

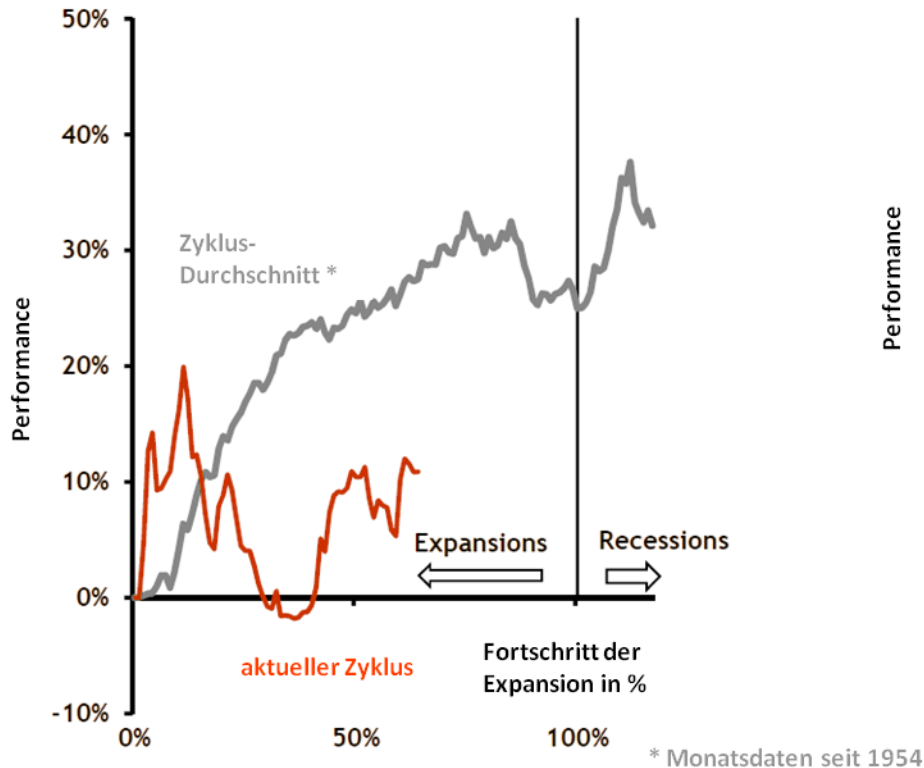
# Anlegerbrief

Oktober 2014

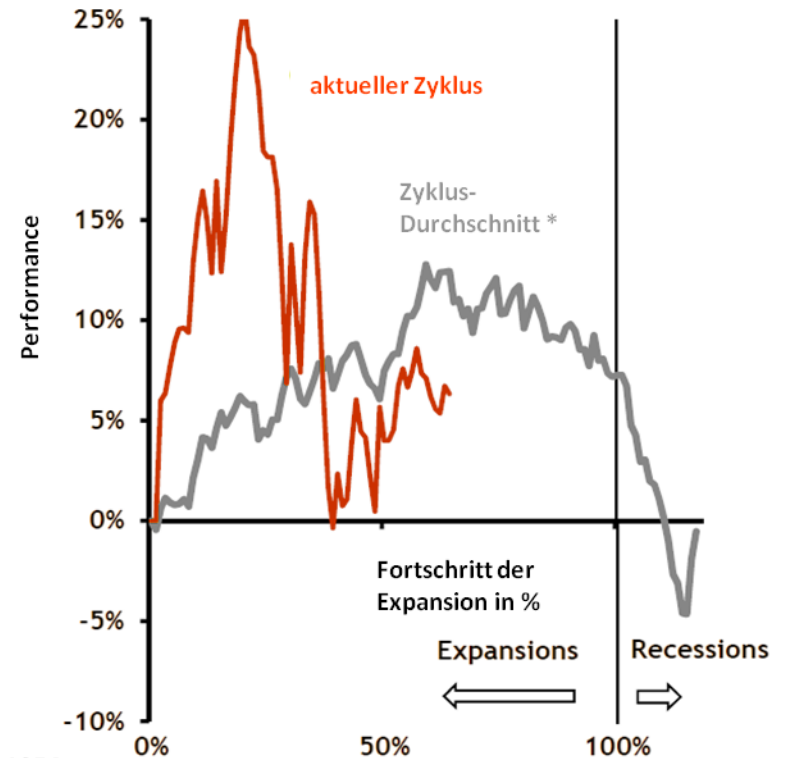
# Fokus

Ungewöhnlicher Finanzmarktzyklus (am Beispiel USA):  
Nicht inflationäres Nullwachstum verzerrt Performanceentwicklung

Performance Substanzwerte minus  
Wachstumstitel



Performance zyklische minus defensive  
Sektoren



# Taktische Allokation

## Gewichtung

	untergewichten	neutral	übergewichten
Liquidität			○●
Obligationen CHF	○●		
Obligationen FW	○●		
Aktien Schweiz			○●
Aktien Ausland			○●
Immobilien		○●	
Alternative Anlagen	○●		

- Aktuelle Gewichtung
- Gewichtung der Vorperiode

## Kommentar

Es gibt keinen objektiven Grund aus Aktien auszusteigen, da die Grundlagen des bisherigen Aufschwungs weiterhin gelten. So erwarten wir eine Fortsetzung der Liquiditätshausse, wenn auch in reduziertem Mass.

Die erwarteten Zinserhöhungen in den USA und Grossbritannien sollten die Märkte nicht überraschen und gross belasten.

Das Währungsthema wird zusehends wichtiger, wobei wir von einer weiteren Aufwertung des USD ausgehen.

