

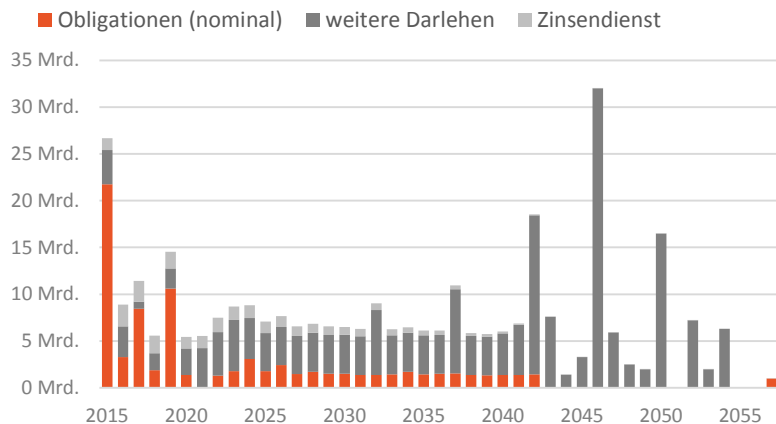
# Anlegerbrief

3. Quartal 2015

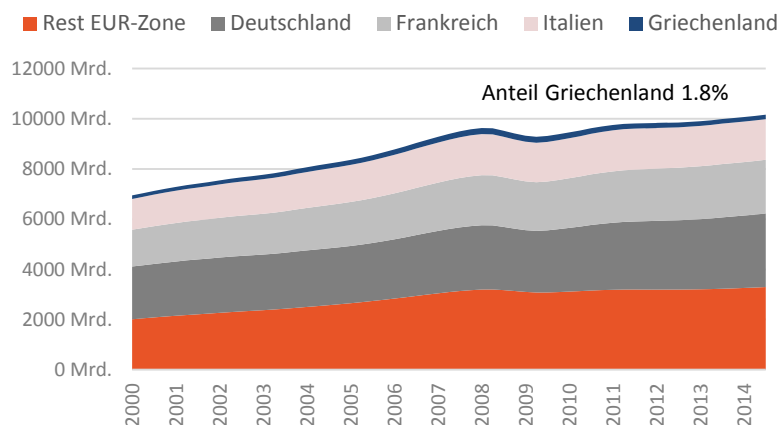
# Fokus

## Griechenland ohne Ende

Laufzeitenprofil Griechenland-Schulden (in EUR)



BIP Eurozone nominal in EUR



## Auswirkungen auf die Finanzmärkte

Die heutige Börsenverfassung ist nicht vergleichbar mit dem Einbruch nach der letzten Eurokrise 2011/12. Korrekturen werden immer wieder aufgefangen und die Volatilität an den Währungsmärkten bewegt sich auf tiefem Niveau. Die mittelfristige Börsenentwicklung ist nicht abhängig vom Ausgang der Verhandlungen. Griechenland ist ökonomisch zu unbedeutend, um das europäische Währungssystem nachhaltig zu stören.

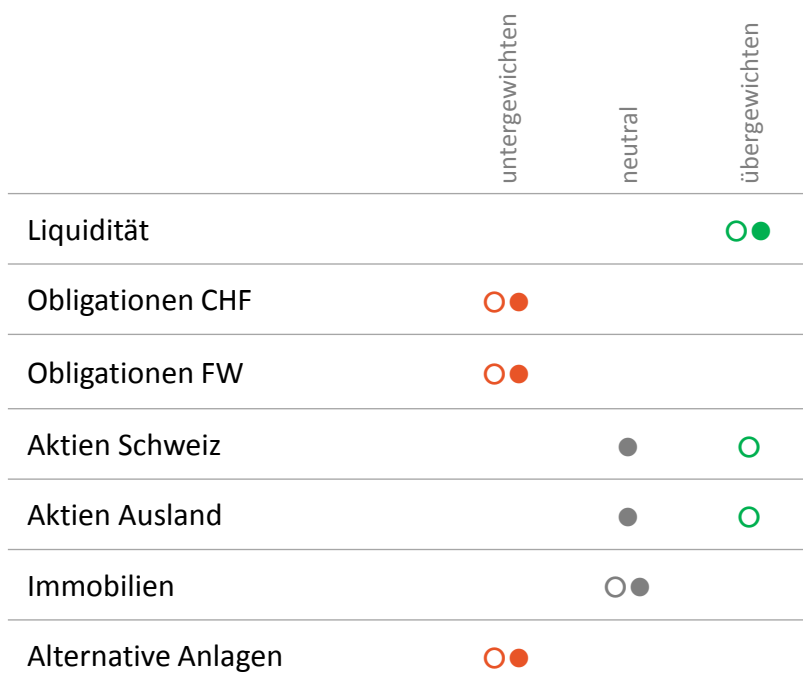
Anleihen sind besser geschützt als IMF-Kredite. Ein Aussetzen der Rückzahlungen von Anleihen hat grössere Konsequenzen. Weder das griechische Bankensystem noch der Staatshaushalt würden eine Konkursklärung überstehen. Dies wird die heutige Regierung in den kommenden Verhandlungen disziplinieren. Währungsreformen à la Grexit brauchen lange Vorbereitungszeiten. Der Zeitplan ist so eng, dass dafür die Zeit nicht reicht. Keine Partei möchte bekanntlich den Euroausstieg. Somit sind die Vorbereitungsaufgaben nicht gemacht. Die Bankenschliessungen bzw. die Kapitalverkehrsrestriktionen haben die Lage so stark zugespitzt, dass es keine Alternative zur schnellen Vertragsunterzeichnung gibt.

