



Anlagepolitischer Ausblick für das 1. Quartal 2011

• Globaler makroökonomischer Ausblick

Nach einem bewegten 2010 kehrt das Vertrauen der Investoren in die Finanzmärkte allmählich zurück. Für 2011 bleiben wir trotz der sich abzeichnenden weiteren wirtschaftlichen Stabilisierung vorsichtig.

Wichtige makroökonomische Indikatoren deuten vielerorts auf weitere anstehende Herausforderungen des Wirtschafts- und Finanzsystems hin. Neu dabei ist, dass sich die Emerging Markets (EM) entgegen der jüngsten Vergangenheit gegenwärtig zu einem wichtigen konjunkturellen Stabilisator der Weltwirtschaft erweisen.

In den entwickelten Volkswirtschaften stechen die hohe Arbeitslosigkeit in den USA, die anhaltende Euro-Krise sowie die wirtschaftlich unterschiedlichen Entwicklungen zwischen Nord- und Süd-Europa ins Auge, während in den aufstrebenden Regionen - z.B. wie in China - erste Massnahmen gegen eine konjunkturelle Überhitzung ergriffen wurden.

Die globalen Wachstumserwartungen (GDP) belaufen sich für 2011 auf 4.0%, wobei die Emerging Markets mit erwarteten 6.3% gegenüber den entwickelten Volkswirtschaften mit 2.2% eine deutlich höhere Wachstumsdynamik aufweisen.

• Traditionelle Anlagen

- **Währungen** USD: Erwartete Handelsspanne: USD/CHF: 0.96 – 1.04; Euro: EUR/CHF: 1.25 – 1.35, erhöhte Kursvolatilität im historischen Vergleich mit temporärem Unterschiessen möglich.
- **Obligationen** Wir bevorzugen weiterhin Unternehmens- gegenüber Staatsanleihen mit kurzen Laufzeiten und ergänzen diese mit Wandel- und Emerging Market-Anleihen in Lokalwährungen.
- **Aktien** Attraktive Bewertungen im historischen Vergleich bei hoher Gewinndynamik ergeben eine positive Ausgangslage für den Auftakt in 2011; temporäre Rückschläge wahrscheinlich.

• Kотиerte Alternative Anlagen

- **Private Equity** Gute operative Ergebnisse, erfolgreiche Exits, und anhaltende Entschuldung unterstützen die NAV-Bewertungen (Net Asset Value). Die positive Entwicklung sollte sich daher fortsetzen.
- **Infrastruktur** Attraktives Risiko/Ertrags-Profil und Dividendenrenditen sprechen neben den „Inflation-linked-tariffs“ für ein Engagement, wobei letzteres die relative Attraktivität in 2011 steigern sollte.
- **Rohstoffe** Der zyklische Aufschwung, aufkeimende Inflationsängste sowie Fragen hinsichtlich der Stabilität des Finanzsystems und wichtiger Währungen (EUR, USD) verleihen Rohwaren Auftrieb.
- **Immobilien** Steigende Zinsen mahnen zur Vorsicht; Situation in den USA stabilisiert sich nur langsam.

