

cio letter

swisspartners

asset management



Jörg O. Blickensdorfer
Chief Investment Officer
swisspartners Investment Network AG

4. Quartal 2009

An den Aktienmärkten ging es im dritten Quartal ganz im Stile des zweiten weiter: Die Aktienmärkte avancierten, die Bewertungen haben sich erneut ausgedehnt und die Kreditaufschläge sind abermals gesunken. Die Wirtschaftsprognosen sind in den letzten drei Monaten stark angehoben worden, und die Unternehmensanalysten kommen mit dem Heraufrevidieren der Gewinnprognosen kaum nach. In Anbetracht des verbesserten Wirtschaftsausblicks sowie diverser Katalysatoren, die für eine Kontinuierung der Finanzmärkte nach oben sorgen, haben wir uns entschieden, die Taktische Asset Allocation auf neutral zu setzen; dies trotz der Risiken, welche sowohl in den Finanzmärkten als auch in der Realwirtschaft weiterhin vorhanden sind.

Das Marktumfeld

Q3 nahm das Momentum von Q2 mit. Die Aktienmärkte in Amerika avancierten mehr als 14% (S&P 500 14,9%, Nasdaq 15,6%), die europäischen legten gar noch mehr zu (EuroStoxx 50 19,6%, DAX 18%, SMI 17%). Seit dem Tiefpunkt vom 9. März hat der MSCI World um 64% zugelegt, der S&P 500 um 56% und der MSCI Emerging Markets um 88%. Brasilien gewann im Q3 weitere 20% und hat sich mit 114% YTD bereits mehr als verdoppelt. Diese Bewegungen nach oben haben sich nicht in tieferen Volatilitäten niedergeschlagen, welche im Falle des VIX immer noch bei rund 25 liegt.

Die Zinsstrukturkurve 10y-2y blieb sowohl in den USA (230 bps) wie auch in Europa (200 bps) gleich. Die Kreditaufschläge hingegen sind weiter gesunken, und der iTraxx Europe Crossover 5yrs liegt nun mit 600 bps nochmals 300 bps unter dem Wert des Vorquartals.

Bei den Währungen gewannen der Kiwi, die Norwegische Krone sowie die Schwedische Krone jeweils rund 10% gegenüber dem US-Dollar. Von den wichtigsten Währungen verloren lediglich der Mexikanische Peso (-2,8%) und das Pfund (-4%) gegenüber der amerikanischen Valuta.

Bei den Rohstoffen avancierte Zucker mit weiteren 28%. Rohöl pendelte um USD 70 pro Barrel und schloss das Quartal auch bei diesem Wert, während Gold Intraquartal die Marke von USD 1000 durchschritt und nun mit USD 1007 pro Feinunze knapp 9% über dem Wert von Q3 liegt.

Ausblick

Nach dem weiterhin steilen Ansteigen der Aktienmärkte im Q3 fürchtet eine Vielzahl von Investoren, welche aufgrund realwirtschaftlicher Bedenken nicht eingestiegen ist, die sogenannte Bärenmarkttrally zu verpassen. Die Finanzmärkte und die (Real-)Wirtschaft sind zwar grundsätzlich interdependent, laufen aber vor allem in der kurzen Frist und besonders in Phasen der Unsicherheit auseinander.

Kurz vor Ablauf des dritten Quartals scheint es, als ob die meisten Investoren den Rebound verpasst hätten, weil sie entweder auf eine Korrektur gewartet haben, weil sie fundamental nicht an einen Aufschwung glauben oder weil sie schlicht und ergreifend den Mut zum Engagement nicht aufbrachten. Auch die Experten sind sich

**«Prognosen für Real-
wirtschaft positiver als
erwartet – strukturelle
Probleme bleiben»**

in der Beurteilung der Lage uneins, weshalb die Prognosen für den S&P 500 für die nächsten 9 bis 12 Monate zwischen 400 (Albert Edwards, Société Générale) und 1200 (Ian Scott, Nomura) liegen, während wir per Ende September bei rund 1050 notieren. Wir haben eine fulminante Rally in den Aktienmärkten gesehen, und diverse Katalysatoren deuten auf eine Weiterführung der Rally an den Finanzmärkten hin. Evident auch, dass sich das realwirtschaftliche Umfeld verbessert hat. Unklar jedoch ist, ob die Verbesserungen nachhaltig sind.

