

UBS House View

Year Ahead 2017

Chief Investment Office WM

Deutsche Ausgabe

«The End Game?»



Liebe Leserin, lieber Leser

Die Wahl von Donald Trump zum nächsten US-Präsidenten und der Brexit haben politische Schockwellen ausgelöst. Die Ereignisse zeigen: Im gegenwärtigen Umfeld sind die Märkte grossen Risiken ausgesetzt, während es gleichzeitig angesichts der tiefen Zinsen besonders schwer ist, Renditen zu erzielen. Wir möchten Ihnen helfen, hier wieder eine solide Balance herzustellen.

Ich hoffe, dass Ihnen dieser *Year Ahead* das nötige Hintergrundwissen vermittelt, um die heutigen turbulenten Märkte zu verstehen. Die Publikation soll auch auf einige Ihrer wichtigsten Fragen und Bedenken eingehen und Ihnen Ideen und Ansätze liefern, damit Sie Ihre Anlageziele erreichen.

Einige unserer Lösungen haben sich über lange Zeit bewährt. Diversifikation ist angesichts der zunehmenden politischen Diskrepanzen und protektionistischen Strömungen wichtiger denn je: Wenn die Weltwirtschaft weniger global wird, müssen die Anlegerportfolios umso globaler werden. Diversifikation steht nach wie vor im Zentrum unseres Anlageansatzes.

Andere Lösungen sind neuer. Da die Ertragsaussichten geschrumpft sind, müssen die Anlegerinnen und Anleger kreativer werden und können nicht mehr einfach an liquiden Märkten «kaufen und halten». Dies macht andere Anlageansätze notwendig: in neue Anlageklassen investieren, Illiquidität nutzen und alternative Faktoren für Anlageerträge erschliessen.

Unser Kundenversprechen lautet, zusammen Wohlstand über Generationen hinweg zu sichern und zu mehren. Ich wünsche mir, dass dieser *Year Ahead* ein weiterer Schritt auf unserem Weg ist.



Jürg Zeltner
President
UBS Wealth Management

A handwritten signature in dark ink, appearing to read 'Jürg Zeltner', written in a cursive style.

Inhalt

10 Rund um die Welt

12 «The End Game?»

18 Was uns das Jahr 2016 lehrt

21 7 Fragen, 7 Antworten zum Jahr 2017

24 Was bedeutet Trump für die Märkte?

27 Gefährdet Protektionismus mein Vermögen?

30 Was sind die grössten Risiken? Wie soll ich ihnen begegnen?

33 Wie erziele ich eine Rendite von 5 Prozent?

36 Wie können die Märkte ohne billiges Geld überleben?

39 China: Risiko oder Chance?

42 Spielt die Zukunft Europas eine Rolle für die Märkte?

45 Unsere Top 10 Ideen für 2017

48 US-Aktien

50 Aktien der Schwellenländer

53 Korb von Schwellenländerwährungen

56 REITs der Region Asien-Pazifik

58 Dividenden und Aktienrückkäufe

61 US Senior Loans

63 Inflationsindexierte US-Staatsanleihen

66 Palladium und Platin

68 Alternative Anlagen

71 Erstklassige Anleihen verkaufen

74 Langfristige Anlagen

78 Bildung

82 Gesundheitswesen in Schwellenländern

86 Energieeffizienz

90 Portfolioanlagen

97 Aktien

100 Anleihen

103 Alternative Anlagen

105 Rohstoffe

107 Währungen

110 Im CIO gehört

113 Prognosen

Highlights

«The End Game?»

Die Politik und die geldpolitischen Entscheidungen haben in den letzten Jahren an den Finanzmärkten eine sehr wichtige Rolle gespielt. Im Jahr 2017 wird das nicht anders sein. Erfahren Sie mehr über die Auswirkungen politischer Entscheidungen auf die Märkte mit unserem interaktiven Spiel auf ubs.com/cio. Sie werden sehen, warum wir eine globale Diversifikation in der heutigen polarisierten Welt der Politik für so wichtig halten.

Spielen Sie «The End Game» auf ubs.com/cio und lesen Sie mehr dazu ab Seite 12.

Brennende Fragen

Wir beantworten brennende Fragen unserer Kunden, die sie uns kurz vor dem Jahresende stellen. Lesen Sie, was Trumps US-Präsidentschaft für die Märkte bedeutet, wie sich Anlegerinnen und Anleger auf die 28 (oder mehr) Risiken vorbereiten können, denen wir im Jahr 2017 ausgesetzt sein werden, und wo sie im Niedrigzinsumfeld Rendite erzielen können.

Erfahren Sie mehr in den «7 Fragen, 7 Antworten für 2017» ab Seite 21.

Ideen für die USA und die Schwellenländer im Fokus

US-Aktien, US Senior Loans und inflationsindexierte US-Staatsanleihen zählen zu unseren Top-Anlageideen für 2017. Auch das Wachstum in den Schwellenländern steht wieder stärker im Rampenlicht: Schwellenländeraktien, Aktien von europäischen Unternehmen, die einen Teil ihrer Umsätze in den Schwellenländern generieren, und ein Korb von Schwellenländerwährungen finden sich ebenfalls auf unserer Empfehlungsliste.

Informieren Sie sich über unsere «10-Ideen für 2017» ab Seite 45.



Neue Wege auf der Suche nach Erträgen

Die Suche nach Rendite wird sich 2017 fortsetzen: Die Zinssätze risikoloser Anleihen werden in weiten Teilen der Finanzwelt unter der Inflationsrate liegen. Anleger, die ihre Portfolios effektiver gestalten wollen, werden darüber nachdenken müssen, in Hedge Funds zu diversifizieren, in illiquide Anlagen zu investieren und Erträge mit alternativen Anlagen zu erzielen.

Lesen Sie unsere Vorschläge zu «Portfolioanlagen» ab Seite 90.

Für langfristig orientierte Anleger

In einer turbulenten Welt sollten Anleger in Unternehmen investieren, die von unabänderlichen Trends profitieren wie Urbanisierung oder Wachstum und Alterung der Bevölkerung. Wir gehen auf Bildungs- und Gesundheitsdienste in den Schwellenländern sowie auf Lösungen zur Verbesserung der Energieeffizienz ein, dies auch mit exklusiven Interviews mit Unternehmern und Branchenexperten.

Erfahren Sie mehr über die Vorteile von «langfristigen Anlagen» auf ubs.com/cio und ab Seite 74.

A photograph of two people in a small boat on a sea of clouds, with a hazy horizon in the background. The scene is ethereal and dreamlike, with soft lighting and a vast expanse of white and light blue clouds. The boat is positioned in the upper center of the frame, and the two figures are silhouetted against the bright light. The overall mood is contemplative and serene.

« Die Zukunft ist
auch nicht mehr
das, was sie mal
war.»

– Yogi Berra

Rund um die Welt

Gewinne

Wir beurteilen US-Aktien positiv und erwarten 2017 ein Gewinnwachstum von 8%. US-Technologie, Finanzen und Gesundheitswesen sind bevorzugte Sektoren. (S. 48)

Weiter aufwärts

Wir rechnen mit einer Beschleunigung des Wachstums von 1,5% im Jahr 2016 auf 2,4% 2017, angetrieben von höheren Löhnen sowie günstigen Hypotheken und Benzinpreisen. US-Aktien dürften steigen. (S. 48)

Flaute beim US-Dollar?

Wir erwarten, dass der Euro und das britische Pfund 2017 gegenüber dem US-Dollar aufwerten. (S. 107)

Fiskalpolitik wird wichtiger

Wir erwarten, dass die US-Notenbank die Zinsen im Dezember und zweimal im Jahr 2017 anheben wird. Neue staatliche Impulse dürften das Wachstum unterstützen, und die Inflation könnte schneller steigen als die Zinssätze. Wir schätzen TIPS positiv ein. (S. 63)

Verbesserung in Schwellenländern

Wir beurteilen Schwellenländeraktien und bestimmte Schwellenländerwährungen positiv, da sich die dortige Wirtschaft belebt. (S. 50)

Alpine Dividenden

Wir rechnen mit einer Underperformance von Schweizer Aktien. Schweizer Aktien, die nachhaltige Dividenden zahlen, bleiben jedoch attraktiv.

(S. 59)

Schweinwerfer, Kameras ... ausblenden

In der Eurozone rechnen wir mit einem Anstieg des Wachstums von 1.6% im Jahr 2016 auf 1.3% im Jahr 2017. Die EZB wird ihr Lockerungsprogramm allmählich auslaufen lassen, aber weiter eine expansive Geldpolitik verfolgen.

(S. 36–37)

Sanfter Rückgang

Wir erwarten, dass China seine Verlangsamung effektiv steuert und ein Wachstum von 6,4% erzielt. USDCNY dürfte in zwölf Monaten auf 7.00 abwerten.

(S. 39)

Langfristige Chancen

Wir erkennen langfristige Chancen in Schwellenländern in den Bereichen Gesundheit, Bildung und Energieeffizienz.

(S. 74)

Achtung Wahlen

2017 werden in den Niederlanden, Frankreich und Deutschland Wahlen abgehalten. Anleger müssen sich der zunehmenden Popularität für Rechtsparteien bewusst sein.

(S. 42)

Aufbau von Dynamik

Wir beurteilen REITs in Australien, Singapur und Hongkong positiv. Sie dürften von der weltweiten Jagd nach Renditen profitieren.

(S. 56)

«The End Game?»



Steigende Schulden, Alterung der Bevölkerung und schwaches Wachstum – die langfristigen Probleme der Welt sind bekannt. Doch 2017 werden die Märkte nicht nur dadurch bestimmt. Wie schon 2016 dürften sich geldpolitische Massnahmen als entscheidend entpuppen. Spielen Sie Ihre eigenen politischen Entscheidungen auf ubs.com/cio durch.

Mark Haefele
Global Chief Investment
Officer

Viele Anlegerinnen und Anleger, mit denen wir in Kontakt sind, halten einen Neustart für die Finanzmärkte für überfällig. Die Begründung mutet einfach an: Die Märkte haben beständig zugelegt; doch auch die Ungleichheit, die Schulden, die Altersquotienten und die sozialen Spannungen haben zugenommen. Das Wachstum, die Investitionen und die Produktivität sind hingegen schwach. Es scheint, als müsse dringend etwas geschehen.

Wir sollten nicht vergessen, dass nicht allein Notenbanker und Politiker auf die weltweiten wirtschaftlichen Herausforderungen einwirken, sondern auch die wahlberechtigte Bevölkerung. Und die neigt immer häufiger zu radikalen Lösungen. Hierzu ein einfaches Gedankenexperiment: Wird eine Zentralbank, die den lokalen Anleihenmarkt bereits verzerrt hat, angesichts des mangelnden Wachstums die bisherigen Massnahmen beenden – oder wird sie gar beginnen, Aktien zu kaufen? Werden Wähler angesichts der harten Konkurrenz aus Übersee den Status quo bestätigen oder eher zu Protektionismus neigen? Die Antwort darauf und auf viele weitere solcher Fragen wird sich wesentlich auf Ihr Portfolio auswirken.

Das kommende Jahr

Im Jahr 2017 werden sich Entscheidungsträger und Wähler mit einer ganzen Reihe von Wechselbeziehungen dieser Art konfrontiert sehen.

Die Zentralbanken der Industrieländer haben realisiert, dass die Inflation allmählich steigt, zugleich aber die Beschäftigung unter den Hochständen aus der Zeit vor der Finanzkrise liegt. Chinas Führung weiss, dass sie das Wachstum und die Beschäftigung fördern muss, doch der rasche Anstieg der Verschuldung und der Hauspreise deutet auf eine zugrunde liegende Instabilität hin. In anderen Ländern, könnten Politiker, die sich 2017 einer Wahl stellen müssen, zwar Handel und Zuwanderung für das Wachstum positiv einschätzen. Der Brexit und die Wahl Donald Trumps machen aber deutlich, wie stark der Hang zum Protektionismus unter den Wählern inzwischen ist.

Die Entwicklung der Märkte wird wesentlich davon abhängen, auf welche Fragen sich



die Entscheidungsträger fokussieren und wie sie diese anpacken werden. Für unseren Anlageprozess ist es daher wesentlich zu verstehen, mit welchen Entscheidungen am wahrscheinlichsten zu rechnen ist. Wir müssen uns die richtigen Fragen stellen: «Was verrät uns das Verhalten der Entscheidungsträger in der Vergangenheit?», «Was wollen sie erreichen?», «Welche Anreize haben sie zu handeln?»

In unserem Basisszenario gehen wir davon aus, dass die Zentralbanken in den USA und Europa auch künftig im Zweifel eher eine zu lockere Geldpolitik verfolgen werden, selbst wenn dies eine höhere Inflation auslöst. Das Verhalten der Zentralbanken seit der Finanzkrise deutet darauf hin, dass Wachstum, Beschäftigung und kurzfristige Unterstützung für die Wirtschaft deutlich Vorrang haben gegenüber Bedenken bezüglich der langfristigen Folgen solcher Massnahmen. Die Vorsitzende der US-Notenbank, Janet Yellen, hat dies vor Kurzem erneut bestätigt: Sie sprach davon,

die «Konjunktur auf Hochtouren laufen zu lassen» (also mit einer Inflation oberhalb der Zielvorgabe), um das Beschäftigungswachstum anzukurbeln. Der Präsident der Europäischen Zentralbank (EZB) Mario Draghi hat seinerseits Warnungen vor negativen Nebenwirkungen seiner Politik zurückgewiesen.

Wir werden darauf achten, ob sich 2017 oder in den kommenden Jahren etwas an diesem Vorgehen ändert. Wir glauben aber, dass Aktien Anfang 2017 weiter Unterstützung erhalten (S. 48 und S. 50), insbesondere in den USA und den Schwellenländern, und dass Anlagen mit einer ansprechenden Rendite weiter gefragt sein werden (S. 33). Die Anleger werden sich auch damit befassen müssen, wie sie ihre Portfolios gegen eine steigende Inflation absichern (S. 73).

Die chinesische Regierung muss unbedingt dafür sorgen, dass die Beschäftigung und damit die soziale Stabilität hoch bleibt. Sie hat bewiesen, dass sie fähig und bereit ist, zugunsten der kurzfristigen Stabilität einzu-

greifen – auf Kosten langfristiger Reformen. Wir sehen keinen Grund, warum dies 2017 anders sein sollte. Die mittelfristigen Risiken und die Verschuldungsquote werden weiter steigen. Trotzdem erwarten wir, dass die Nachfrage in China relativ stabil bleiben wird und Anlagen, die von diesem Wachstum profitieren, Unterstützung erhalten werden (S. 39). Zwei unserer Top 10 Ideen haben mit Engagements in den Schwellenländern zu tun (S. 50 und S. 52).

In welche Richtung sich die Politik entwickeln wird, bleibt auch 2017 der grösste Unsicherheitsfaktor. Der Brexit und die Wahl Donald Trumps haben gezeigt, wie instabil die politische «Mitte» ist. Die Anleger müssen bedenken, dass die wichtigsten Anreize für Politiker Wahlerfolge und eine hohe Beliebtheit sind – nicht das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) oder der Unternehmensgewinne. Vor diesem Hintergrund werden die Anleger den Einfluss von Trumps Wahl auf die Märkte (S. 24), den immer komplexeren Brexit-Prozess in Grossbritan-



nien, die Wahlen in Frankreich und Deutschland und den weltweit zunehmenden Trend zum Protektionismus (S. 27) sehr genau beobachten müssen. Um mit dieser politischen Unsicherheit umzugehen, sollten die Anleger ihre Portfolios über Länder und Regionen hinweg diversifizieren, damit sie sich geldpolitischen Experimenten einzelner Länder nicht zu stark aussetzen.

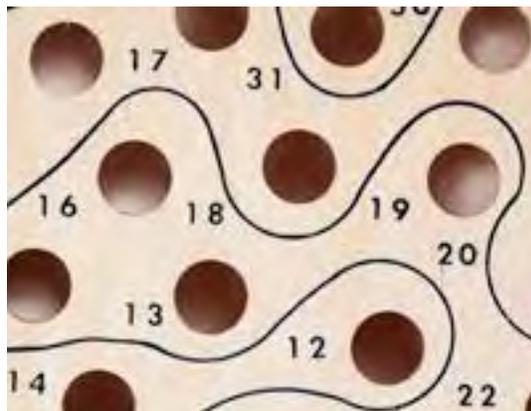
Langfristige Perspektive

Langfristig sicher ist nur, dass die Regionen unterschiedliche Wege einschlagen und unterschiedliche Ergebnisse erzielen werden. Diversifikation ist für Anleger daher die beste Möglichkeit, ihr Vermögen in einer Welt der immer komplexeren und schwierigeren Entscheidungen zu schützen und zu mehren.

Die Anleger werden in Erwägung ziehen müssen, in Trends und Anlageklassen zu investieren, die von der Politik weniger stark beeinflusst werden. Die Urbanisierung, das Bevölkerungswachstum und die Bevölkerungsalterung tragen beispielsweise dazu bei, dass Bildung (S. 78), Gesundheitsdienste (S. 82) und Energieeffizienz (S. 86) stärker nachgefragt werden. Alternative Investments (S. 68) können auch eine Möglichkeit für Anleger sein, die Abhängigkeit von politischen Entwicklungen zu verringern und im gesamten Zyklus Kapitalwachstum zu erzielen.

«The End Game»

Um zu zeigen, wie Veränderungen der Geld-, Fiskal- und Sozialpolitik zusammenwirken und Volkswirtschaften, Märkte und Portfolios beeinflussen, haben wir «The End Game?» (Das Endspiel) entwickelt. Seit der Finanzkrise haben wir im Rahmen unseres Anlageprozesses ständig Simulationen durchgeführt. «The End Game» bietet Ihnen



die Chance, in die Rolle eines globalen Entscheidungsträgers zu schlüpfen und eine vereinfachte Version unserer Szenarioanalyse durchzuspielen.

Dadurch wird meines Erachtens besser nachvollziehbar, wie sich politische Entscheidungen, Interaktionen und Iterationen auf Portfolios auswirken. Ich hoffe, dies bildet für Sie den Anstoss, Ihre Anlagen und Diversifikation eingehend zu erörtern.

Machen Sie sich selbst ein Bild auf ubs.com/cio
(Das Spiel ist nur auf Englisch verfügbar.)

In Kürze

Bei der Lösung der wirtschaftlichen Probleme in der Welt geht es um Wechselbeziehungen. Die von Politikern und Wählern getroffenen Entscheidungen haben massgebliche Auswirkungen auf Ihr Portfolio. Gewiss ist nur, dass die Regionen jeweils unterschiedliche Entscheidungen treffen werden. Diversifikation ist die beste Möglichkeit, um Ihr Vermögen in einer immer komplexeren Welt zu schützen und zu mehren.

«The End Game»

Dieses Spiel (nur Englisch) bietet Ihnen die Chance, in die Rolle eines Entscheiders zu schlüpfen und zu sehen, wie sich Lösungen für die wirtschaftlichen Probleme der Welt auf Volkswirtschaften, Märkte und Portfolios auswirken können.

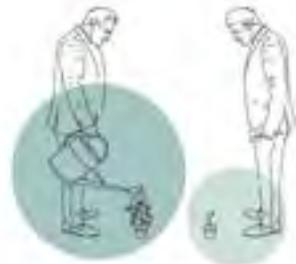
Welches Problem werden Sie zuerst anpacken?

Weiter auf:
ubs.com/end-game



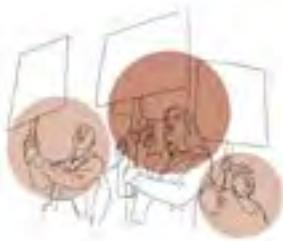
Bevölkerungsalterung

Schrumpft die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter, wird es schwierig, genügend Steuern einzunehmen. Sie könnten die Zuwanderung anregen oder das Rentenalter anheben.



Investitionsmangel

Viele Unternehmen investieren nicht in ihre Zukunft. Sie könnten mit einer expansiven Geldpolitik Investitionen anregen oder selbst in die Infrastruktur investieren.



Polarisierende Politik

Extreme Ansichten gewinnen an Popularität. Um an der Macht zu bleiben, könnten Sie Geld für unzufriedene Bürger ausgeben oder Ihre politische Haltung überdenken.



Verschwenderische Produktion

Einige Branchen sind ohne staatliche Unterstützung unrentabel. Sie könnten ihnen die Unterstützung entziehen oder die Impulse verstärken, um die Rentabilität zu erhöhen.



Unproduktive Arbeitskräfte

Die Produktivität bleibt schwach. Um das langfristige Wachstumspotenzial zu verbessern, könnten Sie in die Infrastruktur oder in die Bildung investieren.



Ungleichheit

Wachsende Ungleichheit trägt zu sozialen Spannungen bei. Sie könnten die Steuern erhöhen und mehr Geld für einkommensschwache Haushalte ausgeben oder weiter eine expansive Geldpolitik verfolgen.



Finanzblasen

Einige Anleihen weisen negative Renditen auf. Sie könnten die Zinssätze erhöhen, um auf Verzerrungen an den Märkten zu reagieren, oder weiter eine expansive Geldpolitik verfolgen.



Extreme Verschuldung

Die staatliche Verschuldung ist hoch, und Ihr Land weist nach wie vor ein Defizit aus. Sie könnten die Staatsausgaben kürzen oder mit einer expansiven Geldpolitik Ihre Schulden finanzieren.

Was uns das Jahr 2016 lehrt

2016 führte uns den Wert zeitloser Prinzipien wie Diversifikation, Neugewichtung und Absicherung deutlich vor Augen. Nach Überraschungen von den Zentralbanken könnten angesichts der Suche nach Anlageerträgen auch neue Ansätze nötig werden.



«Basisszenario» nicht mit «sicherer Sache» verwechseln

Das vergangene Jahr widerlegte einige Prognosen des «Basisszenarios». Entgegen allen Voraussagen sicherte sich Donald Trump zuerst die Nomination als Kandidat der Republikaner und gewann die US-Präsidentenwahl. Grossbritannien stimmte für den Austritt aus der EU, wovon ebenfalls nur wenig ausgingen. Sogar die scheinbaren Meister der Wirtschaft – die Zentralbanken – waren gezwungen, die Geldpolitik stärker zu lockern, als sie es zuvor für nötig erachtet hatten. Die US-Notenbank hatte 2014 prognostiziert, dass der Leitzins jetzt bei 3% liegen würde.

Was kann man tun?

Die gute Nachricht: Die Marktprognosen weisen in der Regel dort die schlechteste Trefferquote auf, wo es um sehr spezifische Dinge geht – Wahlen, Zinssätze und Prognosen für das Wachstum. Anleger sollten es daher vermeiden, auf konkrete Ergebnisse solcher Ereignissen zu setzen, und sich stattdessen auf breitere Trends der Gewinne und der Geldpolitik konzentrieren sowie unter Anlageklassen und Regionen diversifizieren. Damit können sie ihr Risiko aus bestimmten Ereignissen minimieren, Chancen wahrnehmen und die Portfoliovolatilität reduzieren. Die Währungsabsicherung ist ein wichtiger Teil dieser Strategie. Das zeigten 2016 die politisch motivierten Abstürze des britischen Pfund und des mexikanischen Peso.



Nur keine Panik!

2016 war ein Jahr der Schocks. Es belohnte aber auch Anleger, die Ruhe bewahrten. Der MSCI All-Country World Index fiel aufgrund der Sorge über ein Defizit der chinesischen Devisenreserven im Januar und Februar um 13%, holte seine Verluste aber bis Ende März wieder auf. Im Juni sorgte das Brexit-Votum für den schlechtesten Tag an den Börsen in den letzten Jahren, aber die Märkte waren nur drei Wochen später wieder auf ihre Höchstwerte geklettert.

Ähnlich wurden Anleger, die nach den schwierigen Jahren von 2013 bis 2015 an Hartwährungsanleihen aus Schwellenländern festgehalten hatten, für ihre Geduld belohnt: Mit einem Ertrag von 13% bei Staatsanleihen und 12% für Unternehmensanleihen konnten Schwellenländerwerte doch noch zeigen, was in ihnen steckt.

Was kann man tun?

«Nicht in Panik geraten» und «bei Kursrückgängen kaufen» klingt einleuchtend, ist aber manchmal schwer zu befolgen. Eine disziplinierte Strategie der häufigen Neugewichtungen kann die Anlegernerven jedoch stärken und bietet eine systematische Methode zu verkaufen, wenn die Märkte steigen, und zu kaufen, wenn die Märkte fallen. Anleger, die das Risiko in US-Aktienpositionen um unsichere Ereignisse herum reduzierten und lieber Barmittel hielten, büssten im Durchschnitt 1,8% ein. Anleger, die standhaft blieben, gewannen ohne Dividenden 12% hinzu.



Die Macht der Zentralbanken nicht unterschätzen

Immer wieder ist zu hören, die Geldpolitik habe ihre Grenzen erreicht. Im vergangenen Jahr zeigte sich jedoch, dass die Zentralbanken immer noch überraschen können. Die Europäische Zentralbank begann, Unternehmensanleihen zu kaufen, die Bank of Japan legte eine Obergrenze für Anleihenrenditen fest, und die Bank of England nahm die quantitative Lockerung wieder auf.

Für die Anleger hatten diese Massnahmen der Zentralbanken zur Folge, dass sogar einige Anlagen mit negativen Renditen positive Erträge abwarfen und die Suche nach Renditen anhält.

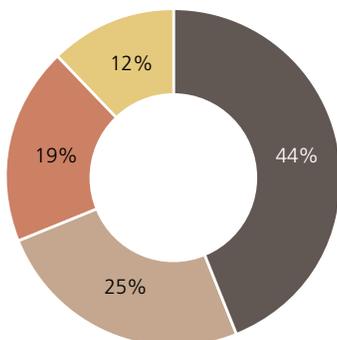
Was kann man tun?

Die Zentralbanken haben in den letzten Jahren für hohe Erträge gesorgt, untergraben nun aber die künftigen Erträge. Anleger müssen kreativer werden. Das bedeutet, möglicherweise unvertraute Anlageklassen wie Hedge Funds und Privatmärkte (S. 68) ins Auge zu fassen und neue Ansätze für den Portfolioaufbau zu erproben (S. 90), um künftig höhere Erträge zu erzielen.

Abb. 1

Branchenführer betrachten die politische Landschaft als grösste Veränderung im Jahr 2017

Antworten auf die Frage: «Was wird 2017 für Ihr Unternehmen anders sein?»



■ Keine Änderung ■ Technologische Upgrades
■ Das politische Umfeld ■ Anderes

Quelle: UBS

UBS Industry Leader Network

Das UBS Industry Leader Network besteht aus einer handverlesenen Gruppe von Führungskräften von Kunden und Unternehmern, die weltweit Privatunternehmen leiten. Monatliche Diskussionen und Networking-Events geben Einblick in die Verfassung der Wirtschaft, so wie sie von anderen Unternehmensinhabern gesehen und direkt erfahren wird. Diese Möglichkeit, von Gleichgesinnten zu lernen, ist ein differenziertes Angebot für einige unserer grössten Unternehmenskunden.

