VI VorsorgeInvest AG

# Anlagestrategische Überlegungen

Industrieländer unter dem Regime finanzieller Repression und offener Geldschleusen

Zug, 28. März 2012

# Ökonomische Rahmenbedingungen I

Prognosen nach unten angepasst – divergierende Wirtschaftspolitik

| | Wachstum | | | Inflation | | | Geldpolitik | | Zinsprognose Obli [1] | | Gewichtung |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2011 | 2012 | Ver. | 2011 | 2012 | Ver. | | Ver. | in 12 Mte. | akt. | BIP (PPP) |
| Schweiz | 1.9 (2.0) | 0.4 (1.0) | ↘ | 0.3 (0.4) | -0.5 (0.2) | ↘ | locker | → | 1.3 (1.5) | 0.9 | 0.5% |
| Euroland | 1.4 (1.6) | -0.4 (0.5) | ↘ | 2.7 (2.7) | 2.2 (2.0) | ↗ | locker | → | 2.6 (2.5)* | 1.9 | 15% |
| USA | 1.7 (1.8) | 2.2 (2.1) | → | 3.2 (3.2) | 2.3 (2.1) | ↗ | locker | → | 2.7 (2.7) | 2.2 | 20% |
| Japan | -0.8 (-0.8) | 1.5 (1.7) | ↘ | -0.3 (-0.2) | -0.3 (-0.3) | → | locker | → | 1.3 (1.2) | 1.0 | 6% |
| BRICS | 6.9 (6.8) | 6.3 (6.5) | ↘ | 6.5 (6.2) | 4.2 (4.7) | ↘ | neutral/locker | ↘ | n.a. | | 48% |
| Welt | 2.9 (2.7) | 2.2 (2.5) | ↘ | 3.6 (3.5) | 2.7 (2.7) | → | locker | ↘ | n.a. | | 100% |

Quelle: Bloomberg Consensus 12.2011; Ver.: Veränderung zu Vorquartal (); akt.: aktuell; [1] Rendite 10-jährige Regierungsanleihen * Deutschland

## Konsensus Szenario (Markteinschätzung 60%, Einschätzung VI 50%)

**Asynchrone Wachstumsabschwächung: milde Rezession in EU – robuste EMMAs – US-Wachstum um 2%**

- Schuldenberg blockiert das Wachstum. Konsum wird durch höhere Steuern, Arbeitslosigkeit und Sparmassnahmen gebremst. Staaten reduzieren Haushaltsdefizite. Tiefe Nominalzinsen erleichtern den Schuldenabbau.
- Wachstum ist stark genug, um Strukturprobleme nicht zu verschärfen und schwach genug, um Zinsen nicht steigen zu lassen.
- Abgeschwächtes Wachstum der Schwellenländer bleibt ein wichtiger Stabilisator.
- Schwacher Dollar und Nachholinvestitionen stabilisieren die Lage in den USA.

## Downward Risiko(Markteinschätzung 15%, Einschätzung VI 10%)

**Finanzielle Repression à la Cameron und Merkel – USA durch Wahlen blockiert**

- Europa bleibt im Fokus: Portugal übernimmt Rolle von Griechenland. Banken müssen Bilanzen verkürzen.

# Ökonomische Rahmenbedingungen II

Prognosen werden nach oben angepasst – divergierende Wirtschaftspolitik

- Austeritätspolitik Deutschlands beschleunigt Negativspirale im Süden. Konsumnachfrage bricht durch höhere Steuern und Lohnkürzungen ein. Rezession ist tiefer als erwartet und dauert länger.
- USA und Schwellenländer können Ausfälle in Europa nicht mehr kompensieren.
- Liquiditätspräferenz verstärkt sich weltweit. Investitionen werden gekürzt.

