

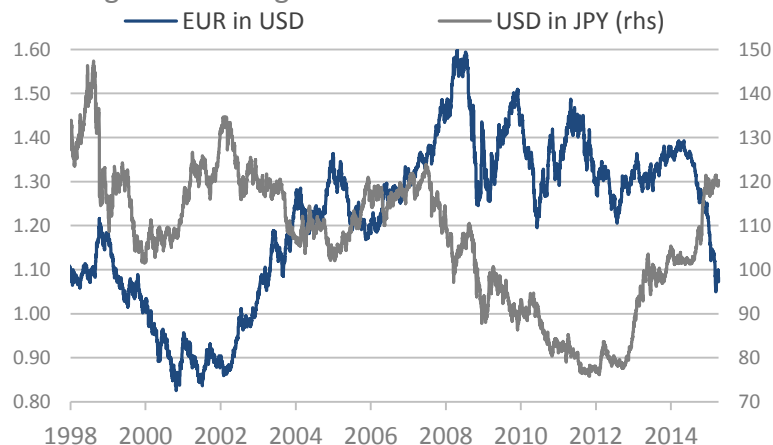
Anlegerbrief

2. Quartal 2015

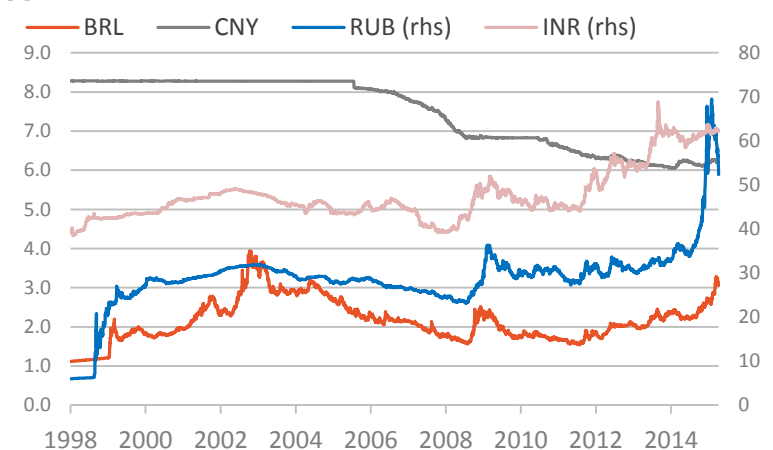
Fokus

Währungsentwicklungen als Hort der Unruhe

Währungsentwicklung



USD in ...



QE mit unterschiedlichen Resultaten

In den USA wurden 3 QE-Programme initiiert (Dezember 2008, November 2010 und September 2012). Alle Programme führten zu einer Stimulierung der Wirtschaft und einer Schwächung der Währung. Die anziehende Wirtschaft führte schliesslich zu einem tendenziell stärkeren USD.

Der Impuls des QE-Programms in Japan (seit 2001) war über Jahre zu schwach und nicht überzeugend. Mit der zusätzlichen Deflation wertete sich der Yen bis Ende 2012 markant auf. Erst die ultra-expansive Geldpolitik in den letzten Jahren führte zu einer Abschwächung der Währung.

Die Ankündigung eines QE-Programms in Euroland hat in einer ersten Phase zu einer markanten Abwertung des EUR geführt. Wie sich der Wechselkurs weiter entwickelt hängt vom Wirtschaftsimpuls und der Teuerung ab.

Schwellenländer-Abwertungen und das Yuan-Problem

Stellvertretend für die meisten EMMA-Währungen haben die Währungen von Brasilien (BRL), Russland (RBL) und Indien (INR) massiv an Wert verloren. Im Gegensatz zu den Industrieländern ist die Verschuldungssituation aber in vielen Ländern immer noch vorteilhaft, weshalb wir die Geldabflüsse als übertrieben betrachten.

In China sieht die Lage anders aus. Der Yuan (CNY) hat sich stetig aufgewertet und es stellt sich die Frage, ob China wirklich die stärkste Währung haben will.

Taktische Allokation

Gewichtung

	untergewichtet	neutral	übergewichtet
Liquidität			○●
Obligationen CHF	○●		
Obligationen FW	○●		
Aktien Schweiz		○	○●
Aktien Ausland		○	○●
Immobilien		○●	
Alternative Anlagen	○●		

- Aktuelle Gewichtung
- Gewichtung der Vorperiode

Kommentar

Der Beginn des QEs durch die EZB hat aufgezeigt, dass die Märkte weiterhin primär durch die Zentralbanken gesteuert sind. So wertete sich der Euro aufgrund dieser Ankündigung innert kürzester Zeit stark ab. Dieser Trend endete erst, als der Startpunkt für die Zinserhöhungen in den USA durch die FED unsicher wurde.