Gelernte Lektionen

Die Umfrage im Rahmen der Studie UBS Industry Leaders Lessons aus dem Jahr 2016 zeigte folgende Erkenntnisse:

- Unternehmen, die sich nicht an den technologischen Wandel anpassen, laufen Gefahr, ins Hintertreffen zu geraten.
- Neue Technologien für die Verbesserung von Fertigungsprozessen und das Supply-Chain-Management sind essentiell für den Wettbewerbsvorteil.
- Die Diversifikation von Wachstumsfaktoren ist von entscheidender Bedeutung. Die niedrigen Rohstoffpreise dämpften die Nachfrage aus Volkswirtschaften der betroffenen Regionen und den Schwellenländern.

7 Fragen, 7 Antworten zum Jahr 2017

1. Was bedeutet Trump für die Märkte?
2. Gefährdet Protektionismus mein Vermögen?
3. Was sind die grössten Risiken, und wie soll ich ihnen begegnen?
4. Wie erziele ich eine Rendite von 5 Prozent?
5. Wie können die Märkte ohne billiges Geld überleben?
6. China: Risiko oder Chance?
7. Spielt die Zukunft Europas eine Rolle für die Märkte?



Frage 1

Was bedeutet Trump für die Märkte?

Donald Trumps Wahlsieg reiht sich in die lange Reihe von politischen Überraschungen in aller Welt ein, die das abgelaufene Jahr prägten. Alle Blicke sind nun auf seine politische Agenda gerichtet.

Mit einer republikanischen Mehrheit in beiden Kammern des US-Kongresses wird der designierte US-Präsident einigen Spielraum für Entscheidungen haben, die den Status quo der Wirtschafts- und Sozialpolitik in den USA verändern können. Die Demokraten im Senat werden zudem bei der nächsten Wahl doppelt so viele Sitze verteidigen müssen wie die Republikaner. Deren Chancen stehen damit gut, ihre Mehrheit für die nächsten vier Jahre zu sichern.

Nach Ansicht des CIO sind die Anleger gut beraten, drei grössere Politikbereiche genau zu beobachten:

Das Versprechen einer expansiven Fiskalpolitik. Im Wahlkampf hat Donald Trump Steuersenkungen und höhere Staatsausgaben versprochen. Er sagte zu, in den kommenden zehn Jahren USD 1 Bio. in die US-Infrastruktur zu investieren und bekräftigte dies erneut in seiner ersten Rede als designierter US-Präsident. Diese Investitionen könnten zum Teil durch ein Gesetz finanziert werden, das die Rückführung von Unternehmensgewinnen aus dem Ausland durch eine niedrigere Besteuerung erleichtert. Die fiskalischen Impulse durch geringere Steuern und höhere Bundesausgaben

In Kürze

Eine expansivere Fiskalpolitik und wirtschaftsfreundliche Gesetze unter Trumps Führung dürften inflationsindexierte US-Staatsanleihen (TIPS) und einige Sektoren des US-Aktienmarkts unterstützen. Für die Schwellenländer ist die Unsicherheit grösser. Wir erwarten jedoch, dass das Wachstum Unterstützung bieten wird.



werden weitreichende Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft und die Investitionen haben. Davon dürften zum Beispiel Rüstungs- und Bauunternehmen profitieren. Wir erwarten zudem einen etwas höheren Druck auf die Lohninflation, was die Attraktivität von inflationsindexierten US-Staatsanleihen (TIPS) erhöht.

Das Versprechen, wirtschaftsfreundliche Massnahmen umzusetzen und die Regulierung abzubauen. Der designierte US-Präsident hat versprochen, das Wirtschaftswachstum anzukurbeln, indem er Regulierungsvorschriften auf Bundesebene abschafft, welche die Wirtschaft stark gän-geln. Zudem will er die Kosten senken, die bei der Erfüllung gesetzlicher Auflagen entstehen. Wir glauben, dass der US-Energie-sektor von einer lockereren Regulierung profitieren dürfte. Die Beseitigung der Risiko-prämie bei Aktien von Finanzdienstleistern und Pharmaunternehmen dürfte diesen Sektoren eine bessere Performance im nächsten Jahr ermöglichen. Das Gesamtrisiko bezüglich der Medikamentenpreise wird zwar weiterhin bestehen, doch ein staatliches Ein-greifen ist unter der neuen Regierung deutlich weniger wahrscheinlich. Wirtschaftsfreundliche Gesetze, niedrigere Steuern und

« Was Gewinner von Verlierern unterscheidet, ist die Art des Umgangs mit jeder neuen Laune des Schicksals.»

– Donald Trump



eine geringere Regulierung dürften unseres Erachtens US-Aktien unterstützen, für die wir bereits 8% Gewinnwachstum im nächsten Jahr erwarten.

Die Gefahren für Handel und Zuwanderung. Donald Trump hat versprochen, in Verhandlungen mit den Handelspartnern der USA einen härteren Kurs zu fahren. Setzt er dies tatsächlich um, könnte das zu einem ernstem wirtschaftlichen Problem für Mexiko werden, da das Land sehr stark von den USA abhängig ist. Denn 80% der Exporte gehen dorthin und 98% der Überweisungen von im Ausland tätigen mexikanischen Arbeitskräften kommen aus den USA. Das CIO glaubt, dass eine Präsidentschaft Donald Trumps zu einer gewissen Volatilität führen wird. Für einige auf den Außenhandel ausgerichtete Schwellenländer wie Mexiko, Südkorea und Kolumbien dürfte dies herausfordernd sein. Derweil dürften Länder mit einer stärkeren Binnenwirtschaft wie Brasilien und Indien weniger stark be-

troffen sein. Darüber hinaus könnten sich angesichts der gegenseitigen Respektsbekundungen von Wladimir Putin und Donald Trump die Beziehungen zwischen den USA und Russland bessern. Sofern extreme politische Entwicklungen ausbleiben, glauben wir, dass sich die Erholung der Konjunktur und der Gewinne, die aktuell in den meisten Schwellenländern zu beobachten ist, fortsetzen kann. Wir sind in Schwellenländeraktien und ausgewählten Schwellenländerwährungen übergewichtet.

Nachdem die anfängliche Unsicherheit über Trumps unorthodoxe Handels- und Zuwanderungspolitik geschwunden war, machte sich Zuversicht breit, dass fiskalische Impulse und der Abbau der Regulierung das Wirtschaftswachstum ankurbeln werden. Das gab den Aktienmärkten Auftrieb. Das CIO ist der Ansicht, dass TIPS, US-Aktien und Aktien der Schwellenländer im nächsten Jahr weiter zulegen können (S. 63, S. 48 und S. 50).



Frage 2

Gefährdet Protektionismus mein Vermögen?

Die Begeisterung für den freien Handel lässt nach, und die Globalisierung stösst auf Widerstand. Diese Situation könnte Ihr Vermögen gefährden. Mit einer angemessenen Diversifikations- und Absicherungsstrategie können Sie dem begegnen.

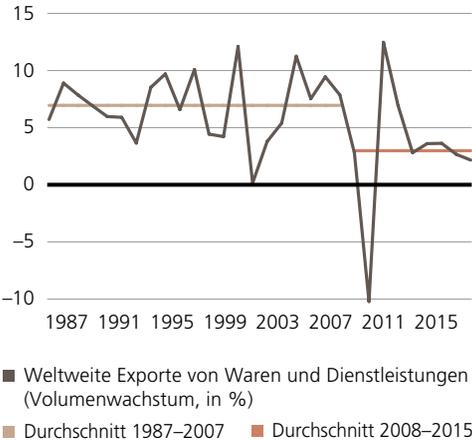
Der Protektionismus scheint zunehmen. Nach fast drei Jahrzehnten der Hyper-Globalisierung haben wir gelernt, dass ihre Vorteile, ebenso wie die des freien Handels, zwar der Gesellschaft als Ganzes zugutekommen. Die Kosten können sich jedoch auf bestimmte Bereiche konzentrieren und für die Betroffenen oft schmerzhaft sein. Angesichts der stagnierenden Durchschnittseinkommen und der wachsenden Vermögensungleichheit nehmen der Widerstand gegen den Handel und die protektionistische Stimmung zu. Der politische Konsens, der die Liberalisierung des Handels gefördert hatte, verändert sich, und mittlerweile lassen sich mit protektionistischer Rhetorik immer höhere Stimmanteile erzielen.

Das Brexit-Votum und der Sieg Donald Trump bei den US-Präsidentenwahlen, der Widerstand gegen die Ratifizierung der Transpazifischen Partnerschaft, die mangelnden Fortschritte bei den Verhandlungen um die Transatlantische Handels- und Investitionspartnerschaft und das Beinahe-Scheitern des CETA-Abkommens zwischen der EU und Kanada zeugten 2016 von der zunehmenden Skepsis in Bezug auf die Vorteile der Globalisierung.

Abb. 2

Derzeit schwächt sich das globale Handelswachstum ab

Weltweite Exporte von Waren und Dienstleistungen (Volumenwachstum, in %)

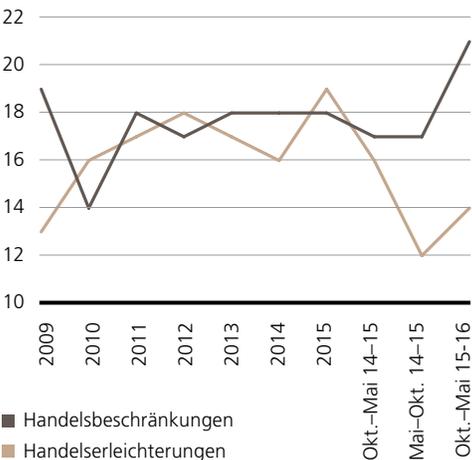


Quelle: IWF

Abb. 3

Die Welt wird immer protektionistischer

Handelsmassnahmen der G20 (Durchschnitt pro Monat)



Quelle: WTO

Welche Folgen hat das für die Anleger?

«The End Game?» zeigt, welche signifikanten Auswirkungen politische Veränderungen auf Märkte, Volkswirtschaften und Portfolios haben können. Zunehmender Protektionismus hat zwei Haupteffekte:

Erstens sind die Märkte kleinerer offener Volkswirtschaften, die stärker auf den Handel mit einem einzelnen grösseren Land oder Handelsblock angewiesen sind, besonders anfällig. Anschauliche Beispiele dafür sind die schlechten Entwicklungen des britischen Pfund, mexikanischer Aktien und des mexikanischen Peso im Jahr 2016, die aus der Befürchtung herrührten, dass der Handel zurückgehen könnte.

Zweitens: Selbst wenn die Länder die Handelsabkommen nicht aufkündigen oder keine Handelsschranken errichten, bleibt eine kompetitive Abwertung immer noch ein Risiko. Denn die Länder versuchen, ein schwaches Wachstum durch eine entsprechende Währungspolitik (oder ähnliche politische Massnahmen) auf Kosten anderer Länder anzukurbeln. Seit 2012 haben der Euro, der japanische Yen und das britische Pfund, drei der vier weltweit meistgehandelten Währungen, im Laufe eines Jahres um jeweils um rund 20% abgewertet.

In Kürze

Der Trend des zunehmenden Protektionismus erhöht das Risiko für Anleger in kleinen offenen Volkswirtschaften, die auf einen grossen Handelspartner angewiesen sind. Schleppender Handel ist schlecht für das Wachstum. Durch Diversifikation und Währungsabsicherung können sich die Anleger jedoch vor einigen Risiken der Anti-Globalisierung schützen.

«Die Globalisierung ist eine Tatsache. Aber wir haben ihre Anfälligkeit unterschätzt.»

– Kofi Annan



Was kann man tun?

Je weniger global die Weltwirtschaft wird, desto globaler sollten die Anlegerportfolios sein. Trotz der direkten Folgen des Brexit-Votums erzielten britische Anleger mit Engagements in grossen multinationalen Unternehmen (deren Gewinne in der Landeswährung stiegen) 2016 recht gute Erträge. Wenn die politischen Risiken überall zunehmen, könnten die Anleger eher geneigt sein, ihr Geld an Heimmärkten anzulegen, wo sie das politische Klima besser verstehen. Sie müssen diese instinktive Reaktion jedoch überwinden und weltweit diversifiziert anlegen.

Ausserdem müssen die Anleger ihre Anfälligkeit gegenüber globalen Währungsrisiken verringern. Die Anti-Globalisierungstendenzen erhöhen das Risiko einer plötzlichen Abwertung einzelner Währungen – Absicherungen können Anlegern dabei helfen, die lokale Kaufkraft vor den Gefahren übermässiger Währungsschwankungen zu schützen. Anleger, die 2016 britische oder mexikanische Wert-

papiere ohne Währungsabsicherung gekauft hatten, erlitten höchstwahrscheinlich hohe Verluste.

Ein langsames weltweites Wachstum als Folge des zunehmenden Protektionismus ist für die Anleger eindeutig nicht vorteilhaft. Der prozentuale Anteil des Welt Handels am globalen BIP ist von 26,9% im Jahr 1970 auf einen Höchstwert von 61,1% im Jahr 2008 gewachsen, nahezu identisch mit dem Wachstum des weltweiten Wohlstands. Somit überrascht es nicht, dass der Internationale Währungsfonds in seinem globalen Konjunkturausblick im Oktober 2016 die Rückkehr protektionistischer Massnahmen als grösstes Risiko für die anhaltende Gesundheit der Weltwirtschaft nannte.

Dieser Trend muss jedoch die Portfolioperformance nicht übermässig belasten, sofern die Anleger eine Konzentration auf kleine Märkte vermeiden, weltweit diversifizieren und sich gegen Währungsrisiken absichern.



Frage 3

Was sind die grössten Risiken? Wie soll ich ihnen begegnen?

Stimulierungsmassnahmen der Zentralbanken treiben die Anleger in risikoreiche Anlagen, doch die Risiken steigen. Um ihnen zu begegnen, müssen Investoren diversifizieren und sich absichern.

Akzeptieren

Für 2017 haben wir 28 Risiken eruiert. Das grösste Einzelrisiko, mit dem Privatanleger im neuen Jahr konfrontiert werden, ist eine Panik.

Panik kann zu Untätigkeit führen, das heisst, Anleger halten eine zu geringe Allokation in Anlageklassen, die für ihre langfristigen Portfolios wichtig sind und warten ewig auf den «richtigen Kaufzeitpunkt». Panik kann aber auch dazu verleiten, zum ungünstigsten Zeitpunkt zu verkaufen: Die Marktforschungsinstitut Dalbar schätzt, dass Anleger durch gescheiterte Versuche, den richtigen Zeitpunkt zu erwischen, in den letzten 20 Jahren jährlich über 2% verloren haben. In einer Welt, in der es schwer ist, eine Rendite von 5% zu erreichen, fällt das stark ins Gewicht (S. 33).

Eine lange Liste von Risiken aufzustellen und sich zu überlegen, wo sich diese am stärksten auswirken, kann Anlegern helfen, den Blick auf langfristige Entwicklungen zu richten und weniger emotional zu reagieren.

Diversifikation

Viele der Risiken betreffen eine bestimmte Region oder ein bestimmtes Land. Folglich

In Kürze

2017 werden die Märkte von vorhersehbaren und unvorhergesehenen Risiken beeinflusst werden. Eine effektive Planung wird entscheidend sein: Akzeptieren, dass Risiken das Portfolio beeinflussen werden, effektiv diversifizieren und sich gegen unkalkulierbare Risiken absichern.

können Anleger ihre Anfälligkeit reduzieren, indem sie eine übermäßige Konzentration in einem Land oder einem geldpolitischen Regime vermeiden.

Selbst wenn die globalen Risiken zunehmen, betreffen sie nicht alle Anlagen gleichermaßen. Eine höhere Inflation könnte zum Beispiel schlecht für Barmittel sein, aber gut für reale Vermögenswerte und Aktien. Höhere Zinssätze könnten qualitativ hochwertige Anleihen belasten (S. 72), aber die Renditen von Senior Loans stärken (S. 61).

Einige Risiken werden einzelnen Unternehmen stärker zu schaffen machen als ganzen Märkten. So können disruptive Technologien und Besorgnisse über Cyber-Angriffe das Einzeltitelrisiko erhöhen, den Gesamtmarkt dürften sie aber nur geringfügig beeinflussen (siehe UBS Industry Leader Network Insights). Die Reduzierung des Engagements in einzelnen Unternehmen trägt im Allgemeinen dazu bei, die Finanzerträge im Verhältnis zum Risiko zu verbessern.

Absicherung

Durch Absicherung können Anleger ihr Risiko weiter verringern. Bei zunehmendem Protektionismus und geldpolitischer

Top-Risiken 2017

Für 2017 identifizierten wir 28 Risiken. Mit zusätzlichen Überraschungen ist immer zu rechnen.

Wirtschaftliche Sorgen

- US-Rezession
- Harte Landung in China
- Langfristige Stagnation
- Weltweite Inflation
- Stagflation
- Erhöhter Protektionismus

Politische Fehler

- Schnelle Anhebung der US-Zinsen
- «Taper Tantrum» in der Eurozone
- Kompetitive Abwertung

Finanzsystem

- Pensions- / Versicherungskrise
- Bankenkrise in Europa
- Rechtsstreitigkeiten
- Defizit bei Devisenreserven Chinas
- Schuldenkrise in Japan
- Beeinträchtigte Marktliquidität

Politische Ereignisse

- Wahlen in Deutschland
- Wahlen in Frankreich
- Politische Krise in der EU
- Krise in Venezuela

Geopolitische Risiken

- Einwanderungskrise
- Eskalation im Nahost-Konflikt
- Zunahme des weltweiten Terrors
- Anti-Globalisierung

Exogene Schocks

- Steigende Lebensmittelpreise
- Starker Ölpreisanstieg
- Druck auf den US-Dollar
- Wetterereignisse
- Pandemie

Frage 3 – Was sind die grössten Risiken? Wie soll ich ihnen begegnen?

Unsicherheit sind die Währungsrisiken gross. Dies verstärkt die Portfoliovolatilität, bietet aber keine klaren Renditeaussichten. Währungsrisiken sollten nur kurzfristig eingegangen, aber langfristig abgesichert werden.

Eine Absicherung kann auch für Anleger attraktiv sein, die auf steigende Aktienmärkte hoffen, sich aber besonders grosse Sorgen über globale Risiken machen, zum Beispiel eine Rezession in den USA oder eine harte Landung in China. Unser systematischer Absicherungsansatz ist darauf ausgelegt, an Märkten mit einem weniger starken Handel eine preisgünstige Absicherung zu kaufen. Diese Praxis hat zwar ihren Preis, kann jedoch die Anfälligkeit des Anlegers gegenüber einem grösseren Rückgang der globalen Aktienmärkte reduzieren.

In ähnlicher Weise kann ein systematischer Ansatz dazu beitragen, sich gegen einen hohen Portfolioverlust abzusichern: Mit Allokationen in Aktien, wenn der Hintergrund günstig ist, und einer Reduzierung des Aktienengagements, wenn sich die Bedingungen verschlechtern. Die derzeitigen Risiken sind zahlreich. Durch Akzeptieren, Diversifizieren und Absichern können die Anleger ihre Anfälligkeit jedoch auf ein verkräftbares Niveau verringern.

«Pläne sind nichts, aber Planung ist alles.»

– Dwight D Eisenhower



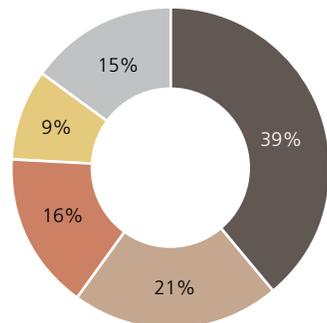
Industry Leader Network Insights

Geopolitische Risiken, disruptive Technologien und eine globale Rezession waren die grössten Sorgen, die von über 75% der Branchenführer genannt wurden.

Abb. 4

UBS Industry Leader Network nennt Geopolitik als grösstes Risiko

Antworten auf die Frage: «Was ist heute das grösste Risiko für Ihr Unternehmen?»



- Die geopolitischen Faktoren
- Cyber-Sicherheit
- Disruptive Technologien
- Anderes
- Globale Rezession

Quelle: UBS



Frage 4

Wie erziele ich eine Rendite von 5 Prozent?

Vor zehn Jahren war es relativ einfach, eine Rendite von über 5% zu erzielen. Heute, da sich die Zinsen nahe an Rekordtiefs bewegen, ist das viel schwieriger, aber immer noch möglich.

Die für liquide Mittel erhältlichen Zinsen wurden auf Rekordtiefstände gedrückt, da sich die Zentralbanken bemühten, schwache Volkswirtschaften zu beleben. Anleger suchten anderswo nach Renditen, aber die Preise von Investment-Grade-Anleihen, Hochzinsanleihen und Aktien wurden mittlerweile alle in die Höhe getrieben. 2017 könnte diese Suche neue Impulse erhalten, wenn die Inflation noch schneller steigt als die Zinssätze.

Wir können nicht ernsthaft erwarten, höhere Renditen zu erzielen, ohne grössere Risiken einzugehen. Eine bestimmte Renditehöhe anzustreben, wenn man das damit verbundene Risiko realistischerweise nicht verkraften kann, ist jedoch immer eine schlechte Strategie.

Wenn wir aber davon ausgehen, dass die Risikotoleranz hoch genug ist, sehen wir drei Möglichkeiten, wie Anleger ihre Renditen 2017 steigern können:

In Kürze

In einer Welt der niedrigen Renditen müssen Anleger entweder ihre Ertragserwartungen zurückstecken oder mehr Risiken eingehen. US-Aktien, Schwellenländeraktien, US Senior Loans und alternative Anlagen können Anlegern dabei helfen, 2017 höhere Renditen zu erzielen. Der Einsatz von Fremdkapital könnte die Renditen ebenfalls verbessern.



1. Risikoreichere Vermögenswerte

Laut Finanztheorie können Anleger keine Mehrrendite erwarten ohne zusätzliche Risiken. Mehr Risiko ist aber keine Garantie für höhere Renditen.

Einige unserer bevorzugten Bereiche sind:

- a) *Aktien aus den USA und Schwellenländern.* Wir glauben, dass die globalen Aktienmärkte 2017 positive Renditen erzielen werden und bevorzugen US- und Schwellenländeraktien. Die Beschleunigung des Wirtschaftswachstums, die Verbesserung der Gewinne und ein nur allmählicher Zinsanstieg sollten beide Märkte unterstützen (S. 48 und S. 50).
- b) *US Senior Loans* bieten eine attraktive Alternative zu herkömmlichen festverzinslichen Anlagen mit niedrigen Renditen. Wir erwarten, dass die Anlageklasse von robusten US-Konjunkturdaten und der weltweiten Jagd nach Rendite profitiert. Senior Loans sind auch «variabel verzinslich». Im Gegensatz zu den meisten festverzinslichen Anlagen dürften sie von allmählich steigenden US-Zinsen profitieren. Bei Redaktionsschluss bieten sie eine laufende Rendite von 5,9% (S. 61).

- c) *Schwellenländerwährungen.* Nach Jahren der Underperformance kamen die Schwellenländer 2016 endlich wieder in Schwung. Ihre Währungen erscheinen jetzt attraktiv, um die Rendite zu steigern. Positiv beurteilen wir einen Korb von Schwellenländerwährungen – darunter der brasilianische Real, die indische Rupie, der russische Rubel und der südafrikanische Rand, jeweils gleichgewichtet – gegenüber einem Korb von gleichgewichteten Industrieländerwährungen – wie dem australischen Dollar, dem kanadischen Dollar und der schwedischen Krone (S. 53).

2. Mehr Fremdkapital

Anleger könnten auch in Betracht ziehen, ein gut diversifiziertes Portfolio durch Fremdmittel zu hebeln, um die Rendite zu verbessern. Die niedrigen Marktzinsen schaffen ein günstiges Umfeld für gehebelte Strategien. Für Anleger mit hoher Risikotoleranz könnte es attraktiver sein, ein Portfolio mit mittlerem Risiko zu hebeln, als direkt in ein Portfolio mit hohem Risiko zu investieren.

Da die Zinsen in den USA allmählich steigen dürften, müssen sich die Anleger über den Zeithorizont für die Anlage klar werden. Die

«Wie Erfolg haben:
sich genügend
bemühen. Wie
scheitern: sich zu
sehr bemühen.»

– Malcolm Forbes

erwarteten Erträge sind gemessen an den historischen Standards niedrig, deshalb können kleine Veränderungen der Kreditkosten signifikante Auswirkungen auf das Risiko-Rendite-Verhältnis haben.

3. Alternative Risikoprämien anstreben

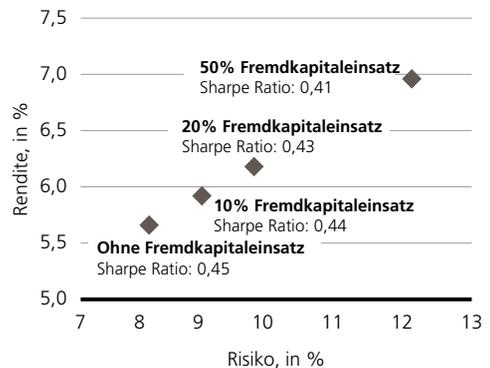
Die mit einer herkömmlichen «Kaufen-und-Halten»-Strategie an Aktien- und Anleihenmärkten erzielbaren Renditen sind niedriger als früher. Deshalb ist es wichtig, jetzt ein breiteres Spektrum von Anlageoptionen ins Auge zu fassen.

Dazu könnten alternative Anlagen zählen (S. 68). Für ein ausgewogenes Portfolio mit einer Allokation von 40% in Hedge Funds und Privatmärkten prognostizieren wir derzeit eine Jahresrendite von 7,2% für die nächsten zehn Jahre. Neue Ansätze für den Portfolioaufbau (S. 90) könnten ebenfalls dazu beitragen, höhere risikobereinigte Erträge zu erzielen als mit herkömmlicheren Methoden. Ein diversifiziertes Portfolio mit teilweise illiquiden globalen Kredititeln dürfte eine Rendite von 4,9% abwerfen.

Abb. 5

Einsatz von Fremdkapital erhöht Risiken und Renditen

Zukunftsgerichtete Schätzungen betreffend Risiko und Rendite (in USD, Balanced-Strategie)



Quelle: UBS

Die Sharp-Ratio ist eine Messzahl für das Risikomanagement von Geldanlagen, die deren Überrendite, d.h. die Rendite welche den risikofreien Zinssatz übersteigt, ins Verhältnis der Volatilität setzt.



