

cio letter

swisspartners

asset management



Jörg O. Blickensdorfer
Chief Investment Officer
swisspartners Investment Network AG

1. Quartal 2009

Der globale, synchronisierte Wirtschaftsabschwung geht trotz massiven monetären und fiskalischen Stimuli weiter. Volatilität, Risikoaufschläge sowie mangelnde Visibilität bei den Unternehmensgewinnen bewogen uns dazu, die Asset Allokation seit der Implementation unseres Emergency-Plans, im Rahmen dessen wir Mitte November die Aktien auf das Minimum der SAA reduzierten, unverändert zu belassen. Allerdings haben wir mögliche Wiedereinstiegsparameter festgelegt und werden punktuell opportunistische Anlagen tätigen.

Das Marktumfeld

Auch Q4 war nichts für den zartbesaiteten Anleger; weitere historische Marken wurden erreicht. S&P 500 und Nikkei 225 verloren im Q4 rund 23%, DAX und SPI je 18%, womit die gleichen Indices für das ganze Jahr zwischen 32% und 43% an Wert verloren haben und der S&P 500 mit minus 38,5% das schlechteste Resultat seit 1937 erzielte. Der MSCI World gab im Q4 22% nach, was einer Vernichtung von USD 9,7 Bio. Marktkapitalisierung für diesen Zeitraum entspricht (USD 28,7 Bio. für das ganze Jahr). Der MSCI EM verlor gar 54,5% im Jahr 2008. Insgesamt beruhigten sich die Finanzmärkte etwas, die implizierte Volatilität halbierte sich im Vergleich zu den Dreifach-Hochs im Oktober und November auf den Wert von rund 40, was jedoch immer noch einer täglichen Schwankung von 2,5% entspricht. Die Rohstoffe verloren ebenfalls im grossen Stil, das Öl der Sorte West Texas Intermediate verlor seit Jahresmitte rund 70%, und der produktionsgewichtete S&P GSCI verlor 46,5% für das ganze Jahr, im Vergleich also ein noch schlechteres Ergebnis als die Aktienmärkte. Im Zuge der globalen Wachstumsabschwächung erwischte es auch die Basismetalle, Kupfer verlor 54% und Aluminium 36%. Für einen Lichtblick sorgten die Soft Commodities. Kakao legte um 70% zu und steht damit auf einem 23-Jahres-Hoch. Die Rendite des USD 3M T-Bills fiel aufgrund des gestörten Vertrauensverhältnisses zwischen den Finanzinstituten und den Investoren auf unter null. Dies reflektiert die Angst des Investors, Kapital zu verlieren, wenn er so weit geht, dass er auch negative Renditen in Kauf nimmt.

Die Renditen der 10-jährigen US-Staatsanleihen fielen im Q4 von 3,85% auf 2%, womit sich die Jahrestotalrendite auf 13% erhöhte, während die UK Gilts und der 10-jährige Bund die tiefsten Renditen seit 1960 notierten. Die CDS-Länder-Risikoaufschläge legten ebenfalls zu, wobei sich diejenigen der USA im Q4 von 20 auf rund 69 verdreifachten und diejenigen Deutschlands von 10 auf 45 bps zulegten.

Auch bei den Währungen gab es grössere Veränderungen: Der Yen gewann wegen der Auflösung der Carry Trades alleine im Q4 auf handelsgewichteter Basis um rund 25%, während das Pfund im selben Zeitraum einen Fünftel an Wert einbüsste und der USD um rund 7% zulegte (YTD +8,9%).

Ausblick

Niemand kann zum jetzigen Zeitpunkt klar darlegen, wie es um die Zukunft bestellt sein wird. Fest steht lediglich, dass es sich bei den Ereignissen der vergangenen 12 Monate um einen wahrhaftig «schwarzen Schwan»

gehandelt hat. Im amerikanischen Aktienmarkt gab es seit 1802 bloss zwei Jahre, in welchen mehr als 30% an Wert eingebüsst wurde. Fest steht auch, dass wir uns in einer synchronisierten Wirtschaftsabschwächung befinden, welche zu massiven monetären und fiskalen Stimuli geführt hat, und zwar nicht bloss in den G7-Staaten, sondern auch in China.