Upward Risiko(Markteinschätzung 25%, Einschätzung VI 40%)

**Märkte verdrängen Strukturprobleme – Notenbanker übernehmen die Wirtschaftspolitik**

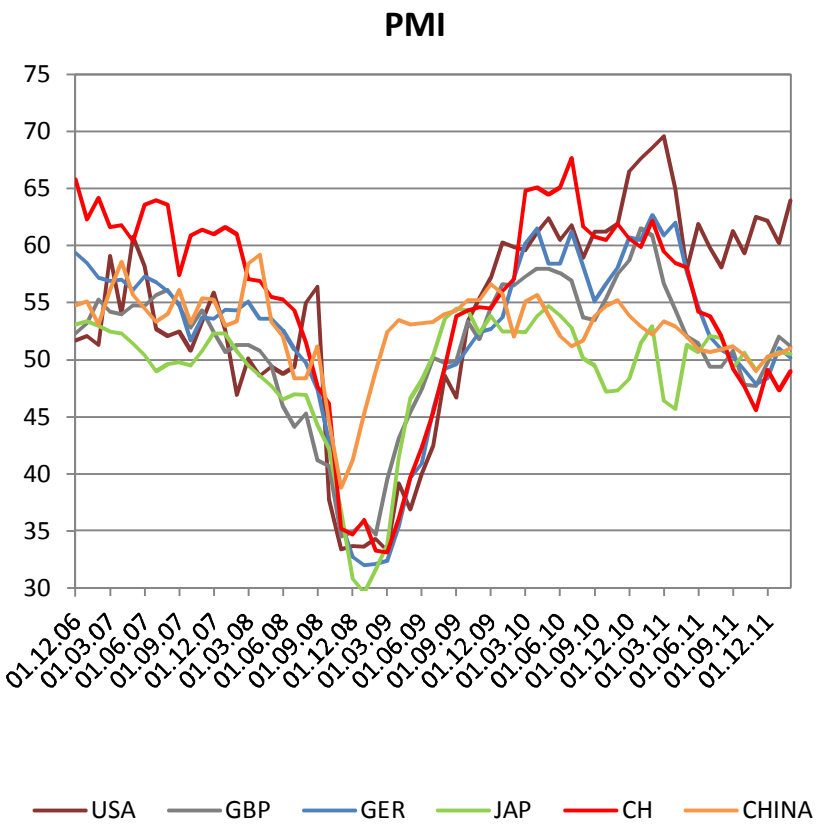
- Schwellenländer senken Zinsen wegen nachlassender Inflation. Binnenkonsum wird durch Lohnerhöhungen gestärkt. Höhere Infrastrukturausgaben stabilisieren das Wachstum auf hohem Niveau.
- EZB setzt lockere Geldpolitik fort. Spreads bei Regierungsanleihen gehen zurück. Refinanzierung der Banken geht problemlos.
- Deutschland gibt weiter nach: sowohl bei EZB-Intervention als auch beim Rettungsschirm.
- Nachholinvestitionen und tiefere Arbeitslosigkeit stabilisieren Konjunktur in den USA. Die lockere Geldpolitik hält Zinsen tief. Verschuldungssituation der Privaten verbessert sich langsam.

