

cio letter

swisspartners

asset management



Jörg O. Blickensdorfer
Chief Investment Officer
swisspartners Investment Network AG

2. Quartal 2009

Nachdem 2008 als das Jahr der Finanzkrise in die Geschichte eingehen wird, geht es nun im Q1 2009 weiter mit der Krise der Realwirtschaft, deren Versuch einer Bewältigung das Geschehen dominiert. Die fiskalen und monetären Stimuli werden greifen, aber wir glauben nicht, dass sich die Wirtschaft vor 2010 erholen wird. Weiterhin herrscht Unsicherheit darüber, wie der Krise Herr zu werden ist und wann sie überwunden sein wird. Wir bleiben deshalb bei der taktischen Asset Allocation, welche wir im Februar nochmals angepasst haben, nachdem die Triggers eines weiteren Emergency-Plans erreicht worden sind.

Das Marktumfeld

Q1 2009 begann, wie Q4 2008 aufhörte: äusserst volatil und mit Tendenz nach Süden. Getrieben von den desolaten Wirtschaftsdaten und den schlechtesten Quartalsergebnissen im S&P 500 seit seinem Bestehen, verlor der MSCI World erst 27%, um dann zu einem Zwischenrally (+22%) anzusetzen. Auf YTD-Basis liegt er aber immer noch rund 12,5% tiefer als zu Jahresbeginn. Demselben Muster folgend verloren im Q1 der DJIA 13% und der DJ EUROSTOXX 50 15% (in Lokalwährung). Auffallend sind der Nasdaq Composite mit -3% sowie gewisse Emerging Markets wie Brasilien (+9%), Russland (+9%) und Shanghai (+30%) im Q1 2009. Bei den Sektoren war IT mit +3,9% der einzige positive Wert, während Industrials (-21,7%) und Financials (-29,4%) am schlechtesten performten. Die Nervosität der Anleger widerspiegelte sich in der Volatilität, welche sich im Falle des VIX im Q1 zwischen 40 und 50 bewegte.

Die Kreditaufschläge schwankten im Falle des fünfjährigen, aus 125 Investment Grade-Anleihen bestehenden iTraxx Europe Series 10 zwischen 144 bps und 210 bps, während der iTraxx Europe Crossover von 900 bps zwischenzeitlich auf bis 1150 bps anstieg und per Quartalsende bei 947 bps notierte. Bei den Währungen verloren der Euro 5,2%, der Schweizer Franken 6,5% und der Yen 8,6% (gemessen am US-Dollar). Die Schweizerische Nationalbank (SNB) intervenierte im Devisenmarkt, indem sie CHF gegen EUR verkaufte.

Die Renditen der Staatsanleihen sind weiterhin tief, und diejenige des zehnjährigen Treasury fällt nach der Ankündigung der quantitativen Lockerung auf fast 2,5%. Insbesondere die Angst um die Zahlungsfähigkeit beeinflusst die Aufschläge in der Eurozone, und relativ zur zehnjährigen Staatsanleihe Deutschlands rentiert Spanien 105 bps, Italien 139 bps und Griechenland gar 274 bps mehr.

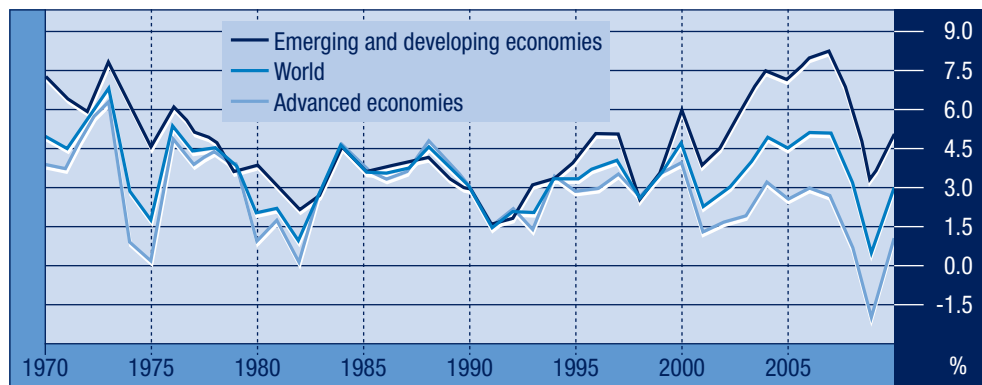
Bei den Rohstoffen fielen im Q1 Platin (+31,9%) und Kupfer (+31,6%) auf, während Nat Gas kollabierte (-35%). Mit einer Rendite von knapp +5% rangierte Gold dieses Quartal im Mittelfeld.