Aufgrund der Geldpolitik der Zentralbanken sind Obligationen ertragsarm aber risikoreicher geworden und werden von uns untergewichtet. Das Umfeld von «Lowflation» (inflationstiefes, tiefes Wachstum bei langanhaltend tiefen Zinsen) ist hingegen ideal für die Aktienmärkte. Wir trauen der Lage nur bedingt und setzen auf eine leichte Übergewichtung. Immobilien in der Schweiz sind überbewertet, bieten aber eine stabile Rendite, weshalb wir an einer neutralen Gewichtung festhalten. Der Anteil an Fremdwährungen wird die Gesamtperformance massgeblich beeinflussen.

Risiken

Die Weltwirtschaft steht noch auf unsicheren Füßen. Rezessive Entwicklungen würden den positiven Trend an den Aktienmärkten brechen.

Plötzliche Währungsverschiebungen können zu hohen Unsicherheiten an den Finanzmärkten führen und beeinflussen die Gewinnentwicklung der Unternehmen.

Vorauslaufende Indikatoren

Industrie Einkaufsmanager Indizes (PMIs)

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

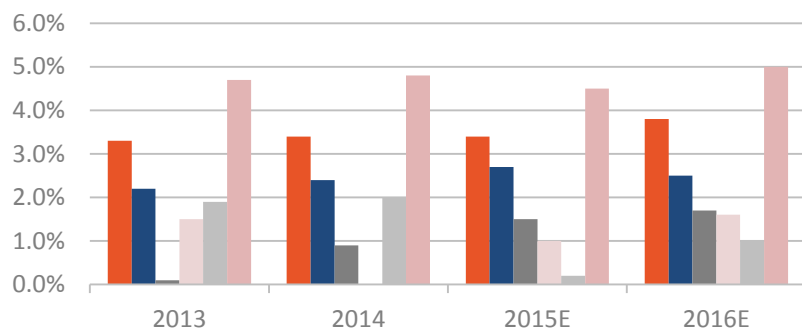
- Schwache Belebung der Weltwirtschaft: Währungsbedingte Erholung in Europa, Abnahme des Momentums in den USA, die Schwellenländer bleiben unter ihrem Potenzial und die Schweiz spürt den SNB-Schock.
- Rohstoffexportierende Länder stehen unter Druck (Brasilien, Mexiko, Norwegen, Australien, Russland), da die chinesische Wachstumsmaschine an Stärke verliert.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014												2015			
							Jan	Feb	Mrz	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dez	Jan	Feb	Mrz	
Global																						
Global - JPM PMI							54.0	53.0	53.5	52.8	54.3	55.4	55.6	55.2	54.8	53.5	53.2	52.4	53.0	53.9	54.8	
Nordamerika																						
USA - ISM PMI							51.8	54.3	54.4	55.3	55.6	55.7	56.4	58.1	56.1	57.9	57.6	55.1	53.5	52.9	51.5	
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	51.0	48.7	48.9	
Europa																						
EU - Markt 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	51.0	51.0	52.2	
Deutschland - Markt 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	50.9	51.1	52.8	
GB - Markt PMI							56.7	56.1	55.4	56.9	56.5	56.7	54.9	52.9	51.4	53.3	53.4	52.8	53.0	54.0	54.4	
Frankreich - Markt 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	49.2	47.6	48.8	
Italien - Markt 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	49.9	51.9	53.3	
Schweiz - procure.ch PMI							55.4	56.8	54.4	55.2	53.6	54.5	53.6	53.8	51.5	54.3	52.5	53.6	48.2	47.3	47.9	
Norwegen - 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	51.9	50.9	48.8	
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	55.2	53.3	54.1	
Asien und Emerging Markets																						
Australien - 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	49.0	45.4	46.3	
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	52.2	51.6	50.3	
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	49.8	49.9	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	49.7	50.7	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	49.9	49.7	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	51.1	51.1	49.2	
Mexico - PMI							50.4	50.4	52.4	51.8	52.6	50.3	49.4	51.7	53.1	54.6	52.6	50.0	51.0	50.2	51.4	
Brasilien - 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	50.7	49.6	46.2	
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	50.2	54.2	47.6	47.9	