Frage 5

Wie können die Märkte ohne billiges Geld überleben?

Ohne billiges Geld würden die Märkte unter Druck geraten. Die Zeit des billigen Geldes dauert jedoch an, selbst wenn die Fed die Zinssätze anhebt und die EZB 2017 ihr quantitatives Lockerungsprogramm allmählich zurückzuführt.

Die Inflation zieht an. In den USA und in Europa klettern die Konsumentenpreise mit dem stärksten Tempo seit über zwei Jahren. Die Turbulenzen an den Anleihenmärkten im Oktober deuten darauf hin, dass die Märkte ein wachsames Auge auf die potenziellen Reaktionen der Zentralbanken haben: höhere US-Zinsen und ein langsames Tempo der quantitativen Lockerung der EZB. Wir erwarten, dass die US-Zinsen bis Ende 2017 auf 1,00–1,25% steigen und die EZB das Tempo ihrer Anleihenkäufe reduziert.

In den letzten Jahren haben die Anleger eindeutig vom billigen Geld profitiert. Können die Märkte ohne dieses auskommen?

Die kurze Antwort lautet nein – oder zumindest noch nicht. In der Vergangenheit haben sich die Märkte während Zinserhöhungszyklen in der Regel gut entwickelt. Normalerweise finden diese jedoch in einer früheren Phase des Konjunkturzyklus und vor dem Hintergrund eines kräftigen Wachstums der Wirtschaft und der Unternehmensgewinne statt. Heute sind viele Märkte bereits teuer bewertet und es scheint unwahrscheinlich, dass das Wachstum auf ein Niveau zurückkehrt, das einst als «normal» angesehen wurde. Deshalb machen sich die Anleger zu



In Kürze

Wir erwarten, dass die Fed den Leitzins anhebt und die EZB ihre quantitative Lockerung 2017 reduziert. Die Geldpolitik wird jedoch locker bleiben, da sich der Fokus auf die Stimulierung des Wirtschaftswachstums und der Beschäftigung richtet.

Recht Sorgen über aggressive Zinserhöhungen. Das «Taper Tantrum» des Sommers 2013, als Anleihen und Aktien gleichzeitig fielen, ist eine Warnung für das Marktumfeld, das Anleger fürchten sollten.

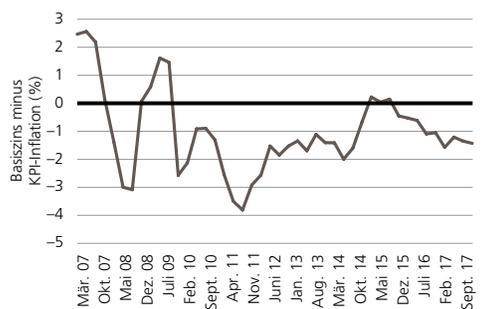
Wir glauben jedoch nicht, dass das kommende Jahr das Ende des billigen Geldes bringen wird. Vielmehr könnten die Realzinsen sogar auf das niedrigste Niveau seit zwei Jahren fallen, da die Inflation schneller anzieht als die Nominalzinsen. Wie im Beitrag «The End Game?» (S. 12) beschrieben, läuft es auf eine geldpolitische Entscheidung hinaus. Die Zentralbanken sehen sich vor der Wahl, die Zinssätze aggressiv anzuheben, um eine immer noch unbestätigte Inflationsgefahr zu bekämpfen, oder die expansive Geldpolitik beizubehalten, um den Schuldenabbau zu erleichtern und das schleppende Wachstum zu verbessern. Der Anreiz, die Zinssätze niedrig zu halten, ist also stark. Die geldpolitische Orthodoxie konzentriert sich weiter darauf, nicht die Fehler zu wiederholen, die zur Weltwirtschaftskrise führten. Damals wurde die Geldpolitik zu früh gestrafft.

Die Fed-Vorsitzende Janet Yellen hat darauf hingewiesen, dass sie eine Inflation

über dem Ziel in Kauf nehmen würde, um den Arbeitsmarkt zu fördern. EZB-Präsident Mario Draghi ist «weiterhin entschlossen, den sehr bedeutenden Grad der geldpolitischen Lockerung zu erhalten». Dies deutet darauf hin, dass die EZB immer noch stark dazu tendiert, ihre massive quantitative Lockerung fortzusetzen, selbst wenn der Umfang 2017 verringert wird.

Abb. 6

Noch weiter ins Minus gedrückte Realzinsen sollten Gold stützen



Quelle: Bloomberg, UBS



Angesichts der nach wie vor expansiven Geldpolitik und der Erwartung einer lockeren US-Fiskalpolitik sind wir am US-Aktienmarkt übergewichtet (S. 48). In US Senior Loans sind wir ebenfalls übergewichtet (S. 61). Sie können von der Jagd der Anleger nach Renditen im Umfeld der negativen Realzinsen profitieren und dank ihrer variablen Coupons eine gewisse Absicherung gegen steigende Zinsen bieten. Wenn die Inflation steigt, dürften sich inflationsgeschützte US-Anleihen (TIPS) besser entwickeln als erstklassige Nominalanleihen. Anleger sollten auch Allokationen in weniger korrelierende Anlagen wie Hedge Funds und Privatmärkte in Betracht ziehen. Die Vergangenheit zeigt uns, dass sich Aktien und Anleihen – selbst wenn die Zinsen niedrig bleiben – in die gleiche Richtung bewegen können, wenn die Märkte Wendepunkte der Geldpolitik befürchten. Dies erhöht die

« Die Zentralbanken versuchen immer, ihren letzten grossen Fehler zu vermeiden.»

– Milton Friedman

Portfoliovolatilität für diversifizierte Anleger. Obwohl diese Phasen der höheren Volatilität gewöhnlich nur wenige Monate gedauert haben, können Hedge Funds die Anfälligkeit für diese Unsicherheit reduzieren. Privatanlagen können indes dazu beitragen, unkluge emotionale Reaktionen auf die Volatilität zu vermeiden, die das Vermögen dauerhaft beeinträchtigen könnten.



Frage 6

China: Risiko oder Chance?

Angesichts der Überhitzung am Immobilienmarkt und der steigenden Verschuldung könnte China die Märkte 2017 erneut aufschrecken. Der Wandel des Landes bietet jedoch zahlreiche Chancen.

Dass es ein oder zwei Mal im Jahr zu einer «China-Panik» kommt, ist an den Finanzmärkten in den letzten Jahren geradezu zur Norm geworden. Im August 2015 fielen die Aktienkurse nach einer überraschenden Veränderung der Währungspolitik Chinas weltweit um 4%. Und in den ersten Wochen des Jahres 2016 sackten sie um 11% ab, da ein Ausufern der Kapitalabflüsse aus China befürchtet wurde.

Es sieht ganz so aus, als gäbe es genügend Gründe für ein oder zwei weitere Paniken im Jahr 2017. Teile des Immobilienmarktes scheinen sich zu überhitzen. Die Preise in Städten der 1. Kategorie sind gegenüber dem Vorjahr um fast 30% gestiegen, und die Preise in Shenzhen sind mittlerweile im Verhältnis zum Einkommen die teuersten der Welt. Eine durchschnittliche Immobilie mit 100 Quadratmetern kostet fast das 20-fache des Durchschnittseinkommens. Zudem steigt die Verschuldung und wird weniger produktiv. Die Gesamtverschuldung Chinas ist von 150% des BIP vor der Finanzkrise auf heute rund 250% angewachsen und mittlerweile sind rund vier Yuan an Krediten nötig, um einen Yuan an Wachstum zu erzeugen.



Diese Probleme zu bewältigen, ist eindeutig mit Risiken verbunden. Zu drastische Straffungsmassnahmen für den Immobilienmarkt könnten die Gesamtwirtschaft abkühlen. Im letzten Jahr entfielen 10% des BIP-Wachstums auf den Immobiliensektor. Und das Wachstum der Schulden durch die Schliessung unrentabler Industriebetriebe abzubremesen, dürfte schwerlich zu bewerkstelligen sein, ohne höhere Arbeitslosigkeit und soziale Instabilität auszulösen. Die Angst vor einer «harten Landung» der Wirtschaft könnte zeitweilig Marktschwankungen hervorrufen.

Die Aussichten für China werden letztlich durch die politische Führung bestimmt. Unserer Meinung nach wird die Regierung, dem Wachstum und der Stabilität Priorität gegenüber langfristigen Reformen einräumen. Aufgrund der relativ grossen eigenen Sparanlagenbasis und des Leistungsbilanzüberschusses (USD 260 Mrd.) kann die Regierung vom Markt kaum zu etwas gezwungen werden. Und das Konsumwachstum bleibt solide: Die Einzelhandelsumsätze stiegen im September gegenüber dem Vorjahr um 10,0% und trugen im 1. Halbjahr 73% zum Wachstum in China bei.

Inmitten des Wandels in China konzentrieren wir uns auf Chancen, die sich aus dem aktuellen zyklischen Aufschwung, der stetigen Öffnung der Kapitalbilanz und dem Übergang zur «New Economy» und zu Konsumentendienstleistungen ergeben.

Erstens öffnet die Regierung nach und nach ihre Kapitalbilanz mit Programmen wie der Börsenverbindung zwischen Shenzhen und Hongkong. Deshalb glauben wir, dass kleine und mittelgrosse chinesische Unternehmen, die an der Börse in Hongkong notiert

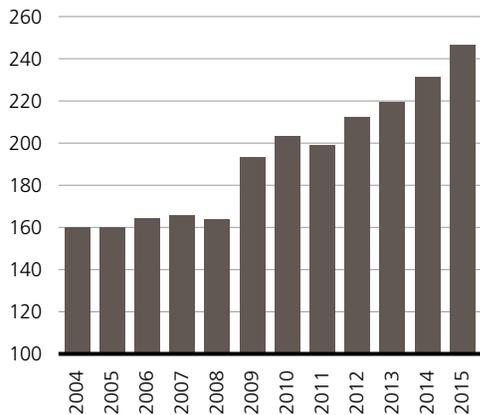
«Wenn es offensichtlich ist, dass die Ziele nicht erreicht werden können, sollten nicht die Ziele korrigiert werden, sondern die Handlungen.»

– Konfuzius

Abb. 7

In China wird die Verschuldung 2017 weiter steigen

Gesamtverschuldung Chinas zum BIP (in %)



Quelle: Bloomberg



In Kürze

China bemüht sich weiter, Wachstum und Wirtschaftsreformen unter einen Hut zu bringen. Unserer Meinung nach wird das Wachstum 2017 Priorität haben, und die Nachfrage wird stabil bleiben, selbst wenn die Schulden weiter steigen. Chancen bieten sich bei Mid-Cap-H-Aktien und in Sektoren wie Gesundheit, Tourismus, Internet und Unterhaltung.

sind (H-Aktien) von Bestrebungen zur Diversifikation von Inlandskapital profitieren könnten. Da Kapital vom inländischen Immobiliensektor in ausländische Anlagen umgeleitet wird, sollten die Anleger jedoch unserer Meinung nach Anleihen von chinesischen Banken und Immobilienunternehmen meiden. Wir erwarten, dass der chinesische Yuan seine Abwertung 2017 fortsetzt und prognostizieren einen USDCNY-Kurs von 7.00 in zwölf Monaten.

Zweitens investieren wir in Unternehmen, die von der veränderten Zusammensetzung des Wachstums in China profitieren. Der tertiäre Sektor (Dienstleister, ohne Finanzunternehmen) ist mittlerweile grösser als der sekundäre (die Industrie). Wenn sich dieser Trend fortsetzt, dürften Sektoren wie Gesundheit, Tourismus, Internet und Unterhaltung in den kommenden Jahren überdurchschnittlich stark wachsen.

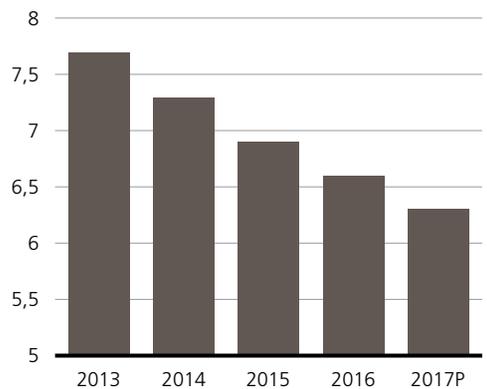
Drittens fokussieren wir nach der US-Präsidentenwahl auf Sektoren, die auf den chinesischen Markt ausgerichtet sind. Sie können einen Rückgang des globalen Handels besser verkraften und von Stimulierungsprogrammen der Regierung profitie-

ren. Diese Sektoren schliessen Konsumgüter, Telekom- und Internetdienstleister sowie das Gesundheitswesen ein.

Abb. 8

Das Wachstum dürfte sich gleichmässig verlangsamen

BIP-Wachstum Chinas (in %)



Quelle: UBS



Frage 7

Spielt die Zukunft Europas eine Rolle für die Märkte?

Grossbritannien muss den Austritt aus der EU erst noch formell auslösen, und in Deutschland und Frankreich stehen Wahlen an. Angesichts der Unsicherheit, des schwachen Wachstums und der mässigen Gewinne könnte es für die Anleger bessere Optionen geben als Europa.

Ereignisse in der EU haben die globalen Märkte in den letzten Jahren durchgerüttelt. Die Schuldenkrise in der Eurozone 2011, die Befürchtung eines griechischen Austritts aus der Eurozone im Jahr 2015 und das überraschende Brexit-Votum im vergangenen Sommer verstärkten die Volatilität an den weltweiten Märkten.

2017 ist der politische Kalender in Europa erneut gut gefüllt. Im 1. Quartal dürfte Grossbritannien mit der Auslösung von Artikel 50 den Countdown zum EU-Austritt in Gang setzen. Die Niederlande halten im März Wahlen ab, Frankreich folgt im April und Mai, und in Deutschland wird zwischen August und Oktober gewählt. Die Politiker könnten jetzt motivierter sein, eine populistische Politik zu verfolgen. Nach dem jahrelangen schleppenden Wachstum und der jüngsten Einwanderungskrise hat sich das politische Zentrum in Europa verschoben. Der Brexit war das deutlichste Beispiel für dieses Phänomen. In den Niederlanden, Frankreich und Deutschland haben rechtsextremistische Parteien (Freiheitspartei, Front National und AfD) in den Meinungsumfragen ebenfalls an Popularität gewonnen. Dies verdeutlicht das Potenzial für weitere politische Unsicherheit.

In Kürze

In den Niederlanden, Frankreich und Deutschland finden 2017 Wahlen statt. Angesichts der Konjunkturabkühlung, des mässigen Gewinnwachstums und der politischen Unsicherheit erkennen wir bessere Anlageziele für 2017 als Europa. In der Region konzentrieren wir uns auf Unternehmen, die einen hohen Anteil ihrer Gewinne in Schwellenländern erwirtschaften.



Sollten die Anleger also 2017 Europa erneut fürchten? Ob die politische Unsicherheit zu Marktturbulenzen führt, hängt unserer Meinung nach von folgenden Faktoren ab:

- a) *Wirtschaftsentwicklung*
- b) *Auswirkungen der Unsicherheit auf die Unternehmensgewinne*
- c) *Potenzielle Auswirkungen auf das Bankensystem*

Die bevorstehenden Wahlen werden die wirtschaftlichen Aussichten vermutlich nicht verändern. Das Wachstum ist ziemlich solide. Aufgrund der nachlassenden Wirkung der Stimulierungsmassnahmen der EZB und einer gewissen Belastung durch den Verhandlungsprozess für den britischen EU-Austritt erwarten wir jedoch, dass die Wirtschaft der Eurozone 2017 mit einem verhalteneren Tempo von 1,3% wächst, im Vergleich zu 1,6% im Vorjahr.

Wahlen haben in der Regel insgesamt auch keine nennenswerten kurzfristigen Auswirkungen auf die Rentabilität der Unternehmen. Einzelne Sektoren oder Länder könnten auf Änderungen von Steuersätzen, Regulierungsbestimmungen oder Handelsbedingungen reagieren. Für Investoren dürfte sich

die Ertragskraft ihrer Anlagen, sofern sie gut diversifiziert sind, jedoch durch einen Wechsel der politischen Garde nicht wesentlich verringern. Die Rentabilität der Unternehmen in der Eurozone ist jedoch derzeit recht mässig. Dies ist hauptsächlich auf das schwache Wachstum im Finanzsektor zurückzuführen, der immer noch unter den Negativzinsen, der schwachen Kreditnachfrage und dem relativ hohen Anteil an notleidenden Krediten leidet.

« Das Problem ist, dass sofort von einer Krise gesprochen wird, wenn in Europa zwei Regierungen verschiedene Meinungen vertreten.»

– Jean-Claude Juncker

Doch gerade für die Banken der Region könnten die Wahlen folgenswer sein. In letzter Zeit konnten die Massnahmen der EZB die Folgen politischer Entwicklungen eindämmen – die Kreditrisikoprämien haben sich seit dem Brexit-Votum sogar verengt, obwohl die Aktienkurse wegen der Sorge um notleidende Kredite in Italien litten. Ein vorteilhaftes Wahlergebnis des rechtsstehenden französischen Front National könnte die Nervosität bezüglich des Bankensektors verstärken. Denn nur schon die Möglichkeit, dass ein Land der Eurozone einen Austritt aus der EU in Erwägung ziehen könnte, würde Bedenken über ein potenzielles Miss-

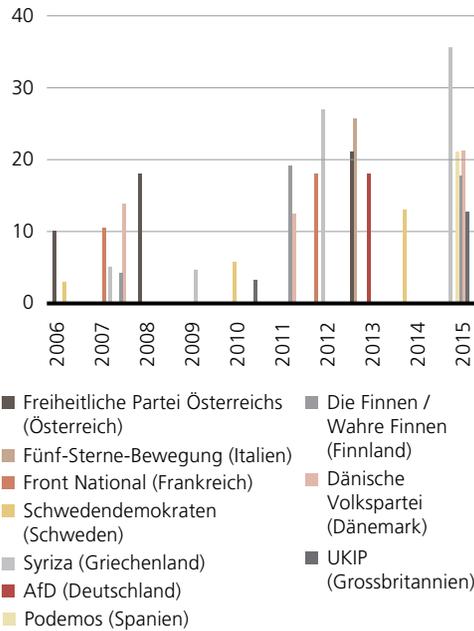
verhältnis zwischen den Vermögenswerten und Verbindlichkeiten der Kreditinstitute in der Region hervorrufen.

Aufgrund der politischen Unsicherheit in Verbindung mit einem mageren Wirtschafts- und Gewinnwachstum sehen wir derzeit bessere Anlageziele als Europa (siehe Top 10 Ideen für 2017). Anlegern mit langfristiger Allokation in Europa schlagen wir vor, sich auf Unternehmen zu konzentrieren, die einen hohen Prozentsatz ihrer Umsätze in Schwellenländern erzielen (S. 50) oder über Dividenden und Aktienrückkäufe Kapital an die Aktionäre zurückführen (S. 58).

Abb. 9

Anti-Establishment-Parteien gewinnen in Europa an Popularität

% der gewonnenen Stimmen



Quelle: Nationale Wahlergebnisse

UBS Industry Leaders Insight: Migration als Hauptrisiko

Unternehmerkunden aus dem UBS Industry Leader Network haben sich vor kurzem getroffen, um über Risikoszenarien zu sprechen, die ihre Unternehmen belasten könnten. Sie identifizierten die Einwanderungskrise in Europa als bedeutendes Risiko.

Die Industry Leader kamen zum Schluss, dass eine Fortsetzung der Flüchtlingsströme aus Syrien wahrscheinlich sei und das Flüchtlingsabkommen der EU mit der Türkei platzen könnte. Eine verstärkte Zuwanderung nach Deutschland in einem Wahljahr könnte die Wiederwahlausichten von Angela Merkel untergraben. Dies könnte Unordnung in das politische Gefüge in Deutschland und der breiteren Region bringen, was populistischen Politikern in Europa zugutekäme.

Unsere Top 10 Ideen für 2017

1. US-Aktien
2. Aktien der Schwellenländer
3. Korb von Schwellenländerwährungen
4. REITs der Region Asien-Pazifik
5. Dividenden und Aktienrückkäufe
6. US Senior Loans
7. Inflationsindexierte US-Staatsanleihen
8. Palladium und Platin
9. Alternative Anlagen
10. Erstklassige Anleihen verkaufen

« Der Mensch
unterscheidet sich
von den übrigen
Primaten durch
seine Leidenschaft
alles aufzulisten.»

- H. Allen Smith

Idee 1

US-Aktien

US-Aktien haben von ihren Tiefständen von 2009 sehr stark zugelegt. Trotzdem sind die Aussichten für einen weiteren Anstieg im Jahr 2017 unseres Erachtens intakt.



Wirtschaft kann noch weiter wachsen

Die Frühindikatoren für den Fertigungs- und den Dienstleistungssektor deuten auf eine stärkere Aktivität hin. Für die US-Unternehmen dürfte dies ein kräftigeres Umsatz- und Gewinnwachstum bedeuten, zumal die Belastung durch den Rückgang der Ölpreise und den starken US-Dollar nachlässt. Das CIO erwartet, dass die Gewinne pro Aktie in den USA um 8% steigen.

US-Gesundheitswesen. Der Sektor dürfte zulegen, wenn die Unsicherheit nach der US-Wahl und die Sorge über mögliche strengere Regelungen zu den Medikamentenpreisen abnehmen. Pharmaaktien dürften von besseren Produktpipelines, den unterschiedlichen Endmärkten und Umsatzquellen sowie den attraktiven Bewertungen profitieren, die das von uns erwartete mittlere bis hohe einstellige Gewinnwachstum nicht spiegeln.

Geldpolitik dürfte expansiv bleiben

Die Inflation zieht an, liegt aber noch deutlich unter der Zielvorgabe der US-Notenbank. Die Fed dürfte zwar die Kreditkosten anheben (Das CIO erwartet eine Zinserhöhung im Dezember und zwei weitere im nächsten Jahr), hat aber keinen Grund, die Zinsen aggressiv zu erhöhen und so das Wachstum zu gefährden. Daher dürften die Finanzierungsbedingungen für die Unternehmen und die Konsumenten locker bleiben.

Bewertungen nicht angespannt

Die absoluten Bewertungen von US-Aktien, zum Beispiel auf Basis der Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGV), liegen zwar leicht über dem Durchschnitt, sind aber nicht angespannt und angesichts der niedrigen Inflation und des beständigen Wachstums gerechtfertigt. Die Geschichte zeigt, dass die KGVs in der Regel steigen, wenn die Zinssätze von niedrigen Niveaus aus anziehen. Schließlich wirken die Aktienbewertungen relativ zu Anleihen attraktiv.

US-Finanzwesen. Die besseren Inflations- und Wachstumsdaten in den USA dürften die langfristigen Zinssätze steigen lassen. Angesichts der hohen Barmittelbeträge, die sich derzeit noch in «Wartestellung» befinden, mussten die Banken trotz der höheren Fed Funds Rates die Einlagenzinsen noch nicht anheben. Eine grössere Differenz zwischen den Einlagenzinsen der Banken und den Renditen langfristiger Anlagen dürfte die Rentabilität stützen. Die Aktivität an den Kapitalmärkten nimmt zu und die Bewertungen muten attraktiv an.

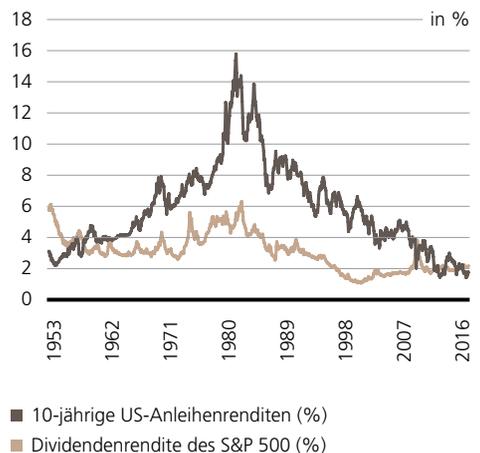
US-Technologie. Die Unternehmen wollen wieder investieren und könnten daher die Konsumenten als Wachstumsmotor ablösen. Wir bevorzugen den Software-Sektor, da die Bewertungen den abonnementbasierten Umsatzmodellen, die bei Technologien wie Cloud Computing gang und gäbe sind, nicht angemessen Rechnung tragen. Das schnellere Wachstum der Gewinne pro Aktie, die attraktiven relativen Bewertungen und die anhaltenden Barausschüttungen an die Aktionäre bieten für das nächste Jahr Unterstützung. Die Nachfrage nach Software, die vor Cyber-Angriffen schützt, könnte langfristig ebenfalls weiter steigen.



Abb. 10

Aktien sind im historischen Kontext günstig gegenüber Anleihen

Dividendenrendite im S&P 500 und Rendite 10-jähriger Anleihen



Quelle: Datastream

Idee 2

Aktien der Schwellenländer



Nach Jahren der Underperformance haben Schwellenländeraktien 2016 erheblich besser abgeschnitten. Politische Unsicherheit führt kurzfristig zu höherer Volatilität. Schwellenländeraktien dürften sich 2017 überdurchschnittlich entwickeln.

Die regionalen Wachstumsraten dürften im nächsten Jahr höher ausfallen.

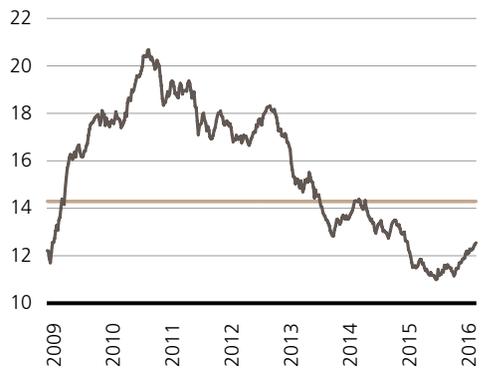
Frühindikatoren wie die Einkaufsmanagerindizes haben in den Schwellenländern bis Oktober 2016 vier Monate Wirtschaftswachstum angezeigt.

Die Belebung in den Schwellenländern ist nicht allein auf die stärkere Binnennachfrage durch die Mittelschicht zurückzuführen. Auch internationale Faktoren geben den Entwicklungs- und Schwellenländern positive Impulse. Rohstoffproduzenten dürften von stabilen oder steigenden Rohstoffpreisen profitieren – das CIO prognostiziert einen Anstieg der Brent-Preise auf USD 60 je Barrel im nächsten Jahr.

Abb. 11

Schwellenländer sind in den Anlegerportfolios noch zuwenig vertreten

In % der globalen Aktienfondsallokation



- Aktengewichtung im Portfolio
- Von UBS empfohlene Gewichtung (ausgewogene SAA)

Quelle: EPFR, IIF; *einschliesslich Anlagefonds und ETFs; nicht um Bewertung berichtigt



Die niedrigen Zinssätze bringen den Schwellenländern reichlich Liquidität.