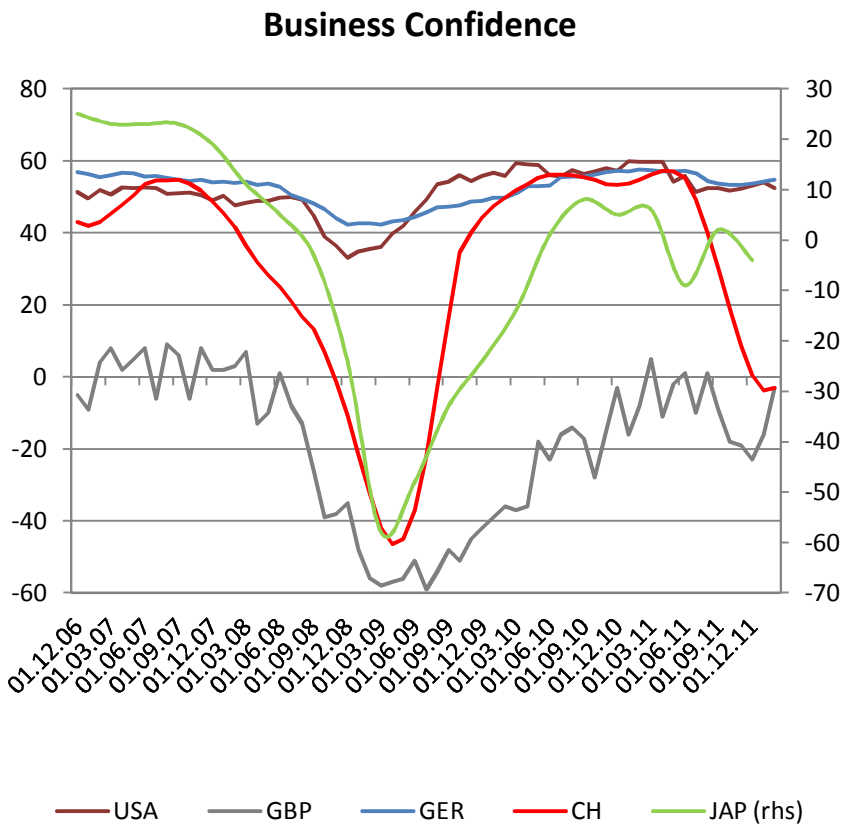
⇨ Es besteht kein eigentlicher Konsens mehr, wie die Folgen der Finanzkrise zu dämpfen sind. Euroland sucht das Heil in einer Austeritätspolitik, GB setzt auf finanzielle Repression und die USA auf quantitatives Easing.

⇨ Liquiditätsgetriebene Hausse lebt weiter – unterstützt durch verbesserte Fundamentaldaten. Ein Gewinnmomentum braucht es nicht für höhere Kurse.