Aus Optik der Makroökonomien hat sich in den letzten drei Monaten einiges zum Positiven gewandelt. Nachdem sich die namhaften Banken zuvor im Herunterrevidieren der Prognosen für das globale wirtschaftliche Realwachstum für das Jahr 2010 überboten haben, revidierten die Institute die Konsensusprognosen nun von 2,8% auf 3,7% herauf. Auch Bernanke erklärte im September die Rezession «technisch» gesehen als «sehr wahrscheinlich» beendet. Der Grund für den besseren Ausblick liegt im Rebound des Konsumenten und der Produktion, sowie einer Verlangsamung des Stellenabbaus in den USA. Auch der Lagerabbau muss wieder neu aufgestockt werden, was zu einer Zunahme des Wachstums führt.

Der Häusermarkt scheint auch einen Boden gefunden zu haben, hat doch der S&P Case Shiller Composite im Jahresvergleich die erste Preissteigerung seit drei Jahren zu verzeichnen und steigt nun bereits während dreier aufeinanderfolgender Monate. Die Anzahl der leerstehenden Häuser befindet sich auf dem tiefsten Stand seit über zwei Jahren, womit der Inventarüberhang ceteris paribus innert acht Monaten geräumt wäre.

Die BRICs haben sich ebenfalls weiter entkoppelt, und Marko Dimitrijevic von Everest Capital erachtet die Bezeichnung «emerging markets» generell als obsolet, da ihre Märkte weder klein, noch illiquid oder volatil sind und zudem 50% der Weltwirtschaft ausmachen, Tendenz weiterhin steigend.

Die Realwirtschaft weist aber weiterhin strukturelle Probleme auf, die noch eine Weile Bestand haben werden. Das Deleveraging geht nach wie vor weiter, da die Verschuldung in den USA immer noch bei einem historisch hohen Wert des dreieinhalbfachen GDP liegt und der Finanzsektor noch 18% der ausstehenden Verschuldung des Kreditmarktes ausmacht. Auch die Entschuldung des US-Privatsektors hat eben erst angefangen und wird noch mehrere Jahre in Anspruch nehmen. Die öffentliche Verschuldung in den OECD-Ländern bleibt nicht nur sehr hoch (Durchschnitt EU15 ca. 80%), sondern wächst auch schneller als das nominale GDP.

Auch die Nachfrageseite kämpft mit einigen Problemen. So beginnt der US-Konsument seit ein paar Monaten wieder zu sparen, nicht zuletzt wegen des schwachen Arbeitsmarktes, und ein Grossteil der Nachfrage kommt von den Stimuluspaketen, welche front loaded sind und ab Q2 2010 ihre stimulierende Wirkung verlieren werden. Schwächend wirken zudem die Kontraktion der Kapitalausgaben sowie die Handelshemmnisse, wobei der Konflikt um die Exporte von chinesischen Autoreifen und amerikanischem Geflügel zwischen den beiden Nationen erst einen Vorgeschmack auf die Zukunft gibt.

Die Inflation ist ein weiteres Thema, bei welchem sich die Geister scheiden. Die Keynesianer argumentieren unter anderem über die Kapazitätsauslastung und das Ende der Preislohnspirale, während die Monetaristen die Tiefzinspolitik der Zentralbanken und ihre aufgeblähte Bilanz sowie die Verschuldung der öffentlichen Hand als Argumente ins Feld führen. Der US-Gewerbeimmobiliensektor bedarf bis 2013 jährlich einer Refinanzierung von USD 280 Milliarden, wobei die «traditionellen» Finanzierungen über Verbriefungen und Kommerzbanken geschlossen sind. Weitere mögliche Risiken betreffen das Wachstum in China, das H1N1-Virus sowie die Emerging Markets generell.

Die Realwirtschaft ist in der Summe dank der konjunkturellen Stützungsmaßnahmen in der Erholung begriffen, aber diverse Downside Risks bestehen weiterhin. In der Folge haben sich die Finanzmärkte aufgrund der «green shoots» seit März um über 60% (MSCI World) erholt, was zu einer P/E Multiple Expansion von rund 30% geführt hat. Auch die Kreditaufschläge sind massiv gesunken, der Interbankenmarkt hat sich weiter stabilisiert und die Angst vor Staatsbankrotten ist zurzeit kein Thema mehr.