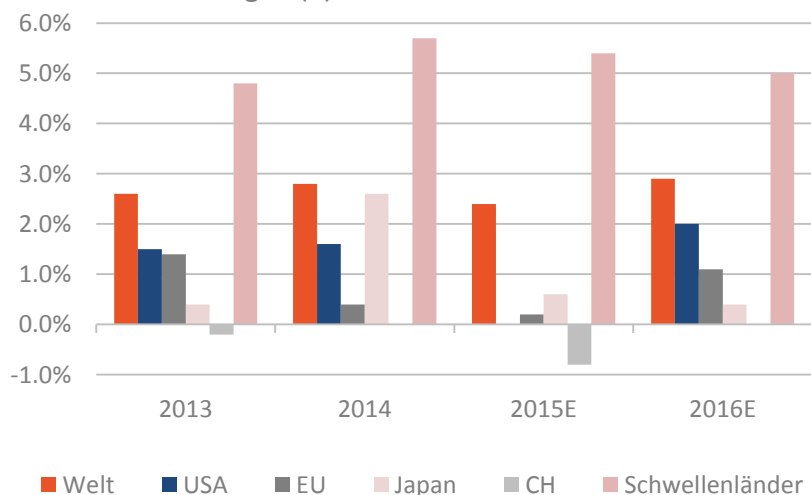
Wachstum und Inflation

Jährliche Veränderungen

Wachstumserwartungen (E)



Inflationserwartungen (E)



Wachstum

Wachstums- wie auch Inflationserwartungen wurden flächen-deckend nach unten revidiert.

Die anhaltend fallenden und tiefen Rohstoffpreise weisen darauf hin, dass in China nicht mehr mit den alten Wachstumsraten gerechnet werden kann. Dies belastet rohstoffexportierende Länder wie Australien, Brasilien und Russland.

Der grösste Profiteur dieser Entwicklung ist der amerikanische Konsument. Die Erhöhung des verfügbaren Einkommens wird den laufenden Wirtschaftsaufschwung in den USA unterstützen und weitere Arbeitsplätze schaffen.

Demgegenüber bleibt die europäische Wirtschaft am Gängelband der EZB und der unterschiedlichen Interessen der nationalen Politik hängen. Zwar ermöglicht der schwache Euro ein leichtes Wirtschaftswachstum, dadurch werden aber notwendige Strukturreformen aufgeschoben, während für private Investitionen die Anreize fehlen.

Inflation

Der Versuch in Europa die Inflationserwartungen mittels expansiver Geldpolitik zu erhöhen ist bis jetzt nicht gelungen.

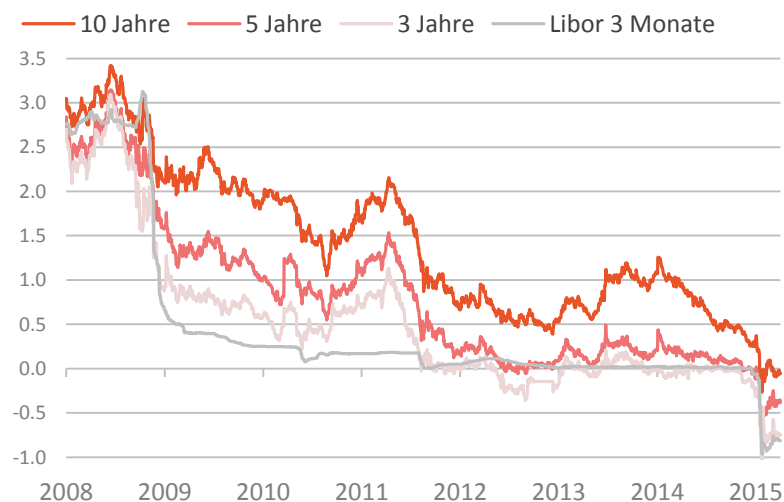
Die sichtbare Inflation findet in Form der „Asset Inflation“ (Teuerung von Anlageinstrumenten) statt. Die Folge sind teure Zinspapiere, erhöhte Bewertungen bei den Aktien und Überhitzungsgefahren bei Immobilien.