Störfaktoren an den Börsen sind politischer Natur: aktuell geopolitische Unsicherheiten wie Ukraine, Irak und Syrien (Vormarsch islamischer Staat) oder separatistische Bewegungen (Schottland, Katalonien, Hong Kong).

Wir schätzen die Finanzmarktentwicklungen wie folgt ein:

- Das tiefe Zinsniveau bleibt im Euroraum erhalten.
- In den USA und GB werden die Zinsen vorerst bei den kürzeren Laufzeiten ansteigen.
- Das Handelsvolumen am Schweizer Aktienmarkt bleibt tief.
- Im aktuell von Preismomentum getriebenen Markt zahlt sich Qualitätsmanagement nicht aus.
- Die Talfahrt des Euro ist noch nicht zu Ende.
- Die höhere Attraktivität von Dollaranlagen wirkt negativ auf Schwellenländerinvestitionen und Rohstoffe.

# Vorauslaufende Indikatoren

## Industrie Einkaufsmanager Indizes (PMIs)

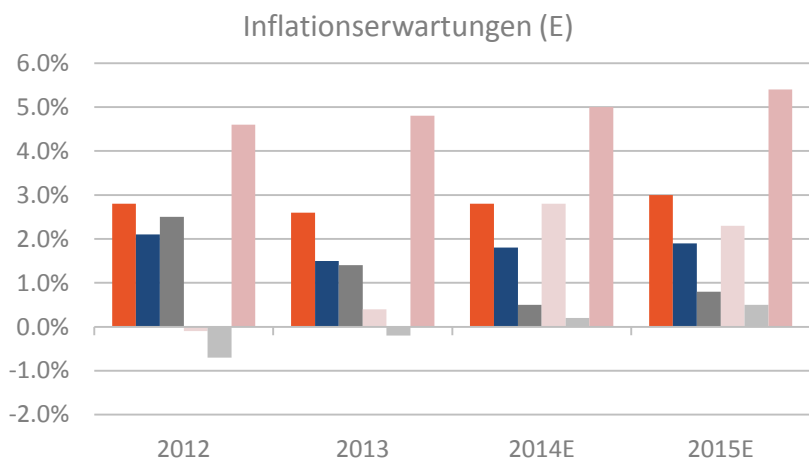
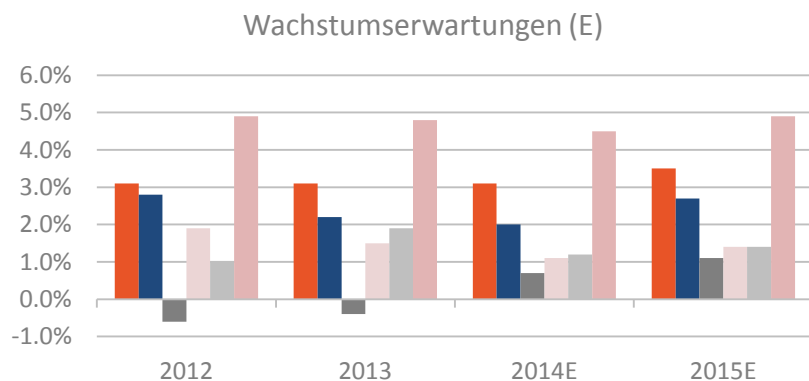
Befragung von Einkäufern verschiedener Branchen auf derzeitige Aussichten, rot = Wirtschaft schrumpft / grün = Wirtschaft wächst

