

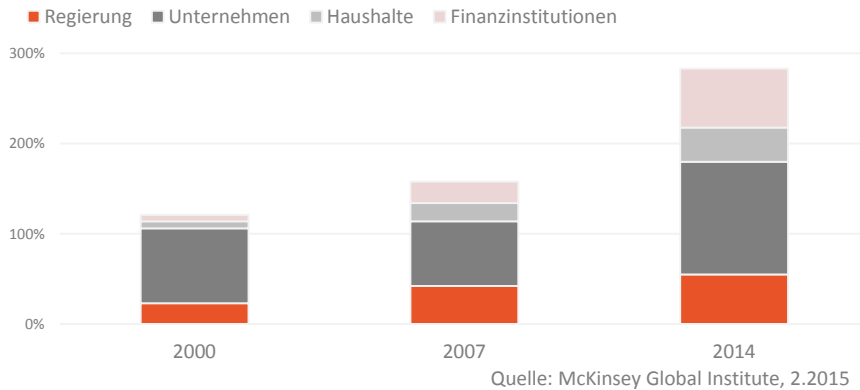
Anlegerbrief

4. Quartal 2015

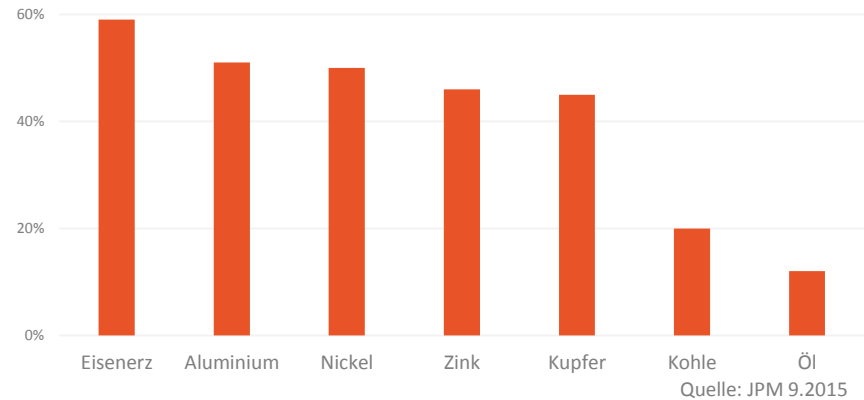
Fokus

China: Facts & Figures

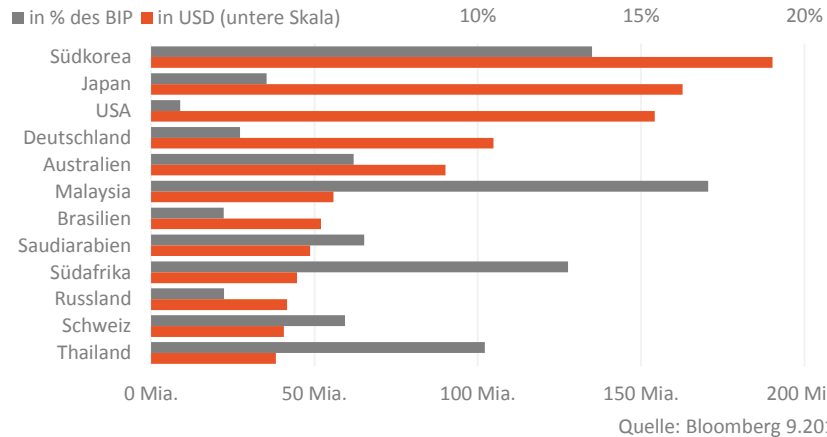
Der Aufstieg Chinas bedeutet auch ein Anstieg des Leverage
Verhältnis Schulden zu BIP in %



