

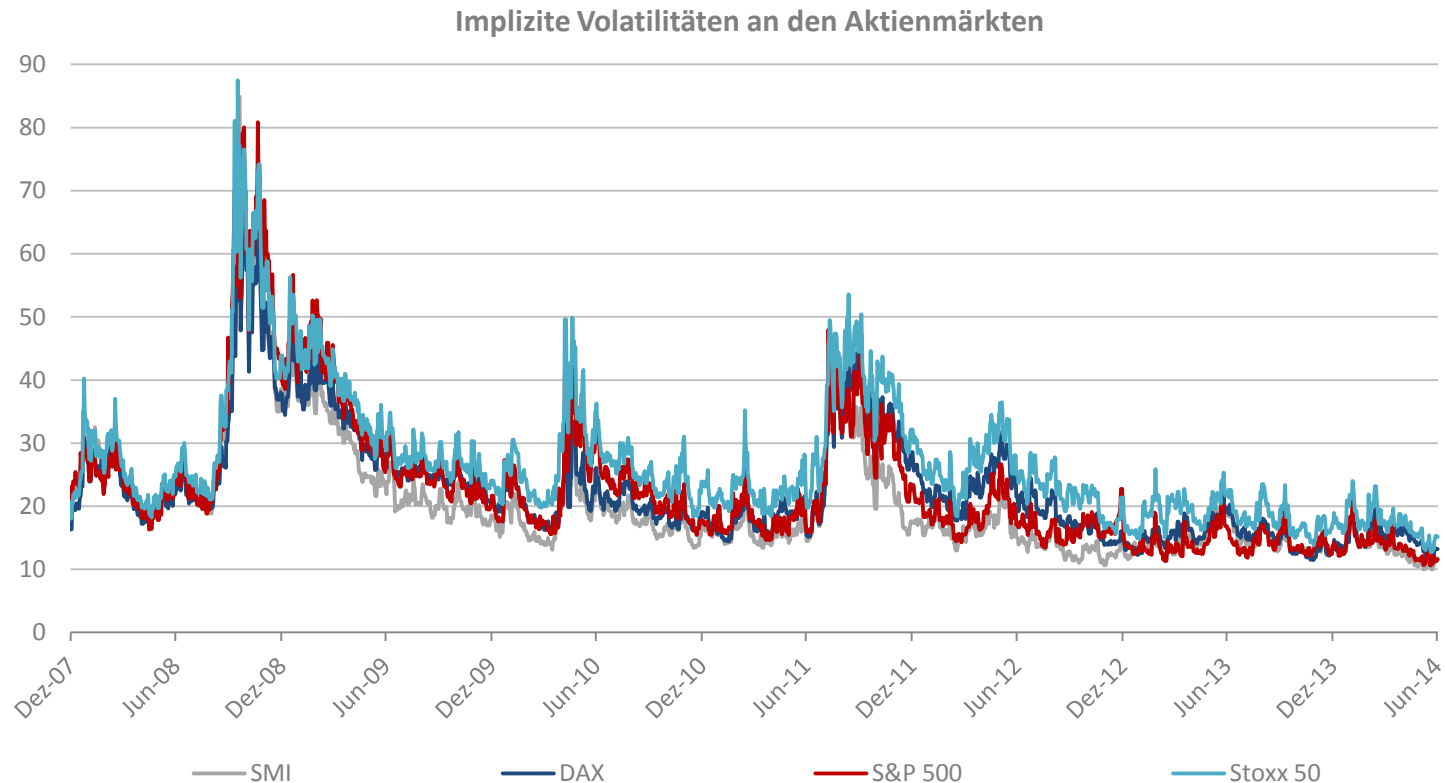
Anlegerbrief

Juli 2014

Fokus

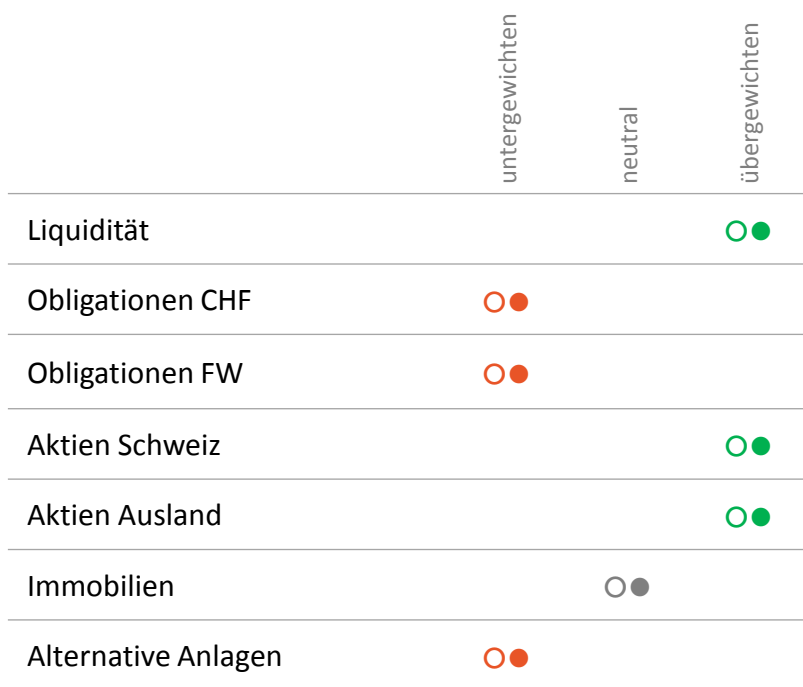
Historisch tiefe Marktschwankungen

- Die Finanzmärkte sind am Gängelband der Zentralbanken und damit weitestgehend fremdbestimmt
- Dies hat die Volatilitäten an den Aktienmärkten, aber auch bei Zinsen und Währungen, auf extrem tiefe Niveaus fallen lassen
- Trotz tiefen Volatilitätsniveaus sind Marktrisiken aber immer noch vorhanden



Taktische Allokation

Gewichtung



- Aktuelle Gewichtung
- Gewichtung der Vorperiode

Kommentar

Die Zentralbanken steuern das Zinsniveau stärker als in früheren Zyklen. Entsprechend schwierig ist die Interpretation der unterliegenden Daten und Trends, die nur zu oft widersprüchlich sind. Die Massnahmen der Zentralbanken werden den künftigen Verlauf der Märkte mehr beeinflussen als die fundamentalen wirtschaftlichen Kriterien.

Das tiefe Volatilitätsniveau ist auch eine Folge des tiefen Handelsvolumen. Die Banken verkürzen die Bilanzen und die Hedge Funds erhalten weniger Kredite.

Wir gehen davon aus, dass das Finanzmarktumfeld länger als erwartet wie folgt charakterisiert werden kann:

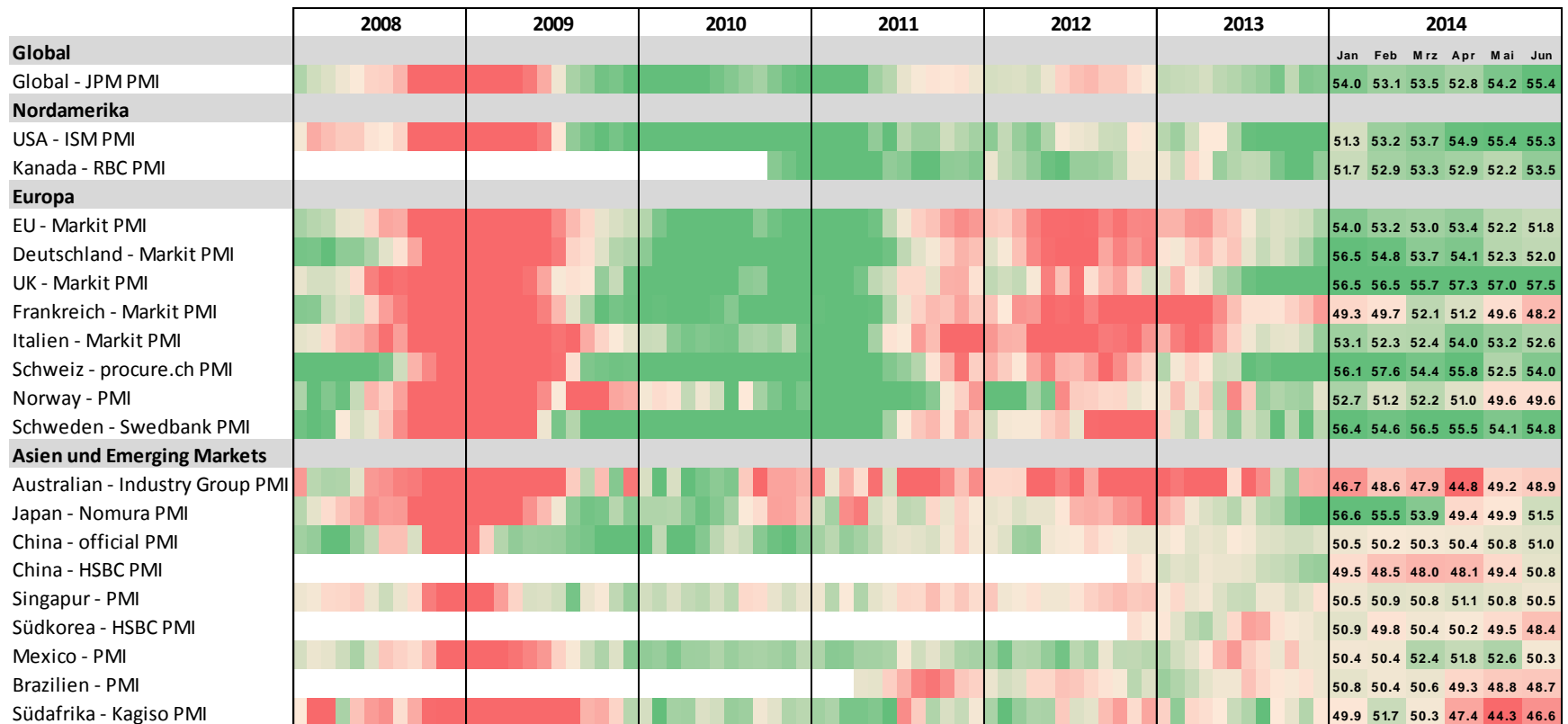
- Tiefe Zinsniveaus (EZB plant keine Zinserhöhung vor 2017)
- Hohe Cash-Bestände (bei Anlegern und Firmen), also hohe Liquidität
- Tiefe Volatilitäten
- Tiefe Korrelationen zwischen den Anlageklassen
- Keine Umschichtungen von Obligationen zu Aktien. Die institutionellen Anleger legen momentan strategietreu an und sind eher vorsichtig positioniert

Vorauslaufende Indikatoren

Industrie Einkaufsmanager Indizes (PMIs)

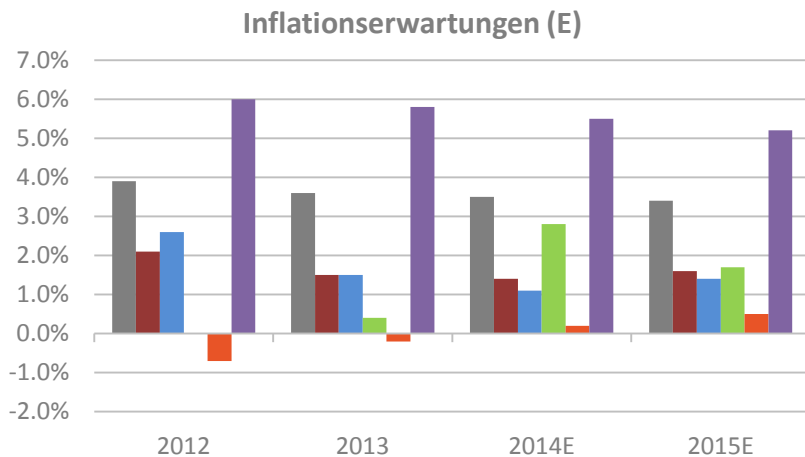
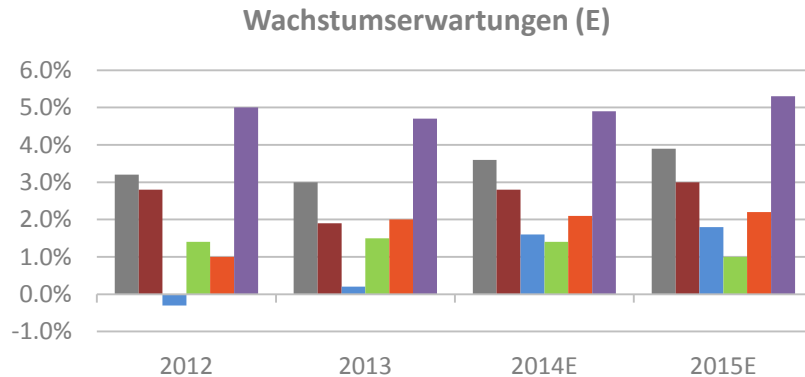
Befragung von Einkäufern verschiedener Branchen auf derzeitige Aussichten, rot = Wirtschaft schrumpft / grün = Wirtschaft wächst