- USA als Konjunkturlokomotive; in Europa schwächt sich das Wachstum ab
- Nur punktuelle Stimmungsaufhellungen in den Schwellenländern

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014												
										Jan	Feb	Mrz	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	
<b>Global</b>																			
Global - JPM PMI										54.0	53.1	53.5	52.8	54.2	55.4	55.5	55.1		
<b>Nordamerika</b>																			
USA - ISM PMI										51.3	53.2	53.7	54.9	55.4	55.3	57.1	59.0	56.6	
Kanada - RBC PMI										51.7	52.9	53.3	52.9	52.2	53.5	54.3	54.8	53.5	
<b>Europa</b>																			
EU - Markit PMI										54.0	53.2	53.0	53.4	52.2	51.8	51.8	50.7	50.3	
Deutschland - Markit PMI										56.5	54.8	53.7	54.1	52.3	52.0	52.4	51.4	49.9	
UK - Markit PMI										56.6	56.5	55.5	57.0	56.4	56.8	54.7	52.2	51.6	
Frankreich - Markit PMI										49.3	49.7	52.1	51.2	49.6	48.2	47.8	46.9	48.8	
Italien - Markit PMI										53.1	52.3	52.4	54.0	53.2	52.6	51.9	49.8	50.7	
Schweiz - procure.ch PMI										56.1	57.6	54.4	55.8	52.5	54.0	54.3	52.9	50.4	
Norway - PMI										52.7	51.2	52.2	51.0	49.6	49.6	50.8	51.8	49.4	
Schweden - Swedbank PMI										56.4	54.6	56.5	55.5	54.1	54.8	55.1	51.0	53.4	
<b>Asien und Emerging Markets</b>																			
Australian - Industry Group PMI										46.7	48.6	47.9	44.8	49.2	48.9	50.7	47.3	46.5	
Japan - Nomura PMI										56.6	55.5	53.9	49.4	49.9	51.5	50.5	52.2	51.7	
China - official PMI										50.5	50.2	50.3	50.4	50.8	51.0	51.7	51.1	51.1	
China - HSBC PMI										49.5	48.5	48.0	48.1	49.4	50.7	51.7	50.2	50.2	
Singapur - PMI										50.5	50.9	50.8	51.1	50.8	50.5	51.5	49.7	50.5	
Südkorea - HSBC PMI										50.9	49.8	50.4	50.2	49.5	48.4	49.3	50.3	48.8	
Mexico - PMI										50.4	50.4	52.5	51.9	52.6	50.3	49.4	51.7	52.7	
Brazilien - PMI										50.8	50.4	50.6	49.3	48.8	48.7	49.1	50.2	49.3	
Südafrika - Kagiso PMI										49.9	51.7	50.3	47.4	44.3	46.6	45.9	49.0	50.7	

# Wachstum und Inflation

## Jährliche Veränderungen



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

## Wachstum

Die Wachstumserwartungen für 2014 und 2015 sind inzwischen grossflächig nach unten revidiert worden. Im Vergleich zu früheren Wirtschaftszyklen wird die Erholung markant schwächer ausfallen, aber länger andauern.