Die globalen Zinssätze dürften auch im nächsten Jahr niedrig bleiben. Das CIO erwartet, dass die US-Notenbank die Zinsen in zwei Schritten anheben und die Europäische Zentralbank ihr Anleihenkaufprogramm reduzieren wird. Gleichwohl wird die expansive Geldpolitik nur ganz allmählich gestrafft werden. Die Prämie, die Unternehmen der Schwellenländer für die Emission von Investment-Grade-Anleihen zahlen, bleibt zudem im Bereich der Zweijahrestiefs.

Das CIO erwartet auch, dass der US-Dollar an Wert verlieren wird, wenn die Anleger eine allmähliche Erhöhung der US-Zinssätze eskomptieren. Für die Unternehmen der Schwellenländer ist dies insofern von Belang, als viele von ihnen Umsätze in der Lokalwährung erwirtschaften, ihre Schulden aber in US-Dollar bedienen. Ein schwächerer US-Dollar im nächsten Jahr würde die Kosten der Schulden effektiv senken und den Gewinnen der Unternehmen positive Impulse geben.

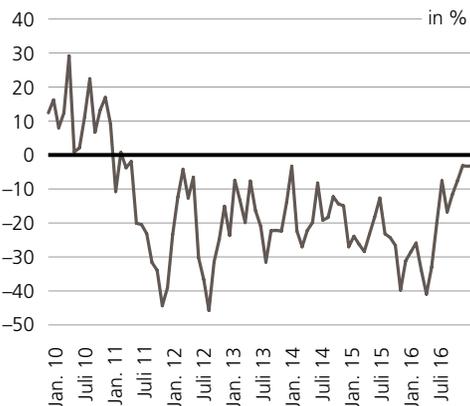
EM(U)-Gewinner. Wir erwarten, dass Aktien von Unternehmen der Eurozone, die in den Schwellenländern (so genannte «EM(U)-Gewinner») tätig sind, im kommenden Jahr besser abschneiden als der breitere MSCI Europe Index. Unsere bevorzugten Aktien erwirtschaften wenigstens 20% ihrer Umsätze in den Schwellenländern (EM), besitzen das Potenzial für ein überdurchschnittliches Gewinnwachstum und unterliegen möglicherweise geringeren Kursschwankungen als Direktengagements in den Schwellenländern. Nachdem die Schwellenländerwährungen fünf Jahre abgewertet und den Euro-Wert der zurückgeführten Gewinne gedrückt haben, stellen EM-Währungseffekte kein bedeutendes Problem für die Gewinne der in den Schwellenländern engagierten Unternehmen der Eurozone mehr dar. Deren Gewinne sind in jüngster Zeit gestiegen. Wir erwarten deshalb steigende Aktienkurse.



Abb. 12

Die Zuversicht bezüglich der Gewinne in den Schwellenländern steigt unter den Analysten

Verhältnis der Gewinnkorrekturen (Hochstufung-Herabstufung) / (Hochstufung+Herabstufung) in %



Quelle: Datastream, UBS, Daten per 7. November 2016

Der Gewinnanstieg pro Aktie beschleunigt sich und wird durch nachhaltige, fundamentale Treiber unterstützt.

Die Gewinne von Unternehmen der Entwicklungs- und Schwellenländer sind seit 2012 um ein Drittel gesunken. Jetzt steigen sie endlich wieder. Von der Talsohle im Februar haben sich die Gewinne in den Schwellenländern bis zum Redaktionsschluss um 8% erhöht. Das Verhältnis der Gewinnrevisionen (ein Mass für das Verhältnis aus den Herauf- und den Herabstufungen der Gewinnschätzungen von Unternehmensanalysten) hat sich von -40% auf ein Gleichgewicht zwischen positiven und negativen Revisionen erholt.

Anleger sollten die Entwicklung der Handelspolitik der neuen US-Regierung genau verfolgen. Derzeit halten wir jedoch die Fundamentaldaten aus den Schwellenländern für stärker als die Unsicherheiten.

Idee 3

Korb von Schwellenländerwährungen



Die Währungen der Schwellenländer zählten 2016 zu den grossen Gewinnern. Unseres Erachtens dürfte das kommende Jahr für ausgewählte Schwellenländerwährungen erneut positiv verlaufen.

Kurzfristig könnte politische Unsicherheit im Markt für Schwellenländerwährungen zu höherer Volatilität führen. Die weltweit tiefen Renditen wirken jedoch unterstützend und Bewertungen sind attraktiv.

Wir empfehlen eine Übergewichtung in einem Korb von Schwellenländerwährungen – darunter der brasilianische Real, die indische

Rupie, der russische Rubel und der südafrikanische Rand, jeweils gleichgewichtet – gegenüber einem Korb von gleichgewichteten Industrieländerwährungen wie dem australischen Dollar, dem kanadischen Dollar und der schwedischen Krone.

Unsere ausgewählten Schwellenländerwährungen bieten einen erheblichen Zinsvorteil.

Bei Redaktionsschluss beträgt der Zinsvorteil über 8 Prozentpunkte. Brasilien ist innerhalb unserer Gruppe mit einem 3-Monatsatz von 12% der Spitzenreiter, und selbst die niedrigste Rendite – in Indien – liegt immer noch bei 6%. Im Gegensatz dazu bieten die Zinssätze in den Industrieländern immer noch extrem niedrige Renditen. Für unseren Währungskorb beträgt sie gerade einmal 0,6%.



Das Risiko einer signifikanten Abwertung dieser Schwellenländerwährungen ist gering.

Diese Währungen haben sich 2016 sehr gut entwickelt. Dennoch liegen sie aus Sicht der letzten fünf und zehn Jahre immer noch deutlich im Minus. Unser Korb von Schwellenländerwährungen hat seit 2006 um 60% gegenüber dem US-Dollar abgewertet. Daher notieren diese Währungen nun auf Niveaus, die dem – nach Ansicht des CIO – fairen Wert nahe kommen. Zugleich profitieren sie davon, dass sich die Konjunkturaussichten wieder bessern. Im Jahr 2016 stiegen die Einkaufsmanagerindizes über die Marke von 50 – die Grenzlinie zwischen Expansion und Kontraktion. Die Rohstoffpreise sind ebenfalls gestiegen, was den Wachstumsaussichten zugutekommt. Wir erwarten, dass die Volkswirtschaften Russlands und Brasiliens im Jahr 2017 nach der schweren Rezession im Jahr 2016 wieder wachsen werden.

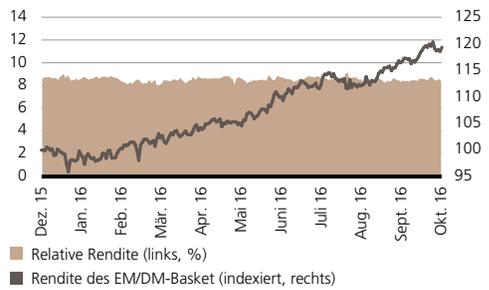
Diversifikation begrenzt das Risiko, dass die Politik die Entwicklung behindert.

Im Abschnitt «The End Game?» (S. 12) haben wir verdeutlicht, welchen Einfluss die Politik auf die Märkte haben kann. Russland, Brasilien und Südafrika sind in den letzten Jahren allesamt recht anfällig für politische Turbulenzen gewesen. Doch die Wahrscheinlichkeit, dass alle diese Länder gleichzeitig Rückschläge verkraften müssen, ist eher gering. Wie immer ist Diversifikation ein ausgezeichnetes Instrument für Anleger.



Abb. 13

Ein Korb von EM-Währungen ggü. ausgewählten Industrieländerwährungen brachte stabile Gewinne



Quelle: Thomson Reuters, UBS



Die Industrieländerwährungen haben wir so ausgewählt, dass die Risiken durch eine Abschwächung der Rohstoffpreise und/oder des globalen Wachstums minimiert werden.

Schwellenländerwährungen notieren wahrscheinlich schwächer, wenn die Rohstoffpreise und/oder das globale Wachstum nachgeben. Gleiches gilt für die Währungen rohstoffabhängiger Industrieländer wie Kanada und Australien. Die schwedische Krone korreliert hingegen sehr stark mit dem globalen Wachstum. Mit dieser Auswahl von Industrieländerwährungen zur Finanzierung der Transaktion dürfte sich daher das Gesamtrisiko der Position verringern lassen. Vor allem erwarten wir, dass die Zentralbanken dieser Länder zügig auf eine starke Aufwertung der Währungen reagieren werden, was den potenziellen Verlust der Position noch weiter verringert.

Anlagen in den Schwellenländern sind mit Risiken verbunden. Bei Schwellenländerwährungen werden diese relevant, wenn sich das globale Wachstum abschwächt oder der Protektionismus zunimmt. Mit unserem Währungskorbpaar haben wir jedoch versucht, das Verlustrisiko zu verringern, und wir erwarten, dass 2017 ein weiteres positives Jahr für Schwellenländerwährungen sein wird.

Idee 4

REITs der Region Asien-Pazifik

Die Zentralbanken werden im Zweifel eher eine zu lockere Geldpolitik verfolgen, auch wenn dadurch eine höhere Inflation droht. Von diesem Trend profitieren dürften Real Estate Investment Trusts (REITs) in der Region Asien-Pazifik.



Die Anlageklasse bietet in einem Niedrigzinsumfeld einen attraktiven Renditeaufschlag.

REITs sind anleihenähnliche Anlagen, die renditehungrigen Anlegern relatives Wertpotenzial bieten. Die Renditespreads gegenüber Staatsanleihen in Singapur (450 Bp.) und Hongkong (400 Bp.) schneiden im Vergleich zum globalen Durchschnitt von 306 Bp. bei Redaktionsschluss gut ab. Wir erwarten, dass die anhaltende Nachfrage nach Rendite diesen Spread drückt und die Preise von REITs stützt.

REITs aus der Region Asien-Pazifik können stabile Dividenden und Wachstumspotenzial bieten.

REITs zeichnen sich in Zeiten, in denen einige Dividenden aufgrund ungewisser Gewinnaussichten auf dem Spiel stehen, durch eine grössere Dividendensicherheit aus. Tatsächlich haben asiatische Unternehmen im abgelaufenen Jahr ihre Dividendenzahlungen leicht reduziert, sodass dieser Aspekt durchaus von Belang ist.

Das aktuelle Umfeld mit niedrigen Zinssätzen und einem schwachen Wirtschaftswachstum dürfte hochwertigen, gut kapitalisierten REITs mit nachhaltigen Dividendenrenditen zugutekommen. In unserer Auswahl konzentrieren wir uns in erster Linie auf Singapur (rund 4,1% Dividendenrendite), Hongkong und Australien. Die kurzfristigen Aussichten für Immobilien in Hongkong sind zwar schwach, Hongkong REITs machen aber mit 12% nur einen kleinen Teil des APAC REITs-Index aus.

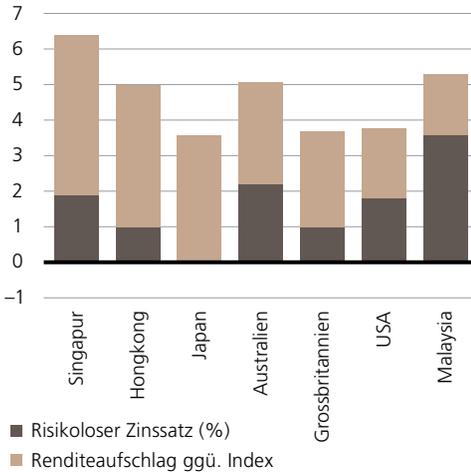
Bewertungen sind weiterhin attraktiv.

Der prognostizierte Renditespread – ein Mass dafür, ob ein REIT günstig oder teuer ist – lag bei Redaktionsschluss bei 5,2% gegenüber einem «risikolosen» Benchmarkzins von lediglich 2%. Die Differenz von 3,2% zwischen diesen beiden Renditen lag über dem langfristigen Durchschnitt von 2,9%.

Die Suche nach rentableren Anlagen könnte dazu führen, dass Anleger Kapital in REITs aus der Region Asien-Pazifik investieren,

Abb. 14

Die Renditen der REIT-Märkte in APAC scheinen gegenüber den risikolosen Zinsen attraktiv



Quelle: Bloomberg, UBS

was die Preise treiben und den Rendite-spread in Richtung des langfristigen Mittelwerts drücken würde. Ein Rückgang des Renditespreads um 0,3% über einen Anla-

gehorizont von sechs bis zwölf Monaten würde zu einer potenziellen Gesamtrendite von 10% führen. Wir sehen sogar Spielraum, dass die Spreads den Durchschnitt unterschreiten – was Aufwärtspotenzial für die Erträge der Anleger bedeuten könnte.

Allerdings sind einige potenzielle Risiken zu beachten. Wenn die USA ein fiskalisches Stimulierungsprogramm lancieren, die US-Notenbank eine restriktivere Geldpolitik verfolgt und die Kreditkosten aggressiver als erwartet erhöht oder wenn die Europäische Zentralbank ihre quantitative Lockerung rasch drosselt, könnten sich zinssensitive REITs unterdurchschnittlich entwickeln. Strukturell niedrigere Mieten oder Objekte mit höheren Betriebskosten könnten die Dividendenzahlungen unter Druck setzen.

Doch insgesamt scheinen die Aussichten für diese Anlageklasse attraktiv. Die Fed könnte die Zinssätze 2017 anheben, da diese aber nach wie vor unter der Inflationsrate liegen, dürften sich REITs in der Region Asien-Pazifik auch im nächsten Jahr überdurchschnittlich entwickeln.



Idee 5

Dividenden und Aktienrückkäufe

Die Renditen in der Eurozone, der Schweiz und Japan sind extrem niedrig. Unternehmen, die zuverlässige Erträge bieten, sind noch attraktiver geworden.



Viele Anleger investieren traditionell in Anleihen, um Erträge zu erzielen, und in Aktien, um einen Kapitalzuwachs zu erreichen. Doch bei extrem niedrigen Renditen bieten Anleihen keine ausreichenden Erträge mehr. Das gilt insbesondere für die Eurozone, die Schweiz und Japan. Aktuell liegt der Anteil der Staatsanleihen mit einer negativen Rendite in der Eurozone bei 51%, in der Schweiz bei 85% und in Japan bei 77%.

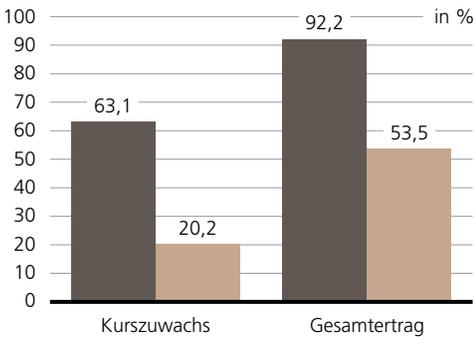
Die gute Nachricht ist, dass manche Aktien helfen können, die Ertragslücke zu stopfen. Im Jahr 2017 werden sich ausgewählte Aktien in der Eurozone, der Schweiz und Japan für ertragsorientierte Anleger unseres Erachtens als Alternative zu Anleihen eignen. Das CIO bevorzugt Aktien mit nachhaltigen Ausschüttungen und einem überdurchschnittlichen Dividendenwachstum.

In der Eurozone: Dividenden sind ein wichtiger Teil der Erträge für Anleger, machen sie im MSCI EMU doch rund ein Drittel der langfristigen Erträge aus. Doch im aktuellen Niedrigzinsumfeld haben Dividenden an Bedeutung gewonnen. Per Anfang November lagen die Renditen der zehnjährigen Staatsanleihen knapp über 0%, derweil der MSCI EMU Aktienindex eine Dividendenrendite von rund 3,7% bot. Diese Differenz ist so gross wie selten zuvor. Dabei weist unsere Auswahl an Aktien der Eurozone mit hohem Dividendenwachstum im Durchschnitt eine noch höhere Dividendenrendite auf. Ausgehend von einer relativ aktionärsfreundlichen Politik und einem stetigen Wirtschaftswachstum, dürften diese Unternehmen ihre Dividenden noch weiter steigern.

Abb. 15

Dividendenwachstum ist zentral

Mittelwert des Dividendenwachstums und Aktienkursperformance von 73 ununterbrochen kotierten Schweizer Large Caps mit Dividendenausschüttung seit 2006. Alle Aktien sind gleichgewichtet



- Unternehmen mit überdurchschnittlichem Dividendenwachstum
- Unternehmen mit unterdurchschnittlichem Dividendenwachstum

Quelle: FactSet, UBS

In der Schweiz: Der Schweizer Aktienmarkt bietet gemessen am SMI eine Dividendenrendite von über 3,5%. Am Markt für CHF-Unternehmensanleihen liegen die Anleihenrenditen zum Vergleich deutlich unter 1%. Schweizer Unternehmen weisen historisch eine niedrige Nettoverschuldung und eine robuste Rentabilität auf. Wir haben ausgewählte Aktien identifiziert, die eine Kombination aus nachhaltigen Dividenden und Dividendenwachstum bieten. Derzeit glänzen Schweizer Unternehmen mit historisch tiefen Schulden und robuster Rentabilität.





In Japan: Japanische Unternehmen erfreuen sich einer hohen Liquidität. Ihre verfügbaren Mittel sind im historischen Vergleich hoch, derweil sich ihre Verschuldung auf einem 15-Jahrestief bewegt. Sie zahlen traditionell eher dürftige Dividenden. Doch dies ändert sich mittlerweile. Der neue Kodex für Verantwortung und Corporate Governance fördert eine aktionärsfreundlichere Politik. Der Wandel zu mehr Aktienrückkäufen ist bereits in vollem Gange. Er wird von bestimmter auftretenden Anlegern und dem

Druck angetrieben, Kreuzbeteiligungen zu entflechten und die Eigenkapitalrendite zu steigern. Per November hatte sich das Volumen japanischer Aktienrückkaufprogramme im Vergleich zum Vorjahr um 17% erhöht. Wir glauben, dass die Anleger von Anlagen in Titeln profitieren können, die Aktienrückkaufprogramme umsetzen oder in nächster Zeit umsetzen dürften. Unternehmen, die Aktienrückkäufe ankündigten, haben den Markt seit Januar 2012 um mehr als 30% übertraffen.

Das CIO beurteilt die drei Aktienmärkte Eurozone, Schweiz und Japan insgesamt nicht positiv. Die Gewinnaussichten dürften aber stabil genug sein, um weiterhin hohe Ausschüttungen der von uns identifizierten Unternehmen zu stützen. In einer Welt der niedrigen Renditen sind Dividenden umso wichtiger.

Idee 6

US Senior Loans

Angesichts des passablen Wirtschaftswachstums, der anziehenden Inflation und voraussichtlichen Zinserhöhung durch die US-Notenbank zählen US Senior Loans im Jahr 2017 zu den interessantesten Segmenten des Fixed-Income-Marktes.

Die grössten Gewinner am Anleihenmarkt waren im Jahr 2016 US-Hochzinsanleihen, die in den ersten zehn Monaten des Jahres Wertsteigerungen um 13% verzeichneten. Nach dieser beeindruckenden Entwicklung muten diese Anlagen nun weniger attraktiv an. Wahrscheinlicher ist aber, dass sich Senior Loans 2017 gut entwickeln werden.



Die Rendite ist im Umfeld tiefer Anleiherträge attraktiv.

Die Rendite der Senior Loans von 5% bis 6% bedeutet einen Aufschlag von 4 Prozentpunkten gegenüber Investment-Grade-Unternehmensanleihen mit kurzer Laufzeit. Selbst wenn wir von einem Anstieg der Ausfallquote von aktuell 2% auf den langfristigen Durchschnitt von 3% ausgehen, ist mit einer Rendite der Senior Loans von 3% bis 5% zu rechnen.

Die Coupons können nach oben angepasst werden und bieten Schutz vor höheren Basissätzen.

Die Zinsvariabilität verringert das Durationsrisiko von Senior Loans. Die Benchmark für standardmässige Senior Loans ist der dreimonatige USD-Libor und der Couponzins wird durchschnittlich alle 45 bis 60 Tage neu festgelegt. Für die Neufestlegung gilt eine minimale Untergrenze von durchschnittlich 98 Basispunkten auf den Libor. Doch sobald diese Marke durchbrochen ist, wird der Couponzins der Senior Loans nach oben

korrigiert. Da erwartet wird, dass die Fed die Zinssätze im Dezember sowie zweimal im Jahr 2017 anheben wird, rechnen wir mit einer steigenden Nachfrage nach dieser Anlageklasse.

Das Kreditrisiko ist geringer als bei Hochzinsanleihen.

Insgesamt beurteilen wir die Aussichten für die Wirtschaft und die Unternehmen in den USA positiv. Für 2017 prognostizieren wir einen Anstieg des Gewinns pro Aktie um 8% nach bloss 1% im abgelaufenen Jahr. Der US-Kreditzyklus ist allerdings bereits relativ weit vorangeschritten, sodass die Anleger

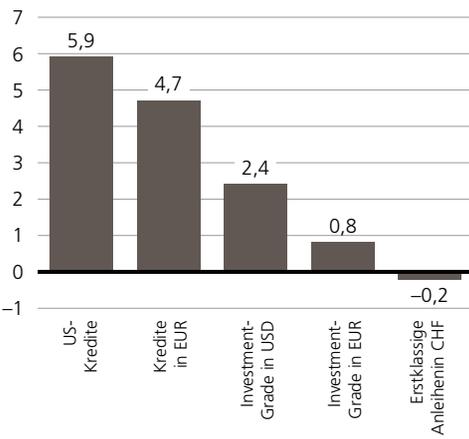
das Risiko höherer Ausfälle im Auge behalten sollten. Während die Ausfallquoten bei Senior Loans in der Vergangenheit mit denen von Hochzinsanleihen etwa gleichauf lagen, sind die Verwertungsquoten höher, da Senior Loans häufig durch Vermögenswerte des Unternehmens besichert und in der Kapitalstruktur vorrangig sind. Die Kreditausfälle bei Senior Loans beliefen sich in den letzten 20 Jahren auf durchschnittlich 1,3% – weniger als die Hälfte der 2,8% bei Hochzinsanleihen.

Senior Loans. Die Anlageklasse besteht aus Bankkrediten mit einem Rating unterhalb Investment Grade, die an Unternehmen vergeben werden. Sie weist einige besondere Merkmale auf – darunter ein variabler Zinssatz und ein Anspruch auf Vermögenswerte des Unternehmens bei einem Ausfall. Senior Loans werden ausserbörslich gehandelt, sodass sie weniger liquide sind als andere festverzinsliche Vermögenswerte. Die geringere Liquidität ist für einige Anleger zwar ein Nachteil, dämpft aber auch Kursschwankungen. US-Senior Loans wiesen in den letzten 15 Jahren eine Volatilität von annualisiert 6,8% auf gegenüber 9,8% für US-Hochzinsanleihen und 14,7% für US-Aktien. Darüber hinaus zeichnen sie sich durch eine geringe Korrelation mit anderen Anlageklassen aus, was die Diversifikation verbessert.

Abb. 16

Renditevorteil von Senior Loans

Aktuelle Renditen (%)



Quelle: BAML, Datastream, UBS

Idee 7

Inflations- indexierte US- Staatsanleihen



Die Anzeichen steigender Inflation sind unverkennbar. Der Markt für inflationsindexierte Wertpapiere unterschätzt unseres Erachtens das Risiko, dass die Inflation weiter anzieht.

Anlegerinnen und Anleger betrachten die Inflation in der Regel als eine Bedrohung, die den realen Wert ihrer Anlagen schmälert. Nur wenige erkennen in steigenden Preisen eine eigenständige Anlagemöglichkeit. Wir glauben, dass es 2017 möglich sein wird, von einer Beschleunigung der Inflation zu profitieren, und zwar aus folgenden Gründen:

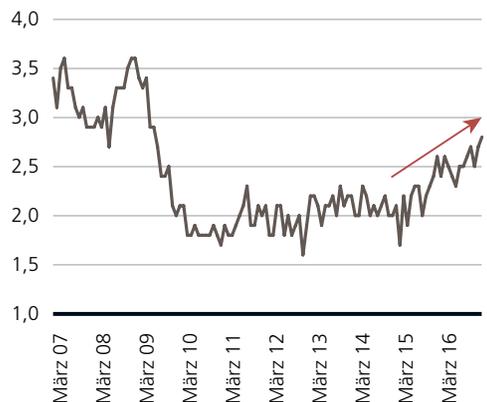
Am US-Arbeitsmarkt bestehen weniger Überkapazitäten, was ein stärkeres Lohnwachstum erwarten lässt.

Die Arbeitslosigkeit in den USA bewegt sich auf Niveaus wie vor der letzten Krise, und die Stundenlöhne steigen bereits seit Sommer 2016. Höhere Saläre führen gewöhnlich zu höheren Ausgaben für Nicht-Basiskonsumgüter und unterstützen einen breiter angelegten Preisanstieg.

Abb. 17

Die niedrige Arbeitslosenquote in den USA sorgt für ein höheres Lohnwachstum

Durchschnittliche Stundenlöhne in den USA aller Beschäftigten



Quelle: Bloomberg



Der Ölpreis scheint sich stabilisiert zu haben, sodass ein wichtiger Faktor, der die Inflation gedrückt hat, weggefallen ist.

Der Barrel-Preis für Brent-Rohöl ist von Mitte 2014 bis zum Tiefstand im Februar 2016 um 75% gesunken. Dieser starke Rückgang trug dazu bei, dass der Konsumentenpreisindex (KPI) wiederholt negativ überraschte. Das Öl macht in den USA zwar nur rund 6% des gesamten Preisindexes aus, hat aber eine ungleich stärkere Wirkung auf die wahrgenommene Inflation. Wir erwarten, dass das weltweit hohe Ölangebot im Jahr 2017 abnehmen wird, sodass der Brent-Preis in den nächsten zwölf Monaten leicht auf USD 60 je Barrel steigen kann. Der Basiseffekt eines stabileren Ölpreises dürfte die Inflation in den nächsten Monaten höher treiben.

Abb. 18

Der Basiseffekt des Ölpreises wirkt in den kommenden Monaten inflationstreibend

Veränderung von WTI zum Vorjahr, (Annahme: stagnierende Preise) (%)



Quelle: Bloomberg

Donald Trumps Plattform könnte inflationär wirken.

Trump dürfte zu einer expansiven Fiskalpolitik übergehen. Ausserdem neigt er zu Protektionismus, was aufgrund verminderter Zuwanderung und Zöllen ebenfalls zu steigender Inflation führen könnte.

Wir erwarten, dass ein schwächerer US-Dollar zu höheren Importpreisen führt, was den Preisanstieg zusätzlich anregen wird.