Obligationen

Schweizer Franken

- Die Negativverzinsung (v.a. auch auf Cash-Konti) zwingt die Anleger ans lange Ende der Zinskurve.
- Sollte der Aufwärtsdruck im CHF anhalten, könnte sich die SNB zu einer Verschärfung der Negativzins-Politik gezwungen sehen. Dies wiederum würde die Nachfrage nach langen Obligationen weiter anheizen.
- Die durchschnittliche Rendite des Swiss Bond Index von aktuell 0.3% liegt weit entfernt von den Soll-Renditen der Pensionskassen.

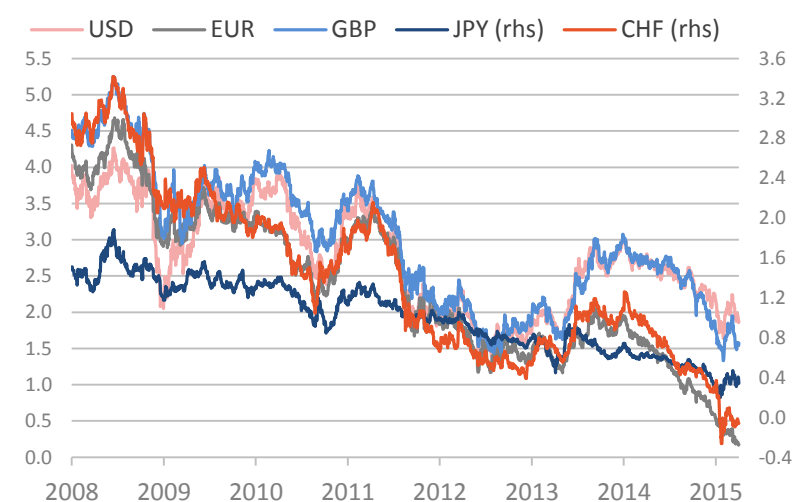
Zinstrend Eidgenossen



Fremdwährungen

- Das QE-Programm der EZB (monatliche Käufe von 60 Mia.) wird die Eurozinsen weiter nach unten drücken.
- Gegeben das tiefe Wirtschaftswachstum befinden sich die realen Renditen (Verzinsung abzüglich Teuerung) bewertungsmässig auf vernünftigem Niveau.
- Nach wie vor sind die Kosten für Fremdwährungsabsicherungen hoch (ein Vielfaches der Niveaus von 2014).

Zinstrend 10j. Regierungsanleihen



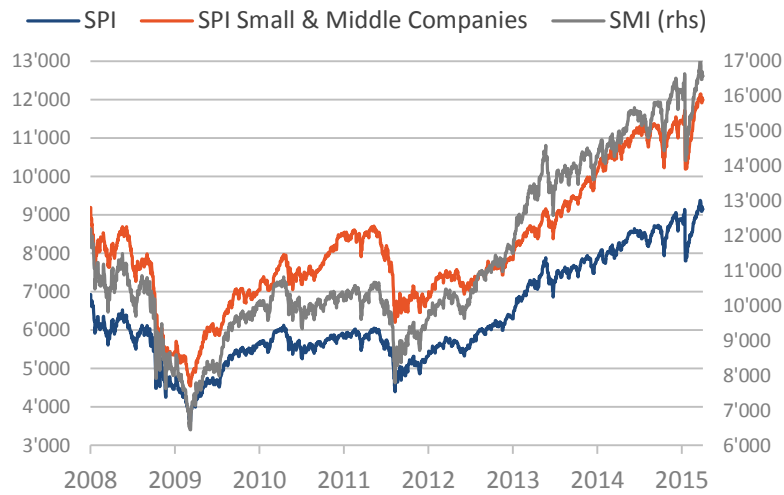
(rhs): Skala rechts

Aktien

Schweiz

- Das makroökonomische Umfeld der „Lowflation“ (inflationstheoretisch, tiefes Wachstum verbunden mit langanhaltend tiefen Zinsen) bleibt für Aktieninvestments ideal. Wir rechnen für 2015 mit einem positiven Markttrend, erwarten allerdings vermehrt Korrekturen.
- Für weitere Kursavancen ist die Attraktivität im Vergleich mit anderen Anlageklassen entscheidend. Für Aktien sprechen die grössere Liquidität, die günstigere Bewertung, die hohe Dividendenrendite und M&A Chancen.