China als Nachfrager von Rohstoffen
in % der globalen Gesamtnachfrage

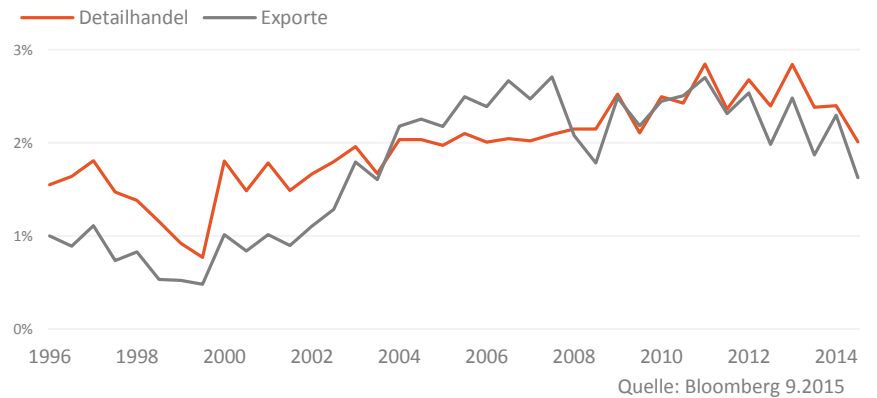


Exporte nach China



Transformation export- zu inlanderorientiertem Wachstum

Zunahme des Detailhandels, Abnahme der Exporte



Taktische Allokation

Gewichtung



- Aktuelle Gewichtung
- Gewichtung der Vorperiode

Kommentar

Die Risikoindikatoren haben sich seit August deutlich verschlechtert. Kritische Schwellenwerte wurden seitdem klar und andauernd überschritten. Das Finanzsystem ist instabiler geworden.

Folgenden Themen dürften die Börsen bis zum Jahresende bewegen:

- Kommt die angesagte Zinserhöhung in den USA oder nicht?
- Wie entwickelt sich die Wirtschaft in China?
- Strebt die Liquiditätshausse langsam ihrem Ende entgegen?
- Auf welchem Niveau stabilisieren sich die Rohstoffpreise?
- Bleiben die Volatilitäten auf den hohen Niveaus?

In einem instabilen Finanzmarktumfeld müssen die Risiken zwingend reduziert werden. Wir fahren deshalb bei Aktien eine neutrale Strategie und sichern, falls notwendig, Positionen ab.

Obligationen bleiben eine ertragsarme und risikoreiche Anlageklasse. Wir bleiben bei Obligationen CHF und Fremdwährungen untergewichtet. Die Zinsrisiken in den Portfolios halten wir tiefer als bei den Vergleichsindices.

Im Tiefzinsumfeld hält die Nachfrage nach Wohnimmobilien an. Trotz teilweiser Überhitzung bei Geschäftsliegenschaften und in peripheren Lagen halten wir an einer neutralen Gewichtung fest.

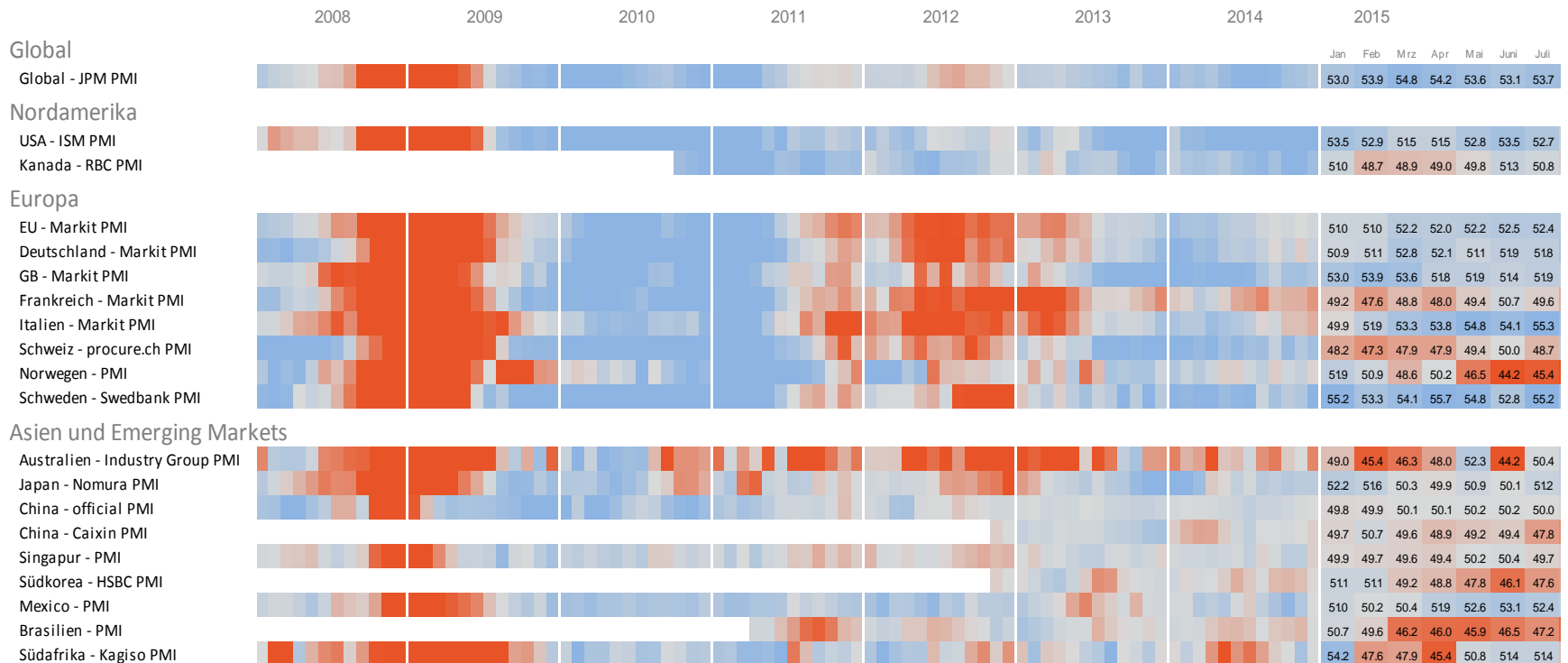
Die alternativen Anlagen haben in den vergangenen Marktkorrekturen nicht wirklich Schutz geboten. Wir bleiben deshalb untergewichtet.