Laut dem Bloomberg Dollar Spot Index ist die US-Währung von Mitte 2014 bis Anfang 2016 auf handelsgewichteter Basis um 25% gestiegen. Diese Stärke des Greenbacks hat die Preise von Importen sinken lassen. Als der US-Dollar kürzlich nachgegeben hat, sind die Importpreise wieder gestiegen. Das CIO erwartet, dass sich der US-Dollar weiter abschwächen wird, da sich die Geldpolitik im Rest der Welt allmählich normalisiert.

Darüber hinaus deuten Aussagen hochrangiger Vertreter der US-Notenbank, darunter Fed-Chefin Janet Yellen, darauf hin, dass die Fed bereit ist, eine Inflation leicht über ihrem 2%-Ziel in Kauf zu nehmen. Ende 2016 erklärte Yellen, die Fed könne die Konjunktur unter Umständen für geraume Zeit «auf Hochtouren laufen» lassen, um mehr entmutigte Arbeitskräfte wieder in die Erwerbsbevölkerung einzugliedern.

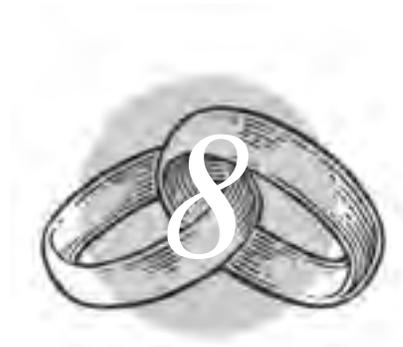
Das CIO glaubt, dass sich die besten Erträge erzielen lassen, wenn sich die Anleger auf TIPS mit einer Duration von drei bis sieben Jahren konzentrieren. Wertpapiere mit kürzerer Duration sind in der Regel volatiler und eskompieren bereits einen markanten Anstieg der Inflation. Das lange Ende der Renditekurve ist hingegen weniger liquide.

Relative Transaktion: Anleger können unmittelbarer in steigende Inflationserwartungen investieren, indem sie einer Long-Position in inflationsindexierten US-Staatsanleihen (TIPS) eine Short-Position in nominalen US-Staatsanleihen gegenüberstellen. Die Finanzierung der TIPS-Käufe mit nominalen US-Staatsanleihen ist mit geringeren Risiken verbunden als eine Finanzierung mit Barmitteln. Eine solche relative Transaktion weist ein begrenztes Durationsrisiko auf, wenn gleich eine unerwartet aggressive Straffung seitens der Fed zu einer Underperformance führen könnte. Dieses Ergebnis mutet jedoch unwahrscheinlich an, haben die führenden Notenbanker in den letzten Jahren ihr Hauptaugenmerk doch darauf gelegt, die Geldpolitik schrittweise anzupassen.

Idee 8

Palladium und Platin

Die politische Unsicherheit, die Zunahme der industriellen Aktivität und die sinkenden Realzinsen dürften Palladium und Platin im Jahr 2017 stützen.



Gold und Silber zählten 2016 überraschend zu den Gewinnern. Die politische und finanzielle Unsicherheit im Laufe des Jahres – sei es mit Blick auf die chinesische Wirtschaft, das britische Brexit-Votum oder die US-Wahl – liess die Nachfrage nach «Sicherheitsanlagen» wie Gold stark steigen.

Wir glauben, dass sich Edelmetalle im Jahr 2017 erneut gut entwickeln. Allerdings konzentrieren wir uns auf industriell genutzte Edelmetalle wie Palladium und Platin. Folgende Faktoren dürften die Preise dieser Edelmetalle höher treiben:

Die industrielle Aktivität nimmt zu, sodass die Nachfrage nach Palladium und Platin steigt.

Die Anleger haben die beiden Metalle im Jahr 2016 zumeist gemieden, da die Daten für den Fertigungssektor und die Industrieproduktion in der ersten Jahreshälfte schwach ausfielen. Doch die Aussichten für die industrielle Aktivität scheinen für das

kommende Jahr besser zu sein, liegen die Einkaufsmanagerindizes in vielen Teilen der Welt doch deutlich über 50. Die Nachfrage nach Palladium und Platin für den Einsatz in Autokatalysatoren, die schädliche Gase in weniger schädliche Stoffe umwandeln, wächst. Gründe hierfür sind der steigende Absatz von leichten und schweren Fahrzeugen in China und Europa und strengere Abgasnormen. Wir erwarten ausserdem, dass die Nachfrage nach Platin für die Schmuckherstellung in China wieder anziehen wird, unterstützt durch den im Vergleich zu Gold niedrigeren Einzelhandelspreis.

Das Angebot an beiden weissen Metallen ist auch wegen der schwächeren Bergbauaktivität knapp.

Die niedrigen Preise hatten zur Folge, dass geraume Zeit zu wenig investiert wurde. Zudem sind die Lagerbestände der Produzenten niedrig und können daher die Lücke zwischen dem beschränkten Angebot und der steigenden industriellen Nachfrage wahrscheinlich nicht schliessen.

Die Realzinsen dürften sinken.

Steigende Zinssätze oder Opportunitätskosten sind besonders negativ für Edelmetalle, die weder eine Rendite noch eine Dividende bieten. Zinserhöhungen der US-Notenbank sind daher auf den ersten Blick ein potenziell negativer Faktor für Gold und Platin. Wir glauben aber, dass es vor allem auf die Realzinsen ankommt und US-Zinserhöhungen einen Anstieg der Inflation verzögern dürften. Tiefer ins Minus sinkende US-Realzinsen dürften die Edelmetallpreise unterstützen.

Anleger, die Palladium und Platin kaufen wollen, können mit einer kleinen Allokation in Gold die mit dieser Transaktion verbundenen Risiken unseres Erachtens reduzieren. Falls das globale Wachstum unsere Prognosen verfehlt und die industrielle Nachfrage drückt, dürfte das Gold profitieren, derweil Palladium und Platin unter Druck geraten würden.

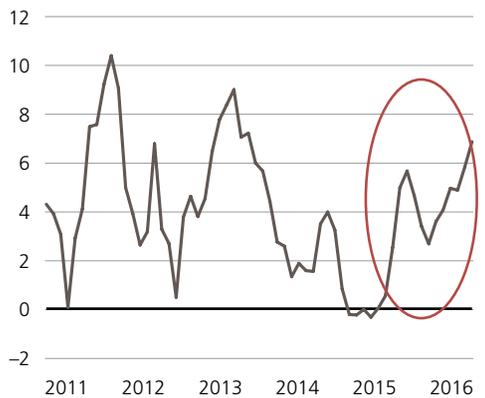
Aufgrund der politischen Unsicherheit, der lockeren Geldpolitik der Zentralbanken und

der anziehenden industriellen Nachfrage ist dieser Edelmetallkorb eine unserer bevorzugten Handelsideen für 2017.

Abb. 19

Die steigenden Automobilverkäufe sollten die Nachfrage nach Palladium und Platin ankurbeln

Prozentuale Veränderung des dreimonatigen gleitenden Durchschnitts gegenüber dem Vorjahr



Quelle: Bloomberg, UBS



Idee 9

Alternative Anlagen



Hedge Funds und Privatmärkte werden 2017 wichtige Bestandteile von Anlegerportfolios sein. Die Erträge traditioneller Anlageklassen dürften mager ausfallen und unkorrelierte Engagements werden wertvoller als je zuvor.

Hedge funds

Wir sehen Hedge Funds als wichtigen Bestandteil eines ausgewogenen Portfolios an. Derzeit empfohlen wird für die meisten Anleger eine Allokation von 16% bis 20%. In einem Umfeld, in dem die Renditen von Anleihen wegen des niedrigen Zinsniveaus mager ausfallen, betrachten wir Hedge Funds als interessante Alternative mit geringer Korrelation, höheren Erträgen und einem nur moderaten Risiko.

2017 dürften folgende Faktoren die Performance stärken:

- **Stetiger Anstieg der US-Zinsen**

In der Vergangenheit haben sich Hedge-Fund-Strategien in Zeiten mit steigenden Zinsen gut entwickelt. Der HFRI Fund Weighted Composite Index warf während der letzten drei US-Zinserhöhungszyklen im Durchschnitt Erträge von fast 12% jährlich ab. Dass sich dies wiederholt, ist zwar unwahrscheinlich. Es zeigt aber, dass Hedge Funds in Zeiten steigender

Zinsen zu einer guten absoluten und relativen Performance fähig sind.

- **Steigende Aktienmärkte**

Hedge Funds weisen ein leicht positives Beta gegenüber den Aktienmärkten auf. Sie dürften von einem Anstieg des Aktienmarktes, mit dem wir rechnen, profitieren (S. 97).

- **Grössere Unterschiede unter Aktien und Normalisierung der Volatilität**

da sich die Aktienmarkttrally in einer späten Phase befindet, werden die Fundamentaldaten von Aktien wichtiger für die Kursentwicklung. Dies bietet Equity-Long-Short-Managern Chancen zur Generierung von Alpha.



Wir erwarten für 2017 einen Ertrag von 4% bis 6% für die Anlageklasse als Ganzes.

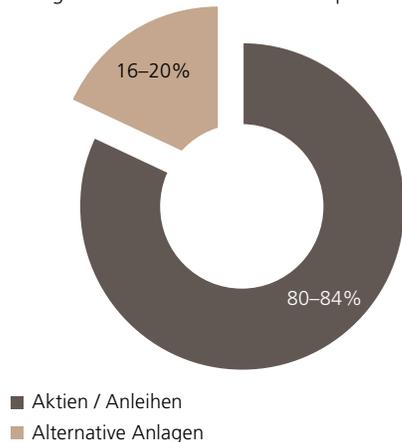
Ein gut diversifiziertes Portfolio, das in eine Reihe von Managern und Stilen investiert, bleibt der beste Ansatz für Hedge-Fund-Anlagen. Zum Beispiel wurde das Risiko-Rendite-Profil eines Hedge-Fund-Portfolios durch die Diversifikation mit systematischen Tradern im Jahr 2016 erheblich verbessert: Die Strategie entwickelte sich positiv, als die meisten anderen Verluste erlitten. Als eigenständige Anlage liegt die Strategie in der Performance-Rangliste für das Jahr 2016 jedoch ziemlich weit unten.

In letzter Zeit verzeichnete die Hedge-Fund-Branche Kapitalabflüsse, zum Teil aufgrund von Rückzahlungen von Fund-of-Funds, zum Teil aber auch infolge des Aufstiegs von börsengehandelten Smart-Beta-Fonds. Unserer Meinung nach schafft dies eine einmalige Chance für Privatanleger, ihre Allokation in Hedge Funds zu erhöhen und auf die besten Manager zu setzen.

Abb. 20

Alternative Anlagen sind ein wichtiger Bestandteil eines gut diversifizierten Portfolios

Strategische Gewichtung des CIO von alternativen Anlagen für den Grossteil der Risikoprofile



Quelle: UBS

Privatanlagen

Für Anleger mit einem begrenzten kurzfristigen Kapitalbedarf könnte 2017 auch ein gutes Jahr sein, Privatmarktstrategien zu erkunden.

Öffentliche Aktiennotierungen scheinen aus der Mode zu kommen: Die Zahl der in den USA börsennotierten Unternehmen hat sich seit ihrem Höhepunkt im Jahr 1996 nahezu halbiert. Unternehmen bleiben länger privat, vor allem viele der wachstumsstärksten Technologieunternehmen. Einige der grössten unter ihnen unternahmen in letzter Zeit allerdings Schritte in Richtung auf eine mittelfristige Börsennotierung. Weltweit gibt es mittlerweile 177 Privatunternehmen, die CB Insights zufolge einen Wert von USD 1 Mrd. oder mehr haben. Für ein diversifiziertes Engagement in den Unternehmen, die mittlerweile die Weltwirtschaft antreiben, müssen Anleger zumindest ein gewisses Engagement an den Privatmärkten haben.

Diese Strategien bieten Anlegern auch zusätzliche potenzielle Ertragsquellen, einschliesslich einer Illiquiditätsprämie für die Blockierung von Kapital. In einem Umfeld der niedrigen Renditen ist dies ein wichtiger Aspekt. Sie erweitern die Zahl der verfügbaren Anlageoptionen um illiquide Unternehmen und Vermögenswerte: Manager von Privatmarktfonds können leichter von fehlbewerteten Anlagen profitieren, da sie eine langfristige Sichtweise einnehmen, das Anlagekapital gebunden ist und sie relevante Informationen aufdecken können, zu denen der durchschnittliche Anleger nicht so leicht Zugang hat.



In einer Welt der niedrigen Renditen ist die Auswahl der Manager besonders wichtig, da der Performanceunterschied zwischen dem obersten und dem untersten Quartil von Private-Equity-Funds wesentlich grösser ist als bei Aktien- und Anleihenfonds und über 20% betragen kann. Der Zugang zu den besten Private-Equity-Managern ist ebenso wichtig. Denn diese können erheblichen Wert für ihre Portfoliounternehmen schaffen, indem sie ihre Branchenkenntnis nutzen, die Kapitalstrukturen optimieren und den Austausch von Best Practices unter diesen Unternehmen fördern.

Wir rechnen mit langfristigen Erträgen von 8,5% bis 12,0% für Anleger, die aktiv konstante, nach Strategien, Regionen und Emissionsjahren diversifizierte Allokationen in Privatanlagen halten.

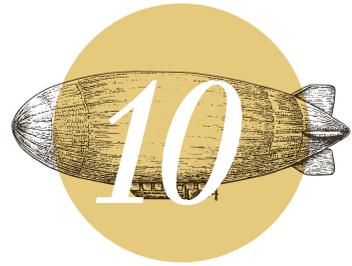
Idee 10

Erstklassige Anleihen verkaufen

Die Risiken für Positionen in erstklassigen Anleihen wachsen. Gleichzeitig sind die Renditen sehr niedrig. Anleger könnten darüber nachdenken, einige der Absicherungsmerkmale dieser Anlageklasse mit anderen Anlagen oder Ansätzen nachzubilden.

Die Risiken für Positionen in erstklassigen Anleihen wachsen. Die Inflation zieht allmählich an und liegt in Europa und den USA nun auf dem höchsten Stand seit zwei Jahren. Die republikanische Staatsführung könnte mit fiskalischer Stimulierung die Inflation anheizen. Und falls das Wirtschaftswachstum positiv überrascht, besteht das Risiko, dass die US-Notenbank die Zinssätze stärker anheben muss, als wir derzeit er-

warten. Die Europäische Zentralbank muss ihr quantitatives Lockerungsprogramm möglicherweise auch drosseln. Dieses Ankaufprogramm für staatliche Anleihen läuft momentan so schnell wie noch nie seit der Finanzkrise, was die Renditen drückt. Erstklassige Anleihen bieten allerdings nur ein dünnes Polster gegen steigende Zinssätze oder langfristige Inflationsrisiken.



Die Alternativen zu erstklassigen Anleihen

Eine gewisse Allokation in erstklassigen Anleihen ist für die meisten Anleger sinnvoll. Damit ein Portfolio den heutigen Herausforderungen gerecht wird, sehen wir einige potenziell attraktive Alternativen:

- **Anleihen umschichten, bei denen negative Erträge sehr wahrscheinlich sind**

Es ist wichtig, in einem Portfolio erstklassige Anleihen zu halten. Anleihen, die sehr wahrscheinlich negative Erträge erbringen werden, sollten Anleger aber nicht halten. Sie sollten versuchen, aus Anleihen mit kurzer Duration und einer sehr negativen Verfallrendite sowie aus Anleihen mit längerer Duration umzuschichten, weil sie auf steigende Zinssätze besonders anfällig reagieren.

- **Inflationsindexierte US-Anleihen**

Die Inflation ist ein wichtiger Risikofaktor für Inhaber von erstklassigen Anleihen, kann sie doch den nominalen Wert des Kapitalbetrags und der Coupons der Anleihen drücken und zugleich das Risiko erhöhen, dem Anleger durch Zinserhöhungen ausgesetzt sind. Inflationsindexierte Anleihen können für jeden interessant sein, der das Inflationsrisiko mindern, zugleich aber in erstklassigen Anleihen investiert bleiben will. Eine unserer Top 10 Ideen für 2017 sind inflationsindexierte US-Staatsanleihen (TIPS), da der Markt das Risiko einer höheren Inflation unseres Erachtens unterschätzt (S. 63).



- **Alternative Anlagen**

Anleger mit einer höheren Risikobereitschaft, die nach Erträgen wie auch nach Portfoliodiversifikation streben, können auch alternative Anlagen wie Hedge Funds als Alternative zu Anleihen in Betracht ziehen. Bei Wendepunkten in der Geldpolitik können die Korrelationen zwischen Anleihen und Aktien steigen, was die Diversifikationsvorteile erstklassiger Anleihen schmälert. Alternative Anlagen bieten eine dritte Ertragsquelle, die in Zeiten, in denen am Markt grosse Unsicherheit über die Geldpolitik besteht, vergleichsweise weniger stark mit Anleihen und Aktien korreliert (S. 68).

- **Systematische Absicherung**

Für Anleger, die erstklassige Anleihen als Schutz vor starken Verlusten an den Aktienmärkten halten, mit Blick auf steigende Zinssätze aber verunsichert sind, könnte ein Ansatz zur systematischen Absicherung interessant sein. Wenn Anleger systematisch Absicherungen an Märkten mit einem weniger starken Handel kaufen, können sie ihr Risiko massiver Portfolioverluste mindern und zugleich die Kosten der Absicherung minimieren.

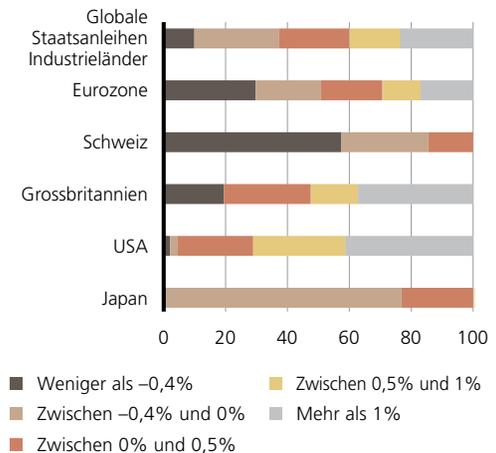
- **Systematische Allokation**

Anleger, die bei volatilen Märkten die Sicherheit von Anleihen wünschen, aber bei ruhigeren Märkten vom Aufwärtspotenzial von Aktien profitieren wollen, können einen Ansatz zur systematischen Allokation in Betracht ziehen. Dieser nutzt quantitative Signale für Allokationen in Aktien, wenn das Marktumfeld dies unterstützt. Das Aktienengagement wird hingegen reduziert, wenn sich die Bedingungen verschlechtern (S. 90).

Abb. 21

Knapp 40% der globalen Staatsanleihen rentieren negativ

Anteil des Staatsanleihenmarktes, nach Rendite



Quelle: Bloomberg

Langfristige Anlagen

Angesichts der politischen Risiken, des geringen Wachstums und der volatilen Märkte finden die Anlegerinnen und Anleger die Finanznachrichten möglicherweise zu Recht etwas ermüdend.

Zwar kann es sich niemand leisten, aktuelle Geschehnisse zu ignorieren. Das CIO glaubt aber, dass Portfolios von jahrzehntelangen Trends wie der Urbanisierung, der alternden Weltbevölkerung und dem Aufstieg einer wohlhabenden Mittelschicht in den Schwellenländern profitieren können. Diese Trends dürften sich fortsetzen – unabhängig von Wahlausgängen, Entscheidungen von Zentralbanken oder des Konjunkturzyklus.

In dieser vorliegenden Publikation gehen wir nur auf drei davon näher ein:

- **Das Bildungsgefälle**

Die Regierungen können mit der stark steigenden Nachfrage nach höherer Bildung und Ausbildungen kaum gerecht werden. Die Lücke wird gegenwärtig vom Privatsektor gefüllt. Rund drei Viertel der Hochschulstudenten in Brasilien besuchen gewinnorientierte Institute. Möglichkeiten in diesem Bereich bieten sich sowohl in Schwellen- als auch in Entwicklungsländern.

- **Gesundheitswesen in Schwellenländern mit Aufholpotenzial**

In den Entwicklungs- und Schwellenländern wächst der Wohlstand, sodass die Gesundheitsausgaben deutlich schneller steigen als das Bruttoinlandprodukt. Daraus ergeben sich zahlreiche Möglichkeiten für private Unternehmen.

- **Energieeffizienz**

Energie einzusparen kann genauso lukrativ sein wie sie zu erzeugen. Regierungen in aller Welt verstärken die Anreize zur Minderung der Kohlenstoffemissionen und zur Senkung des Energieverbrauchs. Diese Standards betreffen 30% der weltweit genutzten Energieträger gegenüber 11% zur Jahrtausendwende.

Die folgenden drei Artikel enthalten Ansichten von Personen, die nicht zum CIO Wealth Management gehören. Diese Personen unterliegen nicht allen gesetzlichen Bestimmungen bezüglich der Unabhängigkeit der Finanzanalyse. Die von der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) ausgegebenen «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» finden keine Anwendung.

Hören Sie dazu Unternehmer aus diesen Bereichen: www.ubs.com/globalvisionaries

« Langsam wachsende
Bäume tragen
die besten Früchte»

- Molière

Bildung

Wachsende Nachfrage und neue Lernmethoden eröffnen Chancen für Privatunternehmen.



Marieme Jammes Anliegen ist, die zu retten, die sie als «verlorene Millionen» bezeichnet – Mädchen, die keinen Zugang zu Bildung oder Schulung haben. Die erfolgreiche afrikanische Technologie-Unternehmerin gründete iamtheCODE, eine Akademie, in der gefährdete Mädchen Computerprogrammierung lernen können. Jamme wurde mit 15 Jahren nach Europa verschleppt, um als Prostituierte zu arbeiten. Sie ist überzeugt, dass sie dieses Schicksal nicht erlitten hätte, wenn ihr solche Bildungschancen geboten worden wären.

«Wir versuchen, die Lücke zu überbrücken, welche die Regierung einfach nicht füllt.»

Marieme Jammes

Das von Jamme identifizierte Defizit ist ein weltweites Problem. In den Schwellenländern wird sich eine wachsende Mittelschicht zunehmend bewusst, welche wirtschaftlichen Vorteile eine gute Bildung bietet. Aus

OECD-Daten geht zum Beispiel hervor, dass ein Universitätsabsolvent in Brasilien etwa 130% mehr verdienen kann als ein weniger gebildeter Arbeitnehmer. In den reichen Nationen ist der Unterschied etwas bescheidener, aber mit durchschnittlich 48% immer noch beachtlich.

«Dieser enorme Einkommensvorteil scheint zum Teil aus dem relativ knappen Angebot von Hochschulabsolventen in vielen Entwicklungsländern herzurühren.»

Daniel Sanchez Serra,
Bildungsanalyst bei der OECD

Während knapp zwei Drittel der US-Bürger per 2013 ein College besucht haben, sind es in Brasilien nur 31% und in Indien nur 19%. Damit besteht ein enormes Aufholpotenzial, insbesondere da die steigenden Einkommen bedeuten, dass mehr Menschen bereit und

in der Lage sind, für Ausbildung zu bezahlen. So zeigen die Zahlen von Xueda, dass sich der Prozentsatz des Familieneinkommens, das in China für Bildung aufgewendet wird, zwischen 1985 und 2012 verdreizehnfacht hat.



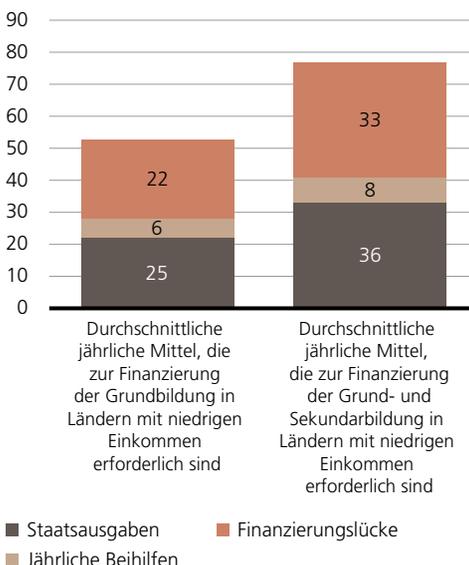
Das veränderte Gesicht der Bildung

In den Industrieländern spornt der durchlässigere Beschäftigungsmarkt die Arbeitnehmer indes an, sich auch lange nach dem Abschluss der formellen Ausbildung weiterzubilden. In den USA wechseln Arbeitskräfte unter 32 Jahren in der Regel während ihres ersten Jahrzehnts am Arbeitsmarkt vier Mal die Stelle. Das ist doppelt so häufig wie in der vorhergehenden Generation, wie aus einer 2016 durchgeführten Studie von LinkedIn hervorging. Darüber hinaus dürften technologische Fortschritte wie Robotik und künstliche Intelligenz in den kommenden Jahrzehnten mehr Arbeitskräfte verdrängen und eine grössere Zahl von ihnen dazu bewegen, neue Fähigkeiten zu erwerben.

Weltweit wächst die Nachfrage nach Bildung und Schulung etwa doppelt so stark wie die wirtschaftliche Produktion. Dies führt dazu, dass die Regierungen Mühe haben, Schritt zu halten, insbesondere in einer Zeit der hohen Haushaltsdefizite und steigenden Schulden in vielen Ländern. Die Ausgabenkluft schafft zunehmend Chancen für Unternehmen.

Abb. 22

Globale Finanzierungslücke im Bildungswesen



Quelle: UNESCO: Education for All Global Monitoring Report Youth and Skills: Putting Education to Work, (Paris: UNESCO, 2012).



«Staaten sind immer noch die dominierende Kraft für die Grundbildung. Sie sorgen dafür, dass ihre Bürger Schreib- und Rechenkenntnisse haben, und ermöglichen es ihnen in vielen Fällen, eine höhere akademische Bildung zu erwerben.»

Hyde Chen, Strategie im Chief Investment Office von UBS

«In den Bereichen berufliche Bildung, Sprachausbildung und standardisierte Prüfung spielt der Staat jedoch die zweite Geige hinter einer wachsenden Zahl von Unternehmen des Privatsektors. Und der Anteil dieser Privatunternehmen am Markt für höhere Bildung nimmt ebenfalls schnell zu.» In Brasilien wird die steigende Nachfrage nach höherer Bildung zum Beispiel teilweise durch gewinnorientierte Unternehmen abgedeckt. Drei Viertel der sieben Millionen

Universitätsstudenten in Brasilien studieren derzeit in privaten Institutionen.

Die technische Revolution bringt Bildung zu den Massen

Technologie ist eine wichtige Kraft, die es den Unternehmen ermöglicht, einen noch grösseren Markt zu erschliessen.