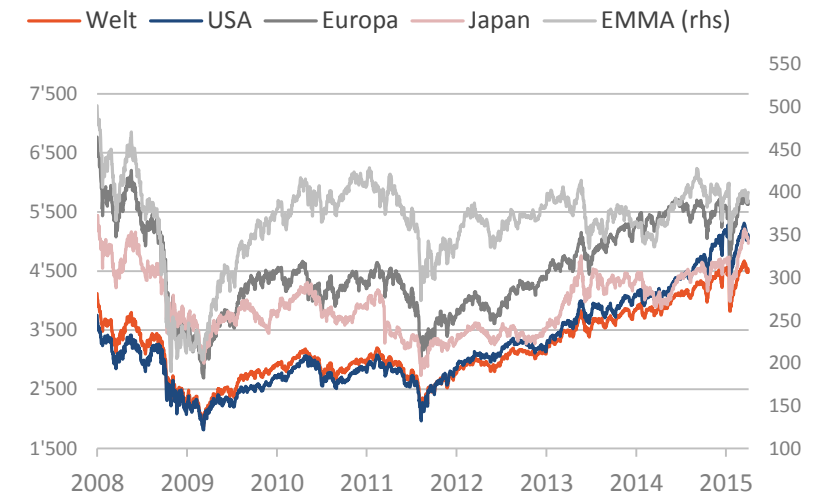
Kurstrend Aktien Schweiz



Ausland

- Renditesuchendes Geld fließt seit Anfang Jahr vermehrt in die Aktienmärkte und relativiert Korrekturen innert Kürze.
- Europäische Aktien konnten in den letzten Wochen vom schwachen Euro profitieren und lagen in der Gunst der Anleger.
- Die USA und Grossbritannien sind aufgrund ihrer starken Währung zurückgefallen.
- EMMA-Aktien leiden unter den tiefen Rohstoffpreisen.

Kurstrend Aktien Ausland (MSCI) in CHF

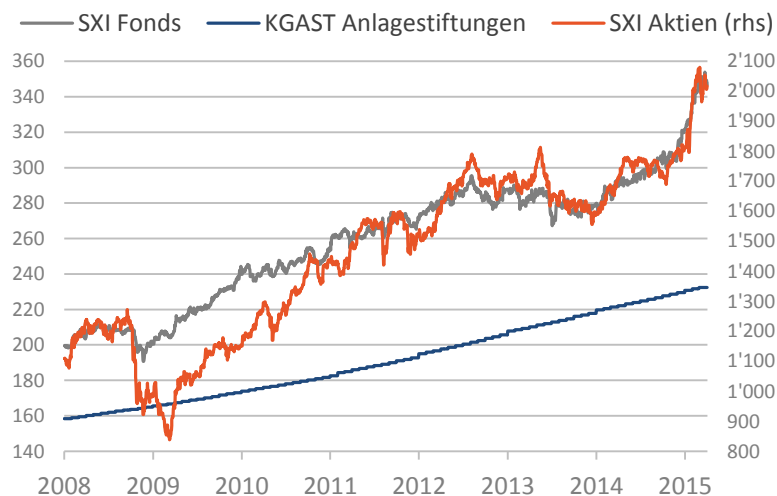


Immobilien

Schweiz

- Neben langen Obligationen bleiben Immobilien gesucht. Indirekte Anlagen zeichnen denn auch die Aktienmarktkorrekturen nicht im selben Ausmass nach.
- Triebfeder hinter der Übernachfrage ist die immer noch überdurchschnittliche Renditedifferenz zum Zinsmarkt.
- Einzelne Agios haben die Marke von 50% erreicht und weisen auf eine Überbewertung hin.