Vorauslaufende Indikatoren

Industrie Einkaufsmanager Indizes (PMIs)

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

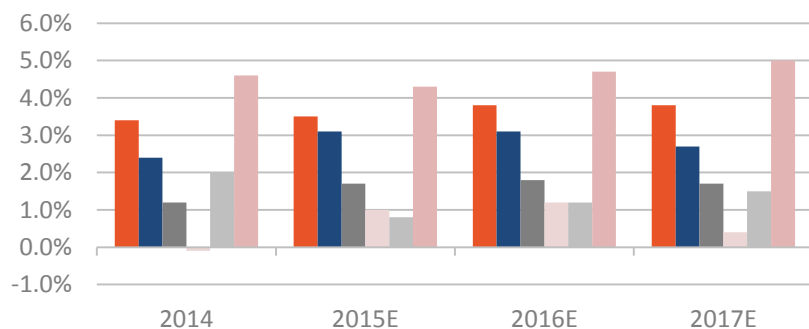
- Stagnierende Weltwirtschaft mit schwacher Investitionsneigung: fehlende Infrastrukturinvestitionen, negative Rohstoff Spirale, neue Technologien mit Rationalisierungseffekten, keine Lohnsteigerungen.
- USA bleibt dynamischste Wirtschaft, Europa erholt sich dank der tiefen Währung, die Schweiz trotz dem Währungsschock.
- Chinas Wachstum schwächt sich weiter ab, rohstoffexportierende Schwellenländer fallen in die Rezession.



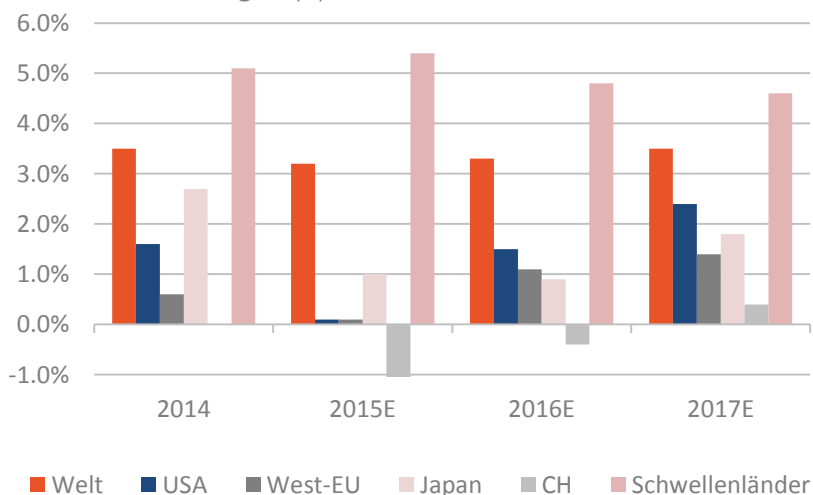
Wachstum und Inflation

Jährliche Veränderungen

Wachstumserwartungen (E)



Inflationserwartungen (E)



Wachstum

Für das nächste Jahr dürften die globalen Wachstumsaussichten nach unten korrigiert werden. Die Weltwirtschaft wird, trotz leichtem Wachstum, in einer säkularen Stagnation verharren.