Ausblick

Die Krise hat nicht nur die Anleger, sondern auch die Realwirtschaft weiterhin fest im Griff, und ein Ende ist nicht in Sicht. Die Regierungen versuchen den synchronisierten Abschwung aufzuhalten. Die Rettung des Finanzsystems soll das Vertrauen wieder herstellen und damit via Kredite die globalen Volkswirtschaften

zurück auf den Wachstumspfad bringen. Dies ist bitter nötig, denn wir sind in der schlimmsten Wirtschaftskrise seit den dreissiger Jahren des letzten Jahrhunderts. Betrachtet man die Quartalsveränderung auf annualisierter Basis, so erlitten unter den G7-Staaten Japan mit $-12,1\%$ und die USA mit $-6,2\%$ die grössten Wachstumseinbrüche. Auch Singapur ($-16,4\%$), Südkorea ($-20,8\%$) und Thailand ($-22,2\%$) haben massive Wachstumseinbrüche erlitten. Und die Prognosen sind nicht besser: Der Internationale Währungsfonds (IMF) sieht global eine weitere Wachstumsverlangsamung auf zwischen $-0,5\%$ und -1% vor. Für die entwickelten Volkswirtschaften erwartet der IMF ein Minus von -3% bis $-3,5\%$, wobei er vor 2010 keine Rückkehr zu einem positiven Wachstum prognostiziert. Auch die Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD)

Wachstum BIP in Prozent



Quelle: IMF staff estimates

befürchtet eine weitere Verschärfung der Wirtschaftskrise und sieht für 2009 eine Schrumpfung des BIP im OECD-Raum von $-4,3\%$ voraus. Für die Euro-Zone prognostiziert Morgan Stanley für das laufende Jahr eine Kontraktion von $-3,3\%$, bevor es dann 2010 mit $+0,5\%$ wieder aufwärts gehen soll.

«Wachstumseinbrüche,
sinkende Exportzahlen und
hohe Arbeitslosigkeit»

Als Folge der Krise sind die für einen wirtschaftlichen Aufschwung nötigen Exporte massiv eingebrochen. Schweden beispielsweise hat sich im Nachgang an seine Bankenkrise via Währungsabwertung in den frühen neunziger Jahren über die Exporte aus der Krise herausmanövriert. Auch in Thailand und Korea funktionierte dieses Rezept nach der Asienkrise von 1997. Dies scheint diesmal nicht der Fall zu sein. Gemäss der Welt Handelsorganisation (WTO) wird der Güterhandel dieses Jahr um 9% nachlassen, was dem grössten Einjahres-einbruch seit dem 2. Weltkrieg entspricht. In Japan sieht es noch schlimmer aus, brachen doch dort die Exporte per Februar im Vergleich zum Vorjahr um $45,4\%$ zusammen. Auch die Aussichten am Arbeitsmarkt sind alles andere als rosig. Die OECD rechnet mit einer Zunahme von 25 Millionen Arbeitslosen im OECD-Raum. Die letzten Arbeitslosenzahlen für die USA, den Euroraum und Japan lagen bei $8,1\%$, $8,2\%$ und $4,1\%$. In den USA haben wir nun drei aufeinanderfolgende Monate mit 600000 oder mehr Arbeitsplatzverlusten gesehen. Zusammen mit dem rückläufigen Haushaltsvermögen ergibt dies keinen positiven Ausblick.

Wo stehen wir in der Krise? Per Ende März betragen die aufgelaufenen Abschreibungen und Kreditverluste gemäss Bloomberg USD 1.26 Bio. vs. USD 1.066 Bio. aufgenommenes Kapital. Je nach Prognose sind es aber USD 2.5 Bio. (IMF) oder USD 5 Bio. (Nouriel Roubini), welche insgesamt abgeschrieben werden müssen. Entweder haben wir also bereits die Hälfte hinter uns oder aber noch Dreiviertel vor uns. Zudem schätzt Jim Bianco, dass für die fehlenden rund USD 200 Mrd. ein Leverage von 14 angebracht ist, wenn man die GSEs, Banken, Versicherungen etc. miteinbezieht. Als Folge daraus ergeben sich USD 2.8 Bio., welche nicht als Kredite vergeben werden können und somit dem Finanzsystem fehlen. Die Regierungen applizierten zur Stützung der Wirtschaft bereits eine Zero Interest Rate Policy (ZIRP), welche aber nicht den gewünschten Erfolg gebracht hat, da die Zinssätze für den Konsumenten noch über denjenigen des Interbankenmarktes liegen.