Marktdaten

BIP Wachstum %	Länder	2009	2010E	2011E
Industrienationen	USA	-2.6	2.8	2.7
	Japan	-5.2	3.5	1.1
	Eurozone	-4.0	1.7	1.6
	UK	-5.0	1.7	2.0
	Schweiz	-1.9	2.7	2.3
Emerging Markets	China	9.1	10.1	9.0
	Indien	7.4	8.5	8.2
	Brasilien	-0.2	7.6	4.5
Wechselkurse	31.12.10	% -3 M	% -6 M	% YTD
USD/CHF	0.935	-5.07	-15.22	-10.70
EUR/CHF	1.250	-7.19	-5.50	-18.72
GBP/CHF	1.460	-5.47	-9.35	-12.80
3 Monats Libor	31.12.10	-3 M Bp	-6 M Bp	YTD Bp
CHF	0.17	-0.7	6.0	-8.0
USD	0.30	1.3	-23.1	5.2
EUR	0.94	9.5	23.6	28.7
Staatsanleihen (10y)	31.12.10	-3 M Bp	-6 M Bp	YTD Bp
CHF	1.72	30.2	22.4	-19.5
USD	3.30	78.4	36.24	-54.3
EUR	2.96	69.6	39.4	-41.6
Aktienmärkte	31.12.10	% -3 M	% -6 M	% YTD
SMI	6436.04	2.22	5.03	-1.68
S&P 500	1257.64	9.72	22.02	12.78
Nikkei	10228.92	9.17	9.02	-3.01
FTSE-100	5899.94	5.49	19.99	9.00
DJ EURO-STOXX 50	2792.82	2.19	8.53	-5.81
Rohstoffe	31.12.10	% -3 M	% -6 M	% YTD
Gold oz/USD	1420.78	8.59	14.37	29.52
Öl (WTI)	91.38	14.27	20.83	15.15
Kupfer (Spot)	9650	20.53	48.84	31.44
Nickel (Spot)	24708	5.56	25.56	33.90

Quellen: Bloomberg M.St, GS, UBS, DB, Barclays, BofAML, JPM, 12/2010

Editorial

Die Schuldenkrise in Europa und die damit in engem Zusammenhang stehenden Währungsschwankungen prägen die Finanzmärkte massgeblich. Die Ausgangslage hat sich somit gegenüber dem 4. Quartal 2010 nicht verändert.

Geändert hat sich aber der Kenntnisstand: die Schuldenlasten wurden inzwischen etwas «definitiver» quantifiziert und in der EU zeichnet sich dank dem Rettungsfonds ein allseitig akzeptierter Lösungsweg ab. Die Überschuldung ist damit aber nicht vom Tisch. Trotzdem sollten gute Unternehmenszahlen makroökonomische Hiobsbotschaften vorerst vermehrt in den Hintergrund rücken und zu einem positiven Jahresauftakt führen.

Für Aktien bleiben wir vorerst optimistisch. Losgelöst von Tagesaktualitäten gehen wir in unserem Spezialthema auf den Stand des Wirtschaftszyklus und die ausnehmend hohe und im Verhältnis zum Zyklus weit fortgeschrittene Gewinndynamik der Unternehmen ein.

Wir versuchen auch in Zukunft, mit einer dynamischen Anpassung der Investitionsquoten die Chancen und Herausforderungen der Märkte bestmöglich zu nutzen. Zentral bleibt aber das Anlage- und Risikoprofil eines jeden Anlegers, welches die persönliche Risikobereitschaft und -fähigkeit präzise widerspiegeln sollte. Vielleicht wäre gerade anfangs des Jahres der richtige Zeitpunkt, dieses Thema den aktuellen Gegebenheiten und Zielsetzungen wiedereinander gegenüberzustellen.

Ihr Asset Management Partners Team



Gesamtwirtschaftliches Umfeld

Nach einem mehr als turbulenten Jahr 2010 scheinen die Finanzmärkte wieder ein grösseres Vertrauen in eine Stabilisierung der Weltwirtschaft gewonnen zu haben. Demgegenüber bleiben wir bei unserer überwiegend vorsichtigen Einschätzung der weltwirtschaftlichen Entwicklung für das Jahr 2011. Grosse strukturelle Probleme wie zum Beispiel die hohe Staatsverschuldung in vielen westlichen Industrienationen – insbesondere auch im Euroraum – und die gestiegenen Inflationsrisiken in etlichen aufstrebenden Volkswirtschaften dürften die Finanzmärkte auch im kommenden Jahr beschäftigen und die Entwicklung massgeblich beeinflussen.

