

Anlagestrategische Überlegungen

In einem Umfeld hoher Schwankungen
und Fehlbewertungen

Zug, 31. Oktober 2011

Ökonomische Rahmenbedingungen I

Wachstumsabschwächung – steigende Risiken

	Wachstum 2011	Wachstum 2012		Inflation 2010	Inflation 2011		Geldpolitik		Zinsprognose (12 Mt.) Obli ¹⁾		Gewichtung BIP (PPP)
Schweiz	2.0 (1.7)	1.4	↘	0.5 (0.8)	0.6	→	locker	→	1.9 (2.2)	↗	0.5%
Euroland	1.8 (1.4)	1.1	↘	2.6 (1.8)	1.9	↘	locker	→	3.0 (3.2)*	↗	15%
USA	1.6 (2.6)	2.2	↗	3.0 (1.5)	2.1	↘	locker	→	3.0 (3.6)	↗	20%
Japan	-0.4 (1.3)	2.5	↗	-0.2 (-0.3)	-0.2	→	locker	→	1.4 (1.3)	↗	6%
EMMA	6.4	6.1	↘	7.5	5.9	↘	restriktiv	↗	n.a.		48%
Welt	4.0 (4.2)	4.0	→	5.0 (3.1)	3.7	↘	zweigeteilt	↘	n.a.		100%

Quelle: Bloomberg Consensus, IMF für EMMA & Welt (9.2011); () Stand 12.2010 ¹⁾ Rendite 10-jährige Regierungsanleihen * Deutschland

Konsensus Szenario 70% (Einschätzung VI 50%): Bipolare Welt

- Schwaches Wachstum in den Industrienationen – Abschwächung in den Schwellenländern
- Die Konsumnachfrage erodiert über steigende Nahrungsmittel- und Energiepreise, steigende Steuern und eine steigende Liquiditätspräferenz
- Die strukturell hohe Arbeitslosigkeit belastet die Staatshaushalte. Fiskaldefizite werden nicht abgebaut.
- Austeritätspolitik in den westlichen Ländern (v.a. in Europa) lässt Unternehmen ihre Investitionspläne zurückstellen.
- In der Folge werden die Wachstumsaussichten nach unten angepasst; Stagnation ist allerdings noch kein Thema ausser für Griechenland und Portugal, wo rezessive Phasen prognostiziert werden.
- Auch in den Schwellenländern nimmt das Wirtschaftswachstum ab, bleibt allerdings auf einem ansehnlichen Niveau. Die nachlassende Dynamik verringert den Inflationsdruck. Konsum und Staatsausgaben kompensieren Exportrückgang.

Ökonomische Rahmenbedingungen II

Wachstumsabschwächung – steigende Risiken

Downward Risiko I 15% (Einschätzung VI 30%): **Japanisierung G7**

- Wirtschaftliche Stagnation durch Konsumzurückhaltung, tiefere Investitionen, Sparkurs der Regierungen und Bilanzsanierungen
- Leitzinsen nahe bei Null; Steigende Staatsverschuldung wird durch Zombie-Banken und Notenbanken aufgefangen
- Exportindustrie profitiert vom Schwellenländer-Wachstum, Binnenindustrie stagniert
- Deflation rettet Anleger, drückt aber die Gewinne; Börsen im Stillstand-Modus