## Worst Case

Staatspleite mit einem Abschreibungsbedarf von rund 300 Mia. Euro erstreckt über 10 Jahre. Dies entspricht 1.5% der jährlichen europäischen Wirtschaftsleistung. Da kommt sicher nicht Freude auf aber die Wirtschaftsleistung wird durch einen «Hair Cut» nicht nachhaltig negativ geprägt. Griechenland würde in einem solchen Fall in eine Depression abstürzen.

# Taktische Allokation

## Gewichtung



- Aktuelle Gewichtung
- Gewichtung der Vorperiode

## Kommentar

Alle Risikoindikatoren zeigen erhöhte Temperatur an, sicherlich auch wegen Griechenland. Kritische Schwellenwerte wurden aber nicht überschritten. Es herrscht also relative Gelassenheit.

Welche Hauptkräfte bewegen die Börsen in der 2. Jahreshälfte?

- Langsame Wirtschaftserholung in den USA und Europa
- Langsamer Zinsanstieg in den USA – QE in Europa
- Tiefe Inflation

Dieses Umfeld spricht nicht gegen Aktienanlagen. Allerdings weisen die Risikoindikatoren auf Spannungen hin und zu Griechenland fehlen viele Schlüssel-Informationen. Wir haben deshalb unsere Risiken reduziert und fahren bei den Aktien eine neutrale Strategie.

Obligationen sehen wir weiterhin als ertragsarme und risikoreiche Anlageklasse an. Wir bleiben bei Obligationen CHF wie auch in Fremdwährungen untergewichtet. Zudem liegen unsere Zinsrisiken tiefer als bei den Vergleichsindices.

Die immer noch überdurchschnittliche Renditedifferenz zum Zinsmarkt hält die Nachfrage nach Immobilien in der Schweiz aufrecht, wenn auch gewisse Überhitzungen sichtbar sind. Wir halten an einer neutralen Gewichtung fest.