# Vorlaufende Indikatoren

Einkaufsmanager-Indices (PMI) haben mehrheitlich positiv überrascht



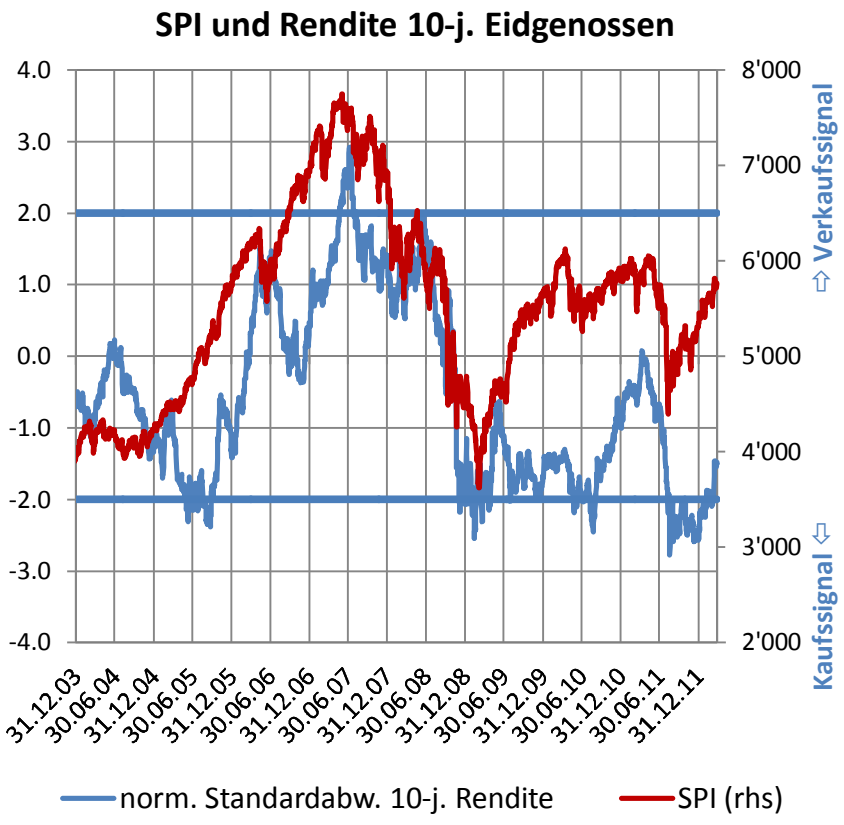



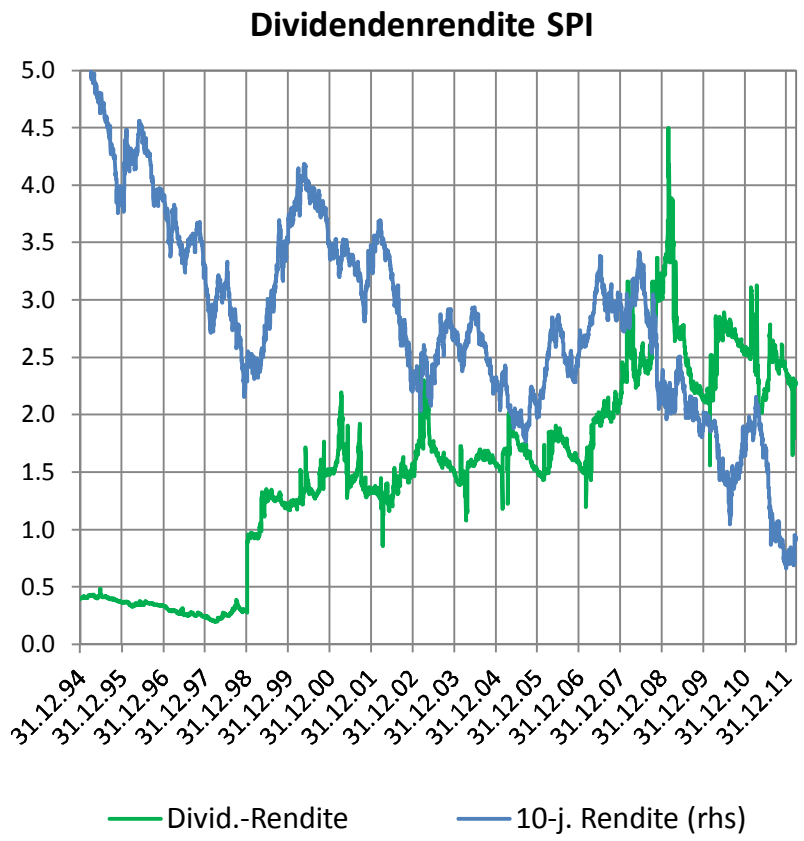

- ⇨ Im Gegensatz zu den PMI's ist das Geschäftsklima eher verhalten
- ⇨ Konsolidierung oder Bodenbildung?

Quelle: Bloomberg 29.02.2012

# Bewertungsindikatoren Schweiz

Günstige Aktien oder teure Obligationen?