Downward Risiko II 15% (Einschätzung VI 10%): **Double Dip**

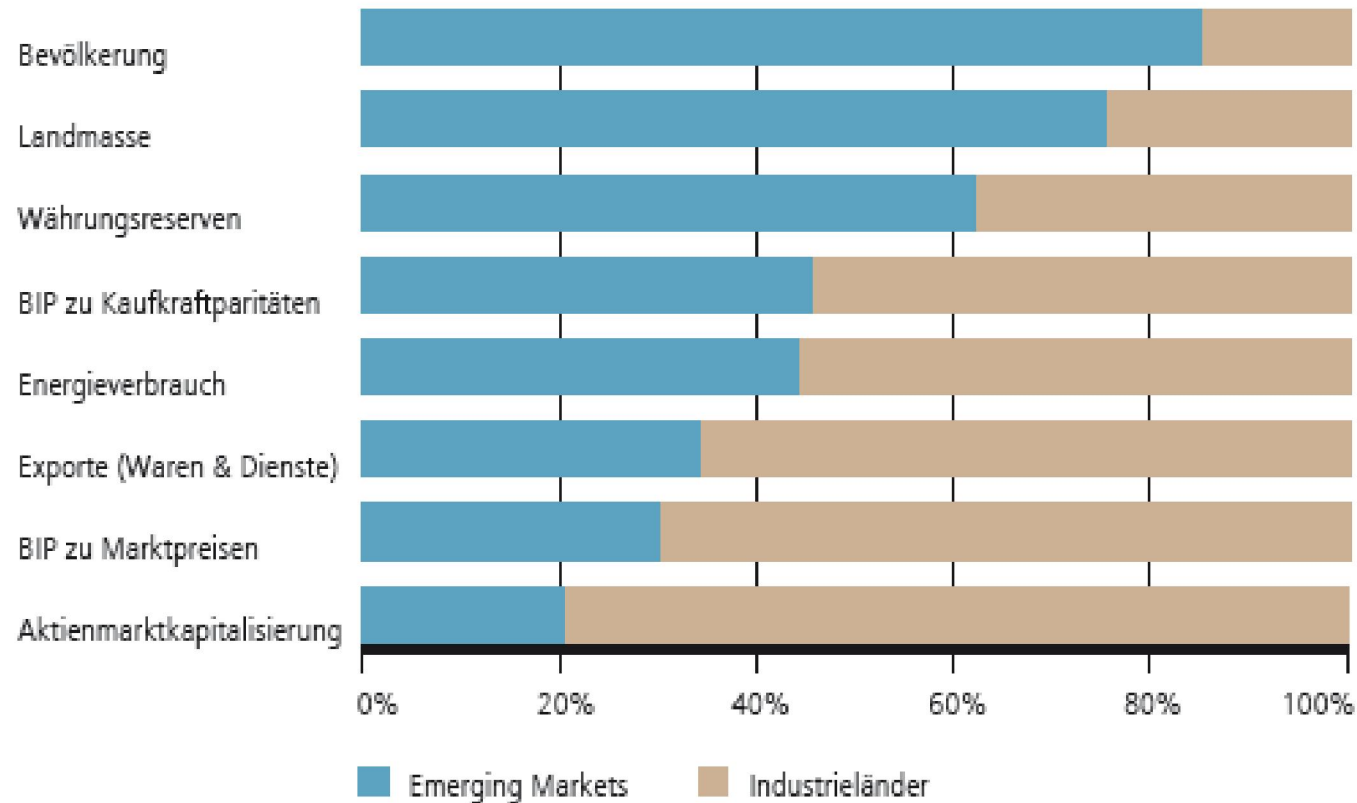
- Deutschland verordnet Europa eine Austeritätspolitik, die das Europaproblem verschärft. Negativspirale im Süden bremst die deutschen Exporte. Konsumnachfrage wird durch höhere Steuern, Lohnkürzungen und höhere Zinsen gedämpft.
- Liquiditätspräferenz verstärkt sich weltweit. Investitionen werden gekürzt.
- Bankensanierung kostet mehr als erwartet. Gewinne gehen zurück. Banken und Staaten können sich ab 2012 nicht mehr refinanzieren.