Die Abschwächung der chinesischen Wirtschaft wirkt sich negativ auf die Weltwirtschaft und -börsen aus. Der tiefe Sturz der Rohstoffpreise – ausgelöst durch die fehlende Nachfrage Chinas – zeigt vermehrt die negativen Folgen auf: Investitionen in Milliardenhöhe werden zurückgefahren, Rohstoff-exportierende Länder fallen in eine Rezession, ihre Währungen teilweise ins Bodenlose.

Der amerikanische Konsument profitiert von dieser Entwicklung, verfügt aber mangels Lohnerhöhungen noch nicht über die Stärke, die Weltwirtschaft anzukurbeln. Es sollte aber reichen, um die Normalisierung der Zinslandschaft in den USA einzuleiten.

Im Gegenteil zur Eurozone, welche bis auf weiteres, trotz ersten Erfolgen und einsetzendem Wirtschaftswachstum, auf die Unterstützung der EZB angewiesen sein wird.

Inflation

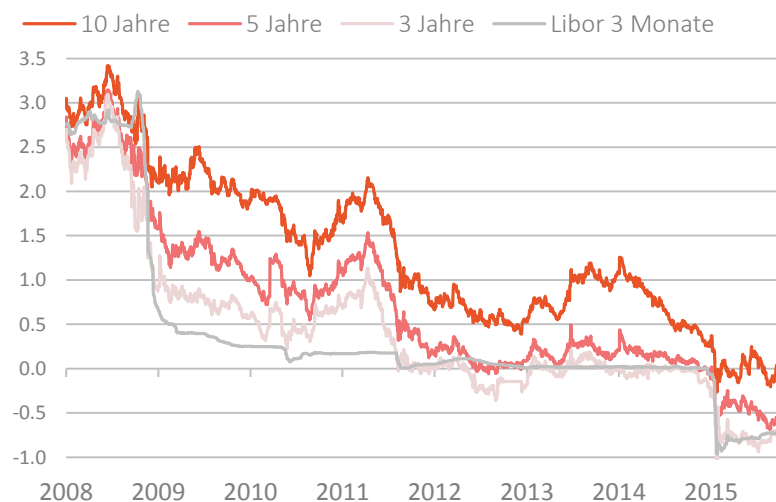
Die Schweiz befindet sich in einem deflationären Umfeld. Inflation ist auf Jahre kein Thema aufgrund nachlassender Nachfrage und Überkapazitäten. Die verhaltene Gewinnentwicklung bei den erreichten Bewertungsniveaus lässt vermuten, dass die liquiditätsgetriebene «Asset Inflation» dem Ende entgegen strebt.

Obligationen

Schweizer Franken

- Die Deflation und die tiefen Zinsen in Europa werden das Zinsniveau noch für einige Zeit unter Null halten, dies gilt umso mehr für den Geldmarkt.
- Erstaunlicherweise werden Neuemissionen mit negativer Rendite vom Markt gut absorbiert.
- Über die letzten Monate haben sich die Kreditrisikoprämien stetig erhöht, was zu einer Unterperformance von tieferen Bonitäten geführt hat.
- Der Druck auf den CHF ist stark gesunken. Dennoch muss im Bedarfsfall mit weiteren unkonventionellen Massnahmen der SNB gerechnet werden.