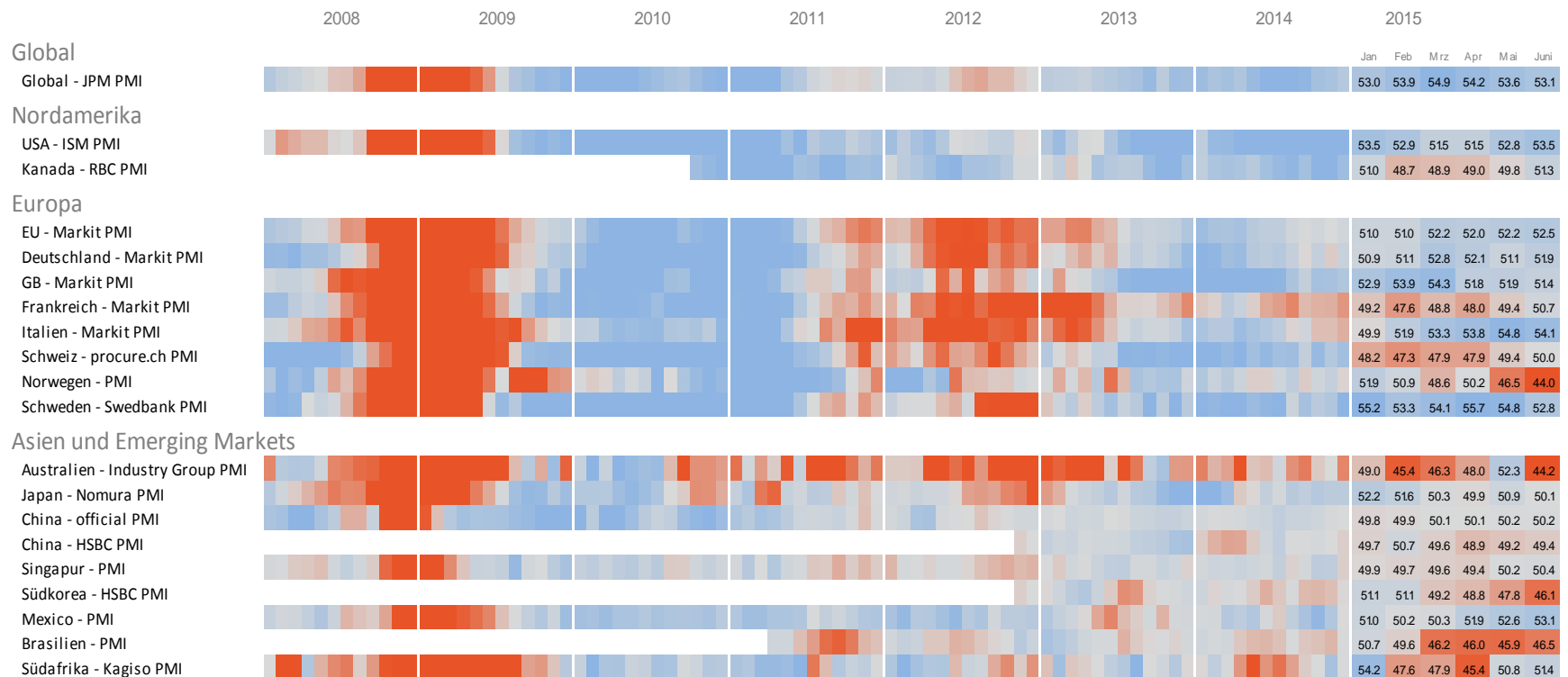
Die alternativen Anlagen haben in den vergangenen Marktkorrekturen nicht wirklich Schutz geboten. Wir bleiben untergewichtet.

# Vorauslaufende Indikatoren

## Industrie Einkaufsmanager Indizes (PMIs)

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

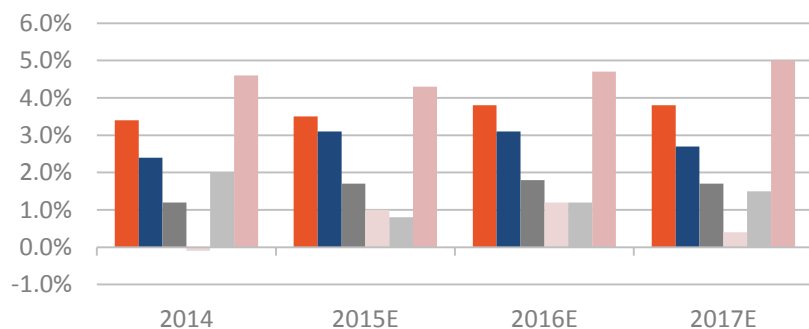
- Weltwirtschaftswachstum eher auf der schwachen Seite. Währungsbedingte Erholung in Europa; Unsicherheit in Griechenland hat keinen Einfluss auf den globalen Wirtschaftsgang. Die Schwellenländer bleiben unter ihrem Potenzial.
- Rohstoffexportierende Länder stehen unter Druck.
- Bedeutsamer für die Weltwirtschaft könnte die momentane Wachstumsschwäche in China sein.