Upward Risiko 0% (Einschätzung VI 10%): **Europa-Lösung, expansive Schwellenländer**

- Schwellenländer senken Zinsen wegen nachlassender Inflation. Binnenkonsum wird durch Lohnerhöhungen gestärkt. Höhere Infrastrukturausgaben stabilisieren das Wachstum auf einem hohen Niveau
- Zusätzlich zum Euro-Rettungsfonds EFSF, bzw. zum Rettungsschirm ESM (ab Mitte 2013) werden Eurobonds eingeführt.
- USA fördert Infrastrukturausgaben und kürzt den Rüstungsetat. Die lockere Geldpolitik hält die Zinsen tief. Verschuldungssituation der Privaten verbessert sich.

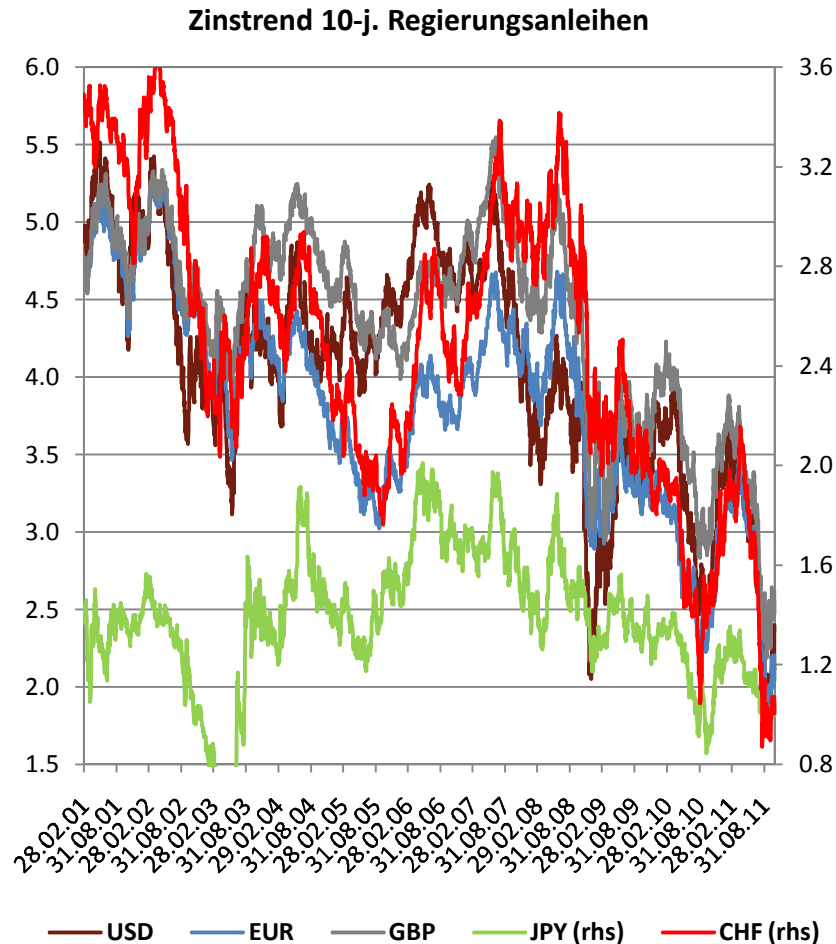
Der Einfluss der Schwellenländer

Transformation ist im Gange



Internationale Zinslandschaft