- Die Indikatoren weisen auf eine Abflachung des Wachstums im laufenden Jahr hin
- Im Gegensatz zu den Industriestaaten, sind nur punktuell Stimmungsaufhellungen in den Schwellenländern ersichtlich



Wachstum und Inflation

Jährliche Veränderungen



■ Welt ■ USA ■ EU ■ Japan ■ CH ■ Schwellenländer

Wachstum

Wir erwarten, dass das globale Wachstum im Jahr 2014 geringer ausfallen wird als bisher angenommen. Dafür sprechen die hohe Anzahl an Konflikten mit negativen Rückkoppelungen auf die Wirtschaft, die strukturellen Schwächen in den BRICS-Staaten (Brasilien, Russland, Indien, China, Südafrika) sowie die weiterhin labile wirtschaftliche Lage in vielen Ländern Europas, allen voran in den bedeutenden Ländern Frankreich und Italien.

Inflation

Die von den Zentralbanken geschaffene Geldmenge hat noch keinen Weg in die Güterwirtschaft gefunden. Es werden weder Investitionen getätigt noch Kredite nachgefragt (Ausnahme USA und Grossbritannien).

Die aktuellen Teuerungsraten liegen weit entfernt von den Zielvorgaben der Zentralbanken.

Inflationäre Tendenzen beschränken sich weiterhin auf die anhaltende Verteuerung von Vermögenswerten (Asset Inflation).

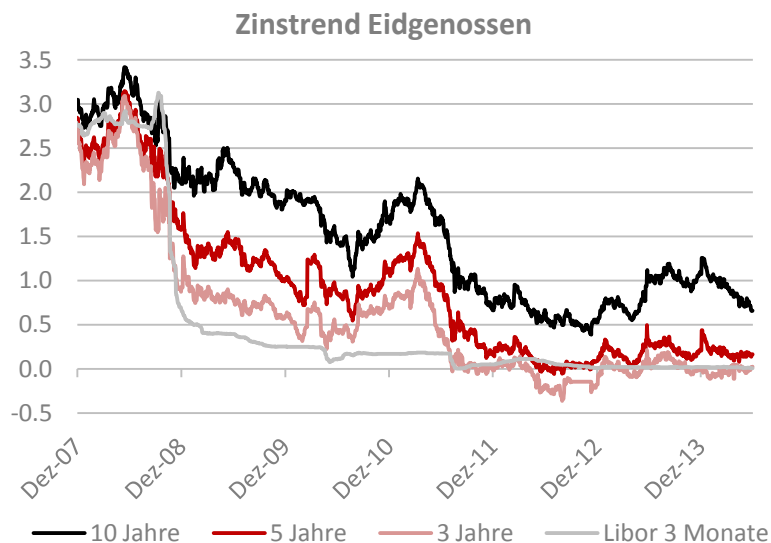
Obligationen

Schweizer Franken

Die Zinsentwicklung in der Schweiz passt weder zur wirtschaftlichen Stärke noch zur Teuerungsentwicklung.

Die immer noch grosse Nachfrage nach CHF in einem schrumpfenden Markt drückt das Zinsniveau nach unten. Die Bilanzkürzungen der Banken und der hohe Cashbestand der Unternehmen verknappen das Angebot bei den Anleihen. Gute Bonitäten sind rar.

- Die Tiefstände von 2012 könnten nochmals erreicht werden.