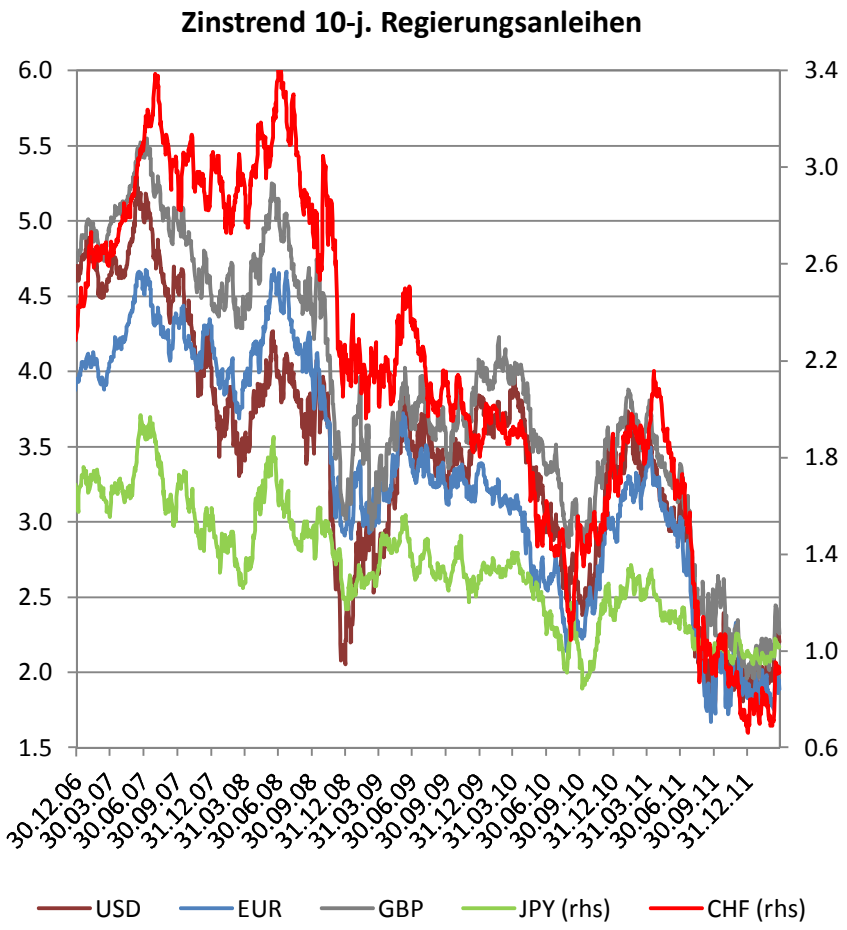

- ⇨ Aktien relativ zu Anleihen günstig bewertet
- ⇨ Aktien als interessanteres „Zinsprodukt“

Quelle: Bloomberg 27.03.2012, VI

VI VorsorgeInvest AG

# Internationale Zinslandschaft (Regierungsanleihen)

Ertrags-Risiko-Verhältnisse ungenügend




- In der kurzen Frist Renditesprung nach oben
- Im historischen Vergleich immer noch rekordtiefe Nominalzinsniveaus
- Reale Zinsen häufig negativ
- Tiefe Coupons werden Kapitalverluste bei steigenden Zinsen nicht decken können
- Kapitalgewichtete Indizes werden wegen sinkender Schuldnerbonität hinterfragt.
- Finanzielle Repression und Bankensanierung werden weiterhin für Nachfrage nach Anleihen sorgen.

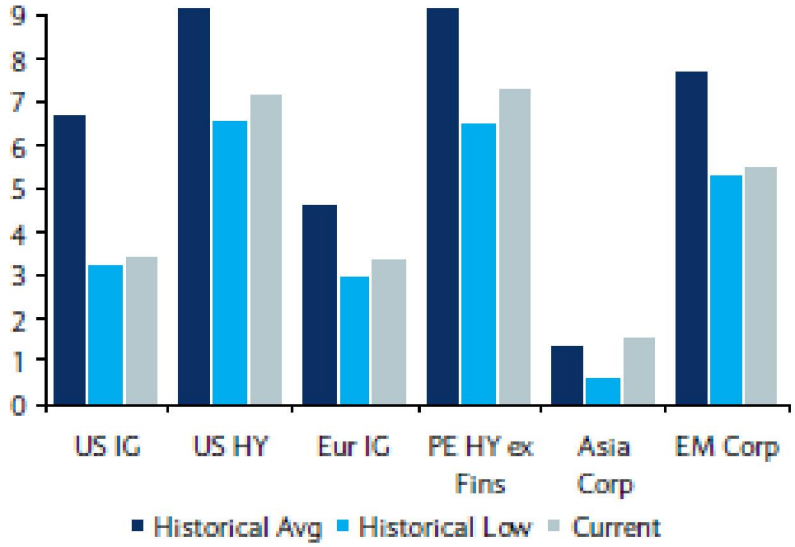
⇨ Kostenminimierung anstreben
⇨ Taktik wichtiger als Strategie
⇨ Gezielte Schuldnerauswahl nur mittels Direktanlagen möglich
⇨ EMMA (als Satelliten) bieten Zinskonvergenz und Währungsaufwertung