Anhaltend hohe Arbeitslosigkeit in den USA

Wir erwarten, dass das Wirtschaftswachstum in den USA im kommenden Jahr nicht ausreichen wird, die Arbeitslosigkeit deutlich zu verringern. Obwohl die private Konsumnachfrage durch den jüngsten Kompromiss im US-Kongress, der eine umfassende Verlängerung von Steuererleichterungen beinhaltet, stimuliert wird, erwarten wir keine markante Wachstumsbeschleunigung. Weiterer Schuldenabbau der privaten Haushalte und die Überkapazitäten im Wohnungsmarkt dürften sich auch in 2011 dämpfend auf die so wichtigen Konsumausgaben auswirken. Trotz unserer vorsichtigen Einschätzung erwarten wir aber keine erneute Rezession («double dip») in den USA, zumal die Notenbank den konjunkturellen Aufschwung via Tiefzinspolitik aktiv unterstützt.

Kein Ende der Euro-Krise?

Das zentrale volkswirtschaftliche Thema der vergangenen Monate war die Staatsschuldenkrise im Euroraum. Mit dem Hilfesuch Irlands an den europäischen Stabilisierungsfonds (EFSF) hat die Diskussion um die Zukunft der Gemeinschaftswährung einen neuen Höhepunkt erreicht. An den Finanzmärkten herrscht Unsicherheit darüber, ob und wann weitere Länder Unterstützung anfordern werden. Im Mittelpunkt stehen hier Portugal und Spanien.

Der grosse Belastungstest für den Euroraum wäre ein Hilfesuch Spaniens. In diesem Fall sind zwei Szenarien denkbar: Einerseits eine Aufstockung des Rettungsfonds und andererseits müsste eine kontrollierte Insolvenz der betroffenen Länder in Betracht gezogen werden. Eine Aufstockung des Rettungsfonds erscheint zur Unterstützung zumindest aus kurzfristiger Sicht die attraktivere Alternative. Dadurch würden die Staatshaushalte der Geberländer nicht so stark belastet wie im Falle einer Insolvenz, und die Krisenländer würden weiterhin zu einer Konsolidierungspolitik gezwungen. Das Risiko dieser Strategie ist, dass die Krisenländer politisch nicht in der Lage sind, eine erfolgreiche Konsolidierungs- und Reformpolitik durchzuführen.

In unserem Basisszenario unterstellen wir, dass sich die Euro-Krise nicht fundamental ausweit. Es erscheint aus heutiger Sicht wenig wahrscheinlich, dass die europäischen Regierungen einen Staatsbankrott eines wichtigen Euro-Landes zulassen werden, der grössere Auswirkungen auf die Finanzmärkte – insbesondere die Solvenz der Bankensysteme im Euroraum – hätte.

Risiko einer Überhitzung in den aufstrebenden Volkswirtschaften

Die aufstrebenden Volkswirtschaften waren zweifellos die Gewinner der jüngsten Wirtschafts- und Finanzmarktkrise. Im Gegensatz zu den führenden Industrienationen konnten China, Indien, Brasilien sowie andere kleinere Schwellenländer in 2010 mit beeindruckenden Wachstumszahlen glänzen. Diese Entwicklung spiegelt sich nicht in jedem Fall in einer positiven Aktienmarktentwicklung der vergangenen 12 Monate wider (Brazil Bovespa: ca. -1.1%; China Shanghai -16.6% Russia Micex: +21.6; India Sensex: +14.7, per 27/12/2010). Da der Auslastungsgrad in einzelnen Volkswirtschaften bereits heute über der Normalauslastung liegt, steigen aber auch die Risiken zunehmender Inflationsraten. In zahlreichen aufstrebenden Ländern hat die Wirtschaftspolitik damit begonnen, mit restriktiven Geld- und Fiskalmassnahmen der Inflationsgefahr gegenzusteuern. Ein zusätzliches Gefahrenpotential ergibt sich bei solchen Ländern mit flexiblen Wechselkursen, wie zum Beispiel Brasilien, Indien oder Korea, da deren Währungen nicht zuletzt durch starke Kapitalzuflüsse weiter aufwerten. Aus diesem Grunde ist Brasilien dazu übergegangen, den Kapitalverkehr zu beschränken.

