

# cio letter

swisspartners

## asset management



Jörg O. Blickensdorfer  
Chief Investment Officer  
swisspartners Investment Network AG

### 3. Quartal 2009

Das zweite Quartal war geprägt von einem fulminanten Rally an den Aktienmärkten, einer Stabilisierung im Geldmarkt, einer Beruhigung im Kreditmarkt und weiteren Stabilisierungsmassnahmen durch die Zentralbanken. Wir sind der Meinung, dass die Märkte zu schnell und zu resolut gestiegen sind und erwarten einen Pullback, da das Finanzdeleveraging zwar stattfindet, das realwirtschaftliche jedoch noch nicht. Ein Upside Risk sehen wir im Cash auf der Seitenlinie und von der technischen Seite, was jedoch die Faktoren des Downside Risks bei Weitem nicht wettmacht. Wir belassen die Taktische Asset Allocation grundsätzlich defensiv, haben jedoch Arrondierungen vorgenommen.

### Das Marktumfeld

Q2 2009 unterschied sich deutlich von den vorangegangenen Quartalen: Die weltweiten Aktienmärkte verzeichneten das beste Quartal seit 20 Jahren. Der MSCI World und der NASDAQ Composite legten knapp 20% zu, S&P 500 rund 15%, und die europäischen Indices standen dem in nichts nach, mit DAX +18%, SMI +10% und DJ Eurostoxx 50 +16%. Noch besser waren die BRICS, welche zwischen 25% (Brasilien) und 50% (Indien) höher notierten. Dieses herausragende Quartal war getrieben von der Hoffnung auf eine Verbesserung (lies: Verlangsamung der Verschlechterung) der Wirtschaft sowie der sich herausbildenden Tendenz einer Systemstabilisierung. Seit Jahresbeginn liegt der MSCI World 4,7% über Jahresbeginn, während der Dow Jones bei -3,75%, der S&P 500 bei +1,78%, der DAX +1,5% und der SMI bei -1,5% liegt. Der MSCI Emerging Markets hingegen liegt mit +34% deutlich im positiven Bereich.

Die Volatilitäten kamen stark zurück und der VIX schloss bei 26, nachdem er zu Beginn des Quartals noch bei über 40 lag. Im festverzinslichen Bereich haben sich die US-Zinskurve 10J-2J von 1,8% auf 2,4% weiter versteilt und die 10-jährigen Renditen von 2,6% auf 3,5% erhöht. Demgegenüber verringerten sich die Kreditaufschläge zusehends, wie die Notierung des iTraxx Europe Crossover 5yrs von rund 1200 auf 900 bps zeigt.

Bei den Rohstoffen schwangen Nickel (+50%), Soya (+49%) und Rohöl (+38%) obenauf. Letzteres legte von USD 50 auf USD 70 pro Barrel zu. Bei den G10-Währungen war der USD mit -5,8% der Verlierer, während die Rohstoffwährungen AUD und NZD zusammen mit dem GBP zu den Gewinnern gehörten. Sie avancierten im Vergleich zum Euro mit knapp 10% (AUD), 7% (NZD), respektive 8,4% (GBP).

### Ausblick

Nach einem fulminanten Rally in den globalen Aktienmärkten und diversen «Green Shoots» in der Wirtschaft stellt sich nun die Frage, ob dies bereits das Ende der Krise gewesen ist und die Aktienmärkte ihren Kursaufschwung weiter fortsetzen werden.

Zunächst glauben wir nicht, dass die Aktienkurse in diesem Tempo weiter steigen werden. Zwischen März und

Juni dieses Jahres haben wir Bewegungen von rund +40% im MSCI World gesehen und sogar knapp +60% im MSCI Emerging Markets. Diese Bewegungen kamen aufgrund der – zweifelsfrei existenten – «Green Shoots» zustande. So sind beispielsweise die Bewertungen um 10% bis 20% angestiegen, das Sentiment hat sich verbessert, TARP-Gelder wurden zurückbezahlt, die US-Banken überstanden den Stresstest, der Häusermarkt zeigt Stabilisierungstendenzen und die Kreditaufschläge haben sich verringert.

Der Markt eilt zwar der Realwirtschaft als Konjunkturindikator um sechs Monate voraus, hat aber auch bereits acht der letzten fünf Rezessionen vorhergesehen (P. Samuelson). Das Problem besteht darin, dass die Aktienmärkte nicht nur vorlaufender Konjunkturindikator sind, sondern auch über die Bewertungen der Banken- und Unternehmungsbilanzen die Konjunktur beeinflussen. Aber wie steht es um die Konjunktur? Einerseits haben sich die kurzfristigen Zinsen, der TED spread und die Kreditaufschläge deutlich verringert: Die 30-tägigen AA Commercial Papers fielen von rund 5,25% per Ende 2007 auf mittlerweile 0,25%; dies trotz einer Volumenreduktion um 40% von rund USD 2.2 Bio. auf USD 1.4 Bio. dieses für die Unternehmen als kurzfristige Finanzierungsquelle extrem wichtigen Marktes.

