

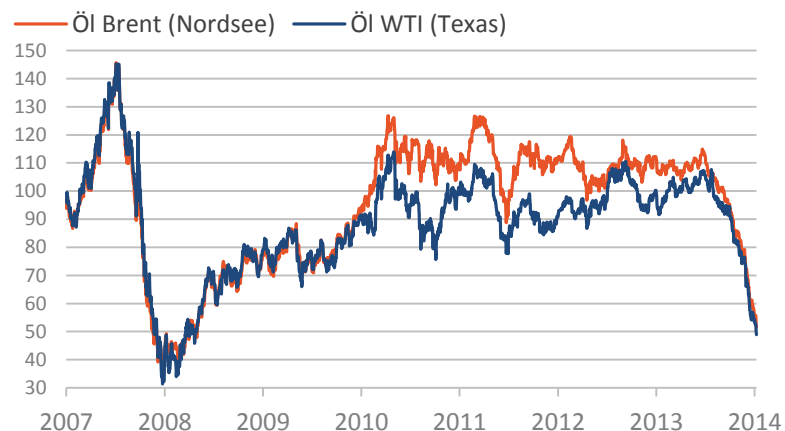
# Anlegerbrief

1. Quartal 2015

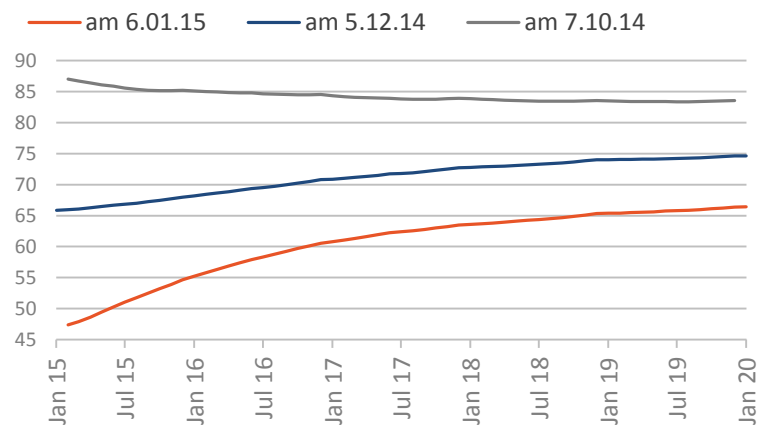
# Fokus

## Öl-Preiszerfall mit zweiseitigen Folgen: glückliche Konsumenten – tiefere Investitionen

Kassakurse Öl in USD/Barrel



Terminkursentwicklung Brent



Die Halbierung des Ölpreises in der zweiten Hälfte 2014 darf im neuen Jahr nicht extrapoliert werden. Der Ölpreis wird sicherlich noch einige Zeit unter Druck bleiben, da die OPEC an ihrem Überangebot festhält und es noch dauern wird, bis die inzwischen unrentable Schieferölproduktion zurückgefahren wird.

Die Auswirkungen des Ölpreiszerfalles sind mehrheitlich noch nicht in die Wachstumsschätzungen eingeflossen. Während erdölimportierende Regionen wie Japan und Europa profitieren können, werden exportierende Länder – vorwiegend Schwellenländer – das Nachsehen haben. Zweitrundeneffekte werden sich über eine Erhöhung der Kaufkraft der Konsumenten einstellen, insbesondere in den USA.

Interessant ist die Entwicklung der Terminkurve über die Zeit. Vor drei Monaten wies sie noch eine „Backwardation“-Struktur auf, d.h. die Kassakurse lagen höher als die Terminalsätze. Damals gingen die Marktteilnehmer von einem Rückgang der Ölpreise aus und setzten über Terminverkäufe die Preise unter Druck.

Später wechselte die Kurvenstruktur ins „Contango“ (Kassakurse tiefer als Terminalsätze) und war Anfang Januar recht steil. Sollte sich die wirtschaftliche Situation in China – dem grössten Ölnachfrager – verbessern und die Anbieter von „unrentablem“ Öl vom Markt verschwinden, könnte der Ölpreis sehr schnell in die Höhe schnellen, wie dies so oft in der Vergangenheit der Fall war.