Schweizer Wirtschaft wächst weiter

Die Schweiz bleibt trotz der gegenwärtigen Frankenstärke weiterhin auf Wachstumskurs (2011: 2.3%, 2012: 2.1% - UBS-Schätzungen) bei vorerst geringem Inflationsdruck. Dabei spielt die positive konjunkturelle Entwicklung des Schweizer Haupthandelspartners Deutschland eine wichtige Rolle. Die vergleichsweise geringe Schuldenlast gegenüber den meisten westlichen Industrienationen ergibt eine vorteilhafte Ausgangslage.

Fazit

Im Rahmen unseres anlagepolitischen Szenarios für das 1. Quartal 2011 gehen wir von einer anhaltend hohen Verunsicherung der Investoren infolge der ungelösten globalen wirtschaftlichen Probleme aus. Dennoch sehen wir im Rahmen einer selektiven Anlagepolitik sowohl in den entwickelten Industrienationen als auch in den Schwellenländern attraktive Investitionsoportunitäten.

Traditionelle Anlagen

Obligationen: Weiterer Renditeanstieg erwartet

Insgesamt gehen wir von anhaltend losen geldpolitischen Zügel der führenden Notenbanken aus. «Quantitative Easing» in den USA, der expansive Kurs der BoE (Bank of England), trotz einer Inflationsrate die das Zielband mittlerweile übertroffen hat, sind Evidenz dafür. Der im letzten Quartal verzeichnete Zinsanstieg am langen Ende der US-Treasuries ergibt sich aufgrund zunehmender Inflationsängste. Kursgewinne der Inflation-Linked-Bonds bestätigen dies. Regionale Unterschiede zwingen auch die EZB zu einem akkommodierenden geldpolitischen Kurs. Erste Zinsschritte wurden hingegen in diversen Emerging Markets, Australien und Kanada eingeleitet. Gegenwärtig befinden sich die Renditen der 10-J Schweizer Eidgenossen auf 1.72% (Jahrestief: 1.05%) und die der 10J US-Treasuries auf 3.30% (2.38%).



Aufgrund dieser Ausgangslage halten wir bis auf weiteres an kurzen Laufzeiten in unseren Portfolios fest. Aus Renditegründen halten wir Wandel- und selektiv auch Emerging Markets-Anleihen (EM) in Lokalwährungen. Bessere Wirtschaftsaussichten in den EM dürften zudem zu einer Fortsetzung der Währungsaufwertung in diesen Regionen führen. Bisher haben diese das Vor-Krisen-Niveau noch nicht erreicht. Die QE-2 Ankündigung des FED hat jedoch unmittelbar ein weiteres Erstarken gegenüber dem Dollar ausgelöst.

Entwicklung EM-Währungen versus Dollar 07-10

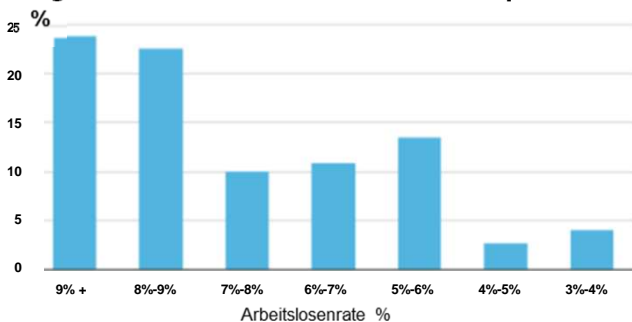


Quelle: Bloomberg, Partners Group 12/2010

Aktien: Gute Unternehmensergebnisse sollten Aufwärtstrend in 2011 weiterhin unterstützen