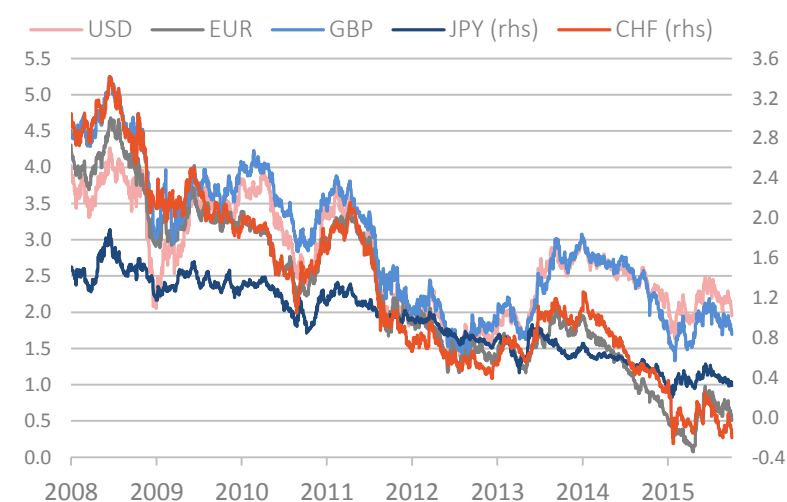
Zinstrend Eidgenossen



Fremdwährungen

- Das FED hat angekündigt, die Zinsen zu erhöhen. Der Zeitpunkt ist allerdings noch ungewiss.
- Demgegenüber ist die EZB noch weit entfernt von einer Abkehr der expansiven Geldpolitik. Wenigstens kurzfristig wird somit die US-Zinsentwicklung von jener im Euroraum divergieren. Allerdings ist in den USA nur mit einem moderaten Zinsanstieg zu rechnen, da die aktuelle Teuerung um Null weit entfernt vom Inflationsziel von 2% liegt.
- Anleihen in Schwellenländer leiden unter der schwachen Währung und rezessiven Wirtschaftsaussichten.

Zinstrend 10j. Regierungsanleihen



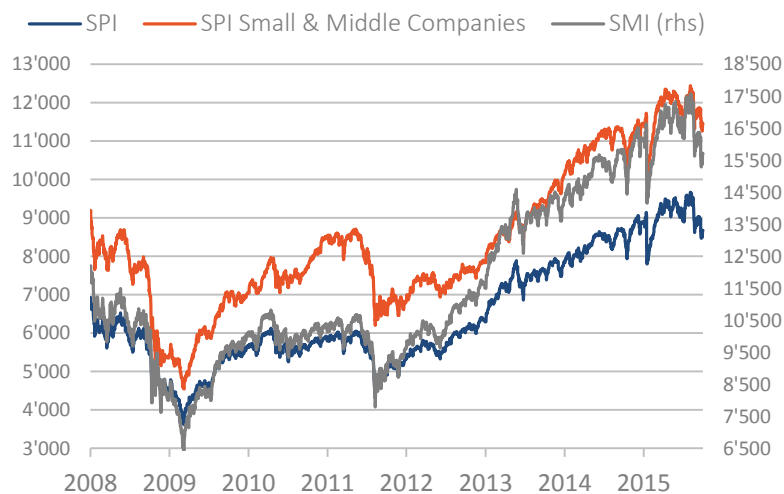
(rhs): Skala rechts

Aktien

Schweiz

- Der Schweizer Aktienmarkt befindet sich seit August bei hohen Marktschwankungen in einer Konsolidierungsphase. Die Liquiditätshausse neigt sich dem Ende entgegen.
- Die Bewertung hat sich aufgrund der Korrektur normalisiert. Um den Aufwärtstrend erneut aufnehmen zu können, müssen die Gewinne steigen. Die Gewinnschätzungen der Analysten sind aber weiterhin eher zu hoch.
- Unterstützend wirkte die Abschwächung des CHF gegenüber dem Euro. Dieser Trend dürfte aber nicht anhaltend sein.