Trotz des bereits zurückgelegten Weges glauben wir an ein weiteres Steigen des Aktienmarktes, und zwar aus folgenden Gründen:

- 1) Die Cash-Bestände (US-Geldmarktfonds zur US-Aktienmarktkapitalisierung) sind weiterhin sehr hoch und müssen irgendwann in den Markt zurück. Die Rally an den Aktienmärkten hat zwar bereits eine Reduktion der Cash-Bestände von rund 50% auf 36% zur Folge gehabt, aber dies entspricht immer noch dem zweieinhalbfachen Wert der vorangegangenen vier Jahre. Ausserdem fürchten die Fundmanager, welche die Rally verpasst haben, um ihren Job und werden alleine schon deshalb in den Aktienmarkt einsteigen.
- 2) Die Risikoprämien in den amerikanischen und europäischen Aktienmärkten sind mit rund 6% immer noch günstig, lagen sie doch vor dem Platzen der Techbubble bei 2% und im Peak der Finanzkrise bei über 8%.

3) Die Nullzinspolitik wird bis Ende 2010 andauern und so die Aktienmärkte unterstützen. Jean-Claude Trichet meinte dazu in der «Financial Times» vom 4. September, eine Proklamation des Endes der Finanzkrise wäre verfrüht und die Betonung der Wichtigkeit einer Exitstrategie sei nicht mit deren Aktivierung zu verwechseln.

Geldmarktfonds in % der US-Marktkapitalisierung

«Aktienmarkt wird weiter steigen, insbesondere wegen hoher Cash-Bestände»



Quelle: Bloomberg

4) Die Aktienbewertungen sind auf Basis des Shiller P/Es (10-jähriger Durchschnitt der Gewinne) noch immer 10% unter dem Mittelwert der letzten 130 Jahre und 50% unter dem Wert vor Ausbruch der Finanzkrise.

5) Der verbesserte Ausblick der Gesamtwirtschaft beruhigt die Investoren und bringt sie zurück in den Markt. All dies zusammen macht es schwierig, sich gegen den Markt zu stellen – und «fighting the market» kann sehr kostspielig werden.

Taktische Asset Allocation

Wir haben uns daher in unserer Asset Allocation von untergewichtet auf neutral positioniert, wobei wir die alternativen Anlagen zusammen mit den Dividendenpapieren als «risky assets» betrachten.

Cash: Die Cashbestände in unseren Portfolios liegen zwischen 0% und 4%, da Cash keine Rendite abwirft und in einem inflationären Umfeld real Geld kostet.

Aktien: Wir haben die Aktienquote zwischen 10% und 20% aufgestockt, womit wir neutral positioniert sind. Die Aufstockung erfolgt über Beta-Exposure und Titel mit einem zyklischen Bias. Die technischen Levels und hohen Cash-Bestände in den Geldmarktfonds haben zu einer Fortführung der Rally geführt und werden dies auch weiterhin tun, wenngleich diverse Risiken bestehen.

Sektoren: Aufbau des Beta-Exposures und von Werten mit einem zyklischen Bias bei den Satelliten.

Anleihen: Wir halten unsere festverzinslichen Anlagen im High-Yield-Bereich und haben keine Veränderungen vorgenommen. Inflationsgeschützte Anleihen bleiben ein Kerninvestment.

Währungen: Wir halten aufgrund der Unsicherheit an einem hohen Anteil der Referenzwährungen fest.

Alternative Anlagen: Die Situation im alternativen Bereich bleibt unverändert. Wir halten weiterhin Gold und Immobilien und sehen von Fund of Hedge Fund Investments ab, wo die Rückzahlungen noch nicht abgeschlossen sind.

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		4						4										15						15
Equities	3	10	2					15	10	23	6				2	41	11	27	9	2			2	51
Bonds		72						72		50						50		25						25
Convertibles																								
Alternative Investments	4	5						9	4	5					9	4	5						9	
Sum	7	91	2					100	14	78	6				2	100	15	72	9	2			2	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	4							4									15							15
Equities	10	5						15	25	8	6				2	41	28	10	9	2			2	51
Bonds	72							72	50							50	25							25
Convertibles																								
Alternative Investments	9							9	9							9	9							9
Sum	95	5						100	84	8	6				2	100	77	10	9	2			2	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			4					4										15						15
Equities	3	3	9					15	9	9	21				2	41	11	11	25	2			2	51
Bonds		13	59					72		12	38					50		7	18					25
Convertibles																								
Alternative Investments	4	3	2					9	4	2	3					9	4	2	3					9
Sum	7	19	70	4				100	13	23	62				2	100	15	20	61	2			2	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			4					4										15						15
Equities	1	2	12					15	9	4	2	24			2	41	10	7	3	29			2	51
Bonds			72					72			50					50			25					25
Convertibles																								
Alternative Investments	2		7					9	2		7					9	2		7					9
Sum	3	2	95					100	11	4	2	81			2	100	12	7	3	76			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