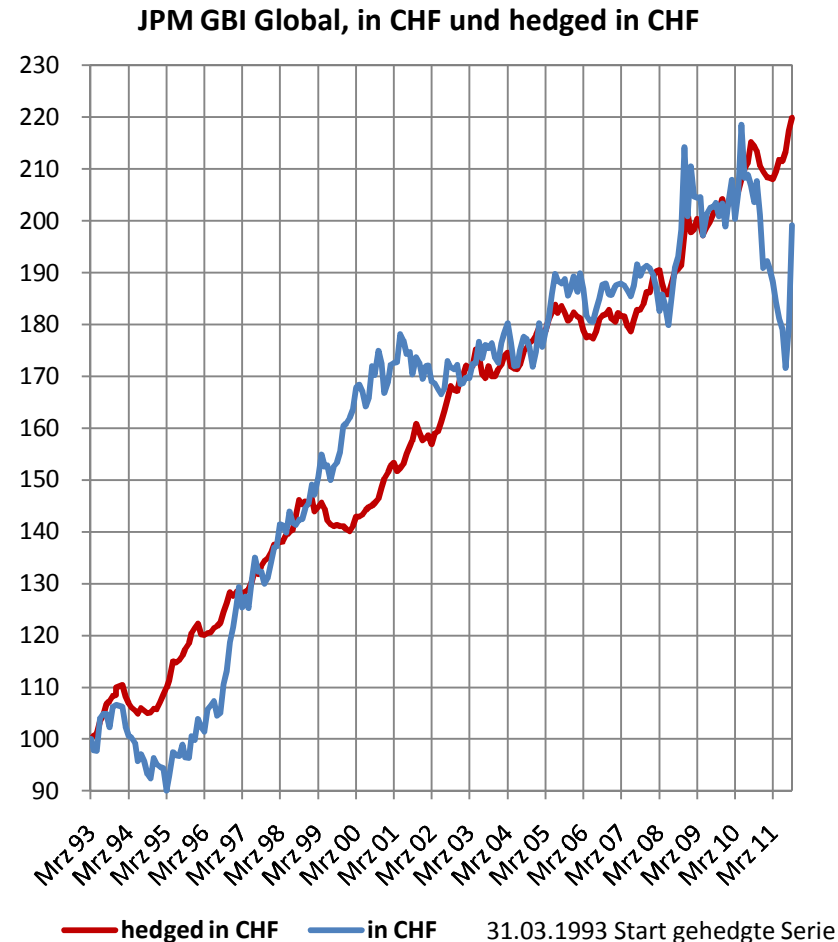
Ungenügende Ertrags-Risiko-Verhältnisse



- Aussergewöhnlich tiefe Nominalzinsniveaus; reale Zinsen häufig negativ
 - Das tiefe Zinsniveau führt zu einer Erhöhung der Duration (über Coupon-Effekt) und dies zu erhöhter Volatilität an den Zinsmärkten (siehe Japan ab 1998)
 - Marktgewichtete Indices sind suboptimal
 - Volkswirtschaftliche Ungleichgewichte entladen sich wegen tiefem Zinsniveau über Währungsmärkte
-
- ⇒ Kostenminimierung anstreben
 - ⇒ Taktik wird wichtiger als strategisches Verhalten
 - ⇒ Umsetzung mit Direktanlagen
 - ⇒ EMMA (als Satelliten) bieten Zinskonvergenz und Währungsaufwertung
 - ⇒ Umschichtung von Nominalwertanlagen in Immobilien