Quelle: Bloomberg 27.03.2012

# Kreditmarkt

Corporates, High Yield, EMMA, Sanierungsfälle

**Renditeniveaus nahe an historischen Tiefeständen**



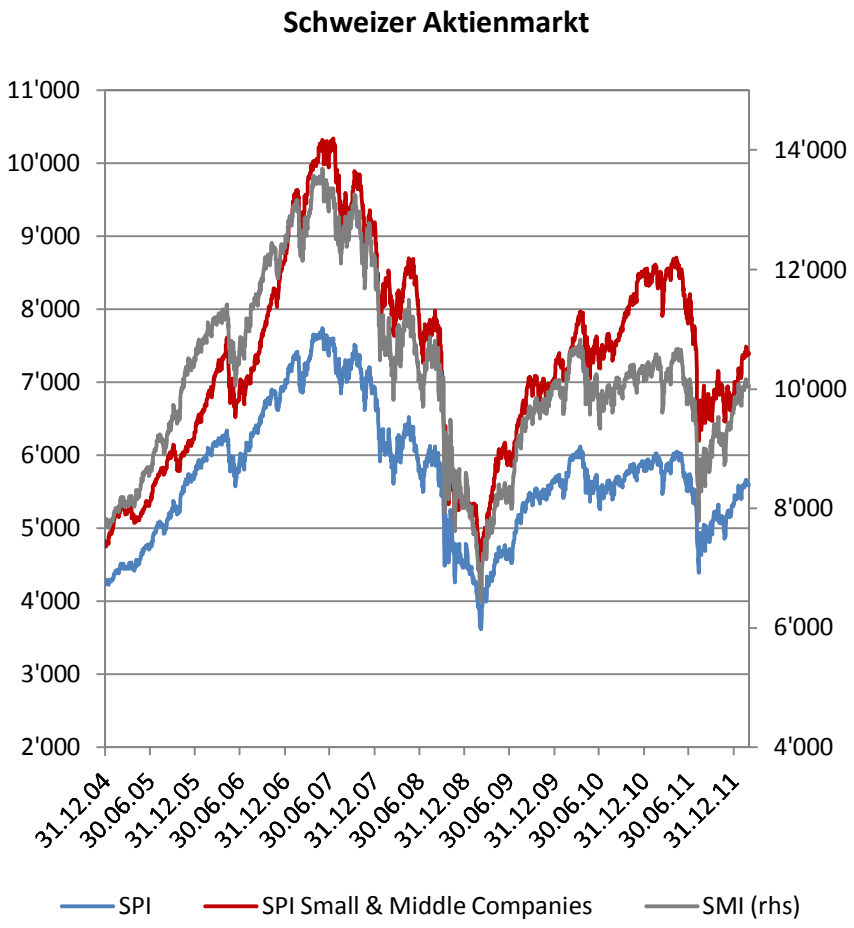

- Die Risikoprämien haben sich seit Herbst 2011 markant zurückgebildet.
- Im Investment Grade-Segment sind die absoluten Renditeniveaus knapp und notieren nahe an historischen Tiefeständen.
- Nur noch vereinzelt günstige Schuldner
- Die Substitution von Corporates durch hochverzinsliche europäische Regierungsanleihen ist risikoreich, siehe Umschuldung Griechenlands? 10-j. Rendite liegt immer noch bei 20%.

⇨ Die Solvenz von Unternehmensschuldnern ist häufig besser als bei Regierungsanleihen.

Quelle: Barclays 3.2012

# Aktien Schweiz

Übergewichtung von Nebenwerten zahlt sich strategisch aus




- Markt ist fair bewertet
- SPI und SMI sind nahe an den Niveaus vom Sommer 2011, Nebenwerte haben noch Aufholpotenzial
- Nebenwerte profitieren stärker von der Globalisierung und der Dynamik der Weltwirtschaft.
- Speziell profitieren exportorientierte Unternehmen vom Aufschwung der Schwellenländer.
- Für weitere Avancen muss Gewinnqualität bestätigt werden