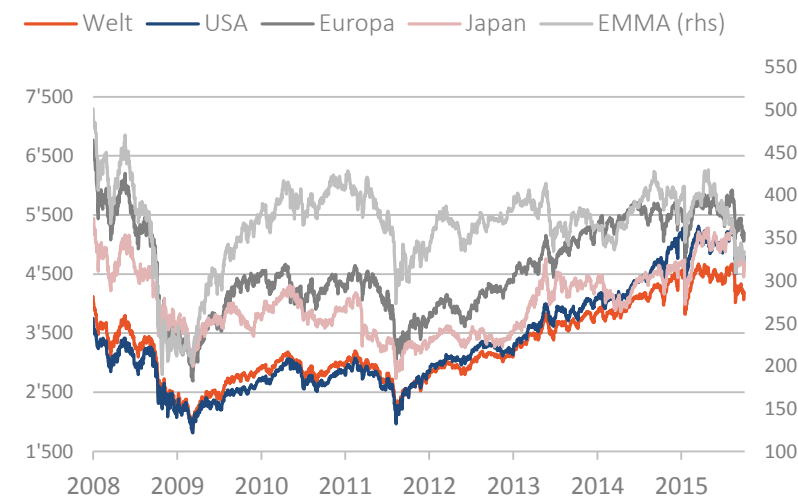
Kurstrend Aktien Schweiz



Ausland

- Die weltweiten Börsen sind weiterhin sehr stark von den Zentralbanken getrieben. Jedes einzelne Wort wird auf die Waagschale gelegt und interpretiert.
- Der Fokus hat sich Richtung China verlagert. China wird weniger in Infrastruktur investieren und deshalb weniger Rohstoffe nachfragen. Die Wachstumshoffnung liegt im Konsum.
- Dividendenzahlungen und Aktienrückkäufe werden für Investoren im Tiefzinsumfeld in Zukunft eine noch wichtigere Rolle spielen.

Kurstrend Aktien Ausland (MSCI) in CHF

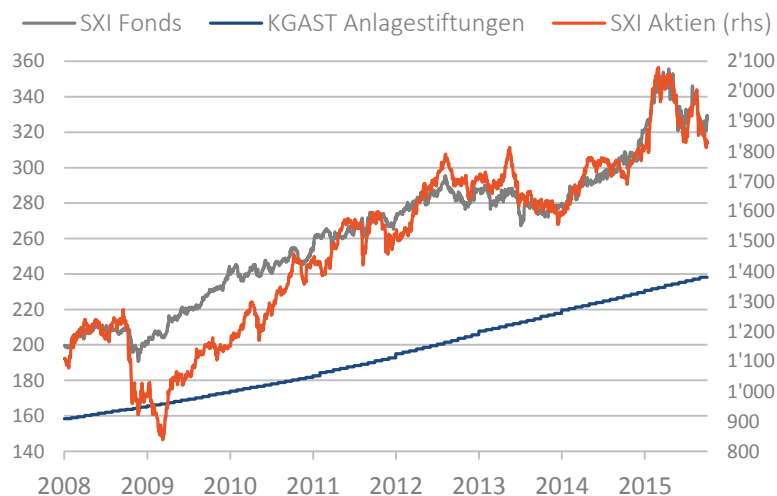


Immobilien

Schweiz

- Im Tiefzinsumfeld hält die Nachfrage nach Wohnimmobilien an. Grund dafür ist auch die hohe Renditedifferenz zum Zinsmarkt, welche in einer attraktiven Ausschüttungsrendite zum Ausdruck kommt.
- Inzwischen haben sich die hohen Agios bei Fonds und Aktien über Preiskorrekturen relativiert, wenn auch teilweise Überhitzungen bei Geschäftliegenschaften und in peripheren Lagen bestehen bleiben.