Die weltweiten Aktienmärkte haben in 2010 sehr unterschiedlich Ergebnisse erzielt. Dabei standen spezifische Faktoren auf Länderebene im Vordergrund. Während der DAX (Deutscher-Aktienmarkt-Index) ein positives Ergebnis im zweistelligen Rahmen erreichte, liegen der FTSEMIB (Italien) und der IBEX (Spanien) im selben Ausmass im Minus. In den Emerging Markets ergibt sich ein entsprechend heterogenes Bild, wobei die Ergebnisse grösstenteils positiv sind. Die moderate Bewertung der Aktienmärkte (Euro Stoxx 50: PE 2010E: 10.6x; S&P 500 14.7x; SMI 13.1x) bildet die Voraussetzung für ein konstruktives Aktienjahr 2011. Zudem mehrten sich die Zeichen, dass der initiierte Stabilisierungsfonds den europäischen «Problemstaaten» zumindest etwas Zeitgewinn einbringt. Entsprechende Neuigkeiten sollten zusammen mit der vorliegenden Gewinndynamik (Konsensus-Schätzungen: 8-12%) zu einem positiven Jahresauftakt an den Aktienmärkten führen, wobei der Fokus gegenüber 2010 nun vermehrt auf unternehmensspezifischen Faktoren basieren dürfte.

S&P 500: Performance in den folgenden 12-M aufgrund unterschiedlicher Arbeitslosenquoten



Quelle: Daten seit 1951 - BCA Research 2010, Barclays Capital

Anhand des Arbeitsmarktes ist zu erkennen, dass zwischen der Aktienmarkt-Performance und wichtigen makroökonomischen Daten oft keine unmittelbare Parallelität der Entwicklung vorliegt. In der Abbildung wird die Entwicklung des S&P 500 bei unterschiedlichen Arbeitslosenquoten für die USA aufgezeigt. Der Hinweis auf eine mögliche weitere positive Entwicklung des S&P 500 wäre mit dieser Argumentation gegeben, da die Arbeitslosenquote in den USA bei 9.8% liegt.

Kotierte Alternative Anlagen

Listed Private Equity: Outperformance von ca. 25% gegenüber Aktien (MSCI World)

Gute operative Ergebnisse, erfolgreiche Exits über NAV und anhaltende Schuldenreduktionen haben den überdurchschnittlichen Performancebeitrag im abgelaufenen Jahr massgeblich ermöglicht. Die oben erwähnten Ereignisse haben zu einer teilweisen Entkoppelung von der Aktienmarkt-Performance geführt. Ein Blick nach vorne stimmt uns aufgrund der anhaltend hohen Abschläge der Kursnotierungen gegenüber dem inneren Wert (NAV: Net Asset Value) von ca. 30% optimistisch. Der langjährige Abschlag liegt bei ca. 13% und weist auf das Kurspotenzial von Listed Private Equity hin.

Listed Private Infrastructure: Relative Standhaftigkeit in Phasen erhöhter Marktvolatilität ist positiv

Die defensiven Eigenschaften zusammen mit den attraktiven Dividendenrenditen (4.0-5.0%) kamen in 2010 zum tragen und haben sich positiv auf den Performance-Beitrag niedergeschlagen. Steigende Nachfrage für private Finanzierungen von Infrastrukturanlagen sowie zahlreiche Projekte in den Emerging Markets sprechen für weiteres Wachstum neben diversen Sektoren mit sogenannten «Inflation-Linked-Tariffs». Regulatorische Risiken hinsichtlich der generellen Vertragsbedingungen (z.B. China zwecks Inflationsbekämpfung) sowie eine Kürzung oder Verzögerung der angekündigten Fiskalprogramme in überschuldeten Regionen erfordern jedoch eine erhöhte Selektivität bei der Wahl der Anlageinstrumente.