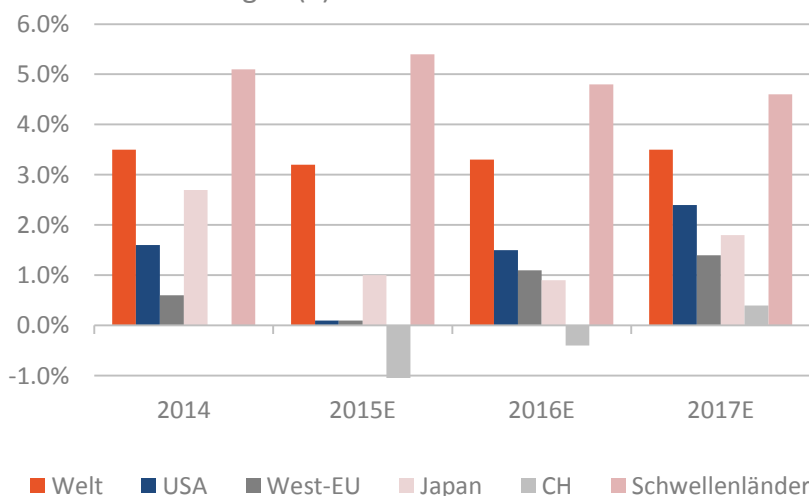
# Wachstum und Inflation

## Jährliche Veränderungen

### Wachstumserwartungen (E)



### Inflationserwartungen (E)



## Wachstum

Die globalen Wachstumsaussichten bleiben verhalten. Dennoch arbeitet sich die Weltwirtschaft langsam aus der Krise heraus.

«China» ist nicht mehr der Wachstumsmotor wie in den guten alten Zeiten. Als Folge werden die Rohstoffpreise längerfristig tief bleiben, was wiederum rohstoffexportorientierte Länder negativ belastet, allen voran Australien, Brasilien, Russland oder Südafrika und zu tieferen Investitionen in diesen Ländern führt.

Der amerikanische Konsument wird von dieser Entwicklung profitieren. Die Erhöhung des verfügbaren Einkommens wird die Wirtschaft in den USA stärken. Diese wiederum schafft neue Arbeitsplätze und was letztendlich eine Normalisierung der Zinslandschaft erlaubt.

Bis auf weiteres benötigt die europäische Wirtschaft die Unterstützung der EZB. Ohne Strukturreformen in den einzelnen Ländern und auf Ebene der EU wird das Wachstum vornehmlich durch die schwache Währung gestützt.

## Inflation

In der Schweiz ist mittelfristig nicht mit Inflation zu rechnen. Die expansive Geldpolitik der EZB zeigt erste Erfolge; ein schwacher Inflationsanstieg sowie leichtes Wirtschaftswachstum sind erkennbar.

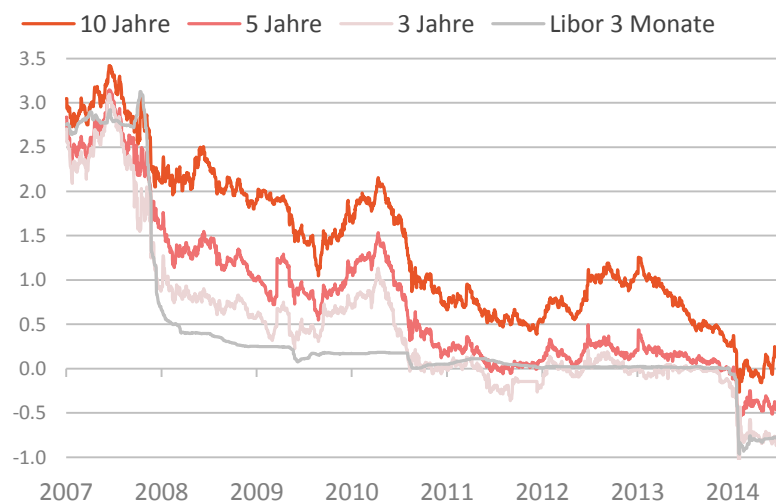
Mit einer Fortsetzung der «Asset Inflation» (Verteuerung von Anlageinstrumenten), d.h. teure Zinspapiere, erhöhte Bewertungen bei Aktien und Überhitzungsgefahr bei Immobilien ist zu rechnen.

# Obligationen

## Schweizer Franken

- Liquidität wirft nicht nur keine Rendite mehr ab, sondern hat ihren Preis (Negativverzinsung).
- Ein weiterer Effekt des sehr tiefen bzw. negativen Zinsniveaus manifestierte sich im Juni. Korrekturen am Aktienmarkt wurden bislang teilweise mit höheren Obligationenpreisen kompensiert. Diese negative Korrelation im Preisverhalten wird in Zukunft nicht mehr garantiert sein.
- Der CHF ist weiterhin gesucht. Daher muss im Bedarfsfall mit weiteren unkonventionellen Massnahmen der SNB gerechnet werden.