To Hedge or not to Hedge

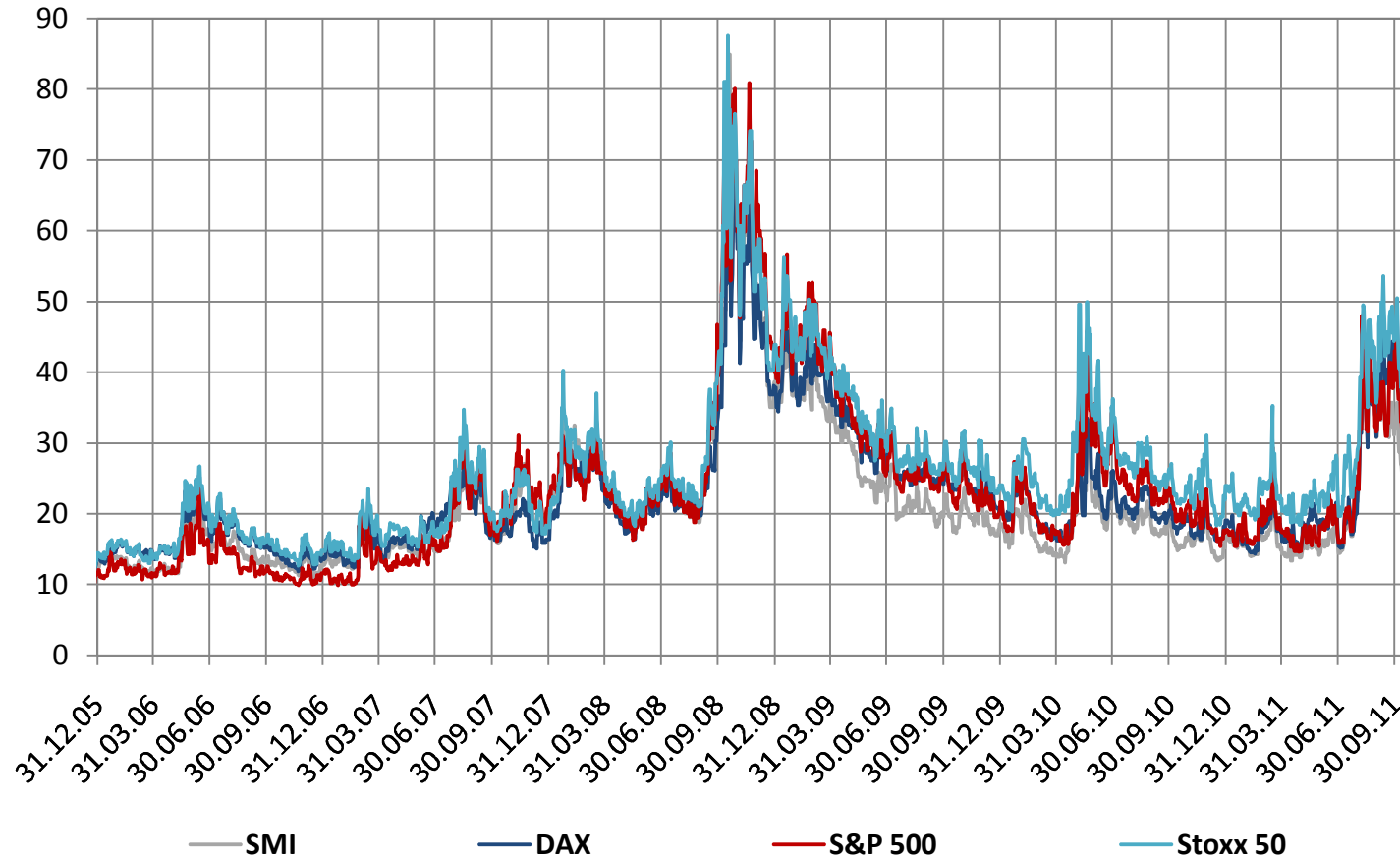
Ein alter Streit unter Gelehrten



- Hedging senkt die Volatilität
 - 3 aussergewöhnliche Perioden: Dollarschwäche und EMS Krise 1993-1997, Yen-Stärke 1999-2003 und CHF-Stärke ab 2010. Hedging war nur in 2 Perioden erfolgreich.
 - Über die Periode März 93 bis Mai 10 wurde die CHF-Aufwertung von den Hedgekosten eliminiert.
 - Seit Anfang September 2011 gratis EUR-Put, dank SNB-Intervention (macht EUR-Absicherung obsolet)
- ⇒ Strategische Währungsabsicherung ist aktuell nicht zu empfehlen.
- ⇒ Taktisch handeln, wenn Yen, CHF und EM-Währungen in den Fokus kurzfristig orientierter Anleger fallen