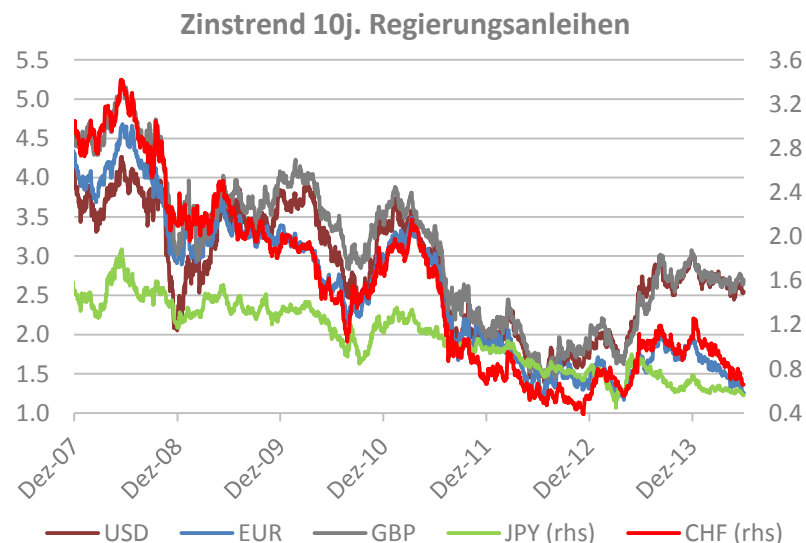


Fremdwährungen

Die Zinsniveaus verharren auf sehr tiefen Niveaus und für den Euroraum wird dies weiter so bleiben.

Die Notenbanken in den USA und Grossbritannien signalisieren schon seit einiger Zeit, dass sie die Geldzufuhr drosseln werden. Entsprechend ist in diesen Ländern das Zinsniveau angestiegen.

- Magere Ertragsaussichten in Europa, allerdings mit tiefem Risiko für Zinsanstiege.
- Kreditrisikoprämien sind extrem bescheiden. Es bestehen Zweifel an der Risikoabgeltung. Bei Engagements sind kurze Laufzeiten bevorzugen.



(rhs): Skala rechts

Aktien

Schweiz

Auch im 2. Quartal waren defensive Aktien mit hohen Dividendenrenditen gesucht. Dieser Trend wird anhalten. Die Nebenwerte werden durch Übernahmeaktivitäten zusätzlich belebt.

Die Gewinnaussweise für das 1. Halbjahr werden eher bescheiden ausfallen, weil Währungsverwerfungen in den Schwellenländern die Margenerhöhung begrenzen.

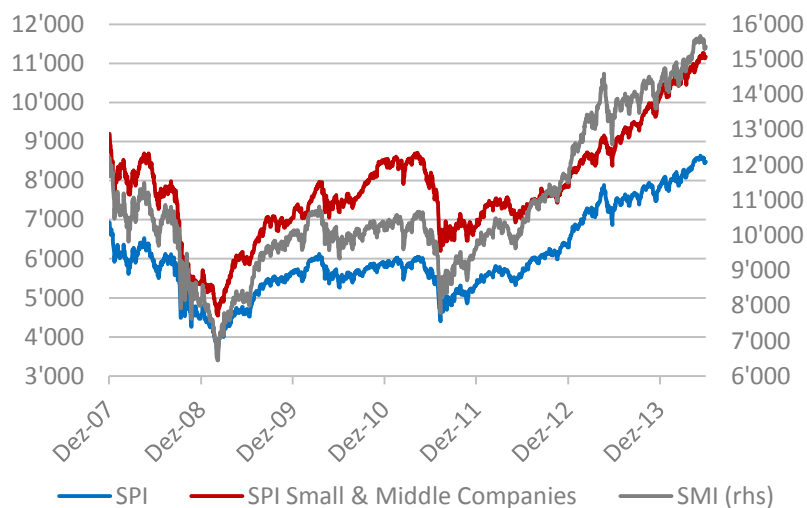
Die überdurchschnittliche Aktienrisikoprämie (Gewinn-Kurs-Verhältnis minus Obligationenrendite) stützt den Markt aber weiterhin.

Ausland

Das Marktumfeld ist weiterhin geprägt durch tiefe Zinsniveaus, hohe Cash-Bestände und tiefe Volatilitäten. Entsprechend sind die globalen Aktienmärkte im Portfoliokontext relativ attraktiv.