Die Krise ist äusserst komplex, und entsprechend vielseitig sind die Meinungen darüber, wie sie eingedämmt und das Bankensystem gerettet werden könnte. Während Paul Krugman und Joseph Stiglitz eine Verstaatlichung des Bankensektors fordern, taxieren andere dies als Sozialismus. Auch bestehen Differenzen zwischen der angelsächsischen und der kontinentaleuropäischen Sichtweise. So sieht Angela Merkel die Ursache des Problems im bloss temporären, nicht nachhaltigen Wirtschaftswachstum durch die Schaffung von zu viel Geld begründet und möchte mit weiteren Fiskalmassnahmen erst einmal zuwarten. Die USA hingegen verschulden

«Banken vor Bilanz- bereinigung – Gefahren des Quantitative Easing»

sich im grossen Stil zur Finanzierung der Regierungsprogramme und schaffen weiterhin Geld. Auf zwischenstaatlicher Ebene wird von vielen ein multilaterales Regelwerk gefordert.

Um das Kreditvolumen im privaten Sektor direkt anzukurbeln, haben sich beispielsweise England, die Schweiz und die USA zu einer Monetarisierung der Staatsschuld entschlossen, dem sogenannten Quantitative Easing (QE). Zusätzliches Geld wird zwecks Kauf von Wertschriften gedruckt. Dabei werden die Bilanzen der Zentralbanken weiter aufgebläht. Die USA haben annonciert, USD 300 Mrd. an Bonds zu kaufen, was unmittelbar zu einer Senkung der Renditen und einer Abschwächung der Währung führte. Die Gefahren des QE bestehen darin, dass man nicht genau weiss, wie viel genug ist, und es darüber hinaus Inflation zur Folge haben kann, wenn die aufgeblähte Geldmenge nicht wieder abgesogen werden kann. Darüber hinaus kann es zu einem Vertrauensverlust in die Volkswirtschaft führen. Das QE auf der einen Seite sowie die Regierungsprogramme zur Reinigung der Bankbilanzen auf der anderen Seite dominieren also das Geschehen.

Der von US Treasury Secretary Geithner vorgestellte Plan (Public-private investment program, PPIP) soll einen Markt schaffen für die faulen Kredite sowie die Asset Backed Securities, welche sich nach wie vor in den Bilanzen der Banken befinden. Wie erfolgreich der Plan sein wird, kann trotz anfänglicher Euphorie an der Börse nicht gesagt werden. Die entscheidenden Fragen betreffen den Preis, die Investorenteilnahme, die Bankpartizipation sowie die Aufteilung eines allfälligen Gewinnes zwischen dem Investor und dem Steuerzahler.

Taktische Asset Allocation

Seit der letzten Publikation des CIO letters haben wir aufgrund unseres Stop Loss Emergency-Plans die taktische Asset Allocation nochmals angepasst. Das Aktienexposure liegt bei den dynamischen Mandaten nun bei 20% (vorher 30%) und bei den ausgewogenen Mandaten bei 15% (vorher 20%). Die konservativen Mandate haben nach wie vor kein direktes Aktienexposure.

Zudem haben wir im alternativen Bereich die Fund of Hedge Funds zur Rücknahme aufgegeben und die Hälfte der Goldzielposition gekauft. Unsere derzeitige Asset Allocation sieht wie folgt aus:

Cash: Wir halten seit der Implementation des Emergency-Plans zwischen 23% und 48% in Cash, welches in Staatsverschuldung, in als Sondervermögen geschützte Geldmarktfonds und in über die Institute verteilte Call-Gelder investiert ist.

Aktien: Das Aktienexposure halten wir seit Auslösen der Triggers des zweiten Emergency-Plans von Anfang Februar unter dem eigentlichen Minimum. Der Schwerpunkt liegt unverändert auf nichtzyklischen, defensiven Titeln von höchster Qualität. Opportunistische Zukäufe werden wir aber tätigen, da die relativen Bewertungen wie P/E, P/B und P/S massiv unter dem langjährigen Durchschnitt liegen. Allerdings liegt das zyklisch ajustierte P/E (rollender Zehnjahresdurchschnitt des Gewinnes) des US-Amerikanischen Marktes mit 12 weit unter dem Spitzenwert von 44 anno 1999, war aber 1921 auch schon bei 5.

Sektoren: Defensive, nichtzyklisch. Weiterer Aufbau unserer Core-Positionen und dividendenstarker Titel.

Anleihen: Wir kaufen weiterhin attraktiv gepreiste, hochrangige Unternehmensanleihen. Staatsanleihen, insbesondere am langen Ende, sind zu meiden.