Kurstrend indirekte Immobilien Schweiz



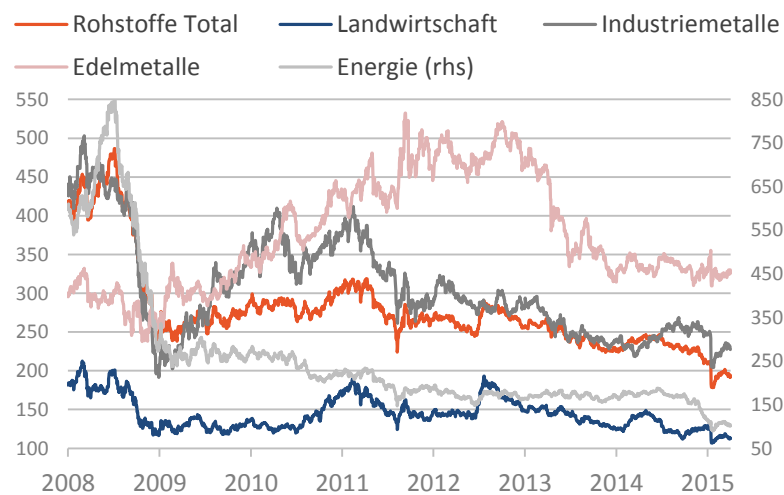
(rhs): Skala rechts

Alternative Anlagen

Rohstoffe

- Ausser Gold sind die Rohstoffpreise seit Anfang Jahr weiter gefallen.
- Die Gründe waren eine abnehmende Wachstumsdynamik (v.a. in China), ein starker USD, die Abnahme der Inflationserwartungen und im Energiebereich ein Überangebot an Öl, toleriert durch die OPEC.
- Der sinkende Preistrend wirkt in vielen Ländern Konjunktur belebend, beeinträchtigt aber Rohstoffexport-Länder.

Kurstrend Rohstoffe (DJ/UBS) in CHF



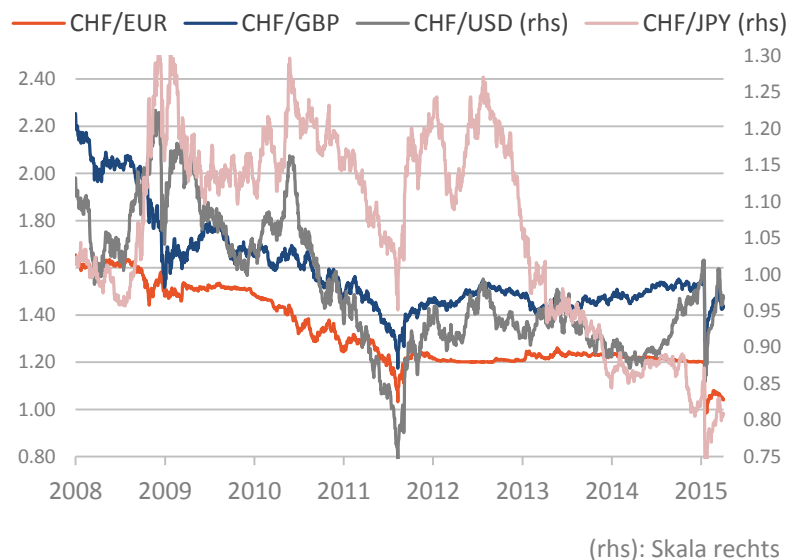
(rhs): Skala rechts

Währungen

Aufwertungsdruck im CHF

- Trotz Aufhebung der Kursuntergrenze und einer sofortigen dramatischen Korrektur des Euros ist die SNB weiterhin gezwungen, den CHF im Markt aktiv zu schwächen.
- Die Ankündigung des QE Programmes der EZB führte zu einer massiven Korrektur des Euros. Gegenüber dem USD wurde zwischenzeitlich fast die Parität erreicht. Beginnt die FED mit dem Zinserhöhungszyklus, wird der USD weiter erstarren.
- Schwellenländerwährungen haben massiv korrigiert und viele Valuten sind aus fundamentaler Sicht unterbewertet.

Währungsentwicklung



Fazit

Die Liquiditätshausse hält an

Das QE-Programm der EZB zeigt Wirkung. Der Euro wurde geschwächt, die Zinsen sind gefallen, die „Asset Inflation“ hält an. Nur die globale Wirtschaft bleibt trotz aller geldpolitischen Massnahmen auf tönernen Füßen stehen. Findet die US-Wirtschaft 2015 zum selbsttragenden Aufschwung zurück?

Fazit

- Die Zinsen für Schweizer Regierungsanleihen sind mehrheitlich negativ. Regierungsanleihen in Euro blüht eine ähnliche Entwicklung über die Käufe der EZB von monatlich 60 Mia.
- Gegeben das tiefe Wirtschaftswachstum befinden sich die realen Renditen (Verzinsung abzüglich Teuerung) auf vernünftigem Niveau.
- Aufgrund der tieferen Bewertung, höheren (Dividenden-) Renditen und einer überlegenen Liquidität sind Aktien Obligationen vorzuziehen.
- Schweizer Immobilienerträge übertreffen Zinserträge. Bei indirekten Anlagen ist aber den hohen Agios Rechnung zu tragen.
- Fremdwährungsengagements eröffnen Ertragspotenziale. Allerdings steht der CHF aktuell unter Aufwertungsdruck.
- Sinkende Rohstoffpreise wirken Konjunktur belebend, beeinträchtigen aber Rohstoffexport-Länder.