Deutlich erkennbar ist die Wachstumsdivergenz zwischen den USA und Europa. Speziell leiden Frankreich und Italien. In Japan hat die Erhöhung der Mehrwertsteuer stärker aufs Wachstum gedrückt als erwartet.

Die Abschwächung in China hat direkte Auswirkungen auf Australien, Neuseeland und die Nachfrage nach Rohstoffen.

## Inflation

Der deutliche Inflationsrückgang sowie das stagnierende Wirtschaftswachstum im Euroraum werden die EZB nötigen, die expansive Geldpolitik weiterzuführen oder sogar zu verstärken.

Die tiefe Inflation führt zu deutlich tieferen nominellen Wachstumsraten der Wirtschaft und einer Verschärfung der Schuldenproblematik.

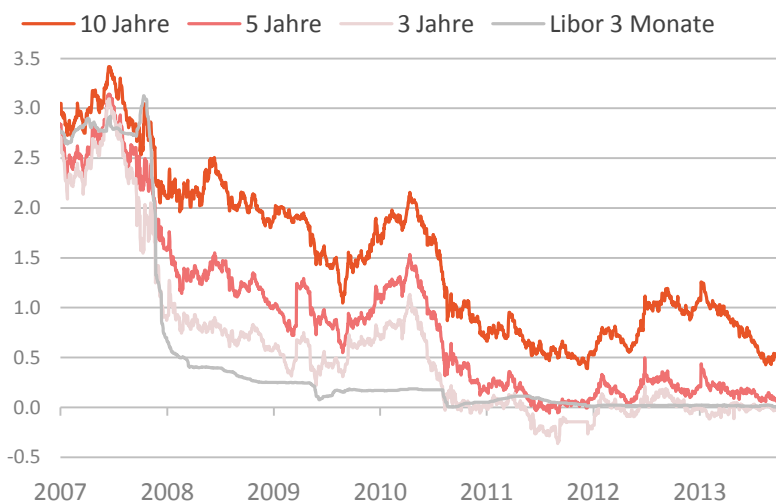
In den USA und GB stellt man zwar ein Ansteigen der Teuerung fest, allerdings in gemächlichem Tempo. Entsprechend könnte das Anziehen der Zinsschraube weniger deutlich ausfallen und länger andauern.

# Obligationen

## Schweizer Franken

- Die Schweizer Währung und auch die Zinsentwicklung sind an den Euroraum gekoppelt.
- Es erstaunt deshalb nicht, dass trotz guter Konjunktur die Tiefstände der 10-j. Eidgenossen nochmals erreicht wurden.
- Die durchschnittliche Rendite des Swiss Bond Index beträgt nur noch 0.8%. Trotzdem bleibt die grosse Nachfrage nach CHF-Obligationen bestehen.