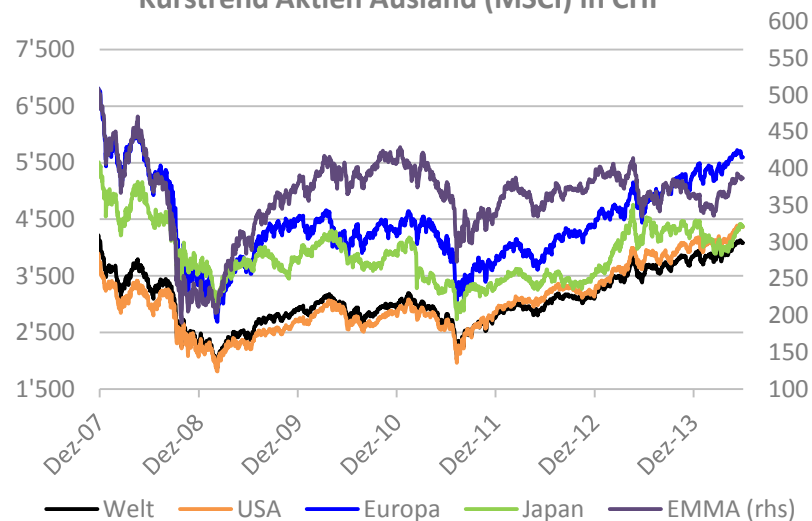
- Weiterhin faire bis günstige Bewertungen, speziell in Europa und teilweise in den Emerging Markets.
- Durchschnittliche Dividendenrenditen von 2.5%. In Europa mit 3.5% deutlich höher.
- Gewinnwachstum basiert sowohl auf Margenexpansion als auch auf Umsatzsteigerung.

Kurstrend Aktien Schweiz



(rhs): Skala rechts

Kurstrend Aktien Ausland (MSCI) in CHF



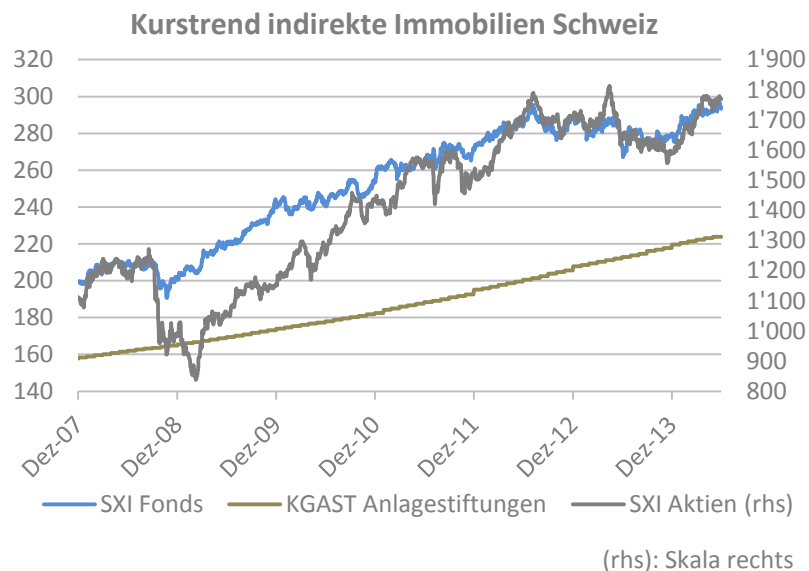
Zeitreihen in CHF, Dividenden netto reinvestiert; (rhs): Skala rechts

Immobilien

Schweiz

Die grosse Renditedifferenz zu den Bundesobligationen hält die Nachfrage nach Renditeobjekten stabil. Es herrscht immer noch Anlagenotstand. Alle Kapitalerhöhungen der Immobilienfonds konnten mühelos platziert werden. Der Schweizer Immobilienmarkt hat aber seinen Zenit überschritten. Bei hochpreisigem Wohneigentum und im Büroflächenmarkt sinken die Preise.

- Die Abwertungsgefahr ausgelöst durch höhere Zinsen bleibt gering.
- Die Auswirkungen der Abstimmung vom 9. Februar sind erst in einigen Jahren sichtbar.