Kurstrend indirekte Immobilien Schweiz

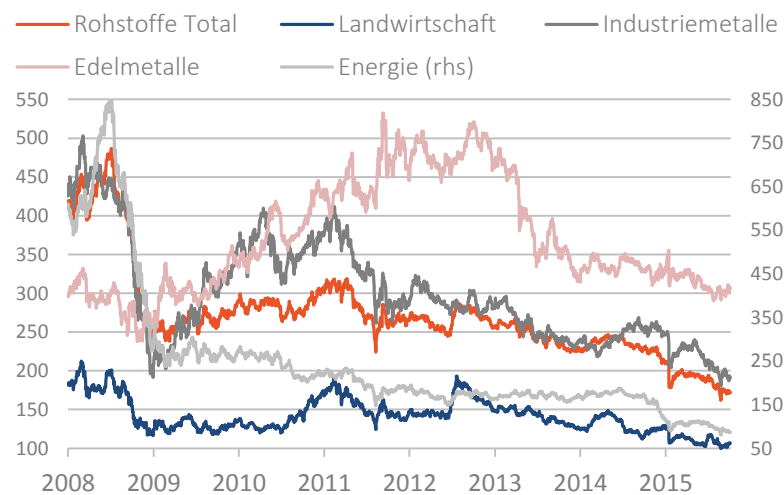


Alternative Anlagen

Rohstoffe

- Die Rohstoffpreise leiden unter der Abkühlung Chinas bzw. von dessen Transformation vom export- zum inlanderorientierten Wirtschaftsmodell.
- Ohne Wachstumsimpulse wird sich das Preisniveau bei Rohstoffen nicht signifikant erholen.
- Die Öl- und die Industriemetallpreise markierten im dritten Quartal neue Tiefststände. Erste grosse Investitionsprojekte wurden zurückgestellt (BP in der Arktis), kreditbasierte Wachstumsmodelle kommen unter Druck (Glencore).
- Gold konnte sich den letzten Marktverwerfungen entziehen.

Kurstrend Rohstoffe (DJ/UBS) in CHF

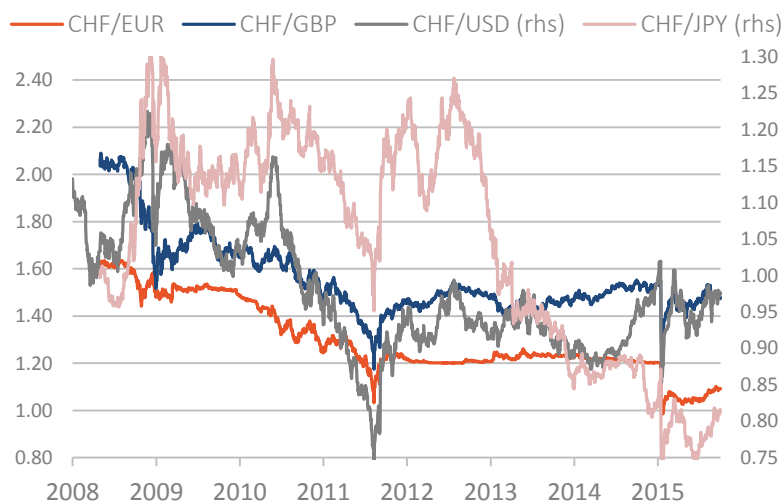


Währungen

Signifikante Abwertung des CHF

- Abwertung des CHF ggü. dem USD, ausgelöst durch gute Wirtschaftsdaten und anhaltende Zinserhöhungsphantasien.
- Deutliche Abschwächung des CHF zum Euro, verursacht durch das – vorläufige – Ende der Griechenlandkrise und sehr gute Wirtschaftsdaten aus Deutschland, verbunden mit ersten Erholungstendenzen in Südeuropa.
- Der USD bleibt die stärkste Währung (Wachstums- und Zinsphantasien). Der CHF, eingebettet in ein deflationäres Umfeld, könnte gegenüber dem Euro erneut aufwerten.

Währungsentwicklung



Fazit

Korrektur des globalen Wirtschaftswachstums

Die Wachstumsaussichten für die globale Wirtschaft werden für das Jahr 2016 nach unten korrigiert werden müssen. Die Aussichten für China bleiben eingetrübt. Die daraus resultierenden tiefen Rohstoffpreise unterstützen zwar den Konsumenten in der westlichen Welt, bringen aber viele Schwellenländern in die Nähe einer hartnäckigen Rezession. Die erwartete Zinserhöhung in den USA wird marginal ausfallen, Europa trotz anziehender Wirtschaft weiterhin die Unterstützung der EZB benötigen.

- Das global tiefe Zinsniveau wird Obligationen noch für einige Zeit ertragsmässig unattraktiv machen. Allerdings wird das Kursrisiko durch die wirtschaftliche Stagnation und fehlenden Inflationsdruck eher auf der moderaten Seite bleiben.
- Aktien sind aufgrund der höheren Dividendenrendite Obligationen vorzuziehen. Die Marktschwankungen werden aber signifikant zunehmen. Die Bewertung von europäischen Aktien sind attraktiv, US-Aktien sind trotz Konsolidierung teuer.
- Das Tiefzinsumfeld hält die Nachfrage insbesondere nach Wohnimmobilien in der Schweiz aufrecht. Inzwischen haben sich die hohen Agios bei Fonds und Aktien relativiert wenn auch teilweise Überhitzungen bei Geschäftliegenschaften und in peripheren Lagen bestehen bleiben
- In Zeiten labiler Finanzmärkte zahlt sich ein aktives Risikomanagement aus.