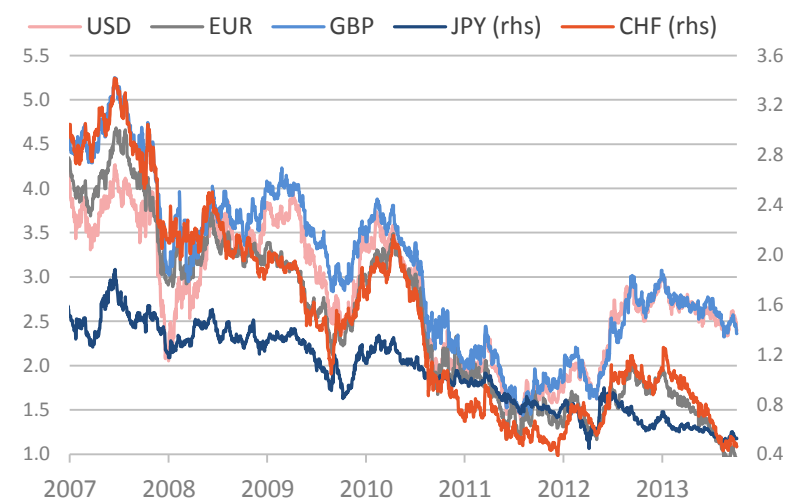
Zinstrend Eidgenossen



## Fremdwährungen

- Die unterschiedliche Wirtschaftsentwicklung in den USA und Grossbritannien gegenüber Europa wird zu einer divergierenden Zinsentwicklung führen.
- Während die USA und GB die nächste Zinserhöhung bereits angekündigt haben, wird die EZB genötigt sein, die Zinsen vorerst tief zu halten.
- Somit ist im USD- und GBP-Markt mit negativen Erträgen zu rechnen, während EUR-Erträge positiv aber bescheiden ausfallen werden.

Zinstrend 10j. Regierungsanleihen



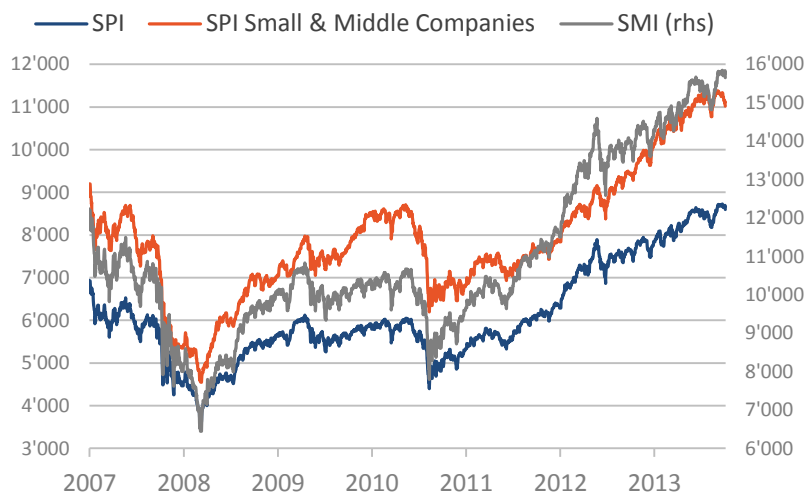
(rhs): Skala rechts

# Aktien

## Schweiz

- In einem Umfeld mit schwachem Wachstum und Null-Inflation sind Unternehmen mit Preisfestsetzungsmacht erfolgreich.
- Die Outperformance beschränkt sich auf wenige hochkapitalisierte Werte aus dem Gesundheitsbereich, während Industrietitel und Small Caps nicht gesucht werden.
- Die Gewinnaussichten sind weitgehend in den Kursen reflektiert. Weitere Kursavancen müssen über Aktienrückkäufe, höhere Ausschüttungsquoten und/oder P/E-Expansion getragen werden.

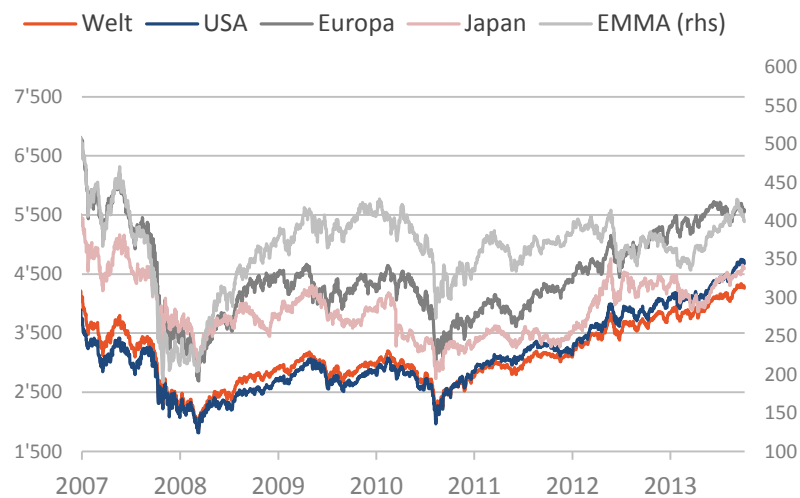
Kurstrend Aktien Schweiz



## Ausland

- Globale Aktien zeigen weiterhin Kurspotenzial.
- Die günstigen Bewertungen in Europa und Japan werden zusätzlich von einer expansiven Geldpolitik in diesen Regionen unterstützt.
- Die USA, GB und Schwellenländer sind fair bewertet.
- Mit Ausnahme der USA liegen die durchschnittlichen Dividendenrenditen in den entwickelten Ländern deutlich über dem Zins 10-jähriger Staatsanleihen.