Die Zinsen in den G7-Staaten wurden im Schnitt auf 1,25% gesenkt, und die Geldbasis, also die Verbindlichkeiten der Zentralbank gegenüber den Geschäftsbanken und Nichtbanken, wurde beinahe verdreifacht. Zudem bewegten sich die Länder-CDS (Credit Default Swaps), und die Deflation in den Commodities hat sich weiter fortgesetzt. Das systemische Risiko eines Kollapses des Finanzsystems scheint zwar abgewendet worden zu sein, der TED spread (US 3 M T-Bill./LIBOR) hat sich im Q4 von 450 bps auf 130 bps verringert. Wann jedoch die Keynesianischen Massnahmen zu greifen beginnen, ist nicht vorauszusagen. Allerdings lauern diverse spezifische Gefahren, exemplarisch der Betrugsfall von Madoff mit seinem USD-50-Mrd.-Schneeballsystem, welcher trotz den Regulatoren (SEC) und Investoren (diverse Fund of Hedge Funds) seine Geschäfte betreiben konnte. Auch die Autoindustrie ist trotz des zugesagten Überbrückungskredits von USD 17 Bio. noch nicht über dem Berg. Die Ursachen, welche zur Krise geführt haben, sind noch lange nicht behoben. Am 29. Dezember 2008 hat die Regierung an GMAC, den Finanzarm von GM, einen Kredit von USD 6 Mrd. vergeben. Allerdings muss GM sein unzeitgemässes Produkteportfolio wieder auf den neuesten Stand bringen. Die Autoverkäufe sind jedoch weltweit rückläufig und brachen für GM in den USA im Berichtsmonat Dezember um 31,4% ein. Toyota, die es im Amerika-Geschäft mit -37% am härtesten traf, annoncierte bereits am 22. Dezember einen erwarteten Verlust von USD 1,8 Mrd., seinen ersten seit 1941.

Für die weitere Zukunft besteht also die Gefahr, dass sich die globale Wirtschaftsabschwächung aufgrund eines oder mehrerer spezifischer Risiken nicht in einem ordentlichen Rahmen abspielt, sondern dass es analog Lehman Brothers zu einem Zusammenbruch kommt.

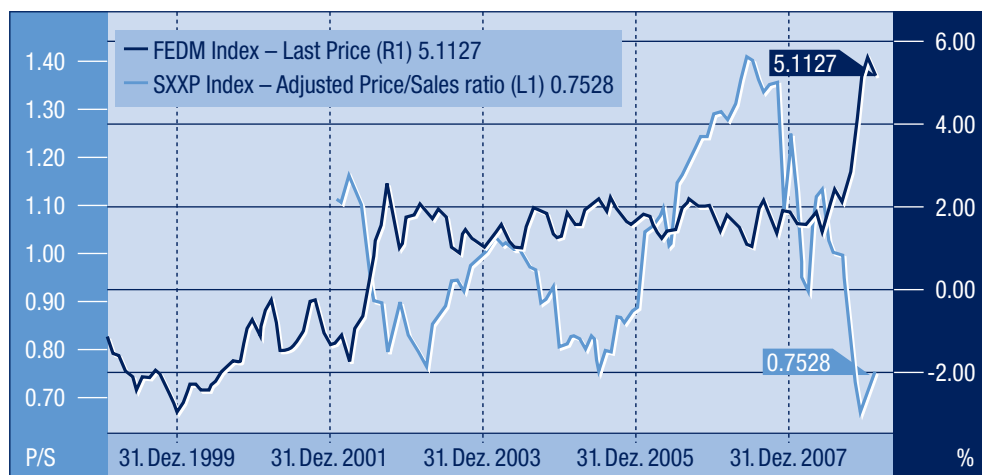
Die Kreditaufschläge bei den US-Firmenanleihen liegen per Ende Dezember noch bei rund 4%, und Barclays Capital prognostiziert einen Anstieg auf 14% per H2 2009. Der 5-jährige CDS N AM Investment Grade Index lag per Dezember 2008 bei rund 200 bps, was einer Versicherungsprämie von rund 10% entspricht.