Volatilität

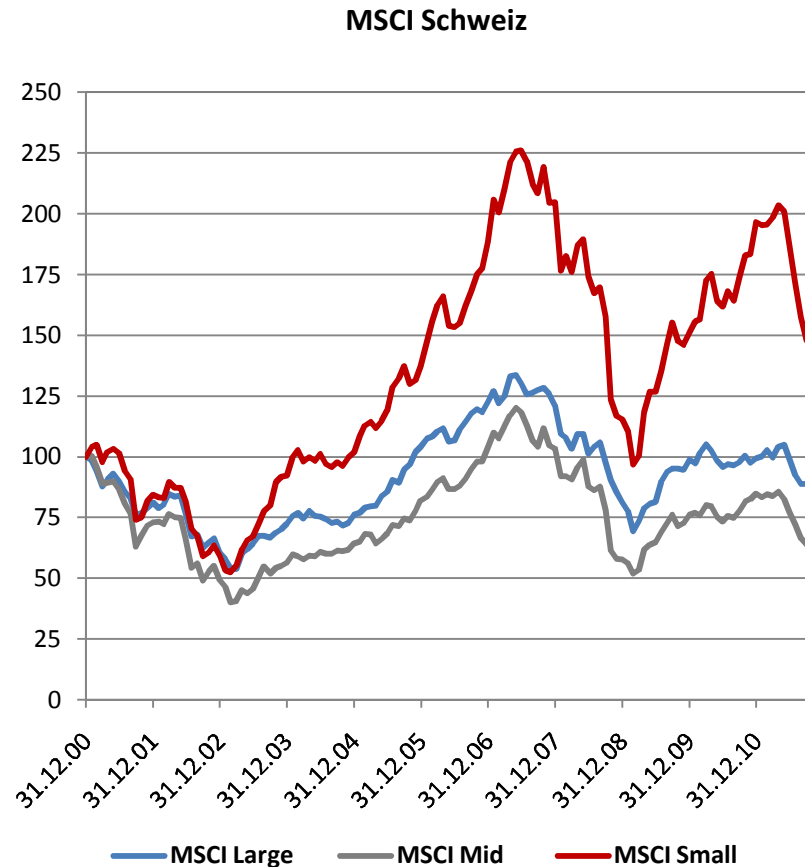
Implizite Volatilitäten an den Aktienmärkten



⇒ Erhöhtes Niveau im Vergleich zu vor der Finanzkrise

Aktien Schweiz

Übergewichtung von Nebenwerten zahlt sich strategisch aus



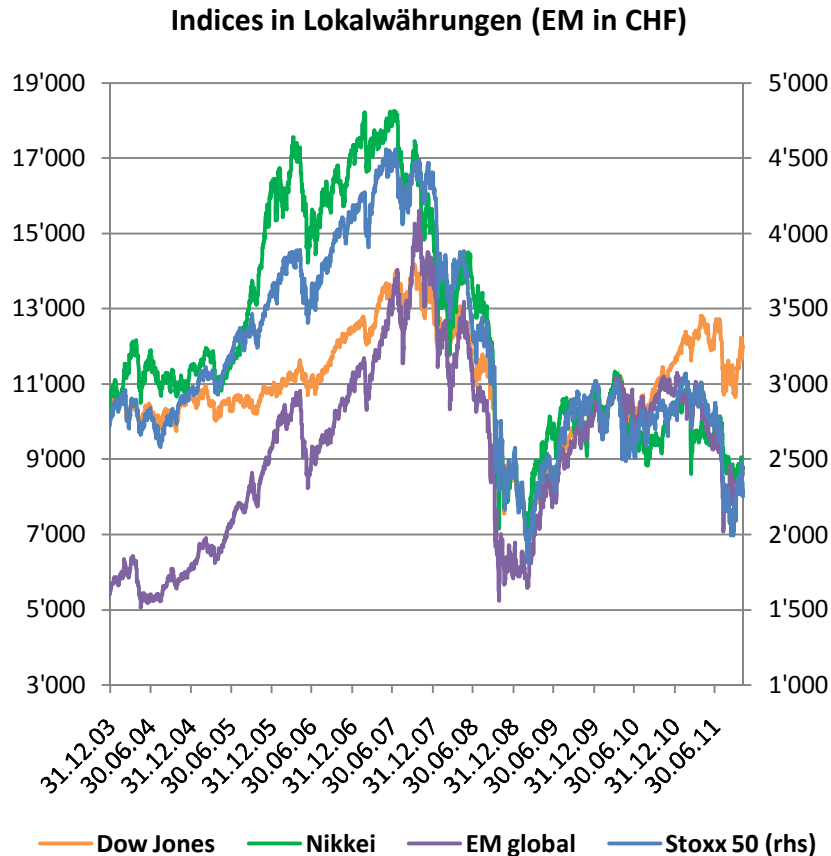
- Der Schweizer Aktienmarkt offeriert drei nachhaltige Prämien:
 - Small Cap-Prämie
 - Value-Prämie
 - Illiquiditäts-Prämie
- Diese Prämien sind aber in der kurzen Frist instabil und verlangen lange Halteperioden und antizyklisches Anlageverhalten.
- Nebenwerte haben in der Vergangenheit die Blue Chips um rund 3% p.a. übertroffen, und dies bei geringerer Volatilität.

