notleidender Kredite zu reduzieren. Dieser Ansatz muss als ein Ganzes gesehen werden, wird aber im Erfolgsfall zu einem viel stabileren, nachhaltigeren Wachstum führen. Mit weniger als 50% des BIP bedeutet Chinas tiefe Staatsverschuldung, dass es einen staatlichen Rettungsschirm gibt, falls Hilfsmassnahmen nötig werden.

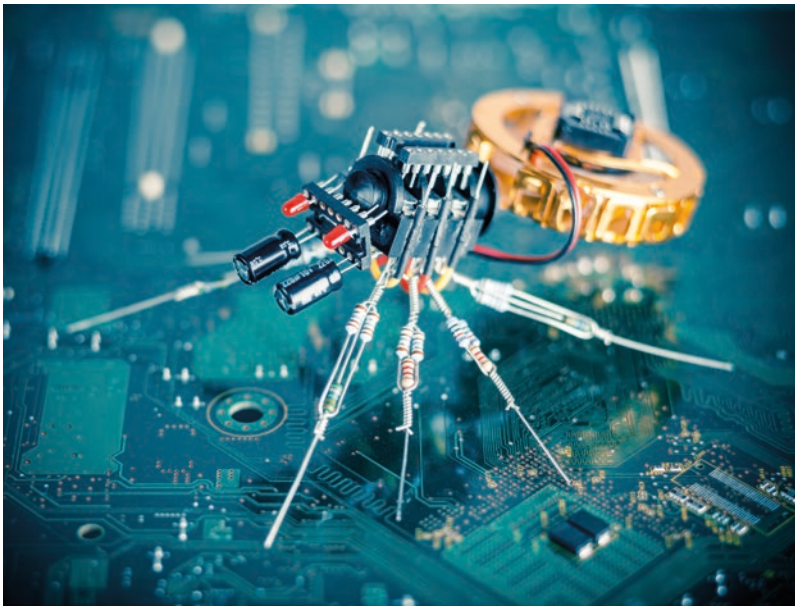
Zugang zu Anlagechancen erhält man über H-Shares in Hongkong oder über „Stock Connect"-Programme, durch die Investitionen von Norden und Süden zwischen Shanghai, Shenzhen und Hongkong fliessen können. Der MSCI wird 2017 wahrscheinlich die chinesischen Festlandaktien A-Shares in seinen EM-Aktienindex aufnehmen. In Wirklichkeit bieten nicht-indexbasierte, aktiv verwaltete Fonds bessere Möglichkeiten, Zugang zu neu gegründeten Unternehmen im Privatsektor zu erhalten.

Der chinesische Anleihemarkt wächst ebenfalls schnell und beginnt sich allmählich zu öffnen. Die Zahlen der Asiatischen Entwicklungsbank (ADB) von Juni 2016 gaben die Grösse des Anleihemarkts in Lokalwährung mit USD 6,9 Bio. an. Dies entspricht bereits 70% des gesamten Anleihemarkts von Japan. JP Morgan rechnet damit, in den kommenden Jahren Zugang zu Chinas Festland-Anleihen zu erhalten. China ist bereits ein wichtiger Akteur an den internationalen Finanzmärkten – und es steht ausser Zweifel, dass sein Einfluss weiter zunehmen wird.

JAPAN: AUF DEN WANDEL SETZEN

Als eine der führenden Industrienationen könnte man Japan für einen reifen Markt mit begrenztem Potential halten. Doch der Eindruck täuscht...

Die schwache Performance Japans 2016 liegt nicht an den schlechten Betriebsergebnissen seiner Unternehmen. Sie ist vielmehr dem Versagen der Bank von Japan (BoJ) zuzuschreiben, die Deflation im Inland zu beenden. Die Notenbank hat die Defizite ihrer Politik zwar spät, aber dennoch erkannt. Ihre strategische Wende im September 2016 wird deshalb nur als marginale Änderung angesehen, welche die Mängel der BoJ-Politik nicht wird rückgängig machen können.



Diese Sichtweise ist unseres Erachtens kurzsichtig, da der politische Richtungswechsel die Basis für einen wesentlicheren Strategiewandel bereitet, möglicherweise sogar bereits zum Ende des laufenden Geschäftsjahrs im März 2017. Dass die BoJ im September zu den einschneidenden strategischen Änderungen bereit war, veranschaulicht ihren Willen, angesichts der hartnäckigen Deflation neue, kreative Lösungen zu suchen.