«Die Schwierigkeit zum Unterrichts-ort zu kommen, machte es für viele Menschen unmöglich, eine Ausbildung zu erwerben oder sich fortzubilden, sei es, weil sie in abgelegenen Gegenden lebten oder tagsüber arbeiten mussten. Diese Beschränkung des Marktes verschwindet allmählich.»

Gerard Robinson, Bildungsexperte beim American Enterprise Institute



Unternehmen wie die kenianische OneUni nutzen die selbst unter einkommensschwachen Gruppen nahezu universelle Verwendung von Handys in Afrika. In Partnerschaft mit regionalen Universitäten bietet OneUni interaktive, auf Mobilgeräte zugeschnittene Kurse an.

Online-Lernmaterialien können die Studenten auf kostengünstigere Weise erreichen und verursachen nur geringe Mehrkosten pro zusätzlichem Student. Dies ist ein potenzielles Rezept für höhere Gewinnmargen. Eine Studie des ehemaligen Präsidenten der Princeton Universität William Bowen stellte fest, dass die Umstellung von einem traditionellen College-Lehrmodell auf ein hybrides Online-Format die Personalkosten um 37% bis 57% senken könnte. Die potenziellen Einsparungen aus dem geringeren Bedarf an Gebäuden auf dem Campus sind darin noch gar nicht enthalten. Die Effizienz dieses Ansatzes kann aus den Erfahrungen der Kahn Academy abgeleitet werden, einem nicht gewinnorientierten Anbieter von Online-

Schulungen, der mit einem Jahresbudget von nur USD 24 Mio. und nur 100 Mitarbeitenden 15 Millionen Benutzer pro Monat betreut.

Die eingangs erwähnte Marieme Jamme hat mit ihrer iamtheCODE academy bisher 2000 Mädchen in Afrika, die ihren Programmierlehrgang abgeschlossen haben, einen Rettungsanker geboten. Ihre Schulungen sind zwar kostenlos, sie glaubt jedoch, dass Bildungsdienstleister des Privatsektors zum «Retter» für viele weitere Millionen werden könnten, die Bildung als Schlüssel zum Erfolg ansehen.

Hören Sie Mariemes Geschichte unter
www.ubs.com/globalvisionaries

Gesundheitswesen in Schwellenländern

Alterung, zunehmender Wohlstand und Medizintourismus treiben die Nachfrage nach Gesundheitsdienstleistungen an.



Vor zwölf Jahren erlitt Shaffi Mathers Mutter einen medizinischen Notfall. Er brachte sie so schnell wie möglich mit seinem Auto ins Krankenhaus. «Selbst wenn man wohlhabend ist, fährt man (in Indien) ein Familienmitglied oder einen Freund selbst ins Krankenhaus. In Indien gibt es zwar Ambulanzen, aber diese Fahrzeuge verfügen nicht über Lebenserhaltungssysteme und werden nicht von ausgebildeten Sanitätern betreut.»

Später, als er in der Intensivstation darauf wartete, dass sich seine Mutter erholen würde, hatte Shaffi Mathers eine Eingebung. Die mangelhafte Notfallversorgung inspirierte ihn zur Gründung von MUrgency, einer mobilen Applikation, die Menschen, die Notfallhilfe benötigen, mit einer Gemeinschaft von medizinischen Fachkräften und ihrem Netzwerk verbindet.

Zeit zum Aufholen

Mathers Geschichte und MUrgency sind Teil eines breiteren Trends in Schwellenländern, der zur Weiterentwicklung ihrer Gesund-

heitssysteme beiträgt. Nachdem sie das Gesundheitswesen jahrelang vernachlässigt hatten, stehen die Regierungen der Schwellenländer unter Druck: Die Alterung der Bevölkerung und der wachsende Wohlstand wirken nämlich zusammen und treiben die Kosten und die Komplexität der Gesundheitsversorgung in die Höhe.

Bluthochdruck, Diabetes und Herz-Kreislauf-Erkrankungen nehmen zu, da die Menschen ihr Leben immer öfter sitzend verbringen und mehr Fleisch und Zucker zu sich nehmen. «Nichtübertragbare Krankheiten sind in den Entwicklungs- und Schwellenländern im Vormarsch. Zudem ist die Behandlung dieser chronischen Krankheiten viel teurer als bei Infektionskrankheiten», sagt Amanda Glassman, Direktorin für Gesundheitspolitik beim Center for Global Development. Die USA geben zum Beispiel im Durchschnitt USD 90 000 pro Schlaganfallpatient und nur USD 5450 für einen Malaria-patienten aus.

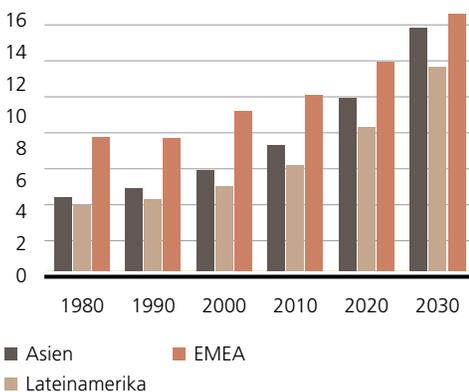
Unterdessen hat sich der Prozentsatz der über 64-jährigen Menschen in den Schwellenländern seit 1980 auf 10% verdoppelt und dürfte im Jahr 2030 der UN zufolge 15% erreichen. Die Pflege dieser älteren Bevölkerung ist teurer. In der EU machen die staatlichen Gesundheitsausgaben für Menschen ab 66 im Durchschnitt pro Kopf etwa 15% des BIP aus. Bei 20- bis 65-Jährigen sind es nur 5%.

Die Herausforderungen des Gesundheitswesens in den Schwellenländern und industrialisierteren Ländern werden zwar immer ähnlicher. Doch geben die Schwellenländer gemessen am BIP weniger als die Hälfte für Gesundheitsfürsorge aus als Industrieländer. Der Weltbank zufolge kommen in den Schwellenländern im Durchschnitt auf 1000 Einwohner nur 3,4 Krankenhausbetten, während es in den Industriestaaten 9,5 sind.

Abb. 23

Bevölkerung in Schwellenländern altern schnell

Über 65-jährige in % der Gesamtbevölkerung



Quelle: Weltgesundheitsorganisation, Ausblick für die Weltwirtschaft, UBS, per 2013.



Gesundheitsausgaben der Schwellenländer übertreffen BIP-Wachstum

Die Regierenden der Schwellenländer versuchen entschlossen, in puncto Qualität und Zugänglichkeit der Gesundheitsfürsorge gegenüber den Industrieländern aufzuholen.

«Wir erwarten, dass der Gesundheitssektor der Schwellenländer von 2014 bis 2020 pro Jahr um 8% wächst. Das entspricht dem Doppelten der Prognosen für das allgemeine BIP-Wachstum. China und Indien dürften zweistellige Wachstumsraten aufweisen.»

Carl Berrisford, CIO-Strategie

Vor allem China spielt eine Vorreiterrolle bei der Gesundheitsrevolution in den Schwellenländern. Das Land hat die ehrgeizigsten Gesundheitsreformprogramme der Geschichte



in Angriff genommen und strebt von 2011 bis 2020 eine Steigerung der Gesundheitsausgaben um das Siebenfache an. Dies entspricht einer Gesamtwachstumsrate von 26% in den kommenden fünf Jahren. Der chinesische Gesundheitsmarkt würde dadurch zu einer CNY 8 Bio. (USD 894 Mrd.) schweren Branche und die Grösse des gesamten Gesundheitssektors der Schwellenländer würde sich gegenüber der heutigen Bewertung verdoppeln. Diese starke Steigerung der Staatsausgaben zielt zum Beispiel darauf ab, die Zahl der Krankenhausbetten von derzeit 4,55 pro 1000 Menschen auf 6 im Jahr 2020 zu erhöhen. Davon dürften private Klinikgruppen, Pharmaunternehmen und Ambulanzservices stark profitieren.

Weiter reisen für die Gesundheit

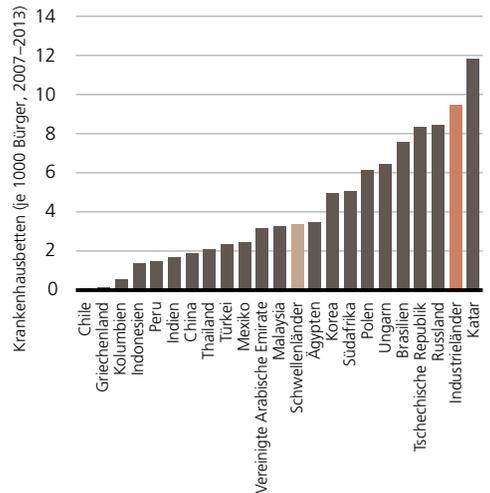
Medizintourismus ist eine weitere potenzielle Quelle für das Wachstum in Schwellenländern und eine Chance.

«Für Menschen aus reichen Ländern kann es eine Versuchung sein, die niedrigeren Kosten in Schwellenländern zu nutzen, vor allem für Prozeduren, die von den Versicherungen zu Hause nicht abgedeckt werden.»

Amanda Glassman,
Director of Health Policy at the Center for
Global Development

Einige Schwellenländer haben spezialisierte oder kostengünstige Nischen für sich ausgebaut. Südkorea ist zum Beispiel in der Region zu einer Drehscheibe für kosmetische Operationen geworden. Südafrika bietet «Safari-Operationen» an. Und Thailand wartet mit einer Kombination aus Qualität, erschwinglichen Dienstleistungen und schönen Stränden als Dreingabe auf. In Asien hat sich der Medizintourismusmarkt nach Angaben von

Aufholpotenzial bei medizinischer Grundversorgung in Schwellenländer



Quelle: Weltbank, UBS. BIP-gewichtet, auf Basis des BIP von 2014

Branchenquellen von 2011 bis Ende 2015 verdoppelt. Dank des zunehmenden Einkommenswachstums in der Region, der verbesserten Qualität der Gesundheitsdienstleistungen und günstigerer Flugreisen dürfte dieser Trend anhalten.

Mehr über Shaffis Geschichte unter
www.ubs.com/globalvisionaries

Eine stockende Wirtschaftsentwicklung und schwache Rohstoffpreise stellen ein Risiko für den Sektor dar. Beides könnte die Haushaltsdefizite in die Höhe treiben und die Fähigkeit von Staaten beeinträchtigen, in das inländische Gesundheitswesen zu investieren. Da die Nachfrage nach Gesundheitsfürsorge aber ungeachtet des Wirtschaftswachstums nahezu mit Sicherheit zunehmen wird, dürfte sich der Sektor als widerstandsfähiger erweisen als andere.

Und wenn die Ausgaben der öffentlichen Hand unter Druck geraten, könnten Unternehmer wie Mather die Lücke füllen. Er hat seit der Gründung seines Geschäfts im Jahr 2004 über sechs Millionen Menschen ins Krankenhaus transportiert. Ähnliche Initiativen anderer Unternehmen könnten den Gesundheitssektor der Schwellenländer von der Intensivstation in die Aufwachstation befördern.

Für sozial interessierte Anleger

Im Gesundheitswesen der Schwellenländer stellen sich Fragen: Wer kann es sich leisten? Wer hat Zugang? Wie ist die Qualität? Anleger können in diesem Bereich sowohl Renditen erzielen, als auch zu einer besseren Lebensqualität beitragen. In den Marktindices ist das Gesundheitswesen der Schwellenländer tief gewichtet. Das bedeutet, dass es für private Unternehmen viele Möglichkeiten gibt.

Energieeffizienz

Die Chancen für Anlagen in Energieeffizienz nehmen zu, da die Regierungen von «mehr produzieren» auf «mehr einsparen» umschwenken.

Der weltweite Energiehunger scheint unersättlich. Gemäss der Internationalen Energieagentur (IEA) wird der Treibstoffkonsum bis 2040 infolge des Wirtschaftswachstums und der wachsenden Bevölkerung voraussichtlich um fast 50% zunehmen.

So wird es immer schwieriger, die unerwünschten Nebenwirkungen des Energiekonsums zu ignorieren. Die Luftverschmutzung verursacht rund drei Millionen vorzeitige Todesfälle pro Jahr. Bis 2060 könnte diese Zahl auf neun Millionen ansteigen, befürchtet die OECD. Die globale Erwärmung bedroht Ernten, Wasserqualität und letztlich das weltweite Wachstum.

Um diese Probleme anzupacken, haben die Regierungen begonnen, Effizienzziele in ihre Energiestrategien aufzunehmen: «Die Standardoption, wenn ein Land mehr Energie brauchte, bestand darin, mehr zu produzieren – wozu häufig mehrere Milliarden US-Dollar in Kraftwerke investiert wurden, die viele Jahrzehnte lang in Betrieb bleiben



sollten», erklärt Alexander Stiehler, ein Strategie beim CIO. «Es kann jedoch wesentlich kosteneffizienter sein, Verschwendung zu vermeiden.»

Energieeffizienz: Der «erste Treibstoff» der Welt

Abgesehen vom Beitrag zur Reduzierung von Kohlendioxid-Emissionen und Luftverschmutzung kann Energieeffizienz auch die Abhängigkeit eines Landes von im Ausland erzeugter Energie verringern – im Zeitalter des zunehmenden Nationalismus für viele Länder eine Priorität.

Das Ergebnis dieses Trends war eine Flut staatlicher Verordnungen und Anreize, die Chancen für Unternehmen schaffen, die Energieverschwendung zu reduzieren. Die EU hat sich zum Beispiel zum Ziel gesetzt, bis 2020 um 20% energieeffizienter zu werden – damit könnten 400 Kraftwerke abgeschaltet werden. Die BRIC-Nationen (Brasilien, Russland, Indien, China) unternehmen ebenfalls entschlossene Schritte, ihre

«Alle Energieprobleme, mit denen die Länder kämpfen, können durch verbesserte Effizienz vermindert werden. Nur wenige Länder haben Kohle oder Öl, aber jedes Land hat das Potenzial, Effizienz zu nutzen. Deshalb kann Effizienz als erster Treibstoff der Welt angesehen werden.»

Brian Motherway, Leiter des Bereichs Energieeffizienz bei der IEA

CO₂-Emissionen zu reduzieren und die Energieeffizienz zu verbessern. So definierte Russland vor einigen Jahren das Ziel, die Energieintensität zwischen 2005 und 2030 um 44% zu steigern. Brasilien strebt bis 2030

eine Verbesserung der Effizienz im Stromsektor um 10% an. Und China will die CO₂-Intensität pro Einheit des BIP zwischen 2005 und 2030 um rund 65% verringern. Dies ist Teil eines weltweiten Trends. Der IEA zufolge unterliegen 30% des weltweit verbrauchten Treibstoffs mittlerweile Energiestandards, im Jahr 2000 waren es erst 11%.

Das Rennen zur Einhaltung der Verordnungen

Laut IEA werden die Märkte für energiesparende Produkte und Dienstleistungen in den kommenden zwei Jahrzehnten um beachtliche 7% bis 8% pro Jahr wachsen. Das entspricht einer enormen Steigerung der jährlichen Ausgaben von USD 130 Mrd. im Jahr 2013 auf USD 550 Mrd. im Jahr 2035.

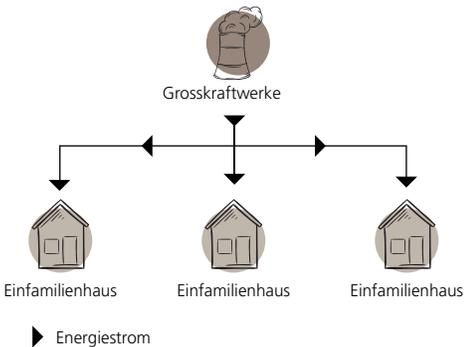
Ein wichtiger Schwerpunktbereich wird die Nachrüstung von Gebäuden sein, auf die

Smart grids erhöhen die Flexibilität und Effizienz im Elektrizitätsnetz.

Abb. 25

Herkömmliches Stromnetz

Energieströme in nur eine Richtung

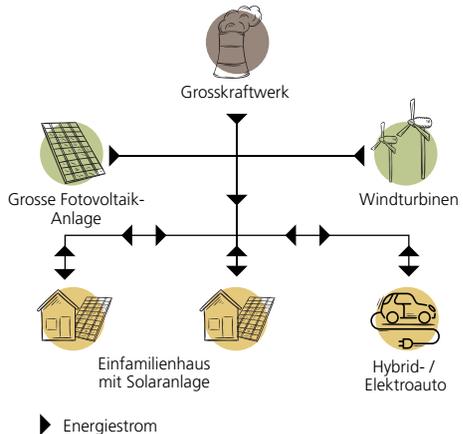


Quellen: Nomura, UBS

Abb. 26

Intelligentes Stromnetz

Energieströme in mehrere Richtungen



Quellen: Nomura, UBS



«Effizienzstandards werden aber nicht nur allgegenwärtiger, sondern auch zunehmend strikter. Die Regierungen legen die Standards fest, und der Privatsektor erfüllt sie.»

Brian Motherway,
Leiter Energieeffizienz bei der IEA

40% der globalen Energienachfrage entfallen. «In gewerblich genutzten Gebäuden wird oft enorm viel Energie verschwendet, wenn am gleichen Tag Heizungs- und Klimaanlage in Betrieb sind und die Beleuchtung oder Computer über Nacht oder über das Wochenende eingeschaltet bleiben», erläutert Jim Barrett, Chefökonom beim American Council on an Energy Efficient Economy (ACEEE). Intelligente Gebäude haben zentralisierte Systeme, die diese Umweltsysteme steuern. Während sich die Standards verbessern, können Unternehmen, die diese Prozesse koordinieren eine noch grössere Effizienz erreichen.

In den USA kostet es im Durchschnitt nur drei Cent, eine Kilowattstunde durch Ener-

gieeffizienzmassnahmen einzusparen, wie die Analysen des ACEEE gezeigt haben, während im Durchschnitt rund 10 Cent für die Stromerzeugung aufgewendet werden müssen. Nationen wie die Schweiz und Japan waren Wegbereiter auf diesem Gebiet. Sie erzielten enorme Effizienzgewinne, die andere nachahmen können.

Der Weg zu einem klaren Himmel

Auf das Transportwesen entfallen weitere 30% der globalen Energienachfrage. Durch die Umsetzung von Standards für die Treibstoffeinsparung wurde bereits das Äquivalent von 2,3 Millionen Barrel Öl pro Tag eingespart – etwa die Produktion Brasiliens. Aber nur rund 25% der im Benzin enthaltenen Energie erreicht die Reifen eines durchschnittlichen Fahrzeugs von heute. Dies geht aus den Daten des US-Energieministeriums hervor. Elektroautos mit einer Konversionsrate von fast 60% könnten die Transporteffizienz noch weiter steigern.

Unternehmen, die Dienstleistungen für Cloud Computing anbieten, könnten ebenfalls profitieren. «Statt energiefressende Server vorzuhalten, die häufig nicht ausgelastet sind, können Unternehmen ihre IT-Infrastruktur bei Cloud-Anbietern laufen

lassen, die ihre Ressourcen effizient poolen», schildert Sundeep Gantori, Analyst beim CIO. Studien zeigen, dass dies den Energieverbrauch eines Unternehmens mehr als halbieren könnte.

Eine weitere grosse Herausforderung ist die Reduzierung von Übertragungsverlusten beim Transport von Strom. ABB schätzt, dass 80% des Stroms zwischen der Ressourcengewinnung und der endgültigen Verwendung verloren gehen. In Afrika, wo Stromausfälle der Fluch der Unternehmen sind, ist diese Ineffizienz ein noch drängenderes Problem. Sonnenenergie kann ein Teil der Lösung sein, argumentiert Matthew Tilleard, Mitbegründer von Crossboundary, einem Unternehmen in Afrika, das Solaranlagen einbaut. «Mit Solarenergie können Unternehmen ihre Abhängigkeit von einem ineffizienten und häufig unzuverlässigen Netz oder hochgradig umweltverschmutzenden Dieselgeneratoren verringern.»

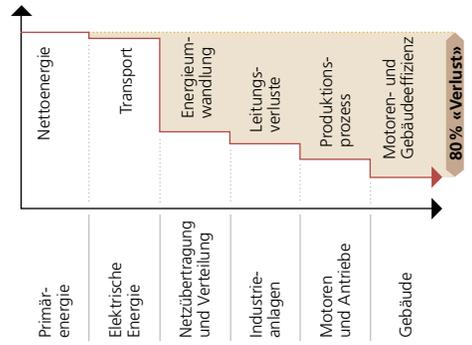
Reiche und arme Länder bemühen sich bereits, Verschwendung zu reduzieren. Die US-Wirtschaft ist in den letzten 25 Jahren um 150% gewachsen, aber der Energieverbrauch erhöhte sich nur um 26%. Gemäss IEA-Berechnungen hat sich die weltweite Energieintensität – die Menge an Energie, die pro Einheit des BIP verbraucht wird – im Jahr 2015 um 1,8% verbessert. Aber es muss noch viel mehr getan werden. Um die Ziele aus dem Pariser Abkommen zum Klimaschutz zu erreichen, müssen die Fortschritte bei der Energieintensität laut IEA um 50% schneller erzielt werden. Da sich die Regierungen auf Ziele im Klima- und Umweltschutz sowie Energiesicherheit konzentrieren, dürfte das Interesse an Investitionen in Unternehmen zunehmen, die in diesen Bereichen tätig sind.



Abb. 27

Von der Quelle bis zum Endverbrauch werden bis zu 80% der Energie verschwendet

Investitionsgüterunternehmen können dazu beitragen, die Verschwendung in der Wertschöpfungskette zu reduzieren



Quelle: ABB

Hören Sie Matthews Geschichte unter
www.ubs.com/globalvisionaries

Portfolio- anlagen

Um mit einem Portfolio eine gute Performance zu erzielen, braucht es mehr als nur gute Anlageideen. Zudem müssen Anleger in einem Niedrigzinsumfeld neue Arten des Portfolioaufbaus in Betracht ziehen, wenn sie eine angemessene Rendite wollen.

Unsere zehn besten Anlageideen für 2017 (S. 45) dürften eine Outperformance verzeichnen. Als stützende Faktoren sind zu nennen: ein stetiges Wachstum in den USA und China, eine nach wie vor relativ lockere Geldpolitik der Zentralbanken sowie ein allmählicher Inflationsanstieg. Auch unsere langfristigen Anlageideen dürften sich überdurchschnittlich entwickeln – und zwar dank der auf den Seiten 74 bis 89 beschriebenen langfristigen Wachstumstreiber.

Wer jedoch bloss in diese Ideen investiert, nimmt ein hohes Risiko in Kauf. Wird unser Basisszenario nicht eintreten – etwa wegen einer geldpolitischen Kursänderung (wie in «The End Game?» auf S. 12 beschrieben) oder weil ein bedeutendes Risiko nicht eintritt, könnten einige, wenn nicht alle unsere Top 10 Ideen unter Druck geraten. Ebenso könnten auch unsere langfristigen Anlage-themen auf kurze Sicht durch Volatilität beeinträchtigt werden. Beispiel: Unternehmen, die Energieeffizienzlösungen vertreiben, können über wenige Monate betrachtet in hohem Masse mit den Energiepreisen korrelieren. Denn ihre Kunden investieren in der Regel mehr in die Energieeffizienz, wenn die Energiekosten hoch sind oder steigen.

« Es geht nicht nur darum,
seine Eier in die richtigen
Körbe zu legen. Für ein gut
diversifiziertes Portfolio
braucht es mehr Zutaten.»

Portfolio diversifizieren

Ein diversifiziertes Portfolio zielt darauf ab, die Konzentration von Risiken sowie Verhaltensfallen zu vermeiden und die kurzfristige Volatilität zu verringern. Deshalb steht diese Art von Portfolio im Zentrum unseres Anlageansatzes.

Durch Diversifikation können Anleger ihre Renditen steigern, ohne dass sie in ihren Portfolios ein höheres Risiko eingehen müssen. Eine langfristige strategische Vermögensallokation sollte eine zentrale Komponente der Anlagestrategie bilden.

Alternative Anlagen als wichtige Ergänzung zu Anleihen und Aktien

Der traditionelle diversifizierte Portfolioansatz «Aktien und Anleihen» bringt in der heutigen Zeit zwei grosse Schwierigkeiten mit sich. Erstens bewegen sich Anleihen und Aktien zunehmend im Gleichschritt, je stärker wir uns einem möglichen Wendepunkt in der Geldpolitik nähern. Zweitens dürften die Ertragsaussichten in den kommenden Jahren niedriger ausfallen als in der jüngsten Vergangenheit. Dies gilt insbesondere für Europa und die Schweiz, wo viele erstklassige Anleihen mittlerweile eine Negativrendite aufweisen.

Seit einigen Jahren haben wir in unseren diversifizierten Modellportfolios unsere Allokation in alternativen Anlagen erhöht, um die Renditen zu steigern und gleichzeitig die Volatilität im Portfolio zu verringern. Die meisten unserer Modellportfolios enthalten Allokationen in einem breiten Spektrum von Aktien, Anleihen und alternativen Anlagen, um von verschiedenen Ertragsquellen



zu profitieren und die Portfolios vor Marktchocs zu schützen.

Suche nach höheren Portfoliorenditen ohne zusätzliches Risiko

Auch wenn alternative Anlagen heute für die Anleger wichtig und nützlich sind, so stellen sie kein Patentrezept dar. Wer auf der Suche nach höheren Portfoliorenditen erfolgreich sein will, muss kreativ sein.

Was kann der Anleger tun? Ganz allgemein ausgedrückt kann er a) ein grösseres Anlagespektrum in einem langfristigen Portfolio berücksichtigen und b) eine opportunistischere Haltung einnehmen.

Anlagen an den Privatmärkten: «Endowment Style»-Ansatz

Ein kreativer Ansatz stützt sich auf die Erfolge von Stiftungsfonds führender Universitäten. Zwischen 2005 und 2015 ist das Vermögen der Stiftung des MIT um durchschnittlich mehr als 10% pro Jahr gewachsen. Stanford, Penn State und Harvard



erzielten gemäss Bloomberg jeweils Erträge von über 7,5% pro Jahr. Diese Fonds erreichten diese Performance, weil sie in ihren Portfolios Anlagen an den Privatmärkten (einschliesslich Private-Equity- und Private-Debt-Fonds) stärker gewichteten als die meisten traditionellen Allokationen, die von den Anlegern gehalten werden. Diese höhere Gewichtung kann in der heutigen Zeit Privatanlegern helfen, ihre Portfoliorenditen zu verbessern.

Illiquidität nutzen: globaler Ansatz im Kreditbereich

Anleger, die auf Aktien verzichten wollen, können ihre Suche nach Rendite auf das umfangreiche Universum der verschiedenen Kreditklassen ausweiten. Dazu gehören Vermögenswerte wie Mezzanine-Kredite, Asset Backed Securities, hybride Unternehmensanleihen, Bankkapital sowie «gewöhnlichere» Fixed-Income-Anlageklassen wie vorrangige Unternehmensanleihen, Unternehmensanleihen aus Schwellenländern und Hochzins-Unternehmensanleihen.