Kurstrend Aktien Ausland (MSCI) in CHF

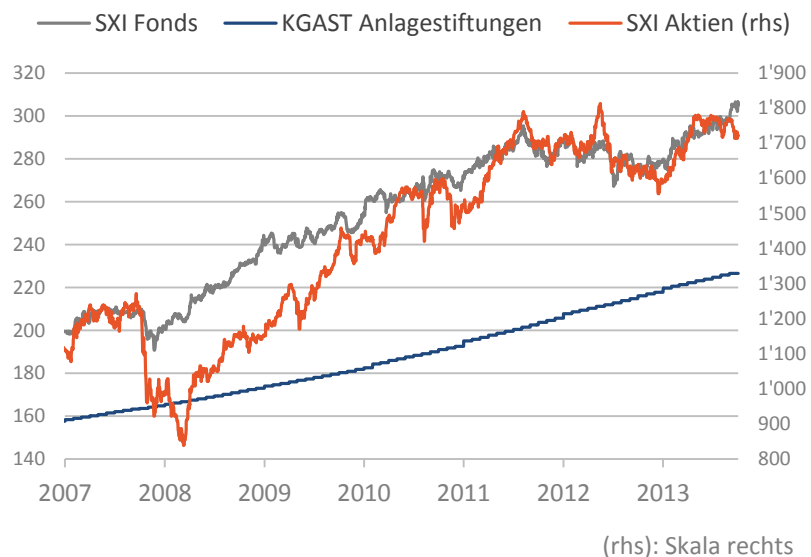


# Immobilien

## Schweiz

- Die Renditedifferenz zwischen Eidgenossen und Immobilienrenditen nahm in den letzten Jahren aufgrund des markant sinkenden Zinsniveaus stetig zu.
- Die überdurchschnittliche Renditedifferenz hält die Nachfrage nach Renditeobjekten stabil.
- Die Abwertungsgefahr, ausgelöst durch höhere Zinsen, bleibt gering.
- Hochpreisiges Wohneigentum und der Büroflächenmarkt stehen unter Druck.