Wir halten die gleichzeitige Lockerung der Fiskal- und Geldpolitik zwischen Ende Juli und Mitte September für ein Zeichen, dass der Koordinierung der Strategien zwischen der Notenbank und dem Finanzministerium mehr Beachtung beigemessen wird. Da die ersten Schritte bescheiden waren und die Glaubwürdigkeit der japanischen Entscheidungsträger fast das ganze Jahr über durch ihr wenig energisches Vorgehen beeinträchtigt wurde, müssen die Behörden nun beweisen, dass sie gewillt sind, deutlich weiter zu gehen, wenn entweder die Schulden steigen oder die Teuerung 2% erreicht. Das Ende des Geschäftsjahres im März 2017 könnte für Japans Entscheidungsträger die Gelegenheit sein, das Vertrauen der Märkte wiederzugewinnen.

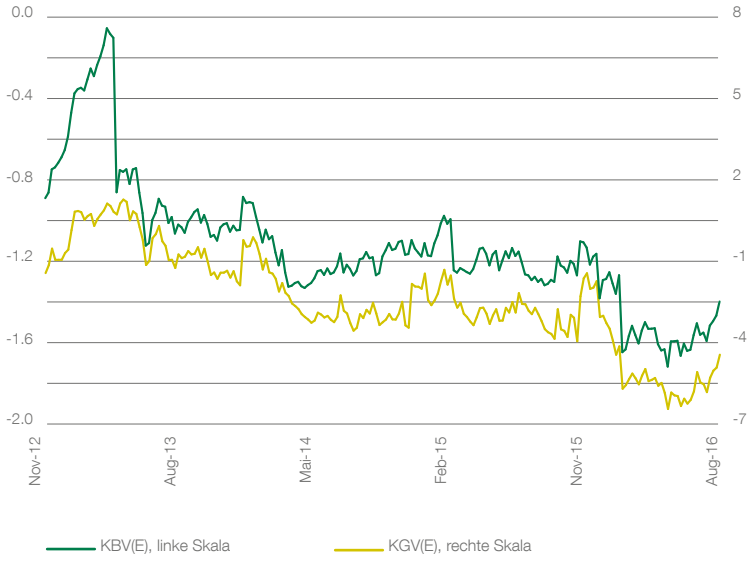
Bereits im Vorfeld rechtfertigen die Bewertungen und eine fortlaufend bessere Unternehmensrentabilität eine Prüfung der vorsichtigen Haltung gegenüber japanischen Aktien, die viele Anleger – und auch wir – praktisch das ganze Jahr über eingenommen haben.

Von Januar bis September 2016 fielen die US-Gewinne um 2,4%, die europäischen um 14,8% und die japanischen um 18,3%. Dennoch hielt die betriebliche Rentabilität in Japan gut stand, trotz eines Anstiegs des Yen um 15%. Die Rentabilität (EBIT-Marge) für den TOPIX liegt bei fast 8%, höher als sein Durchschnitt von 2010-16. Für den kleineren Unternehmensindex Nikkei 400 beträgt sie 8,5%. Die Eigenkapitalrendite beider Märkte macht 7-7,5% aus. Für die im kleineren, auf eine bessere Eigenkapitalrendite ausgerichteten Nikkei 400 gelisteten Unternehmen haben beide Indikatoren in letzter Zeit zugelegt. Demgegenüber sind ROE und Rentabilität in den USA und Europa zwar höher, aber seit Mitte 2014 rückläufig.

Auf Sektorenebene sehen wir Anlagechancen in den Sparten Banken und Technologie. Dem Bankensektor kam die neue Strategie der BoJ zugute, die zur Stabilisierung der seit der Einführung der Negativzinsen vor einigen Monaten stockenden Rentabilität der Sparte beitragen könnte. 2013 hatte die Branche im Schnitt einen Gewinnzuwachs von 60% ausgewiesen verglichen mit dem zwischen 2010 und 2012, vor Premier Abes Amtsantritt, erzielten Niveau. Grund hierfür waren Effizienzsteigerungen, die für robuste Rahmenbedingungen im Inland sorgten, sowie Aktienrückkäufe und höhere Ausschüttungen, die ebenfalls zur besseren Rentabilität der Banken beitrugen. Angesichts der anhaltenden Bemühungen um die Sanierung der Unternehmen innerhalb der Branche könnte eine Erweiterung der politischen Massnahmen 2017 ihr weiteren Auftrieb verleihen.