# Taktische Allokation

## Gewichtung



- Aktuelle Gewichtung
- Gewichtung der Vorperiode

## Kommentar

Die Geldpolitik ist realwirtschaftlich wirkungslos geworden. Allerdings konnten die Banken ihre Bilanzen bereinigen und die Investoren wurden bei Laune gehalten. Wir rechnen mit einer Fortsetzung dieser Gangart.

Wir glauben weiterhin an einen positiven Aktienmarktrend, rechnen aber mit der Wiederkehr von Volatilität bzw. vermehrten Korrekturen. Unser Aktienengagement wird durchschnittlich einer Übergewichtung entsprechen, wobei wir uns taktisch zwischen Neutral und Übergewichten bewegen werden.

Die Ertragsaussichten von Zinsanlagen sind bei gleichzeitiger Erhöhung der Risiken gesunken, weshalb wir an unserer Untergewichtung festhalten.

## Risiken

Gift für die Aktienmärkte wäre eine Änderung der fundamentalen Rahmenbedingungen, z.B. eine Rezession in Europa.

Die Liste der möglichen Störfaktoren ist Anfang 2015 länger geworden. Neben politischen Faktoren (Ukraine, Naher Osten, Wahlen) können u.a. ein unsicherer QE-Ausstieg in den USA, Währungsverschiebungen, Kapitalabfluss aus den Schwellenländer, Flash Crash's, Zahlungsausfälle von Staaten usw. angefügt werden.

# Vorauslaufende Indikatoren

## Industrie Einkaufsmanager Indizes (PMIs)

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

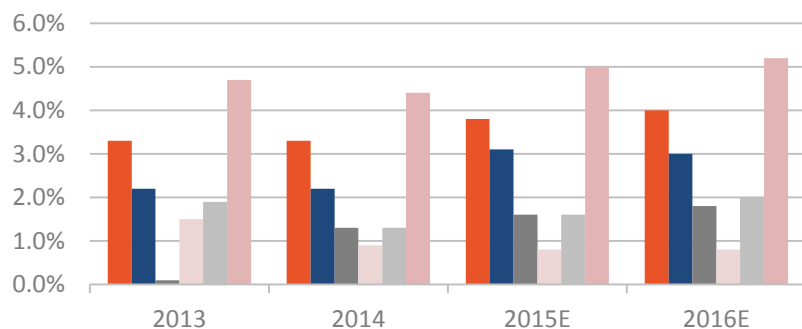
- Asynchrone und schwache Belebung der Weltwirtschaft : USA mit einer nachhaltigen Erholung; das europäische Wachstum wird schwach bleiben; das erhoffte Potenzial der Schwellenländer wird nicht ausgeschöpft.
- Die Impulse der lockeren Geldpolitik verpuffen; in den USA steht eine neue erste Zinsrunde nach oben an