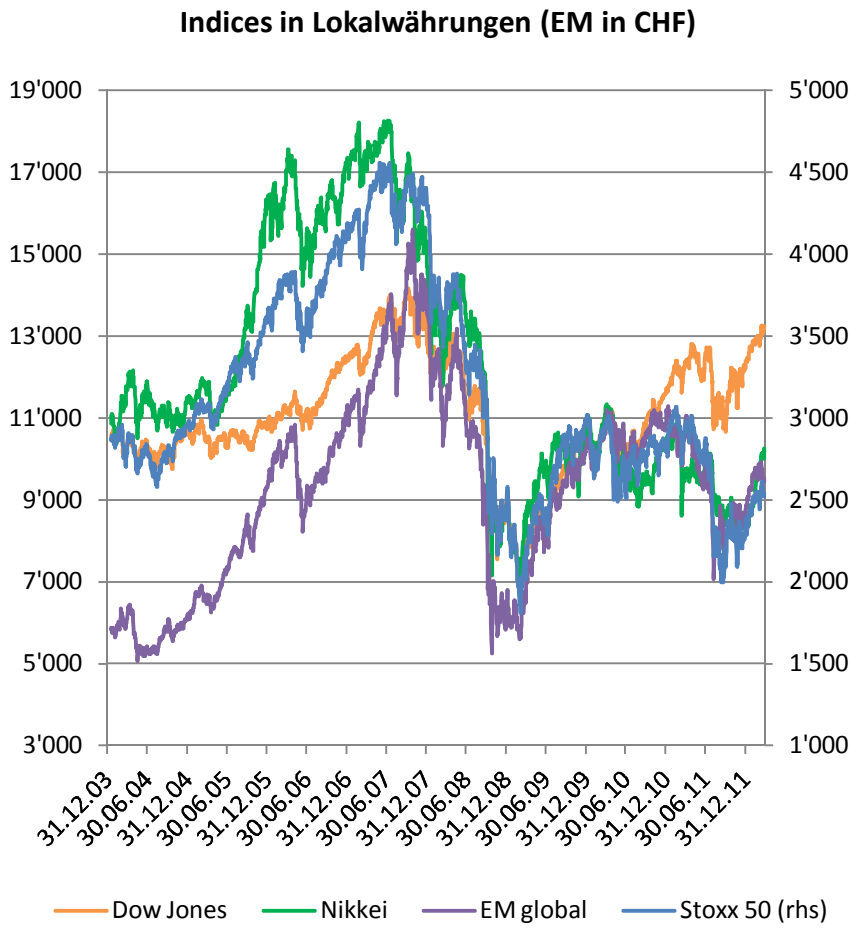
⇨ Qualitätskriterium zentral

⇨ Nebenwerte haben in der Vergangenheit die Blue Chips um rund 3% p.a. übertroffen, und dies bei geringerer Volatilität.

Quelle: Bloomberg 27.03.2012

# Aktien Ausland

Traditionelle Orientierung limitiert Ertragspotenzial




- Liquiditätsgetriebene Hausse mit Spitzenreiter DAX
- Jahresgewinner auf globaler Basis sind Small Caps und Growth
- Faire Aktienbewertungen, aber nicht wirklich billig
- USA und Japan profitieren von positivem Wirtschaftsmomentum
- Aber tiefes bzw. Null-Wirtschaftswachstum in anderen Ländern begrenzt Performance-Potenzial