Währungen: Bei den Währungen sind Prognosen aufgrund der verschiedenen Regierungsprogramme und der Diskussionen um die Sonderziehungsrechte nicht möglich. Wir sind neutral und halten soweit als möglich Anlagen in der Referenzwährung.

Alternative Anlagen: Bei den alternativen Anlagen haben wir die Fund of Hedge Funds wegen des Vertrauensverlustes, der erhöhten Korrelation mit den Aktien sowie der mangelnden Liquidität gänzlich zur Rücknahme aufgegeben. Wir haben die Hälfte unserer Zielgoldposition aufgebaut. Gold halten wir als Inflationsschutz sowie als positive Wechselbeziehung zum Staats- sowie Finanzsektorausfallrisiko.

Asset Allocation Grid*

	konservativ								ausgewogen								dynamisch							
EUR	USA	EUR	CH	UK	Other	JPN	FE/EM	TAA	USA	EUR	CH	UK	Other	JPN	FE/EM	TAA	USA	EUR	CH	UK	Other	JPN	FE/EM	TAA
Cash		23						23		28						28		48						48
Equities									4	7.5	3.5					15	4.5	9.5	4.5	1.5				20
Bonds		72						72		50						50		25						25
Convertibles																								
Alternative Investments		5						5		7						7		7						7
Sum		100						100	4	92.5	3.5				100	4.5	89.5	4.5	1.5				100	

USD	USA	EUR	CH	UK	Other	JPN	FE/EM	TAA	USA	EUR	CH	UK	Other	JPN	FE/EM	TAA	USA	EUR	CH	UK	Other	JPN	FE/EM	TAA
Cash		23						23		28						28		48						48
Equities									9	3	3					15	12	3	3.5	1.5				20
Bonds		72						72		50						50		25						25
Convertibles																								
Alternative Investments		5						5		7						7		7						7
Sum		100						100	94	3	3				100	92	3	3.5	1.5				100	

CHF	USA	EUR	CH	UK	Other	JPN	FE/EM	TAA	USA	EUR	CH	UK	Other	JPN	FE/EM	TAA	USA	EUR	CH	UK	Other	JPN	FE/EM	TAA
Cash			23					23			28					28			48					48
Equities									4	4.5	6.5					15	4.5	4.5	9.5	1.5				20
Bonds		10	62					72		9	41					50		4	21					25
Convertibles																								
Alternative Investments			5					5		2.5	4.5					7		2.5	4.5					7
Sum		10	90					100	4	16	80				100	4.5	11	83	1.5				100	

GBP	USA	EUR	CH	UK	Other	JPN	FE/EM	TAA	USA	EUR	CH	UK	Other	JPN	FE/EM	TAA	USA	EUR	CH	UK	Other	JPN	FE/EM	TAA
Cash				23				23				28				28				48				48
Equities									4.5	1.5		9				15	5	3		12				20
Bonds				72				72				50				50				25				25
Convertibles																								
Alternative Investments				5				5				7				7				7				7
Sum				100				100	4.5	1.5		94			100	5	3		92				100	

Die Informationen und Meinungen wurden einzig zu Informationszwecken von swisspartners Investment Network Ltd. publiziert und sind weder ein Angebot noch eine Aufforderung seitens oder im Auftrag von swisspartners zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder ähnlichen Finanzinstrumenten oder zur Teilnahme an einer spezifischen Handelsstrategie in irgendeiner Rechtsordnung. Die Informationen stammen aus oder basieren auf Quellen, die swisspartners als zuverlässig erachtet. Dennoch kann keine Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen geleistet werden.

Jeder Investor entscheidet sich mittels objektiver Kriterien, gemäss seiner finanziellen Lage und mittels unabhängiger Sachverständiger. Das vorliegende Dokument darf ohne schriftliche Genehmigung von swisspartners weder ganz noch auszugsweise vervielfältigt werden.

* Asset Allocation Grid für zentral verwaltete Standardmandate

Alle Massangaben in %



swisspartners Investment Network AG
Am Schanzengraben 23 P.O. Box
CH-8022 Zürich
Phone +41 58 200 0 000
Fax +41 58 200 0 100

swisspartners Investment Network AG
Steinengraben 18/22 P.O. Box
CH-4002 Basel
Phone +41 58 200 0 500
Fax +41 58 200 0 595

swisspartners Investment Network SA
rue Neuve-du-Molard 24 P.O. Box
CH-1211 Genève 3
Phone +41 58 200 0 200
Fax +41 58 200 0 210

swisspartners (Liechtenstein) AG
Feldstrasse 16
FL-9490 Vaduz
Phone +423 239 79 70
Fax +423 239 79 80