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014												
							Jan	Feb	Mrz	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dez	
<b>Global</b>																			
Global - JPM PMI							54.0	53.1	53.5	52.8	54.2	55.4	55.5	55.1	54.8	53.5	53.1	52.3	
<b>Nordamerika</b>																			
USA - ISM PMI							51.3	53.2	53.7	54.9	55.4	55.3	57.1	59.0	56.6	59.0	58.7	55.5	
Kanada - RBC PMI							51.7	52.9	53.3	52.9	52.2	53.5	54.3	54.8	53.5	55.3	55.3	53.9	
<b>Europa</b>																			
EU - Markit PMI							54.0	53.2	53.0	53.4	52.2	51.8	51.8	50.7	50.3	50.6	50.1	50.6	
Deutschland - Markit PMI							56.5	54.8	53.7	54.1	52.3	52.0	52.4	51.4	49.9	51.4	49.5	51.2	
UK - Markit PMI							56.6	56.4	55.5	57.0	56.6	56.7	54.9	52.9	51.4	53.3	53.3	52.5	
Frankreich - Markit PMI							49.3	49.7	52.1	51.2	49.6	48.2	47.8	46.9	48.8	48.5	48.4	47.5	
Italien - Markit PMI							53.1	52.3	52.4	54.0	53.2	52.6	51.9	49.8	50.7	49.0	49.0	48.4	
Schweiz - procure.ch PMI							56.1	57.6	54.4	55.8	52.5	54.0	54.3	52.9	50.4	55.3	52.1	54.0	
Norway - PMI							52.7	51.2	52.2	51.0	49.6	49.6	50.8	51.8	49.5	50.8	51.4	49.8	
Schweden - Swedbank PMI							56.4	54.6	56.5	55.5	54.1	54.8	55.1	51.0	53.4	52.1	52.7	55.4	
<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	49.4	50.1	46.9	
Japan - Nomura PMI							56.6	55.5	53.9	49.4	49.9	51.5	50.5	52.2	51.7	52.4	52.0	52.0	
China - official PMI							50.5	50.2	50.3	50.4	50.8	51.0	51.7	51.1	51.1	50.8	50.3	50.1	
China - HSBC PMI							49.5	48.5	48.0	48.1	49.4	50.7	51.7	50.2	50.2	50.4	50.0	49.6	
Singapur - PMI							50.5	50.9	50.8	51.1	50.8	50.5	51.5	49.7	50.5	51.9	51.8	49.6	
Südkorea - HSBC PMI							50.9	49.8	50.4	50.2	49.5	48.4	49.3	50.3	48.8	48.7	49.0	49.9	
Mexico - PMI							50.4	50.4	52.4	51.8	52.6	50.3	49.4	51.7	53.1	54.6	52.6	49.7	
Brazilien - PMI							50.8	50.4	50.6	49.3	48.8	48.7	49.1	50.2	49.3	49.1	48.7	50.2	
Südafrika - Kagiso PMI							49.9	51.7	50.3	47.5	44.6	47.4	46.2	47.9	49.5	50.1	53.3		

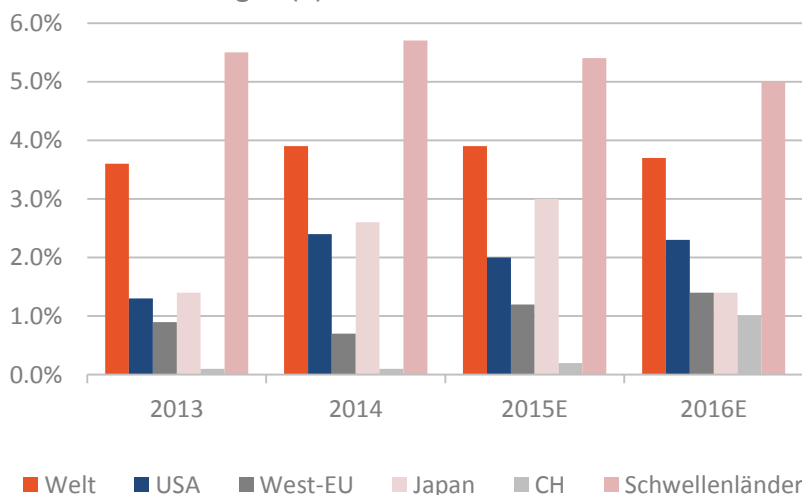
# Wachstum und Inflation

## Jährliche Veränderungen

### Wachstumserwartungen (E)



### Inflationserwartungen (E)



## Wachstum

Für 2015 ist kaum mit positiven Überraschungen zu rechnen. Innerhalb der Industriestaaten wird den USA ein selbsttragender Aufschwung zugetraut.

Europa wird mit sich selber beschäftigt sein, ohne Durchbrüche struktureller Art zu erreichen. Investitionsanreize werden ausbleiben und die Arbeitsmärkte kaum liberaler werden. Das Resultat wird eine schwache Konjunktur bleiben.