Die Technologie, in Japan als Elektrogeräte-Sektor bekannt, umfasst die grössten Elektronikunternehmen Japans und wird mit einem Aufschlag von 40% gegenüber dem Markt-KGV teuer gehandelt, obwohl der Gewinnzuwachs eine Prämie von 50% aufweist. Dank dem weltweit höheren Wachstum sowie einer weniger auf den Binnenmarkt fokussierten Strategie dürfte der Sektor für einen generellen Anstieg der globalen Nachfrage gut gerüstet sein. Die jüngste Übernahme von Sharp durch die taiwanesische Hon Hai veranschaulicht diese Neuorientierung der japanischen Technologiebranche.

Relativer Abschlag: TOPIX vs. S&P 500



Quellen: Bloomberg

„Eine Koordinierung der Strategien zwischen der Bank von Japan und dem Finanzministerium scheint sich abzuzeichnen."

Der TOPIX wird mit einem KGV von 14 und einem Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) von 1,1 gehandelt verglichen mit dem teuer bewerteten amerikanischen S&P 500, dessen jeweilige Kennzahlen über 20 bzw. 2,8 liegen.

Die asiatischen Nachbarn, die bereits preisgünstig sind, weisen bei einem KGV von 15 und einem KBV von 1,8 für 2017 immer noch einen Aufschlag auf. Obwohl Europa unter ähnlichen Symptomen wie Japan leidet, wird es preisgünstiger gehandelt, was den signifikanten Druck auf das europäische Bankwesen widerspiegelt, eine Belastung, die in Japan deutlich weniger ausgeprägt ist.

WIE WEITER IN EUROPA UND DEN USA?

Herausfordernde Bewertungslage in den USA, anhaltende Unsicherheit in der Eurozone

Die Performance der US-Aktien wurde 2016 trotz des Anfang Jahr erwarteten Zinsanstiegs von einem steten, wenn auch moderaten Wachstum und einer im Hintergrund bleibenden Fed gestützt. Da auch Anfang 2017 mit einem beständigen Wachstum gerechnet wird, scheint das makroökonomische Umfeld den US-Aktien förderlich zu sein, obwohl wir im Laufe des Jahres eine moderate Erhöhung der US-Zinsen veranschlagen.

Die aktuell hohen Bewertungen amerikanischer Aktien dürften die grösste Herausforderung für die Ertragsgenerierung darstellen. Das gegenwärtige Niveau übertreffende, höhere Bewertungen wurden in den USA in den letzten 100 Jahren nur selten gesehen und, wenn doch, kaum über einen längeren Zeitraum hinweg. Der derzeitige Pessimismus der Anleger sowie ihre in den letzten zwei Jahren in US-Aktien untergewichteten Positionen widerspiegeln diese Befürchtungen weitestgehend.

Mit dem Amtsantritt des neuen Präsidenten und seiner Administration Anfang 2017 dürften Steueranreize nicht nur dem Wachstum zurträglich sein, sondern möglicherweise auch der Rentabilität der Unternehmen und ihren Dividenden, falls die Steuern gesenkt werden, damit US-Firmen ihre Offshore-Gelder wieder ins Land holen können. Dies könnte die Aktienrückkäufe und Dividenden 2017 weiter beflügeln. Andernfalls werden die Unternehmensgewinne im nächsten Jahr wohl bescheiden bleiben.

Für den US-Aktienmarkt glauben wir, dass eine Verlagerung weg von den ertragsorientierten, auf erstklassige Titel setzenden Strategien, die in den letzten Jahren gut funktioniert haben, hin zu zyklischeren Value-Strategien 2017 in den USA Performance generieren wird. Die Bewertungslücke zwischen den in den vergangenen Jahren bevorzugten Unternehmen mit „niedriger Volatilität“ und Unternehmen mit „hoher Volatilität“ hat sich auf ein Niveau ausgeweitet, das zuletzt 2003-04 nach dem Platzen der Technologie-Blase erreicht worden war. Damals wie heute dürften diese übertriebenen Bewertungen den Anlegern gute Gelegenheiten eröffnen.