Rohstoffe: Positiver Trend sollte in 2011 anhalten

Generell haben die Rohwaren neben dem gegenwärtigen zyklischen Aufschwung (Industriemetalle) von aufkeimenden Inflationsängsten und der Schuldenkrise in Europa (Edelmetalle) profitiert. Für die Agrarrohstoffe haben in 2010 neben den strukturellen Gründen ungünstige klimatische Bedingungen für zusätzlichen Auftrieb gesorgt. Bisher sind gegenüber den erwähnten Rohstoffen einzig die Energiepreise - insbesondere Öl und Gas - deutlich zurückgeblieben. Eine robuste Nachfrage, dank positiven Wachstumsraten in den EM sowie das Sicherheitsbedürfnis im Falle von Gold, dürfte bei Rohstoffen generell zu positiven Renditebeiträgen führen.

Immobilien: Hohe regionale Disparitäten

US-Indikatoren lassen auf eine Stabilisierung auf relativ tiefem Niveau schliessen. Eine substantielle Erholung der Märkte ist nicht zu erkennen. Ein Anstieg der Zinsen am kurzen und langen Ende stellt für Immobilienaktien das grösste Risiko für einen Rückschlag in 2011 dar.



Zyklischer Aufschwung intakt, bei ausserordentlicher Gewinndynamik

Konjunkturelle Erholung sollte andauern

Die Ausgangslage an den Finanzmärkten bleibt in 2011 gegenüber 2010 im Wesentlichen unverändert. Probleme wie die Staatsverschuldung, Befürchtungen hinsichtlich inhärenten Systemrisiken sowie die neuen Eigenmittelvorschriften der Banken etc. werden die Märkte auch in Zukunft entscheidend prägen, da diese Probleme nicht gelöst sind. Die Überschuldung der europäischen Staaten hat in 2010 die globalen Finanzmärkte über Wochen dominiert und temporär für tiefere Aktienkurse gesorgt. Die mehrheitlich positiven Entwicklungen wichtiger Makrodaten gerieten dabei etwas in Vergessenheit.

Was charakterisiert den gegenwärtigen Zyklus?

«New Normal»? Darunter versteht man, dass eine Volkswirtschaft nicht zum bisherigen Trendwachstum zurückfindet. Höhere Arbeitslosigkeit, steigende Sparquoten bei geringerem Konsum und tiefem GDP-Wachstum sollen andauern. Fakt ist, dass eine Entschuldung der privaten und öffentlichen Haushalte Zeit in Anspruch nehmen wird. Dem «Old Normal» (erwartungsgemässe Konjunkturerholung, gemäss Lehrbuch) würden wir nicht nur die schleppende Erholung des Arbeitsmarktes zuordnen («jobless recovery»), sondern auch all die Erklärungsversuche der grundlegenden ökonomischen Veränderung, die im post-Krisen Umfeld regelmässig boomen (Thema 2003/04: «das Ende hoher Unternehmensgewinne»).

Der gegenwärtige Zyklus ist spezifisch charakterisiert durch 1.) die robuste Wachstumsdynamik in den EM, welche sich zu der Konjunkturlokomotive mausern, und 2.) die hohe Gewinndynamik der Unternehmen.

Prognosen US-Konjunktur-Indikatoren: V, U oder L?

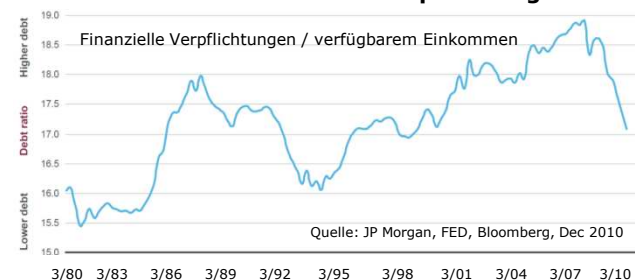
Makroökonomische Indikatoren	U (Produktion V; Konsum U – Kredit L)
Unternehmensgewinne	V
Neue Stellen	U

Quelle: BlackRock, 2010

Erläuterung zur Tabelle: «L»: keine Erholung abzusehen - unverändert; «V»: rasche Erholung und «U»: positive, stetige Verbesserungen erkennbar

Das «V» für Produktion und die Unternehmensgewinne deutet auf eine hohe Gewinndynamik der Unternehmen hin, während von der Konsumnachfrage («U») nur eine zögerliche und von den Kreditvolumen («L») vorerst gar keine Impulse (Entschuldungsprozess!) erwartet werden.