Die Finanzierung des operativen Geschäfts ist für die Firmen entscheidend. Der Rückgang in der Kreditvergabe führte zu einer drastischen Minderung des Weltwirtschaftswachstums, wobei sich die Wachstumsgeschwindigkeit der aufstrebenden Märkte auf rund 4% halbierte. China hat ein Stimulierungspaket von USD 600 Mrd. lanciert, um das ins Stocken geratene Wachstum wieder auf Trab zu bringen und die rückläufigen FDIs (Foreign Direct Investments) zu kompensieren. In Indien zogen ausländische institutionelle Investoren zwischen Januar und November 2008 USD 13,5 Mrd. ab, also rund 80% dessen, was sie 2007 investiert hatten. In den USA sieht die Situation trotz Obama düster aus, und es wird ein Rückgang des GDP von annualisierten 4,7% erwartet, weil die Auslandsnachfrage aus den aufstrebenden Volkswirtschaften stagniert. Zudem haben sich die Terms of Trade verschlechtert, und die Lager sind gemäss nationaler Buchhaltung viel zu hoch.

Es gibt aber auch Grund zum Optimismus. Wegen des Rückgangs in den Rohstoffpreisen und der wirtschaftlichen Schwächeperiode ist die Headline-Inflation rückläufig, und die Kerninflation wird ebenfalls zurückgehen. Das Fed hat neben der Umsetzung der ZIRP (Zero Interest Rate Policy) im letzten FOMC-Statement bekräftigt,

«Institutionelle Investoren überdenken Engagements in Emerging Markets»

Fed-Modell und Preis/Absatz



Quelle: Bloomberg

«Ausverkauf von Aktien
und Rohstoffen – Investitionen
in Staatsanleihen»

dass es «alle zur Verfügung stehenden Mittel nutzen wird, um auf den nachhaltigen Wachstumspfad zurückzukehren und Preisstabilität zu erhalten». Das Fed wird mittels Offenmarktoperationen auch direkt Einfluss auf die Verfügbarkeit von Krediten nehmen, indem es Anleihen von GSEs (Government Sponsored Entities) kauft. Die EZB und die Bank of England verfolgen ähnliche Programme.

Dennoch sind die Anleger wie anno 1930 vor der Depression positioniert: Die Aktien und Rohstoffe wurden auf Teufel komm raus verkauft und die Gelder in Staatsanleihen investiert, welche gemäss Barron's die grösste Anlageblase darstellen. Zur Zeit übersteigt das Volumen der Geldmarktfonds in Amerika dasjenige der Aktienfonds und wartet darauf, wieder in risikoreichere Anlagen investiert zu werden.

Bekanntlich brauchen Geld- und Fiskalpakete stets eine Weile, bis sie Wirkung zeitigen. Sollte dies aber eintreten, dann könnte es zu einer Rally kommen. So waren 1933 und 1935 beispielsweise zwei der besten Jahre an der Wall Street. Bedenkt man zudem, dass bei den von Analysten verwendeten Diskontierungsmodellen die ersten 8 Jahre bloss ungefähr 25% des NPV der Aktie ausmachen, dann wird klar, wie sensitiv die Aktienpreise auf Änderungen der Gewinnerwartungen reagieren können.

Taktische Asset Allocation

Seit der Umsetzung unseres Emergency-Plans im November, im Rahmen dessen wir die Aktien auf das Minimum unserer strategischen Bandbreiten gesenkt haben, halten wir die Asset Allocation unverändert. Wir haben uns aber Wiedereinstiegsparameter (stop buys) gesetzt: SPX 950-1000, SXXP 210-220, EURUSD 1.30-1.34, NYM WTI 55-67, VIX unter 40. Bis dahin sieht unsere Allocation wie folgt aus:

Cash: Übergewichten. Wir halten seit der Implementation des Emergency-Plans zwischen 18% und 30% 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 von Mitte November auf dem Minimum. Der Schwerpunkt liegt unverändert auf nichtzyklischen, defensiven Titeln von höchster Qualität. Opportunistische Zukäufe werden wir aber tätigen, da die P/E massiv unter dem langjährigen Durchschnitt liegen. In Europa zum Beispiel handelt der Eurostoxx 50 bei einem P/E von 7.8 vs. einem langjährigen Durchschnitt von 13, also rund 40% darunter. Noch extremer sieht es bei den Preis-Absatz-Bewertungen aus, welche für den Stoxx 600 mit 0.75 unter den Werten von 2002 stehen. Auch das Fed-Modell, welches den Dividenden- die Bondrenditen gegenüberstellt, signalisiert schon seit Monaten Einstiegsmöglichkeiten im Aktienbereich (siehe Chart).

Regionen: Innerhalb von Europa schauen die UK wegen des massiven Wertverlustes der Währung attraktiv aus, insbesondere weil zwei Drittel der Umsätze von internationalen Märkten stammen.

Sektoren: Defensive, nichtzyklisch. Weiterer Aufbau unserer Core-Positionen und von dividendenstarken Titeln.

Anleihen: Wir kaufen weiterhin attraktiv gepreiste Unternehmensanleihen (YTM 6,5%). Staatsanleihen, insbesondere am langen Ende, sind zu meiden (e.g. YTM 30-jährig 3%, Duration 18, also rund 50% Wertverlust bei 3% Zinsanstieg). Inflationsgeschützte sind attraktiv, da sie viel bessere Renditen erzielen als normale Staatsanleihen, vorbehaltlich einer gänzlichen Preisstabilität.

Währungen: Bei den Währungen sind wir neutral. Der USD mit einer gewissen Stabilisierung als safe haven hat ausgedient. Upside sehen wir beim GBP und Gefahr beim JPY, welcher mit 94 nahe bei den Interventionsniveaus Mitte der 90er Jahre von 82 liegt.

Alternative Anlagen: Die Hedge Funds haben mit dem Madoff-Skandal einen riesigen Vertrauensverlust erlitten, da die Fund of Hedge Funds offensichtlich nicht in der Lage waren, eine saubere Sorgfaltsprüfung vorzunehmen. Der HFRX (Hedge Fund Research) ist minus 23% für das Jahr 2008, die Anzahl Hedge Funds ist auf unter 6000 geschrumpft und beträgt wertmässig noch rund USD 1,0 Bio., womit sie nach Hebel noch zirka 10% der Gesamtmarktkapitalisierung bewegen könnten.

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		18						18		15						15		30						30
Equities									6	9	3.5				1.5	20	7.5	12	6	1.5		1.5	1.5	30
Bonds		72						72		50						50		25						25
Convertibles																								
Alternative Investments		10						10		15						15		15						15
Sum		100						100	6	89	3.5				1.5	100	7.5	82	6	1.5		1.5	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		18						18		15						15		30						30
Equities									14.5	2	2				1.5	20	19.5	3	3	1.5		1.5	1.5	30
Bonds		72						72		50						50		25						25
Convertibles																								
Alternative Investments		10						10		15						15		15						15
Sum		100						100	94.5	2	2				1.5	100	89.5	3	3	1.5		1.5	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		18						18		15						15		30						30
Equities									4.5	6	8				1.5	20	6	6	13	2		1.5	1.5	30
Bonds		10	62					72		9	41					50		4	21					25
Convertibles																								
Alternative Investments		2.5	7.5					10		2.5	12.5					15		2.5	12.5					15
Sum		12.5	87.5					100	4.5	17.5	76.5				1.5	100	6	12.5	76.5	2		1.5	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		18						18		15						15		30						30
Equities									4.5	3.5	1.5	9			1.5	20	7	5	2	12		2	2	30
Bonds		72						72		50						50		25						25
Convertibles																								
Alternative Investments		10						10		15						15		15						15
Sum		100						100	4.5	3.5	1.5	89			1.5	100	7	5	2	82		2	2	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

www.swisspartners.com

info@swisspartners.com
www.swisspartners.com