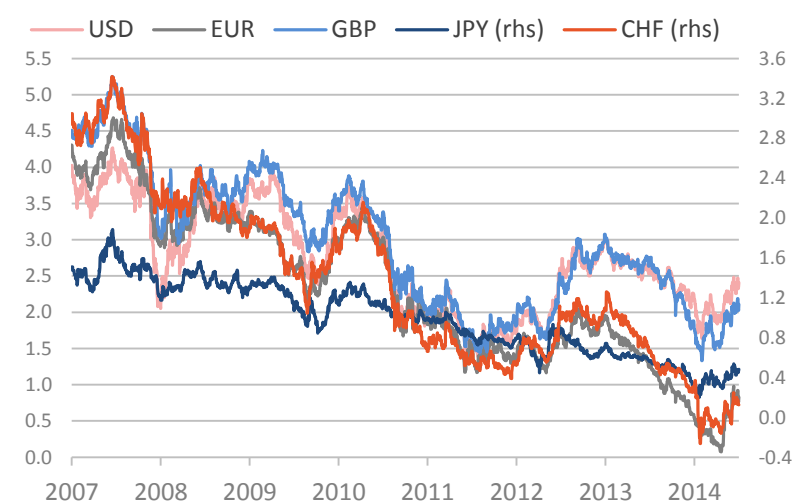
### Zinstrend Eidgenossen



## Fremdwährungen

- Gewinnmitnahmen in deutschen Bundesanleihen lösten eine globale Verkaufswelle in Zinspapieren aus. Viele Anleger, speziell Versicherungen, sind nicht mehr bereit auf Nullzins-Niveaus Obligationen zu kaufen.
- Allerdings wird das QE-Programm der EZB (monatliche Käufe von 60 Mia.) dafür sorgen, dass die Eurozinsen nur beschränkt ansteigen werden.
- Praktisch sicher ist der Start des Zinserhöhungszyklus des FED in diesem Jahr. Wenigstens kurzfristig wird somit die US-Zinsentwicklung von jener im Euroraum divergieren.

### Zinstrend 10j. Regierungsanleihen



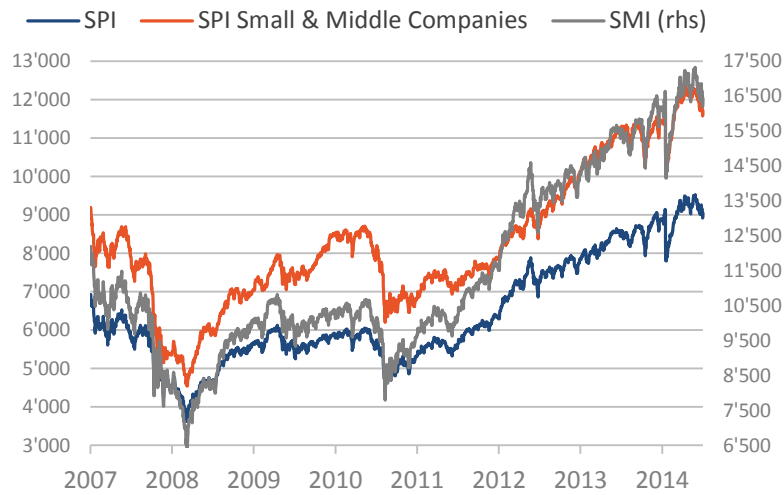
(rhs): Skala rechts

# Aktien

## Schweiz

- Der Schweizer Aktienmarkt blieb im zweiten Quartal lange getrieben von Liquidität und Fusions- und Übernahmefantasien.
- Um den Aufwärtstrend aufrecht zu erhalten, müssen die Gewinne steigen. Allerdings weisen die erwarteten sinkenden Gewinnmargen auf eine verhaltene Performance hin. Wir stufen die Gewinnschätzungen der Analysten als zu hoch ein.
- Zudem ist der Trend zur Frankenstärke nicht wirklich eine Unterstützung für den Schweizer Aktienmarkt.