Die Entwicklung in den Schwellenländer liegt unter den Erwartungen. Die hohe Inlandverschuldung, eine nachlassende Investitionsnachfrage und der schwache Immobilienmarkt drücken auf Chinas Wachstum. Tiefe Rohstoffpreise belasten Russland und Lateinamerika.

## Inflation

Im Euroraum ist man vom Inflationsziel nahe 2% weit entfernt. Vielmehr haben sich deflationäre Ängste aufgebaut, auch im Zusammenhang mit dem Preiszerfall an den Rohstoffmärkten. Der EZB wird nichts anderes übrigbleiben, als eine sehr expansive Geldpolitik zu betreiben.

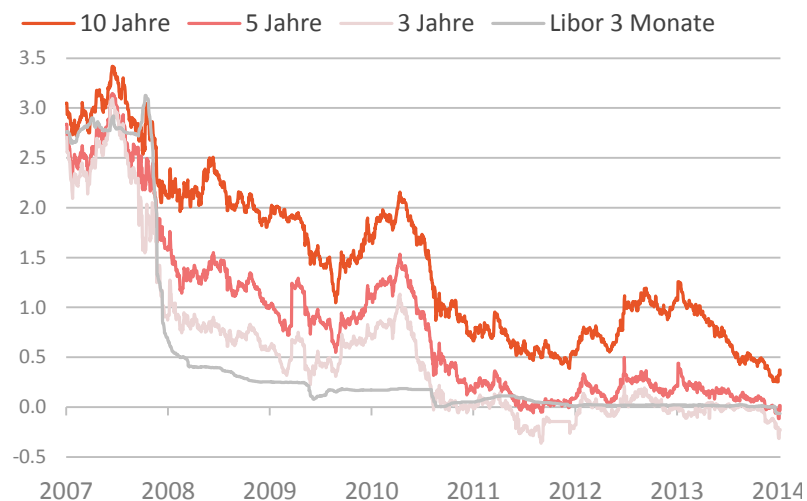
Die einzige Inflationsgefahr stellt die anhaltende „Asset Inflation“ dar – die Teuerung im Bereich der Anlagen – was zu völlig überbewerteten Zinspapieren, einer erhöhten Bewertung der Aktien und zu Überhitzungsgefahren bei Immobilien geführt hat.

# Obligationen

## Schweizer Franken

- Wer wagt noch Zinsprognosen? Die Rendite des 10j. Eidgenossen rutschte unter 0.3% und am Geldmarkt hat die SNB negative Zinsen eingeführt. Das Zinsniveau in der Schweiz kann sich vom Euroraum nicht loskoppeln, ohne dass der CHF unter Aufwertungsdruck gerät.
- Als Folge der Negativzinsen werden CHF-Anleihen extrem teuer bleiben. Für den 10j. Eidgenossen errechnet sich ein „Kurs-Gewinnverhältnis“ (Kehrwert der laufenden Rendite) von über 300!