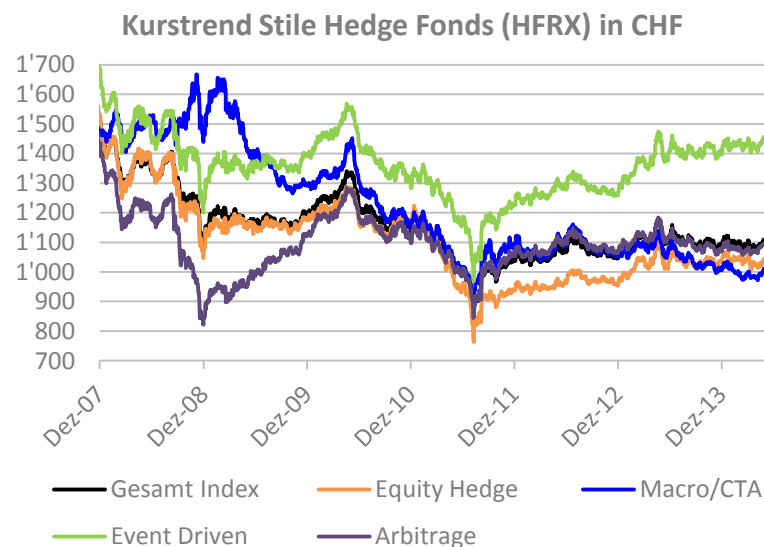


Alternative Anlagen

Hedge Fonds

Das Gros der Hedge Fonds konnte im ersten Halbjahr eine positive Performance erzielen. Die Resultate sind aber ernüchternd. Für den HFRX Global Hedge Fund Index resultierte in CHF eine Performance von rund 2%. Auf in CHF abgesicherter Basis – wie von vielen PKs umgesetzt – waren es 1.3%.

Überdurchschnittlich entwickelten sich die Event Driven Strategien, vorab Credit Arbitrage und Distressed Restructuring. Enttäuschend hingegen waren Macro und CTA Strategien, vor allem systematische CTA Strategien sind klar im Minus. Auch die wichtigste Klasse Equity Hedged liegt hinter dem Gesamtindex.

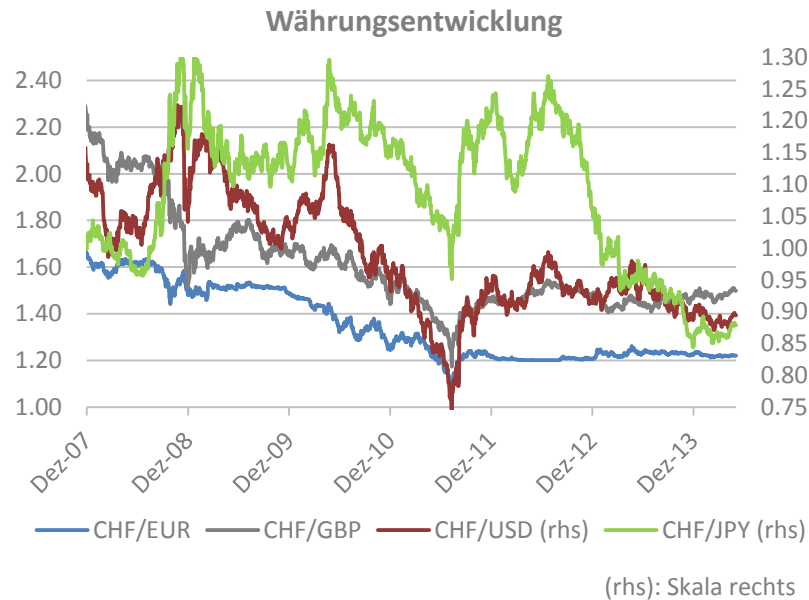


Währungen

USD bleibt schwach

Der EUR hat sich gegenüber dem CHF deutlich abgeschwächt. Die geringe Inflationsdifferenz zum Euroraum vereinfacht die Aufgabenstellung der SNB. Die Untergrenze wird halten. Obwohl sich der EUR gegenüber dem USD leicht erholt hat, ist seit Frühjahr eine signifikante Abkühlung festzustellen. Wir erwarten mittelfristig einen schwächeren Euro.

Der USD müsste aufgrund der Wirtschaftsdaten und der sich abzeichnenden Zinswende viel stärker sein.



Fazit

Gedanken

Die Investoren sind verzweifelt auf der Suche nach Rendite und orientieren sich vermehrt nicht mehr an Qualität, sondern rotieren dynamisch von einem Sektor zum anderen, auf der Suche nach kurzfristigen Renditen.

Diese „neue Norm“ des Anlageverhaltens ist derjenigen der VI fundamental entgegengesetzt. Unsere Anlagephilosophie ist langfristig und auf Qualitätsanlagen ausgerichtet.

Fazit

- Zinsen bleiben länger als allgemein erwartet tief, Ertragsaussichten ebenso.
- Entsprechend sind Aktien die attraktivste Anlageklasse. Gehe mit dem Trend und halte die Aktien übergewichtet.
- Immobilien bringen eine stetige Rendite, allerdings ist Vorsicht vor regionalen Blasen (im In- und Ausland) geboten. Vorsicht bei Neuengagements.
- Der Rohstoffzyklus ist eng an das Wachstum der Schwellenländer gekoppelt und weist zur Zeit Überkapazitäten auf