Wir glauben, dass aufgrund der Vielfalt im Kredituniversum mit einer Kombination von Wertpapieren sowohl Diversifikation erreicht werden kann als auch Erträge erzielt werden können, ohne auf Anlagen wie Aktien zurückgreifen zu müssen, um das Kapital zu mehren.

Auf der Suche nach Alpha: opportunistischer Ansatz

Anleger könnten auch in Betracht ziehen, mit einem Teil ihres Portfolios opportunistische Ideen zu nutzen, wie jene, die wir unter den Top 10 Ideen für 2017 vorschlagen (S. 45). Zum jetzigen Zeitpunkt im Konjunkturzyklus ist unter Umständen zudem Relative Value besonders attraktiv. Wer versucht, sich die Divergenz oder Konvergenz zwischen Anlagen zunutze zu machen, steigert das Ertragspotenzial in einem Umfeld, in dem die künftigen Renditen niedriger als in der Vergangenheit ausfallen dürften.

Die Relative-Value-Ideen des CIO Short Term Investment Opportunities Teams können als

«Satelliten»-Portfolio zur Ergänzung einer stark diversifizierten langfristigen strategischen Vermögensallokation und Renditetreiber verwendet werden. Oder die Anleger könnten zwecks Renditesteigerung einzelne Ideen mit einem hohen Überzeugungsgrad opportunistisch nutzen.

Verhaltensmuster vermeiden: Ansatz der systematischen Allokation

Ein letzter Ansatz, den es zu erwägen gilt, ist die dynamische Anlage, bei der je nach Marktumfeld zwischen Anleihen und Aktien umgeschichtet wird. Eine der grössten Herausforderungen, mit der Anleger konfrontiert werden, ist die Disziplin, die ein integriertes Merkmal dieses Ansatzes bildet.

Bestimmte Verhaltensmuster ermutigen die Anleger, beharrlich auf bessere Verkaufs- oder Kaufkurse zu warten. Diese Tendenz führt häufig zu einer gewissen Lähmung. Eine Möglichkeit, sie zu überwinden, ist der Einsatz von Risikomanagement-Tools, ähnlich jener wie sie führende institutionelle Anleger verwenden. Diese Instrumente liefern dem Anleger Kauf- oder Verkaufssignale.

Im Rahmen unseres Ansatzes der systematischen Allokation verwenden wir einen quantitativen Weltaktienmarktindikator (World Equity Market Indicator). Dieser berücksichtigt zahlreiche Kennzahlen, mit denen die Verfassung des Konjunkturzyklus und die Marktstimmung ermittelt sowie Phasen hoher Unsicherheit an den Märkten bestimmt werden können. Entsprechend dieser Kennzahlen passen wir die Portfolioallokation systematisch an.



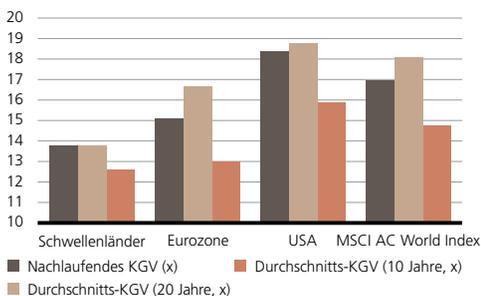
Aktien

Die Aktienmärkte haben sich in den letzten Jahren gut entwickelt, bieten jedoch immer noch Aufwärtspotenzial. Wir bevorzugen Aktien aus den USA und Schwellenländern.



Abb. 28

Aktienbewertungen entsprechen dem langfristigen Durchschnitt

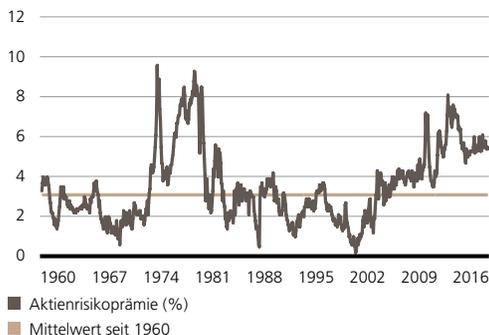


Quelle: Datastream

Die Bewertungen globaler Aktien bewegen sich im Rahmen des langfristigen Durchschnitts. Der MSCI AC World notiert mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 17,0x auf Basis der zurückliegenden Gewinne und damit über dem 10-Jahres-Durchschnitt von 14,8x und unter dem 20-Jahres-Durchschnitt von 18,1x.

Abb. 29

Aktien scheinen gegenüber Anleihen günstig



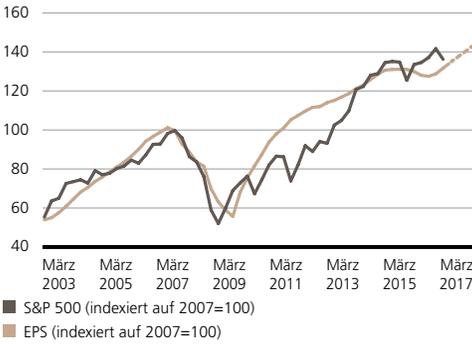
Quelle: Datastream

Aktien sind zwar in absoluter Hinsicht nicht billig, im Vergleich zu Anleihen jedoch attraktiv bewertet. Die Risikoprämie für Aktien, ein Massstab für den relativen Wert, entspricht derzeit 5,4%, gegenüber einem langfristigen Durchschnitt von 3,1%.

Hinweis: Die Aktienrisikoprämie ist die Differenz zwischen Gewinnrendite und der Rendite auf 10-jährige Staatsanleihen.

Abb. 30

US-Gewinnwachstum dürfte wieder anziehen ...

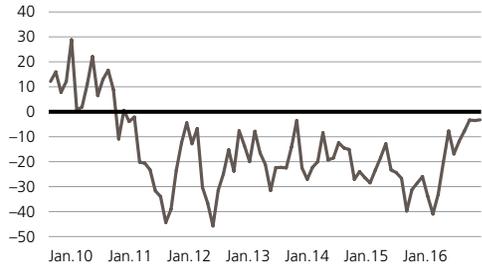


Quelle: Datastream

Wir rechnen mit einem Wachstum der US-Gewinne um 8%, das vom anhaltenden Wirtschaftswachstum getragen wird, während die Belastungen durch den Ölpreis und den starken US-Dollar allmählich nachlassen.

Abb. 31

... und die Gewinndynamik in den Schwellenländern verbessert sich. Wir sind für Schwellenländeraktien positiv gestimmt

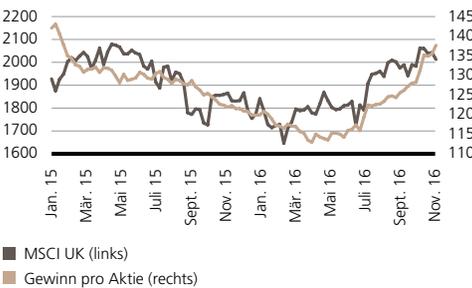


Quelle: Datastream

Die Gewinne in den Schwellenländern vollziehen eine Trendwende. Das Verhältnis der Gewinnkorrekturen (Hochstufungen von Analysten gegenüber Herabstufungen) hat sich von -40% auf ein ausgewogenes Verhältnis erholt.

Abb. 32

Steigende Gewinne stützen britische Aktien, was der Index aber schon reflektiert

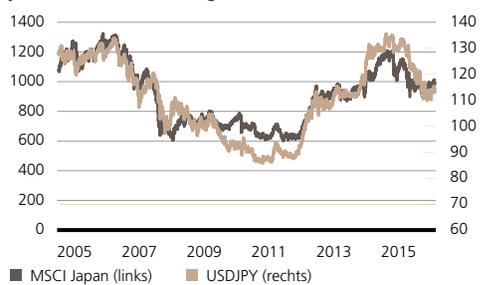


Quelle: Datastream

Bei britischen Aktien rechnen wir mit einem Gewinnwachstum von mehr als 10 Prozent, das durch ein schwaches Pfund und steigende Ölpreise unterstützt wird. Der Index nimmt dieses Wachstum jedoch bereits zum Teil vorweg.

Abb. 33

Japanischen Aktien sollten die Käufe der Bank of Japan zugutekommen, die Yen-Stärke ist jedoch ein Belastungsfaktor

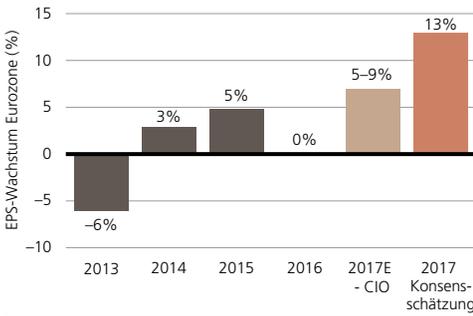


Quelle: Bloomberg

Die Stärke des japanischen Yen dürfte den japanischen Markt bremsen.

Abb. 34

Die Gewinnerwartungen in der Eurozone sind zu ehrgeizig ...

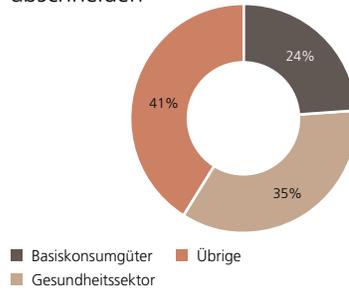


Quelle: Datastream, UBS

Wir rechnen mit einem Gewinnwachstum von 5% bis 9% in der Eurozone, während sich die Konsenserwartungen auf 13% richten. Ohne positive wirtschaftliche Überraschungen dürfte der Markt durch negative Gewinnkorrekturen nach unten gezogen werden.

Abb. 35

... und der Schweizer Markt könnte infolge des defensiven Sektormix unterdurchschnittlich abschneiden



Quelle: MSCI

59% des MSCI Switzerland entfallen auf Gesundheits- und Basiskonsumgüterunternehmen. Durch diesen defensiven Sektormix könnte die Schweiz anfällig für eine relative Underperformance sein.

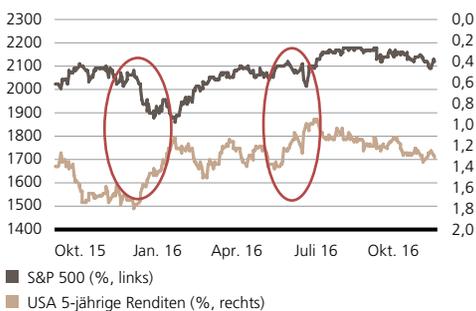
Anleihen

Die Anleihenrenditen sind historisch niedrig. Wir sehen jedoch Chancen bei inflationsgeschützten US-Anleihen, US Senior Loans und mittelfristigen US-Investment-Grade-Anleihen.



Abb. 36

Erstklassige Anleihen bleiben ein wichtiger Bestandteil der Portfoliodiversifikation ...

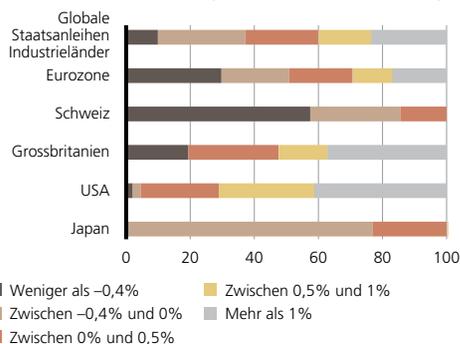


Quelle: Bloomberg

Trotz ihrer niedrigen oder gar negativen Renditen erwiesen sich erstklassige Anleihen im Jahr 2016 als wichtige Komponenten eines diversifizierten Portfolios. Sie schirmen die Anleger ab, wenn die Aktienmärkte volatiler werden.

Abb. 37

... die Renditen sind jedoch extrem niedrig



Quelle: Bloomberg

Knapp 40% der globalen Staatsanleihen weisen negative Renditen auf. Der Verkauf erstklassiger Anleihen ist eine unserer Top 10 Ideen für 2017.

Abb. 38

Der Kauf von inflationsgeschützten US-Anleihen (TIPS) gehört zu unseren Top 10 Ideen für 2017 ...

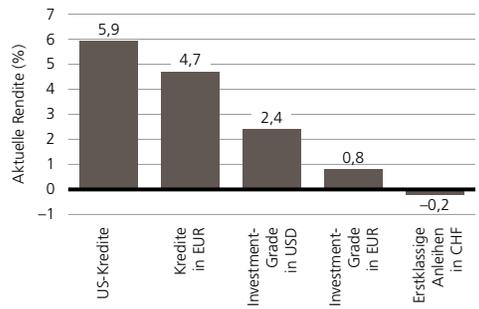


Quelle: Bloomberg

Wir rechnen mit höheren Inflationserwartungen in den USA, da sich die Rohstoffpreise stabilisieren, die Arbeitslosigkeit sinkt und sich der US-Dollar im Laufe der Jahres abschwächt.

Abb. 39

... und wir favorisieren zudem US-Kredite, die Rendite und Schutz vor steigenden Zinsen bieten

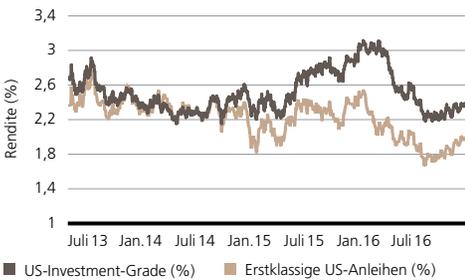


Quelle: Bloomberg

Senior Loans bieten eine attraktive Rendite, die um fast 4% höher ist als die von kurzfristigen Investment-Grade-Anleihen. Zudem sind sie «variabel verzinst», womit die Anlageklasse weniger anfällig für Zinserhöhungen in den USA ist.

Abb. 40

US-Investment-Grade-Unternehmensanleihen, bieten relativ attraktive Renditen

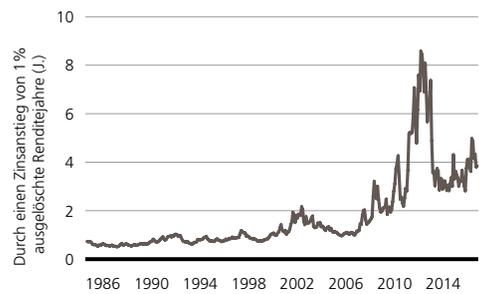


Quelle: Bloomberg

Als Alternative zu erstklassigen Anleihen sind Investment-Grade-Anleihen (IG) mit mittleren Laufzeiten unserer Meinung nach attraktiv, da sie mit begrenztem zusätzlichem Risiko um 0,4% höhere Renditen bieten.

Abb. 41

Wir mahnen bei lang laufenden IG-Anleihen wegen ihrer Zins sensitivität zur Vorsicht



Quelle: Bloomberg

Mit langfristigen Investment-Grade-Anleihen sollten Anleger vorsichtig sein, da die Zinssätze steigen. Bei den derzeitigen Renditen würde eine 1%ige Bewegung der Rendite die Erträge von fast vier Jahren zunichtemachen.

Abb. 42

Nach der ausgezeichneten Performance 2016 beurteilen wir Hochzinsanleihen in USD und EUR neutral ...

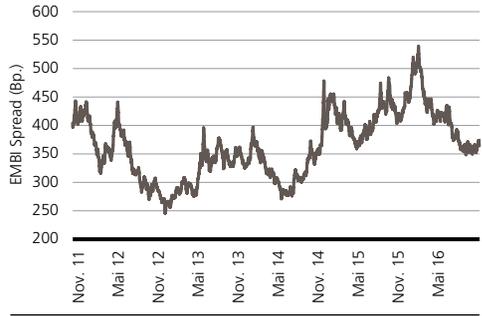


Quelle: BAML, UBS

Die Renditen von US-Hochzinsanleihen sind seit Februar um fast 4% gefallen. Wir erwarten, dass ihre Performance in den kommenden Monaten nachlässt, und sehen Senior Loans (S. 61) als bessere Alternative an.

Abb. 43

... und erkennen bei Schwellenländeranleihen nur ein begrenztes Aufwärtspotenzial



Quelle: JP Morgan, Bloomberg

Die Kreditrisikoprämien von Schwellenländeranleihen werden in den nächsten sechs Monaten seitwärts tendieren oder etwas schrumpfen. Deshalb raten wir Anlegern zu einer neutralen Allokation in global diversifizierten Portfolios.

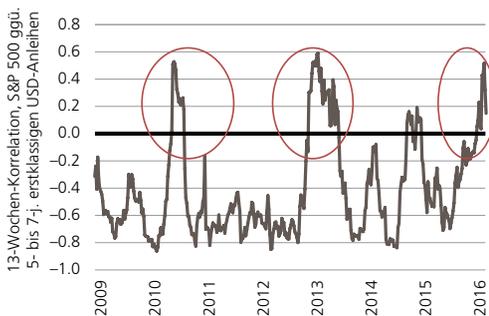
Alternative Anlagen

Wir betrachten Hedge Funds und Privatanlagen als zentrale Portfolio-Bausteine. Sie bieten Anlegern Diversifikation, Rendite und Zugang zu alternativen Risikoprämien.



Abb. 44

Die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen kann an geldpolitischen Wendepunkten zunehmen ...

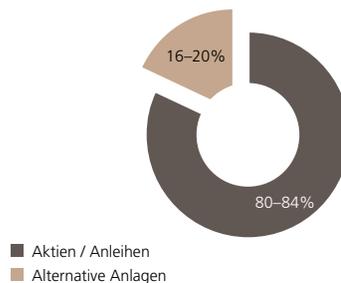


Quelle: Bloomberg

Aktien und erstklassige Anleihen haben in drei der fünf vergangenen Jahre während geldpolitischer Wendepunkte über eine gewisse Zeit positiv korreliert. Anlageklassen wie Hedge Funds, die weniger stark korrelieren, gewinnen dadurch an Attraktivität.

Abb. 45

... wodurch weniger stark korrelierende Anlageklassen wie alternative Anlagen an Wert gewinnen

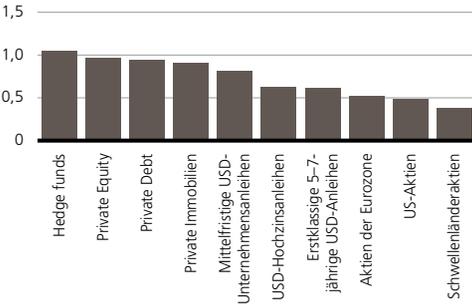


Quelle: UBS

Derzeit raten wir den meisten Anlegern zu Allokationen von 16% bis 20% in alternativen Anlagen, die mit begrenztem zusätzlichem Risiko Renditen und Diversifikation bieten.

Abb. 46

Wir erwarten für Hedge Funds 2017 Renditen von 4% bis 6%

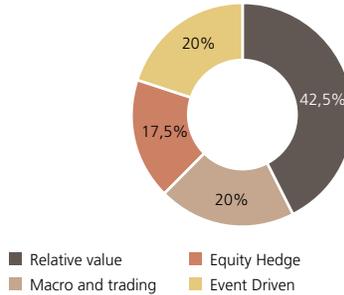


Quelle: UBS

Die Performance von Hedge Funds dürfte durch einen stetigen Anstieg der US-Zinsen und der Aktienmärkte sowie durch grössere Unterschiede unter Aktien unterstützt werden. Langfristig erwarten wir von Hedge Funds ein besseres Risiko-Rendite-Verhältnis gegenüber anderen Anlageklassen.

Abb. 47

Unser empfohlenes Portfolio ist über diverse Manager und Stile diversifiziert

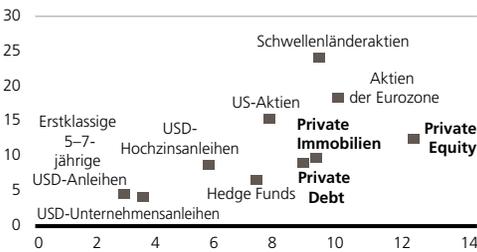


Quelle: UBS

Die Diversifikation bleibt der beste Ansatz für Hedge-Fund-Anlagen. Systematische Trader haben zum Beispiel 2016 als Einzelanlage relativ schlecht abgeschnitten, das Risiko-Rendite-Verhältnis eines Portfolios insgesamt jedoch erheblich verbessert.

Abb. 48

Wir erwarten von den Privatmärkten im Vergleich zur Volatilität anderer Anlageklassen überdurchschnittliche Renditen in den nächsten zehn Jahren ...

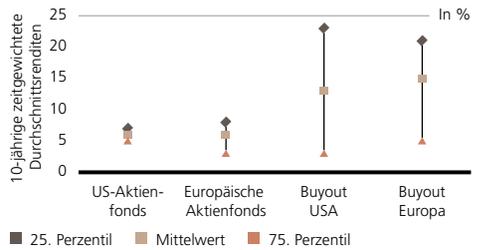


Quelle: UBS

Unseres Erachtens bieten Privatmarktanlagen Renditen zwischen 8,5% und 12%. Diese Renditen sind höher als für die meisten Aktienmärkte. Die Volatilität an den Privatmärkten entspricht eher dem Niveau von Hochzinsanleihen.

Abb. 49

... die Managerauswahl ist jedoch zentral angesichts der enormen Performanceunterschiede zwischen den Managern im obersten und untersten Quartil



Quelle: UBS, Hamilton Lane

Der Unterschied zwischen Private-Equity-Managern im obersten und im untersten Quartil kann bis zu 20% betragen. Damit ist er erheblich grösser als bei Fonds für öffentlich gehandelte Aktien. Die richtige Managerauswahl gibt den Ausschlag.

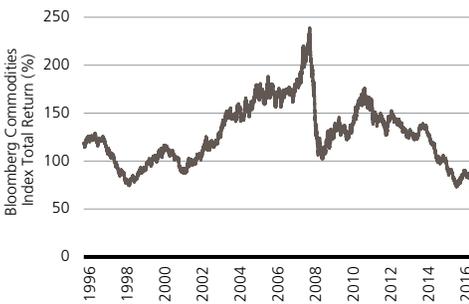
Rohstoffe

Rohstoffe erhielten nach einer langen Talfahrt 2016 wieder Auftrieb. Palladium und Platin sind unsere bevorzugten Rohstoffe für 2017.



Abb. 50

Wir empfehlen Rohstoffe nicht als Langzeitanlage

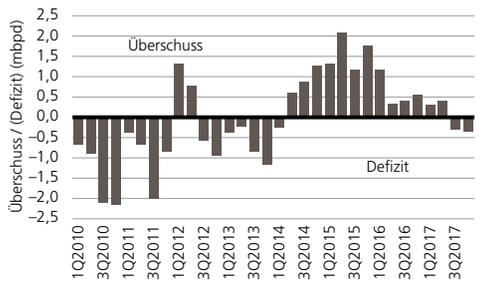


Quelle: Bloomberg

Bei Rohstoffen könnten sich kurzfristige Chancen ergeben. Langfristig dürften Rohstoffe positive, auf risikobereinigter Basis jedoch unattraktive Erträge abwerfen.

Abb. 51

Wir erwarten einen Ölpreis von USD 60 pro Barrel oder höher im 2. Halbjahr 2017, da die Nachfrage das Angebot übersteigt

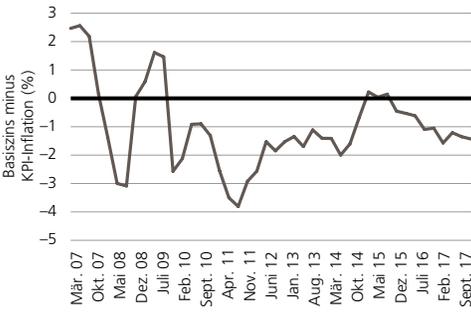


Quelle: IEA, UBS

Obwohl wir auf kurze Sicht vorsichtig sind, schätzen wir, dass die Nachfrage (zusätzliche 1,1 Mio. Barrel pro Tag) nach Rohöl 2017 stärker steigt als das Angebot (zusätzliche 0,5 Mio. Barrel pro Tag).

Abb. 52

Noch weiter ins Minus gedrückte Realzinsen sollten Gold stützen

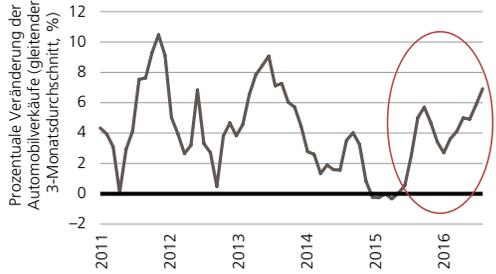


Quelle: Bloomberg, UBS

Zinserhöhungen der US-Notenbank könnten den Goldpreis kurzfristig belasten. Wenn die Realzinsen jedoch im Laufe der Jahre noch weiter ins Minus sinken (S. 36), dürfte der Preis auf USD 1350 je Feinunze klettern.

Abb. 53

Der steigende Automobilabsatz dürfte Palladium und Platin stützen. Die beiden Edelmetalle gehören zu unseren Top10 Ideen für 2017



Quelle: Bloomberg, UBS

Beide Metalle dürften durch eine Verbesserung der Nachfrage und ein rückläufiges Minenangebot Auftrieb erhalten.

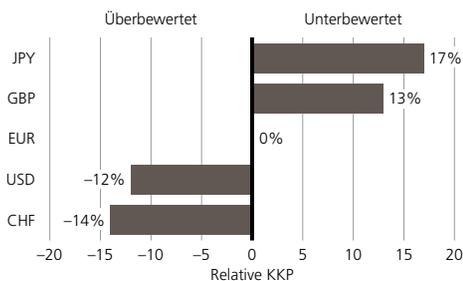
Währungen

Zufluchtswährungen haben sich 2016 gut entwickelt. Für 2017 rechnen wir mit einer stärkeren Performance des Euro, des britischen Pfunds und ausgewählter Schwellenländerwährungen.



Abb. 54

Die Zufluchtsorten USD und CHF sind ggü. den anderen G-10-Währungen überbewertet und wir erwarten, dass sie abwerten

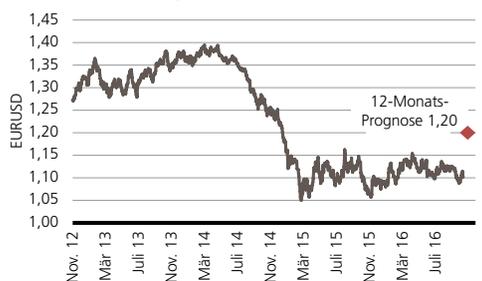


Quelle: UBS

Beide Währungen könnten zwar durch Volatilität an den Märkten Auftrieb erhalten, dürften das Jahr indes trotzdem schwächer beenden. Auf Sicht von zwölf Monaten prognostizieren wir einen EURUSD-Kurs von 1.20 und einen EURCHF-Kurs von 1.16.