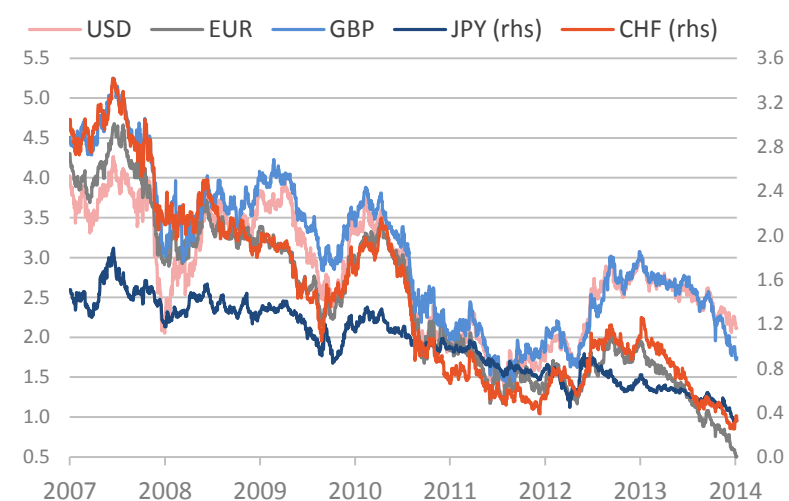
Zinstrend Eidgenossen



## Fremdwährungen

- Die EZB will wieder die Bilanzdimensionen von 2012 erreichen, was einer Ausdehnung um rund 1'000 Mia. entspricht! Die ultraexpansive Geldpolitik wird deshalb ein Ansteigen der Zinsen verhindern. Japan funktioniert ähnlich.
- Mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit wird das US-FED 2015 mit Zinserhöhungen beginnen. Ertragssuchendes Kapital wird allerdings einem Ansteigen der längeren Zinssätze entgegenwirken.
- Das positive Realzinsniveau (Nominalzins minus Inflation) bietet zumindest für die längeren Laufzeiten auch keinen Grund für ein Ansteigen der Zinsen.

Zinstrend 10j. Regierungsanleihen



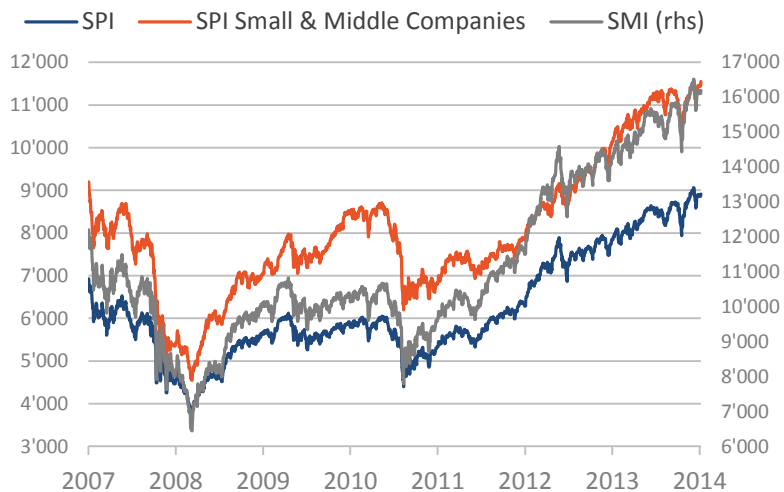
(rhs): Skala rechts

# Aktien

## Schweiz

- Bleibt der Wachstumspfad erhalten, spielt für weitere Kursavancen nicht die Aktien-Bewertung eine Rolle, sondern die Attraktivität im Vergleich mit anderen Anlageklassen. Die Bewertung im Quervergleich und die Dividendenrendite sprechen für Aktien.
- Wir rechnen für 2015 mit einem positiven Markttrend, allerdings vermehrt mit Korrekturen. Nicht aus fundamentalen, vielmehr aus Liquiditätsgründen, da Aktien inzwischen zum liquidesten Anlagesegment geworden sind.