### Kurstrend indirekte Immobilien Schweiz

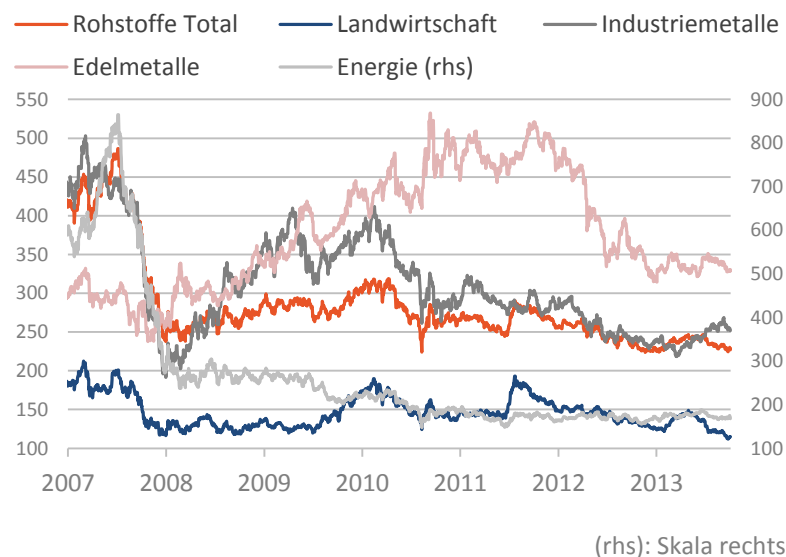


# Alternative Anlagen

## Rohstoffe

- Rohstoffe litten speziell im 3. Quartal unter starkem Abwärtsdruck.
- Die weiterhin verhaltene Erholung der Konjunktur, sowohl in den entwickelten als auch in den aufstrebenden Ländern, wird sich auch im nächsten Quartal negativ auf die Rohstoffpreise auswirken.
- Die Energiemärkte können jedoch durch geopolitische Risiken verzerrt werden.

### Kurstrend Rohstoffe (DJ/UBS) in CHF



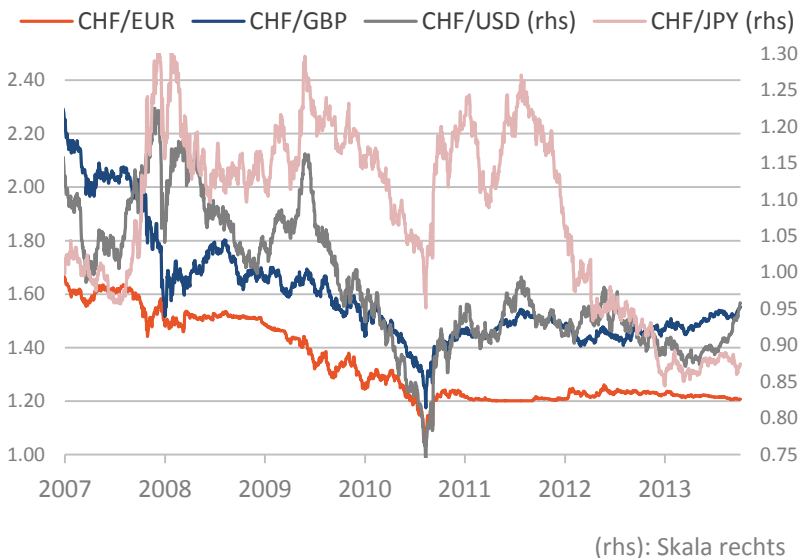


# Währungen

## USD zieht an

- Der USD hat aufgrund der besseren Wirtschaftsaufsichten und der sich abzeichnenden Zinswende mit Verzögerung markant an Wert gewonnen.
- Der schwache Wirtschaftsgang in Europa kombiniert mit rückläufiger Inflation hat die EZB veranlasst, ihre expansive Geldpolitik zu forcieren. In der Folge setzte sich der Trend zu einem schwächeren Euro fort.
- Der CHF ist de facto an den Euro gebunden.

## Währungsentwicklung



# Fazit

## Gedanken

Der aktuelle Finanzmarktzyklus verläuft in vielerlei Hinsicht atypisch: schwache Kursentwicklung von Substanzwerten, eine anfänglich sehr starke Performance von zyklischen Titeln mit anschliessend starker Korrektur, ein überdurchschnittlicher Rückgang der Zinsen und die damit verbundenen hohen Gewinne auf Anleihen sowie eine überdurchschnittliche Performance von High Yield Anleihen.

Wir erwarten, dass die Liquiditätshause die Aktienmärkte weiter begünstigen wird. Bei Obligationen sind die Zinserträge nicht attraktiv, allerdings sind auch die Risiken zumindest in Europa beschränkt.

## Fazit

- Europäische Zinsanlagen werden einen mageren Ertrag abwerfen, aber positiv bleiben.
- Bei USD- und GBP-Anleihen ist mit geringen Kapitalverlusten zu rechnen.
- Die Dividendenrendite vieler Aktienmärkte liegt höher als das jeweilige Zinsniveau.
- Aktien werden weiter zulegen, allerdings weniger aus fundamentaler Sicht.
- Die Immobilienerträge werden tendenziell sinken, aber über jenen von Zinserträgen liegen.
- Die US-Dollarstärke beeinträchtigt Schwellenländer- und Rohstoffengagements.