Wenden wir uns Europa zu, so lag die niedrige Aktienperformance von 2016 an einer Mischung aus politischer Instabilität und der anhaltenden

„2016 war das Brexit-Votum in Grossbritannien für viele ein Schock. Doch sowohl für den europäischen als auch den US-Markt ist es wichtig, dass wir nicht zurück sondern vorwärts schauen und uns auf den vor uns liegenden Weg konzentrieren."

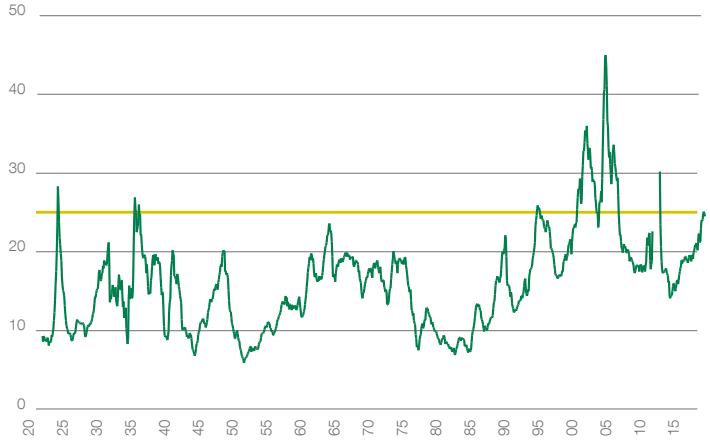
Schwäche der europäischen Banken, da ungenügende Betriebsresultate und der Kapitalbedarf der Unternehmen den gesamten Sektor belasteten.

Für 2017 dürfte das Risiko einer politischen Zersplitterung in Europa weiter zahlreiche Probleme aufwerfen, da das in Italien bevorstehende Referendum sowie die nationalen Wahlen in Frankreich und Deutschland die Positionen von Grossbritannien und den EU-Regierungschefs im Vorfeld des formellen britischen Austrittsantrags in den nächsten Monaten nur verhärten dürften.

Noch sind die Bilanzprobleme der Banken in der Eurozone nicht verschwunden. Ihre Bewertungen nähern sich im Vergleich zum breiteren Markt den während den Bankenkrisen von 2008-09 und 2012-13 erreichten Niveaus an, doch eine erneute Herabstufung der Branche wie 2016 ist glücklicherweise unwahrscheinlich.

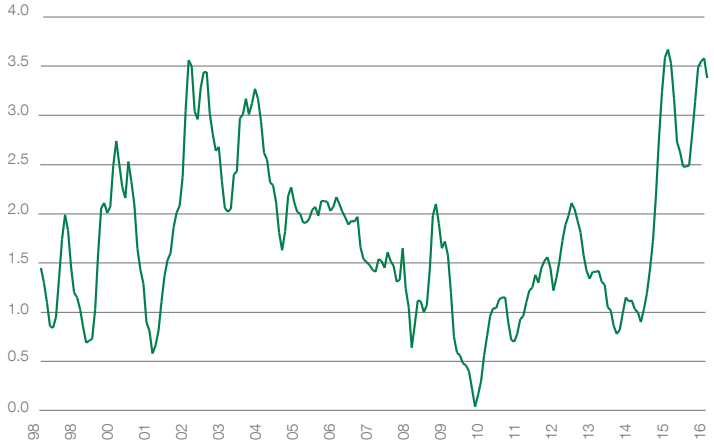
Dennoch werden europäische Aktien gegenüber ihren amerikanischen Peers mit einem Abschlag gehandelt, der die relativ schlechte Unternehmensrentabilität auf dem alten Kontinent aufzeigt. Doch nach Sektorgewicht angepasst scheinen europäische Titel gegenüber ihren transatlantischen Peers fair bewertet. Wir sind indes in unseren globalen Portfolios in europäischen Aktien untergewichtet, sehen aber Wertschöpfung in den Industrie- und IT-Unternehmen Europas, die profitieren dürften, sollte es zu der von uns veranschlagten, weltweiten Konjunkturerholung kommen.