Kurstrend Aktien Schweiz

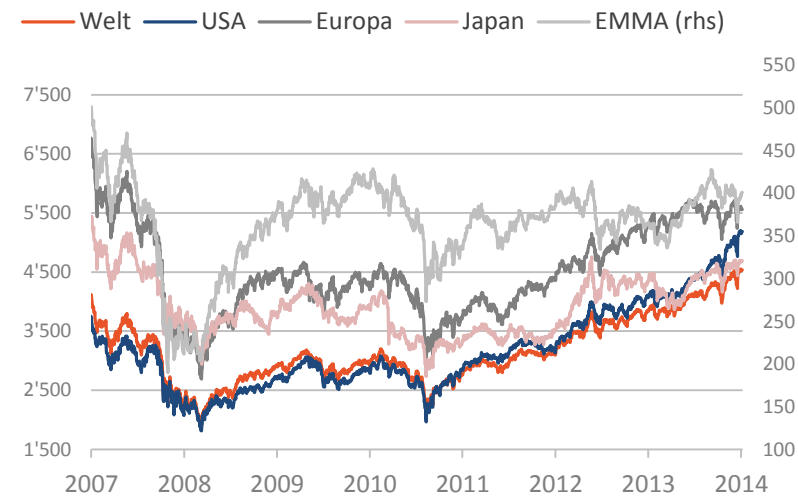


(rhs): Skala rechts

## Ausland

- Der längerfristige Aufwärtstrend der globalen Aktienmärkte ist nach wie vor in Takt (vgl. Aktien Schweiz).
- Die USA und GB haben auf den Wachstumspfad zurückgefunden und sind fair bewertet.
- Europa und Japan, die nach wie vor günstigsten Märkte, bekunden jedoch Mühe. Das Wirtschaftswachstum liegt deutlich hinter den USA und GB zurück. Zudem sind die Anleger weiterhin skeptisch, ob die angekündigte expansive Geldpolitik ihre Wirkung zeigen wird.

Kurstrend Aktien Ausland (MSCI) in CHF



Zeitreihen in CHF, Dividenden netto reinvestiert

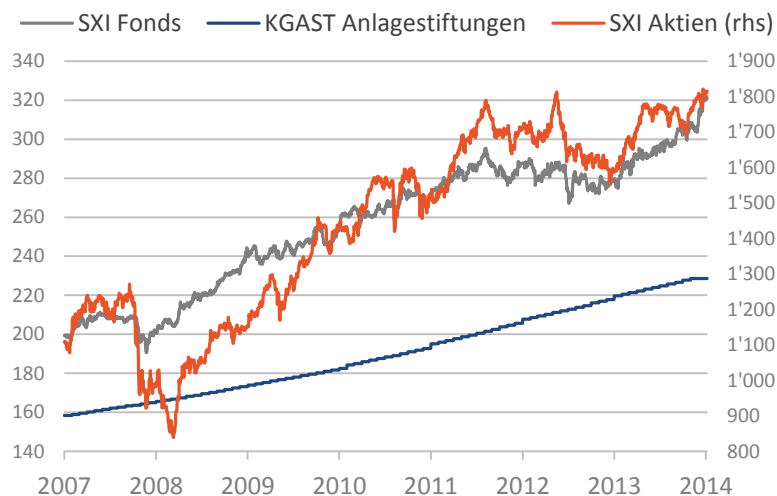
(rhs): Skala rechts

# Immobilien

## Schweiz

- Die Nachfrage nach indirekten Immobilienanlagen hält an. Alle Kapitalerhöhungen von Fonds und Anlagestiftungen konnten mühelos platziert werden, trotz Einstiegskosten, welche in etwa der erwarteten Jahresrendite entsprachen.
- Triebfeder dahinter ist die immer noch überdurchschnittliche Renditedifferenz zum Zinsmarkt.
- Die Abwertungsgefahr, ausgelöst durch höhere Zinsen, bleibt gering, dennoch stellen die hohen Agios im Verhältnis zur gesunkenen Rendite ein erhöhtes Risiko dar.