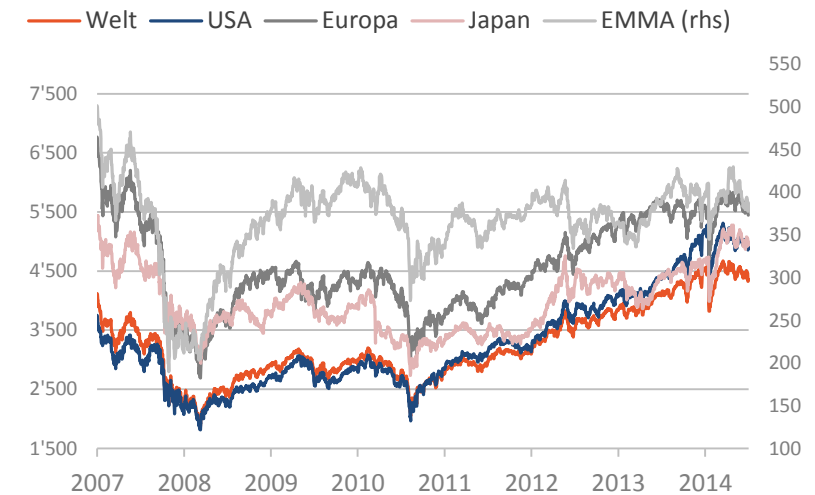
### Kurstrend Aktien Schweiz



## Ausland

- Die Einkaufsmanagerindizes zeigen weiterhin ein positives Bild für die entwickelten Länder. Vorsicht ist jedoch weiterhin bei den Schwellenländern angebracht.
- Europäische Aktien stehen zurzeit noch im Fokus von Griechenland. Die positiveren Wachstumsprognosen für die Eurozone werden aber mittelfristig den Weg weisen.
- Der US-Markt ist in einer Konsolidierungsphase, die bis weit in die zweite Jahreshälfte anhalten dürfte.
- Grossbritannien liegt aufgrund der starken Währung zurück.

### Kurstrend Aktien Ausland (MSCI) in CHF

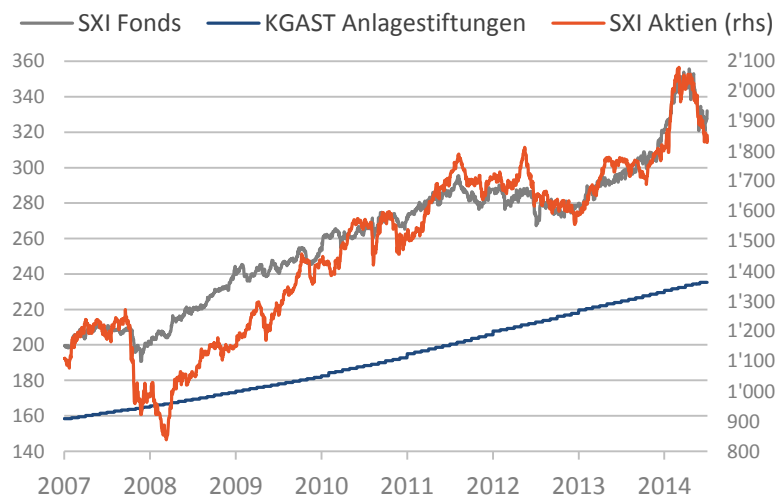


# Immobilien

## Schweiz

- Neben langen Obligationen bleiben Immobilien gesucht.
- Indirekte Anlagen haben einen grossen Teil der Erstquartalsperformance wieder aufgegeben und weisen nun wieder eine attraktivere Ausschüttungsrendite aus.
- Triebfeder hinter der Übernachfrage ist die immer noch überdurchschnittliche Renditedifferenz zum Zinsmarkt.
- Einzelne Agios sind aber nach wie vor sehr hoch und weisen auf eine Überbewertung hin.