⇨ Nebenwerte-Prämien als globale Erscheinung

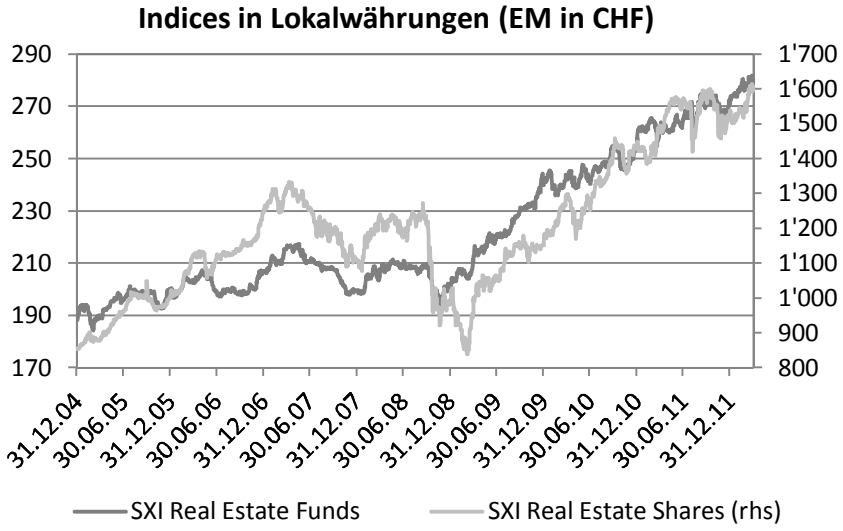
⇨ Schwellenländer nicht gefangen durch Altlasten aus Bilanzrezession

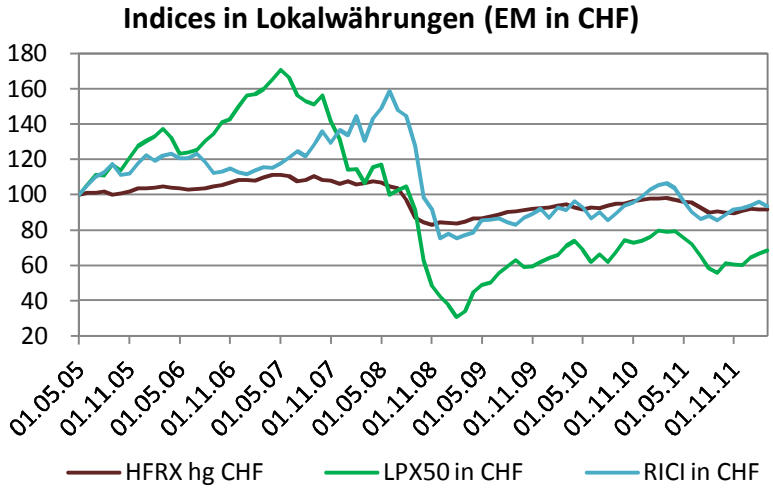
⇨ Qualität und Dividendenrendite als Anlagekriterien

Quelle: Bloomberg 27.03.2012

# Alternative Anlagen

## Immobilien Top – der Rest Flop




- Aufwärtstrend der Immobilien bleibt bestehen.
- Allerdings erhöhen sich die Risiken bei Immobilien Schweiz, speziell im kommerziellen Segment. Aktien und Fonds sind teuer.
- Rohstoffe mit verhaltener Performance. Die Nachfrage Chinas fehlt.
- Hedge Funds seit Längerem enttäuschend.
- Starke Private Equity Entwicklung, aber Zugang zu den richtigen Instrumenten beschränkt.

⇨ Evtl. Gewinne mitnehmen bei Immobilien-Aktien und -Fonds

⇨ Rohstoffe benötigen verstärktes Wachstumsmomentum

Quelle: Bloomberg 27.03.2012

# Anlagepolitische Schlussfolgerungen

Unter Regime finanzieller Repression und offener Geldschleusen

- Liquiditätsgetriebene Hausse durch europäische Austeritätspolitik und schwächeres Wachstum in China ins Stocken geraten
- Auf Unternehmensstufe fallen die hohe Rentabilität und die hohe Dividendenrendite auf, aber bei fehlendem Gewinnmomentum
- Wir rechnen bei den Aktien mit Seitwärtstrend, zwischenzeitlichen Bärmarkt-Rallyes, aber keinen Panikattacken.
- Hedging-Strategien aktuell nicht opportun. Wir ziehen höhere Cash-Bestände vor, um bei Rückschlägen neue Engagements einzugehen.
- Zinsen werden auf tiefem Niveau seitwärts tendieren. Alternativen zu teuren oder risikobehafteten Staatsanleihen bieten Schwellenländeranleihen und Wandelanleihen.
- Risiken bei den Immobilien Schweiz bleiben erhöht (Aktien und Fonds)
- Rohstoffe benötigen verstärktes Wachstumsmomentum