Kurstrend indirekte Immobilien Schweiz



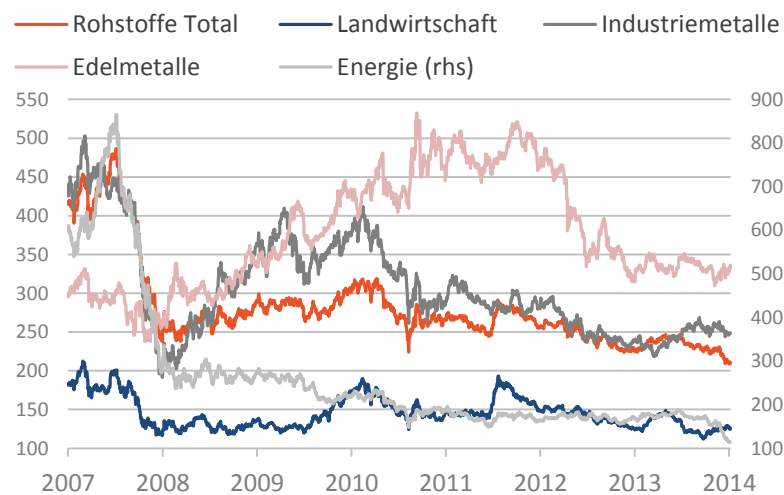
(rhs): Skala rechts

# Alternative Anlagen

## Rohstoffe

- Während in der ersten Hälfte 2014 die Rohstoffpreise noch anzogen, fielen sie in der zweiten Hälfte ins Bodenlose.
- Die Gründe waren eine abnehmende Wachstumsdynamik (v.a. auch in China), ein starker USD, eine Abnahme der Inflationserwartungen, geopolitische Spannungen und das Inkaufnehmen eines Überangebotes an Öl durch die OPEC. Diese Argumente gelten weiterhin.

Kurstrend Rohstoffe (DJ/UBS) in CHF



(rhs): Skala rechts

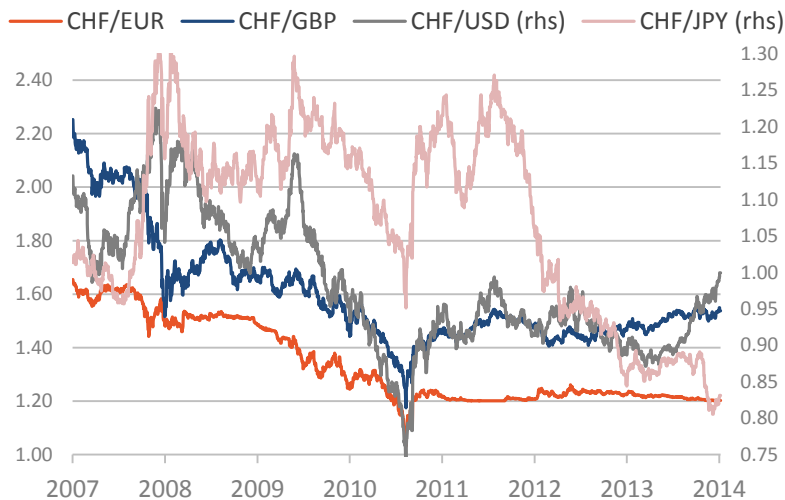


# Währungen

## USD zieht an

- Der Kurs des USD ist von der Wachstumsdifferenz und vom Zinserhöhungszyklus des FED abhängig. Der USD wird also zunächst von einer weiteren Nachfrage profitieren.
- Zu hohe Inflationsraten in den USA und ein deflationäres Umfeld im Euroraum könnten aber zu einer unerwarteten Stärkung des Euros führen.
- Mit der Einführung von Negativzinsen unterstreicht die SNB ihren Willen die Untergrenze von 1.20 zum Euro zu verteidigen.

## Währungsentwicklung



# Fazit

## Atypischer Finanzmarktzyklus

Die Spannungen sind auf der Mikroebene sichtbar. Der aktuelle Finanzmarktzyklus verläuft in vielerlei Hinsicht atypisch: schwache konjunkturelle Erholung trotz überdurchschnittlichem Zinsrückgang, rückläufige Inflation sowie schwache Rohstoffe und Substanzaktien.

## Fazit

- Das globale Zinsniveau wird länger als erwartet tief und die Couponerträge entsprechend gering bleiben.
- Aus realer Sicht (Verzinsung abzüglich Teuerung) werden Obligationeninvestitionen positive Erträge erzielen im Gegensatz zu Anlagen am Geldmarkt.
- Aus (Dividenden-)Rendite- und Bewertungsüberlegungen sind Aktien Obligationen vorzuziehen.
- Immobilienerträge werden Zinserträge übertreffen.
- Die US-Dollarstärke beeinträchtigt weiterhin Schwellenländer- und Rohstoffengagements.
- Der Preiszerfall an den Rohstoffmärkten hat positive Effekte auf Unternehmensgewinne und den Privatkonsum, belastet aber die Infrastrukturinvestitionen von Ölfirmen.