⇒ Nebenwerte profitieren stärker von der Globalisierung und der Dynamik der Weltwirtschaft.

⇒ Speziell profitieren exportorientierte Unternehmen vom Aufschwung der Schwellenländer.

Aktien Ausland

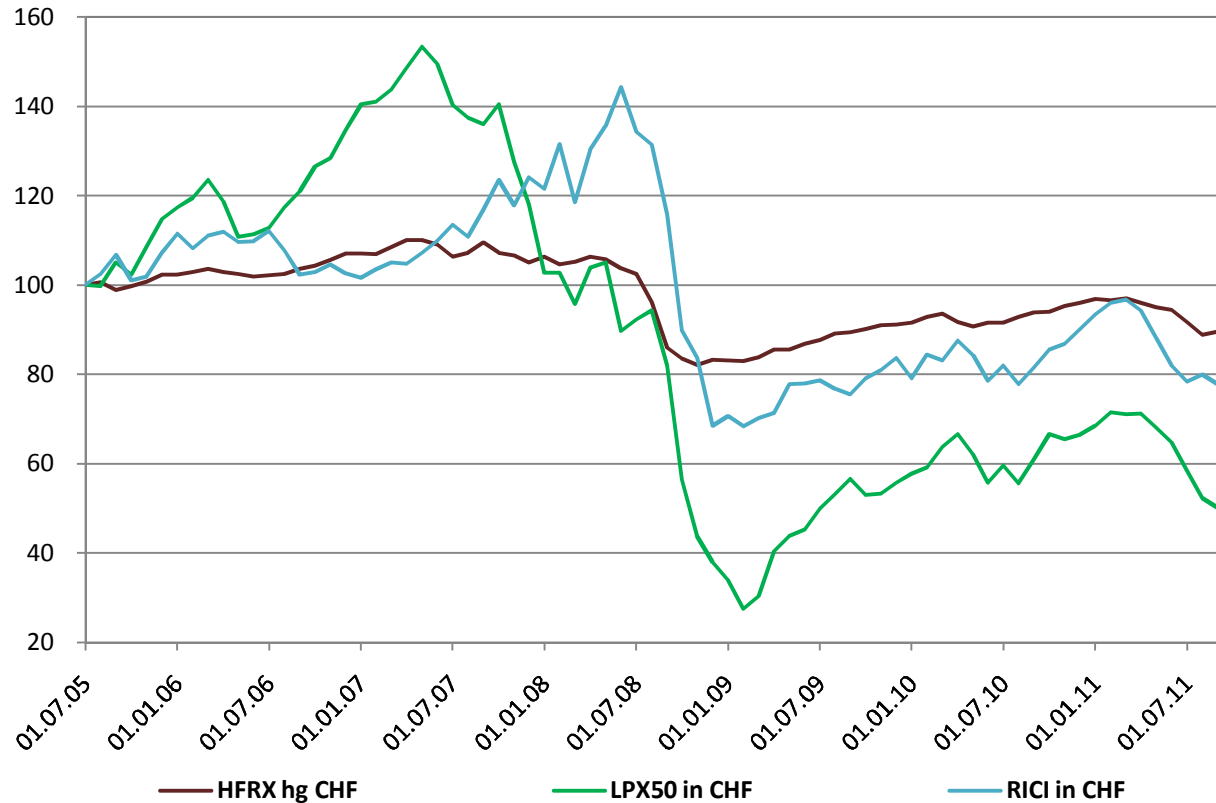
Traditionelle Orientierung limitiert Ertragspotenzial