S&P 500: Trailing-KGV



Quelle: Robert Shiller, Yale University

KGV-Aufschlag: bei niedriger Volatilität vs. hoher Volatilität



Quelle: AJO Partners

UNSERE EXPERTEN

MICHAËL LOK

Group CIO und Co-CEO Asset Management

Michaël Lok wechselte in 2015 zur UBP und leitet als Co-CEO die Sparte Asset Management. Er bringt über 20 Jahre Erfahrung in Vermögensverwaltung und Asset Management mit. Zuvor entwickelte er bei Crédit Agricole als Global Head of Asset Management Private-Banking-Mandate für Ultra-High-Net-Worth-Kunden sowie für Kunden in Asien und Lateinamerika, nachdem er als Head of Investment und Head of Risk Management tätig gewesen war. In früheren Anstellungen war er Portfoliomanager bei Banque Martin Maurel und HSBC France. Michaël Lok absolvierte einen Master in Banking and Finance an der Universität Aix-en-Provence.

NORMAN VILLAMIN

Chief Investment Officer (CIO) Private Banking

Norman Villamin stiess im November 2015 zur UBP als Head of Investment Services and Treasury & Trading der Niederlassung UBP Zürich. Er ist seit 2016 Chief Investment Officer (CIO) für das Private Banking. Er verfügt über mehr als 20 Jahre Erfahrung sowohl auf Beratungsseite als auch im diskretionären Geschäft. Zuvor war er als Chief Investment Officer bei Coutts International tätig. In früheren Funktionen war er Head of Investment Analysis & Advice für Citi Private Bank in der Region Asien-Pazifik sowie Head of Asia-Pacific Research für HSBC und Head of Asia-Pacific Strategy für Morgan Stanley in Hongkong und Singapur. Norman Villamin absolvierte einen Bachelor in Business Administration (BA) an der University of Michigan sowie einen Masters in Business Administration (MBA) an der University of Chicago.

PATRICE GAUTRY

Chefökonom

Patrice Gautry ist seit Februar 2000 bei der UBP tätig und leitet die Abteilung Economic and Thematic Research der Bank. Von 1991 bis 1999 war er bei der HSBC-Gruppe in Paris für Wirtschaftsanalysen und die Anlagestrategie der Abteilung Institutionelle Vermögensverwaltung verantwortlich. Zuvor, von 1988 bis 1991, war er bei der Groupe Ecofi-Finance als Fondsmanager für eine diversifizierte europäische SICAV und Investmentfonds tätig. Patrice Gautry absolvierte an der Ecole des Hautes Etudes Commerciales (HEC) in Paris und an der Universität Orléans einen Master in Wirtschaftswissenschaften (Diplôme d'Etudes Approfondies) mit Spezialisierung auf Devisen, Finanzen und Bankwesen.

Rechtshinweis

Vorliegendes Dokument ist Werbematerial, es widerspiegelt die Meinung von Union Bancaire Privée, UBP SA, (nachfolgend „UBP“) zum Datum seiner Veröffentlichung. Der Vertrieb, die Veröffentlichung oder Verwendung eines solchen Dokuments in Gerichtsbarkeiten, die dessen Vertrieb, Veröffentlichung oder Verwendung verbieten, sind nicht zulässig. Dieses Dokument richtet sich auch nicht an Personen oder Zweigstellen, für die eine Zustellung desselben gesetzeswidrig ist. Es wurden angemessene Bemühungen unternommen, um den Inhalt aus Informationen und Daten aus zuverlässigen Quellen zusammenzustellen. Die UBP hat die Informationen in diesem Dokument nicht geprüft und gibt keine Gewähr für ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit. Die hierin enthaltenen Informationen, Prognosen oder Meinungen werden ohne ausdrückliche noch implizite Garantien oder eine dahingehende Darstellung geliefert, weshalb jegliche Haftung für Fehler, fehlende oder missverständliche Angaben abgelehnt wird. Die hierin enthaltenen Informationen können ohne Vorankündigung Änderungen erfahren. Die UBP gibt keine Gewähr, das vorliegende Dokument zu ergänzen oder allfällige, in der Folge ersichtliche Ungenauigkeiten zu beheben. Dieses Dokument kann Hinweise auf die vergangene Performance von Investments enthalten. Vergangene Performance lässt nicht auf gegenwärtige oder künftige Erträge schliessen. Der Wert von Investitionen kann sowohl steigen als auch fallen. Kapitalinvestitionen sind mit Risiken verbunden und die Anleger könnten den eingangs investierten Betrag nicht vollständig zurückerlangen. Die hierin veröffentlichten Performancezahlen berücksichtigen weder Zeichnungs- noch Rücknahmegebühren noch allfällige Steuerbeträge. Wechselkursschwankungen können den Wert einer Investition verringern oder erhöhen. Informationen oder Aussagen zu künftiger Performance sind als vorausblickende Aussagen zu verstehen. Vorausblickende Aussagen sind nicht zwingend ein Hinweis auf künftige Ergebnisse. In diesem Dokument enthaltene Schätzungen sind weder als Prognosen noch als Vorgaben zu verstehen; sie dienen lediglich Darstellungszwecken auf der Grundlage einer Reihe von Erwartungen und Annahmen, die sich nicht unbedingt erfüllen werden. Die realisierte Performance, Resultate, Finanzbedingungen und Prognosen von Anlagen können sich erheblich von den durch vorausblickende Aussagen ausgedrückten oder implizit gemachten unterscheiden. Die angestrebten Erträge unterliegen grundsätzlich bedeutenden wirtschaftlichen und marktbezogenen Unwägbarkeiten, die sich negativ auf allfällige Performances auswirken könnten. Die UBP lehnt jegliche Verpflichtung zur Ergänzung von vorausblickenden Aussagen infolge neuer Informationen oder künftiger Ereignisse oder Umstände ab.