Abb. 55

Der EUR wird infolge der Drosselung des QE durch die EZB an Wert zulegen und die Unterbewertung sollte das GBP stützen

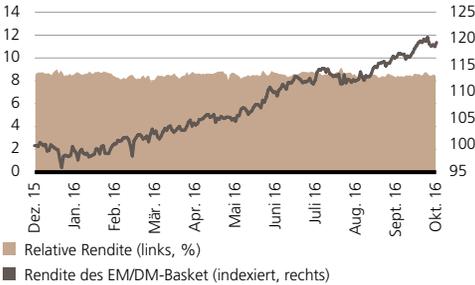


Quelle: Bloomberg, UBS

Wir rechnen mit einer besseren Wertentwicklung des Euro, vor allem, da die EZB die Anleihenkäufe im Rahmen ihres Lockerungsprogramms (QE) reduzieren dürfte. Das britische Pfund wird während der Brexit-Verhandlungen anfällig sein, sollte indes anziehen, sobald mehr Klarheit herrscht.

Abb. 56

Ein Korb von EM-Währungen ggü. ausgewählten Industrieländerwährungen bietet einen attraktiven Carry



Quelle: Thomson Reuters, UBS

Ein Korb mit Währungen von Schwellenländern (EM) zählt zu unseren Top 10 Ideen für 2017 (S. 45). Angesichts der expansiven Geldpolitik und der niedrigen Renditen in Industrieländern ist die Zinsdifferenz von rund 8% unserer Meinung nach attraktiv.

Abb. 57

Wir raten aus strategischen Gründen, das Währungsrisiko abzusichern



Im Allgemeinen empfehlen wir, Engagements in Fremdwährungen abzusichern. Währungen können Anlegern jedoch auch eine Möglichkeit bieten, von wirtschaftlichen Entwicklungen wie einer Verbesserung der Produktivität oder Änderungen der Geldpolitik zu profitieren.



Im CIO gehört

Von unseren Experten wollten wir wissen, welche Überraschungen, Risiken und Chancen sie 2017 erwarten. Hier einige Stimmen aus dem CIO.



1. Was könnte die Anleger 2017 überraschen?

“ Kohärente US-Wirtschaftspolitik
• Inflation • Konjunkturbeschleunigung in Japan • Inflation der Lebensmittelpreise • Inflation feiert ein Comeback • Gewinnwachstum in Schwellenländern und Eurozone ”



2. Was sind 2017 die grössten Risiken für die Märkte?

“ Missverständnisse zwischen Märkten und Entscheidungsträgern • Globale Wachstumsdelle • Erwartung deutlich höherer Zinssätze • Unerwarteter Anstieg der globalen Inflation • Stagflation • China ”

3. Was sind 2017 die grössten Chancen für die Märkte?

“ Regulatorische Koordinierung • Schwellenländer • Aktien von Ölproduzenten • Erneuerung in Europa • Brexit stösst Reformen in der Eurozone an ”

4. Worin würden Sie Ihre Barmittel im 2017 investieren?

“ Private Equity • In ein diversifiziertes globales Portfolio mit einer Übergewichtung in Aktien • In ein diversifiziertes Portfolio von Aktien, Unternehmensanleihen und alternativen Investments • In steuerbefreite Vorsorgesparprodukte • Systematische Allokation zwischen Aktien und Anleihen • Risikoparität ”

6. Von welcher Anlage empfehlen Sie, wenig zu halten?

“ Unternehmensanleihen mit negativen Renditen • Staatsanleihen • US-Staatsanleihen • Langfristige Schweizer Staatsanleihen • Eine grosse Position in einer einzelnen Aktie ”

5. Und in den nächsten 20 Jahren?

“ Aktien • Impact Investments oder Anlagen, die eine Wirkung erzielen • Globale Aktien • Schwellenländeraktien in Verbindung mit inflationsgeschützten Wertpapieren • Diversifizierte Aktien auf Basis langfristiger Themen • Endowment Style – Private Equity, Infrastruktur und Immobilien ”

7. Wie lautet Ihr bester Anlagetipp?

“ Planen Sie langfristig und halten Sie sich kurzfristig daran • Man sollte sich mit seinen Anlagen immer etwas unwohl fühlen • Bleiben Sie bescheiden • Dieses Mal ist es niemals anders • Diversifizieren • In meine Bildung und Gesundheit investieren • Anlagen entsprechend den finanziellen Zielen auswählen ”

Prognosen

Wirtschaft	BIP-Wachstum (%)			Inflation (%)		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Region						
USA	1,5	2,4	2,5	1,3	2,3	2,3
Eurozone	1,6	1,3	1,2	0,2	1,4	1,8
China	6,7	6,4	6,0	1,9	2,1	1,8
Japan	0,5	0,8	0,9	-0,3	0,5	0,6
Grossbritannien	2,0	1,0	0,7	0,7	2,8	2,8
Schweiz	1,5	1,3	1,6	-0,4	0,4	0,9
Industrieländer	1,6	1,8	1,9	0,7	1,8	1,9
Schwellenländer	4,4	4,9	5,1	4,2	3,8	3,5
Welt	3,1	3,5	3,6	2,6	2,9	2,8

Währungen	Spot	3M	6M	12M
EURUSD	1.08	1.12	1.15	1.20
USDJPY	108	102	102	98
GBPUSD	1.26	1.25	1.28	1.36
USDCHE	0.99	0.96	0.97	0.97
EURCHF	1.07	1.08	1.12	1.16
EURGBP	0.86	0.90	0.90	0.88
USDCNY	6.81	6.85	7.00	7.00

Rohstoffe	Spot	6M	12M
Brent-Rohöl	USD 44,8/bbl	USD 55/bbl	USD 60/bbl
WTI-Rohöl	USD 43,4/bbl	USD 53/bbl	USD 58/bbl
Gold	USD 1,225/oz	USD 1,350/oz	USD 1,350/oz
Platinum	USD 949/oz	USD 1,150/oz	USD 1,150/oz
Palladium	USD 680/oz	USD 750/oz	USD 750/oz

Zinsen und Anleihen	Leitzinsen			10-Jahres-Rendite (%)		
	Aktuell	Ende 2016	Ende 2017	Spot	6M	12M
USA	0,25-0,5	0,5-0,75	1,00-1,25	2,23	2,20	2,30
Eurozone	0,00	0,00	0,00	0,36	0,30	0,40
Schweiz	-0,75	-0,75	-0,75	-0,17	-0,20	-0,10
Grossbritannien	0,25	0,25	0,10	1,36	1,30	1,40

Quelle: UBS, 14. November 2016

**UBS House View:
Year Ahead 2017**

Dieser Bericht wurde erstellt von UBS AG,
UBS Switzerland AG und UBS Financial
Services Inc. (UBS FS)

Chefredaktor

Kiran Ganesh

Produktmanagement

Linda Sutter

Redaktion

Caspar Heer

Pierre Weill

Designkonzept und Layout

Rodrigo Jiménez

Céline Dillier

Linda Sutter

Desktop Publishing

Elena Vendraminetto

Srinivas Addugula

Illustrationen

istockphoto.com

shutterstock.com

Porträt Mark Haefele

Martin Rüttschi

Druck

Neidhart + Schön AG

Redaktionsschluss

14. November 2016

Sprachen

Deutsch, Englisch, Italienisch,
Französisch, Spanisch, Portugiesisch,
Russisch, Chinesisch (traditionell
und vereinfacht) und Japanisch

Kontakt

ubs-cio-wm@ubs.com

www.ubs.com/cio

**Bestellungen und
Abonnemente**

Als UBS-Kundin oder -Kunde können
Sie die Druckversion der UBS House View:
Year Ahead abonnieren über Ihre Kunden-
beraterin oder Ihren Kundenberater sowie
über die Mailbox Printed & Branded
Products:

sh-iz-ubs-publikationen@ubs.com

Elektronische Abonnemente über Invest-
ment Views auf der Plattform für UBS
e-Banking

SAP-Nr. 82251D



Have I gone as far as I can?

Can I still grow my business?

Or should I invest in other areas?

Building a successful business is rewarding.

You could keep expanding, but you may also want to start a new venture, or pursue other dreams.

We can help take the worry out of managing your wealth, leaving you free to find even greater rewards.

So, what's next?

For some of life's questions, you're not alone. Together we can find an answer.



ubs.com/gone-far

The value of investments can go down as well as up. Your capital and income is at risk. In the UK, UBS AG is authorized by the Prudential Regulation Authority and subject to regulation by the Financial Conduct Authority and limited regulation by the Prudential Regulation Authority. Issued in Australia by UBS AG ABN 47 088 129 679 (AFSL* No. 231067). *AFSL means holder of Australia Financial Services License. © UBS 2016. All rights reserved.

Disclaimer

Die Anlagebeurteilungen des Chief Investment Office WM von UBS werden durch Wealth Management und Personal & Corporate Banking oder Wealth Management Americas, Unternehmensbereiche von UBS AG (in der Schweiz durch die FINMA beaufsichtigt), eine Tochtergesellschaft oder ein verbundenes Unternehmen («UBS») produziert und veröffentlicht. In gewissen Ländern wird UBS AG als UBS SA bezeichnet. Dieses Material dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Offenstellung zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Einige Dienstleistungen und Produkte unterliegen gesetzlichen Beschränkungen und können deshalb nicht unbeschränkt weltweit angeboten und/oder von allen Investoren erworben werden. Alle in diesem Material enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig eingestuften Quellen, trotzdem lehnen wir jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab (ausgenommen sind Offenlegungen, die sich auf UBS beziehen). Alle Informationen und Meinungen sowie angegebene Preise sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Die in den Performance-Grafiken und Tabellen angegebenen Marktpreise entsprechen den Schlusskursen an der jeweiligen Hauptbörse. Der Inhalt basiert auf zahlreichen Annahmen. Unterschiedliche Annahmen könnten zu materiell unterschiedlichen Ergebnissen führen. Hierin geäusserte Meinungen können von den Meinungen anderer Geschäftsbereiche von UBS abweichen oder diesen widersprechen, da sie auf der Anwendung unterschiedlicher Annahmen und/oder Kriterien basieren. UBS und ihre Direktoren oder Mitarbeiter könnten berechtigt sein, jederzeit Long- oder Short-Positionen in hierin erwähnten Anlageinstrumenten zu halten, in ihrer Eigenschaft als Auftraggeber oder Mandatsträger Transaktionen mit relevanten Anlageinstrumenten auszuführen oder für den Ermittelten beziehungsweise eine mit diesem Emittenten wirtschaftlich oder finanziell verbundene Gesellschaft bzw. das Anlageinstrument selbst andere Dienstleistungen zu erbringen. Zudem könnten Mitglieder der Konzernleitung bei der Emittentin oder einer mit ihr verbundenen Gesellschaft als Verwaltungsräte tätig sein. Die von UBS und ihren Mitarbeitern getroffenen Anlageentscheidungen (einschliesslich der Entscheidung, Wertpapiere zu kaufen, verkaufen oder zu halten) könnten von den in den Research-Publikationen von UBS geäusserten Meinungen abweichen oder ihnen widersprechen. Bei Illiquidität des Wertpapiermarkts kann es vorkommen, dass sich gewisse Anlageprodukte nicht sofort realisieren lassen. Aus diesem Grund ist es manchmal schwierig, den Wert Ihrer Anlage und die Risiken, denen Sie ausgesetzt sind, zu quantifizieren. UBS setzt Informationsbarrieren ein, um den Informationsfluss aus einem oder mehreren Bereichen innerhalb von UBS in andere Bereiche, Einheiten, Divisionen oder verbundene Unternehmen von UBS zu steuern. Der Termin- und Optionenhandel eignet sich nicht für jeden Anleger, da ein erhebliches Verlustrisiko besteht und die Verluste den ursprünglich investierten Betrag übersteigen können. Die Wertentwicklung einer Anlage in der Vergangenheit stellt keine Gewähr für künftige Ergebnisse dar. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich. Manche Anlagen können plötzlichen und erheblichen Wertverlusten unterworfen sein. Bei einer Liquidation Ihrer Anlagewerte kann es vorkommen, dass Sie weniger zurückerhalten als Sie investiert haben, oder dass man Sie zu einer Zusatzzahlung verpflichtet. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Preis, Wert oder den Ertrag einer Anlage auswirken. Der/die Analyst(en), der/die diesen Bericht erstellt hat/haben, können zum Zweck der Sammlung, Zusammenfassung und Interpretation von Marktinformationen mit Mitarbeitern des Trading Desk und des Vertriebs sowie anderen Gruppen interagieren. Die steuerliche Behandlung hängt von der individuellen Situation ab und kann sich in Zukunft ändern. UBS erbringt keine Rechts- oder Steuerberatung und macht keinerlei Zusage im Hinblick auf die steuerliche Behandlung von Vermögenswerten oder deren Anlagerenditen – weder im Allgemeinen noch in Bezug auf die Verhältnisse und Bedürfnisse eines spezifischen Kunden. Wir können nicht auf die persönlichen Anlageziele, finanziellen Situationen und Bedürfnisse unserer einzelnen Kunden eingehen und empfehlen Ihnen deshalb, vor jeder Investition Ihren Finanz- und/oder Steuerberater bezüglich möglicher – einschliesslich steuertechnischer – Auswirkungen zu konsultieren. Dieses Material darf ohne vorherige Einwilligung von UBS nicht reproduziert werden. UBS untersagt ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieses Materials an Dritte. UBS übernimmt keinerlei Haftung für Ansprüche oder Klagen von Dritten, die aus dem Gebrauch oder der Verteilung dieses Materials resultieren. Die Verteilung dieser Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetzgebung stattfinden. Die Konjunkturprognosen des Chief Investment Office (CIO) wurden in Zusammenarbeit von CIO-Ökonomen mit Ökonomen von UBS Investment Research erstellt. Die Prognosen und Einschätzungen sind lediglich zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Informationen darüber, wie das UBS CIO WM Konflikte regelt und die Unabhängigkeit seiner Anlagebeurteilungen, des Publikationsangebots, des Research sowie der Ratingmethoden aufrechterhält, finden Sie unter www.ubs.com/research. Weitere Informationen über die jeweiligen Autoren dieser und anderer CIO-Publikationen, auf die in diesem Bericht verwiesen wird, sowie Kopien von vergangenen Berichten zu diesem Thema können Sie bei Ihrem Kundenberater bestellen.

Externe Vermögensverwalter und Finanzberater: Für den Fall, dass dieses Research oder die Publikation an einen externen Vermögensverwalter oder Finanzberater ausgegeben wird, untersagt UBS dem externen Vermögensverwalter oder Finanzberater ausdrücklich, diese an ihre Kunden und/oder Dritte weiterzugeben beziehungsweise zur Verfügung zu stellen. **Australien:** Diese Mitteilung wird durch UBS AG ABN 47 088 129 613 (Inhaberin der australischen «Financial Services Licence» Nr. 231087) ausgestellt: Diese Publikation wird durch UBS AG ausgestellt und verteilt, auch wenn in vorliegendem Dokument eine gegenteilige Bestimmung enthalten ist. Die Publikation ist einzig zur Verwendung durch «Firmenkunden» gemäss der Definition in Section 761G («Wholesale Clients») des Corporations Act 2001 (Cth) («Corporations Act») bestimmt. Unter keinen Umständen darf die Publikation von UBS AG einem «Privatkunden» gemäss der Definition in Section 761G des Corporations Act zur Verfügung gestellt werden. Die Research-Services von UBS AG stehen einzig «Firmenkunden» zur Verfügung. Die Publikation enthält nur allgemeine Informationen und berücksichtigt weder die persönlichen Anlageziele noch die finanzielle oder steuerliche Situation oder besonderen Bedürfnisse einer bestimmten Person. **Bahamas:** Diese Publikation wird an Privatkunden von UBS (Bahamas) Ltd verteilt und darf nicht an Personen verteilt werden, die laut «Bahamas Exchange Control Regulations» als Bürger oder Einwohner der Bahamas gelten. **Bahrain:** UBS ist eine Schweizer Bank, die nicht in Bahrain von der Zentralbank von Bahrain zugelassen ist oder von ihr überwacht oder reguliert wird und die keine Bankgeschäfte oder Kapitalanlagegeschäfte in Bahrain unternimmt. Deshalb haben die Kunden keinen Schutz nach den örtlichen Rechtsvorschriften zum Bankrecht und zum Recht der Kapitalanlagendienstleistungen. **Brasilien:** Erstellt durch UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliários Ltda, eine Einheit, die durch die Comissão de Valores Mobiliários («CVM») beaufsichtigt wird. **Deutschland:** Herausgeberin im Sinne des deutschen Rechts ist UBS Deutschland AG, Bockenheimer Landstrasse 2–4, 60306 Frankfurt am Main. UBS Deutschland AG ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht lizenziert und wird durch diese beaufsichtigt. **Frankreich:** Diese Publikation wird an Privatkunden und «Prospects» von UBS (France) SA, einer französischen «Aktiengesellschaft» mit einem Aktienkapital von EUR 125 726 944 vertrieben. Ihr Domizil ist an der 69, boulevard Haussmann, F-75008 Paris, R. C. S. Paris B 421 255 670. UBS (France) SA ist als Finanzdienstleister entsprechend den Bestimmungen des französischen «Code Monétaire et Financier» ordnungsgemäss zugelassen und ist eine unter der Aufsicht der französischen Bank- und Finanzaufsichtsbehörden sowie der «Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution» stehende Bank. **Hongkong:** Diese Publikation wird durch die Niederlassung von UBS AG in Hongkong, einem nach der «Hong Kong Banking Ordinance» lizenzierten und gemäss den Bestimmungen der «Securities and Futures Ordinance» registrierten Finanzinstitut, an Kunden der Niederlassung von UBS AG in Hongkong verteilt. **Indien:** Verteilt durch UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. Telefon: +912261556000. SEBI-Registrationsnummern: NSE (Kapitalmarktsegment): INB230951431, NSE (F&O-Segment): INF230951431, BSE (Kapitalmarktsegment): INB010951437. **Indonesien:** Dieses Research- oder Publikationsmaterial ist nicht zum Zwecke eines öffentlichen Zeichnungsangebots gemäss indonesischem Kapitalmarktrecht und dessen Umsetzungsbestimmungen ausgelegt und erstellt. Die hierin erwähnten Wertpapiere sind und werden nicht gemäss indonesischem Kapitalmarktrecht und dessen Bestimmungen eingetragen. **Israel:** UBS Switzerland AG ist als ausländischer Händler eingetragen, der mit UBS Wealth Management Israel Ltd, einer 100%igen Tochtergesellschaft von UBS, zusammenarbeitet. UBS Wealth Management Israel Ltd ist zugelassener Portfolio Manager, der auch Investment Marketing betreibt und unter der Aufsicht der «Israel Securities Authority» steht. Diese Publikation kann keine auf Ihre persönlichen Bedürfnisse zugeschnittene Anlageberatung und/oder Marketingangaben zu Finanzanlagen durch entsprechend lizenzierte Anbieter ersetzen. **Italien:** Dieses Dokument wird an Kunden der UBS (Italia) S.p.A., via del vecchio politecnico 4 – Mailand, eine ordnungsgemäss von der «Banca d'Italia» als Finanzdienstleister zugelassene und unter der Aufsicht von «Consob» und der «Banca d'Italia» stehende italienische Bank, verteilt. **Jersey:** UBS AG, Niederlassung Jersey, wird reguliert und autorisiert durch

die Jersey «Financial Services Commission» zur Durchführung von Bankgeschäften, Anlagefonds und Investmentgeschäften. **Kanada:** In Kanada wird diese Publikation von UBS Investment Management Canada Inc. an Kunden von UBS Wealth Management Canada verteilt. **Luxemburg:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach luxemburgischem Recht dar, kann jedoch Kunden der UBS (Luxembourg) S.A., 33A avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxembourg, R.C.S. Luxembourg B 11142, einer lizenzierten Bank unter der gemeinsamen Aufsicht der Europäischen Zentralbank und der «Commission de Surveillance du Secteur Financier» (CSSF), der denen diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde, zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt werden. **Mexiko:** Dieses Dokument wurde verteilt von UBS Asesores México, S.A. de C.V., einem Unternehmen, das weder der UBS Grupo Financiero S.A. de C.V. noch einer anderen mexikanischen Finanzgruppe angehört. Die Verbindlichkeiten dieses Unternehmens werden nicht von Dritten garantiert. UBS Asesores México, S.A. de C.V., sichert keine Rendite zu. **Neuseeland:** Diese Mitteilung wird von UBS Wealth Management Australia Ltd an Kunden von UBS Wealth Management Australia Limited ABN 50 005 311 937 (Inhaberin der australischen «Financial Services Licence» Nr. 231127), Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000, verteilt. Sie erhalten diese UBS-Publikation, weil Sie gemäss Ihren Angaben gegenüber UBS als «Wholesale»-Anleger und/oder zugelassener Anleger («zertifizierter Kunde») in Neuseeland zertifiziert sind. Diese Publikation oder dieses Material ist nicht für Kunden bestimmt, die keine zertifizierten Kunden («nicht zertifizierte Kunden») sind. Falls Sie kein zertifizierter Kunde sind, sollten Sie keine Entscheidung auf Basis dieser Publikation oder dieses Materials treffen. Falls Sie trotz dieser Warnung Entscheidungen auf Grundlage dieser Publikation oder dieses Materials treffen, anerkennen Sie hiermit, (i) dass Sie sich möglicherweise nicht auf den Inhalt dieser Publikation oder dieses Materials verlassen können und dass die Empfehlungen oder Meinungen in dieser Publikation oder diesem Material nicht für Sie bestimmt sind, und (ii) dass Sie, soweit das Gesetz dies zulässt, (a) UBS und deren Tochtergesellschaften oder verbundenen Unternehmen (und deren Direktoren, Führungskräfte, Agenten und Berater [einzeln eine «relevante Person»]) schadlos halten für Verluste, Schäden, Verbindlichkeiten oder Forderungen, die in Zusammenhang mit dem unberechtigten Vertrauen auf diese Publikation oder dieses Material entstanden sind oder die Sie deshalb möglicherweise erleiden und (b) auf die Durchsetzung von Rechten oder auf Rechtsmittel gegenüber der relevanten Person für (oder in Bezug auf) Verluste, Schäden, Verbindlichkeiten oder Forderungen, die in Zusammenhang mit dem unberechtigten Vertrauen auf diese Publikation oder dieses Material entstanden sind oder die Sie deshalb möglicherweise erleiden, verzichten. **Niederlande:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Kaufangebot oder eine vergleichbare Anwerbung nach niederländischem Recht dar, kann jedoch zu Informationszwecken Kunden der UBS Bank (Netherlands) B.V. zur Verfügung gestellt werden. UBS Bank (Netherlands) B.V. ist eine lizenzierte Bank unter Aufsicht der niederländischen Nationalbank «De Nederlandsche Bank» (DNB) und der niederländischen Finanzmarktaufsicht «Autoriteit Financiële Markten» (AFM), der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. **Saudi-Arabien:** Diese Publikation wurde von UBS Saudi Arabia (eine Tochtergesellschaft der UBS AG) genehmigt, einer geschlossenen saudiarabischen Aktiengesellschaft nach dem Recht des Königreichs Saudi-Arabien mit der Handelsregisternummer 1010257812, die ihren angemeldeten Geschäftssitz in Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Königreich Saudi-Arabien hat. UBS Saudi Arabia ist von der «Capital Market Authority of Saudi Arabia» zugelassen und reguliert. **Singapur:** Bitte kontaktieren Sie die Niederlassung von UBS AG Singapore, einem «exempt financial adviser» gemäss dem «Singapore Financial Advisers Act» (Cap. 110) und eine nach dem «Singapore Banking Act» (Cap. 19) durch die «Monetary Authority of Singapore» zugelassene Handelsbank, für alle Fragen, welche sich durch oder in Verbindung mit der Finanzanalyse oder dem Bericht ergeben. **Spanien:** Diese Publikation wird durch die UBS Bank, S.A., eine bei der «Banco de España» registrierte Bank, an Kunden der UBS Bank, S.A., verteilt. **Taiwan:** Dieses Material wird von der UBS AG, Taipei Branch, in Einklang mit den Gesetzen Taiwans oder mit dem Einverständnis der Kunden/ «Prospects» oder auf deren Wunsch zugestellt. **UK:** Genehmigt von UBS AG, in der Schweiz beaufsichtigt und autorisiert von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht. In Grossbritannien ist UBS AG autorisiert durch die «Prudential Regulation Authority» und unterliegt der Regulierung durch die «Financial Conduct Authority» und der beschränkten Regulierung durch die «Prudential Regulation Authority». Einzelheiten zum Umfang unserer Regulierung durch die «Prudential Regulation Authority» sind auf Anfrage erhältlich. Mitglied der «London Stock Exchange». Diese Publikation wird an Privatkunden von UBS London in Grossbritannien verteilt. Produkte und Dienstleistungen, die ausserhalb Grossbritanniens angeboten werden, werden nicht von den britischen Regulierungen oder dem «Compensation Scheme» der «Financial Services Authority» erfasst. **USA:** Diese Publikation darf weder in den USA noch an «US persons» noch durch in den USA ansässige Mitarbeiter von UBS verteilt werden. UBS Securities LLC ist ein Tochterunternehmen von UBS AG und ein verbundenes Unternehmen von UBS Financial Services Inc., UBS Financial Services Inc. ist ein Tochterunternehmen von UBS AG. **Vereinigte Arabische Emirate:** Diese Research-Publikation stellt in keiner Weise ein Angebot, einen Verkauf oder eine Lieferung von Aktien oder anderen Wertpapieren gemäss den Gesetzen der Vereinigten Arabischen Emirate (VAE) dar. Der Inhalt dieser Publikation wurde und wird nicht durch irgendeine Behörde der Vereinigten Arabischen Emirate einschliesslich der VAE-Zentralbank und der «Dubai Financial Services Authority», der «Emirates Securities and Commodities Authority», des «Dubai Financial Market», des «Abu Dhabi Securities Market» oder einer anderen Börse in den VAE genehmigt. Dieses Material richtet sich ausschliesslich an professionelle Kunden. UBS AG Dubai Branch wird im DIFC von der DFSA reguliert. UBS AG/UBS Switzerland AG ist in den VAE weder von der VAE-Zentralbank noch von der «UAE Securities and Commodities Authority» für die Bereitstellung von Bankdienstleistungen zugelassen. Das UBS AG Representative Office in Abu Dhabi hat von der VAE-Zentralbank die Zulassung für den Betrieb eines Representative Office erhalten.

Stand 06/2016

© UBS 2016. Das Schlüsselssymbol und UBS gehören zu den eingetragenen bzw. nicht eingetragenen Markenzeichen von UBS. Alle Rechte vorbehalten.



* powered by UBS

Be more curious.
#UnlimitedAsks

www.unlimited.world