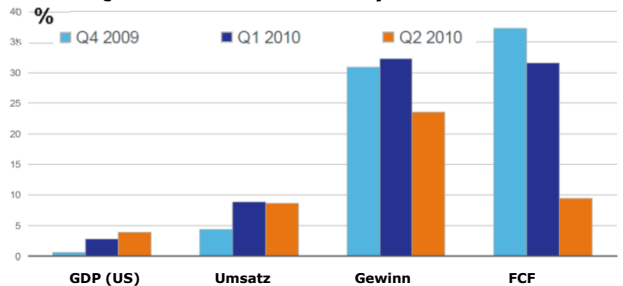
Private Haushalte: Finanzielle Verpflichtungen



Erreichen wir in 2011 bereits Rekordgewinne im laufenden Zyklus?

Rigorose und sehr rasch implementierte Kostensparprogramme nach Ausbruch der Krise sowie die soliden Bilanzen der Unternehmen stehen in Kontrast zu den Schulden der öffentlichen Haushalte. So verfügen beispielsweise in Europa 16-18% der Unternehmen über eine Netto-Cash Position und die Nettoschulden im Verhältnis zum EBITDA (Earnings before interest tax, depreciation & amortisation) liegen bei tiefen 1.0x.

S&P 500: Entwicklung Umsatz, Gewinn, FCF Q4-09 bis Q2-10 - hohe Gewinndynamik in 2010



Quellen: Blackrock, Unternehmenszahlen S&P 500 ex Financials & Versorger, Empirical Research Partners Analysis, Daten 09/2010

ROE («Return on Equity»)



Fazit: Schlanke Strukturen, geringe Schuldenlast und die losen geldpolitischen Zügel sind positiv

Die finanzielle Situation der Unternehmen sieht also mehrheitlich positiv aus und ist wesentlich weiter fortgeschritten als der Konjunkturverlauf vermuten lässt. Diverse Unternehmen dürften bereits in 2011 Rekordgewinne im laufenden Zyklus ausweisen. Erwartetes Dividendenwachstum, Spezialdividenden, Aktienrückkäufe und Unternehmensübernahmen sollten 2011 daher entscheidend prägen. Dazu gesellt sich die Unterstützung der Notenbanken: die Tiefzinspolitik als Ergebnis der expansiven Geldpolitik unterstützt die oben dargelegte Entwicklung zusätzlich, was sich schlussendlich in steigenden Aktienkursen widerspiegeln sollte.

Baar-Zug, 31. Dezember 2010

Das beigefügte Informationsmaterial ist ausschliesslich zur Veranschaulichung und für Diskussionszwecke bestimmt. Die Informationen in diesem Dokument sind zusätzlich für Präsentationszwecke zusammengefasst. Die Unterlagen können zudem Informationen enthalten, die teilweise oder vollständig auf hypothetischen Annahmen, Modellen und/oder anderen Analysen (die nur z.T. in diesem Dokument beschrieben werden) der Asset Management Partners AG oder mit ihr verbundenen Unternehmen, („AMP“) bestehen. Es wird von AMP keine Garantie oder Haftung dafür übernommen, dass die dargestellten Annahmen, Modelle oder Analysen sinnvoll oder richtig sind. Zwar stammen die in diesem Dokument abgebildeten Daten aus Quellen, die von AMP als zuverlässig erachtet werden, dies kann jedoch nicht garantiert werden. Die in diesem Dokument dargestellten Informationen sind vertraulich zu behandeln und dürfen weder zum Teil noch im Ganzen reproduziert werden.