Die Besteuerung von Investitionen hängt von der persönlichen Situation der Anleger ab und kann Änderungen erfahren.

Vorliegendes Dokument ist Werbematerial und dient lediglich Informations- und/oder Vermarktungszwecken. Mangels ausdrücklich anderslautender Angaben sollte es nicht als Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers ausgelegt werden. Es ersetzt in keiner Weise den Prospekt oder andere rechtlichen Unterlagen, die kostenlos beim eingetragenen Hauptsitz eines Anlagefonds oder bei der UBP angefragt werden können. Die hierin geäusserten Meinungen berücksichtigen weder die persönliche Situation eines Anlegers noch seine Zielsetzungen oder spezifischen Bedürfnisse. Anleger sollten in Bezug auf die erwähnten Wertpapiere oder Finanzinstrumente ihre Entscheidungen eigenständig treffen, auch in Bezug auf allfällige Vorteile oder die Angemessenheit von Investitionen. Die Anleger sollten die im Prospekt oder anderen rechtlichen Unterlagen enthaltenen Risikohinweise und Bestimmungen sorgfältig lesen und professionellen Rat von ihrem Finanz-, Steuer- und Rechtsberater einholen.

Dieses Dokument begründet weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf, zur Zeichnung oder Veräusserung von Produkten, Finanzinstrumenten oder Währungen, noch zu Investitionen in jenen Gerichtsbarkeiten, in denen ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung unzulässig sind, oder an jede Person, für die ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung verboten sind.

Dieses Dokument ist vertraulich und nur für den persönlichen Gebrauch der Person bestimmt, die es erhalten hat. Vervielfältigung (vollständig oder auszugsweise) oder Vertrieb des vorliegenden Dokuments an andere Personen sind ohne vorgängige schriftliche Zustimmung der UBP nicht erlaubt.

Gespräche, die unter den in diesem Dokument angegebenen Telefonnummern geführt werden, werden aufgezeichnet. Die UBP geht davon aus, dass Personen, die diese Nummern anwählen, damit einverstanden sind.

Die UBP ist in der Schweiz zugelassen und der Aufsicht der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA unterstellt. In Grossbritannien hält sie eine Bewilligung der Prudential Regulation Authority. In Grossbritannien untersteht sie der Financial Services Authority (FSA) und in begrenztem Ausmass der Prudential Regulation Authority.

Design by blossom

Fotos:
Umschlag © William Potter/Shutterstock.com
S.5 © iStockphoto.com/Courtney Keating
S.7 © iStockphoto.com/Maxiphoto
S.8 © Carlos Amarillo/Shutterstock.com
S.18 © iStockphoto.com/LdF
S.20 © iStockphoto.com/Danil Melekhin

November 2016

Signatory of:
PRI Principles for Responsible Investment

Union Bancaire Privée, UBP SA | Hauptsitz
Rue du Rhône 96-98 | Postfach 1320 | 1211 Genf 1 | Schweiz
ubp@ubp.com | www.ubp.com

UBP

Union Bancaire Privée