- Nur USA auf Vorkriesenniveau
 - Bankenlastigkeit in Europa hat Verluste verstärkt
 - Spekulationsgelder wurden aus den Schwellenländern abgezogen.
 - Tiefes bzw. Null-Wirtschaftswachstum begrenzt Performance-Potenzial
-
- ⇒ Nebenwerte-Prämien als globale Erscheinung
 - ⇒ Schwellenländer nicht gefangen durch Altlasten aus Bilanzrezession (bzw. Finanzkrise)
 - ⇒ Qualität und Dividendenrendite werden zu Anlagekriterium

Alternative Anlagen

Ernüchternde Bilanz



HFRX hg CHF: Hedgefonds Index hedged in CHF (Hedge Fonds Research); Start Juli 2005
LPX50 in CHF: Private Equity Index in CHF (LPX Group)
RICI in CHF: Rohstoffindex in CHF (Rogers International)

⇒ Erwartungen haben sich in der Finanzkrise nicht erfüllt

Struktureller Bruch auf der Ertragsseite

3. Korrektur der Ertragserwartungen seit 2004

Anlagekategorie	Ertragsannahme 2010	Renditeperspektive 2011 – 2016	Risiko
Geldmarkt	0.15%	0.1%	0.3%
Obligationen CH	1.8%	1.0%	3.1%
Obligationen FW	2.5%	2.0%	7.1%
Hypotheken	2.25%	2.0%	0.7%
Immobilien	4.5%	4.0%	1.4%
Aktien Schweiz	6.0%	5.0%	15.9%
Aktien Ausland	6.0%	5.0%	18.0%
Hedge Funds	5.5%	3.5%	6.5%

- ⇒ Die Erfahrung zeigt, dass nach Bilanzrezessionen kombiniert mit Finanzkrisen die Wirtschaft während längerer Zeit nur verhalten wächst. Entsprechend müssen die Ertragserwartungen nach unten korrigiert werden.

Anlagepolitische Schlussfolgerungen

Kein traditionelles Anlageumfeld

- Ungemütliche Lage für klassische Finanzinvestoren:
 - Absolute Ertragsniveaus sind bedenklich am Schrumpfen
 - Tiefe Zinsen führen zu Fehlallokation und Finanzmarktverzerrungen (tradingorientierte Anlagetechniken mit Hebel werden Mode)
 - Erhöhte Volatilität mit Spitzen als Dauerzustand
- Aktienmärkte mit Seitwärtstendenz und zwischenzeitlichen Bärmarkt-Rallyes.
- Negative Realzinsen belasten den Sparprozess. Flucht in Gold, Immobilien und vereinzelte Qualitätsaktien.
- Orientierung an herkömmlichen Indices wirkt kontraproduktiv. Innerhalb der Index-Aggregate sind grosse Disparitäten an der Tagesordnung.
- Euro-Absicherungen lohnen sich zur Zeit nicht (Euro-Put der SNB).
- Fehlallokation von Kapital und unberechenbare Politik führt zu schwer einschätzbaren Marktreaktionen, was die taktische Vermögensallokation fordert.