Kurstrend indirekte Immobilien Schweiz



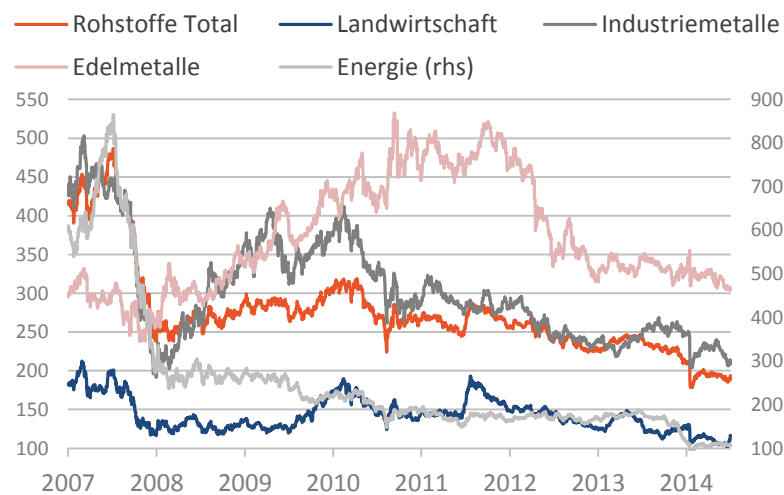
(rhs): Skala rechts

# Alternative Anlagen

## Rohstoffe

- Die Ölpreise haben sich von den Tiefst im ersten Quartal erholt und waren der Hauptgrund, dass der Rohstoffindex das zweite Quartal positiv abschloss.
- Die Metallpreise waren aufgrund der abnehmenden Wachstumsdynamik in China weiterhin unter Druck.
- Die nach wie vor tiefen Preise im Vergleich zum Vorjahr wirken in vielen Ländern Konjunktur belebend, beeinträchtigen aber Rohstoffexport-Länder.
- Wir erwarten vorerst keine signifikante Verbesserung der Preisniveaus.

Kurstrend Rohstoffe (DJ/UBS) in CHF



(rhs): Skala rechts

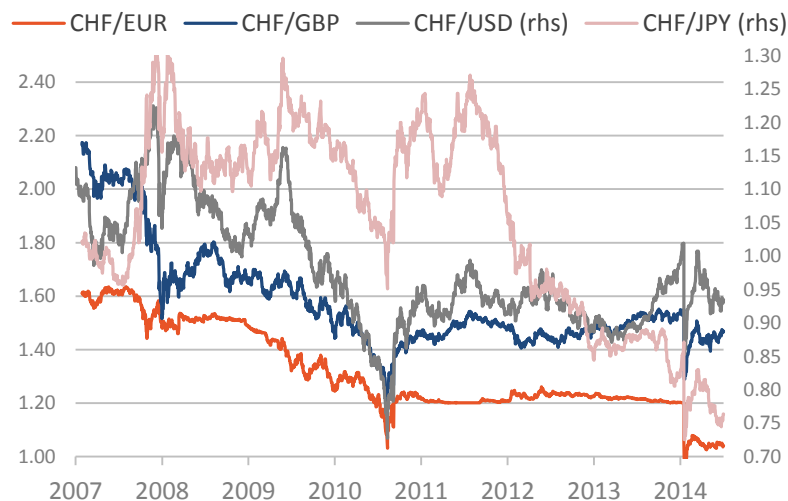


# Währungen

## Aufwertungsdruck im CHF

- Mit den sich akzentuierenden Problemen in Griechenland erhöhte die SNB ihre Interventionen am Devisenmarkt und stabilisierte den EUR in einem Bereich von 1.03 bis 1.05.
- Der USD trat nach der starken Aufwertung von 12% zum EUR im ersten Quartal in eine Konsolidierungsphase. Das nach wie vor höhere Wirtschaftswachstum sowie anstehende Zinserhöhungen sprechen aber weiterhin für den USD.

## Währungsentwicklung



# Fazit

## Freundliche Unterstützung der Zentralbanken

Die globale Wirtschaft wächst langsam, braucht aber weiterhin die Unterstützung der Zentralbanken. In den USA erwarten wir erste Zinserhöhungen. In Europa werden Zinsen und der Euro mittels «QE» erfolgreich geschwächt. Die tiefen Rohstoffpreise unterstützen die Konjunktur in den westlichen Ländern, beeinträchtigen aber das Wachstum in den Rohstoffexport-Ländern. Die Wachstumsaussichten in China und Japan bleiben eingetrübt.

- Obligationen aus dem Investment Grade-Universum bleiben eine ertragsarme, aber risikoreiche Anlageklasse. Dies gilt speziell für CHF-Anleihen und europäische Zinspapiere.
- Aktien sind fair bewertet und weisen eine höhere Dividendenrendite als Obligationen auf. Da die Liquidität ebenfalls besser ist, sind Aktien Obligationen vorzuziehen.
- Die überdurchschnittliche Renditedifferenz zum Zinsmarkt hält die Nachfrage nach Immobilien in der Schweiz aufrecht. Einzelne Agios sind aber weiterhin hoch und weisen auf eine Überbewertung hin.
- Der tendenziell starke CHF drückt auf die Performance von Schweizer Aktien, schmälert aber auch die Erträge von Investitionen im Ausland.