Der TED spread, die Differenz von 90 d T-Bill und Drei-Monats-LIBOR, hat sich von 450 bps im letzten September auf nun 44 bps zurückgebildet. Bei den Kreditaufschlägen für Unternehmensanleihen fiel der Optionen-adjustierte Spread des Merrill Lynch High Yield Master-Indexes von rund 2200 bps im Dezember letzten Jahres auf rund 1100 bps.

Andererseits sind die langfristigen Hypothekensätze, die Realzinsen und die Inflationserwartungen gestiegen. Zwischen Ende Mai und Anfang Juni erhöhten sich die 30-jährigen Hypotheken von 4,4% auf 5,5%; momentan stehen sie bei rund 5%. Dies ist umso gewichtiger, als sich die monatlichen Hypotheken-Refinanzierungen per Juni auf rund USD 35 Mrd. belaufen. Die Realzinsen entsprechen den dritthöchsten seit 1960 und den höchsten bei den Hypotheken seit den achtziger Jahren des vorigen Jahrhunderts. Die Inflationserwartungen sind angestiegen und befinden sich für die nächsten 10 Jahre bei 1,7%, nachdem sie Ende 2008 noch knapp negativ waren. Dies bedeutet nicht nur einen abrupten Anstieg der Inflationserwartungen von 0% auf 1,7%, sondern entspricht einem Kaufkraftverlust von rund 17% über die nächsten 10 Jahre. Auch Alan Greenspan sieht die Inflation als eine grosse Gefahr für eine nachhaltige Entwicklung.

In der Summe bedeutet dies, dass die Normalisierung der Märkte durch die massiven fiskalen und monetären Stimuli geschönt wurde.

Nachdem die Zero Interest Rate Policy (ZIRP) nicht gewirkt hat, weil der richtige Zins gemäss der nach dem Ökonomen John B. Taylor benannten Regel bei –5% liegen müsste, kam das Quantitative Easing zum Zug. Die nominalen Zinsniveaus befinden sich nun aber bereits wieder da, wo sie vor diesen Massnahmen gewesen sind. Lediglich die Bilanzen der Zentralbanken haben sich ausgeweitet, und diejenige des Fed wächst nur deshalb nicht weiter, weil die Liquiditätsfazilitäten zugunsten der Wertschriftenkäufe zurückgefahren wurden, woraus sich unter dem Strich eine Stabilisierung eingestellt hat.

Der Rekapitalisierungsprozess des Bankensystems ist noch nicht abgeschlossen. Per Ende Juni haben wir im globalen Finanzsystem rund USD 1.47 Bio. Verluste, welche einem aufgenommenen Kapital von USD 1.27 Bio. gegenüberstehen. Verglichen mit den erwarteten Verlusten von USD 2.5 Bio. (nach IMF) stehen wir jedoch immer noch rund in der Hälfte der erwarteten Verluste, und speziell die Unternehmensausweise der Finanzinstitute für das zweite Quartal werden mit grosser Spannung erwartet.

Auch die wachsenden Budgetdefizite müssen finanziert werden. So haben beispielsweise die USA ihr Budgetdefizit von USD 170 Mrd. (Stand Mai 2007) im Vergleich zu einem per September 2009 erwarteten Defizit von USD 1800 Mrd. mehr als verzehnfacht. Dies bei einer Deckung des Budgetdefizits durch Steueraufkommen von bloss 54%. Dieser Wert war lediglich zur Zeit der beiden Weltkriege und der grossen Depression ähnlich tief. Auch die Deckung des Budgetdefizits durch die Chinesen, Japaner und Gulf Cooperation Councils wird sich nicht im gleichen Masse ausweiten. Im Gegenteil: Die Chinesen haben beispielsweise nur noch 7% der ausländischen Anteile der Staatsemissionen gekauft, während dieser Anteil früher traditionell in den hohen 20%-Zahlen lag – Tendenz fallend, trotz der Zukäufe von USD 174 Mrd. während der letzten drei Monate.

Zudem erwächst den US-Treasuries ein zunehmender Wettbewerb vonseiten der besser rentierenden Aktien und der IMF-Emissionen von USD 750 Mrd., welche ebenfalls um die gleichen Anleger buhlen.

Neben dem Budgetdefizit besteht darüber hinaus das Problem der Verschuldung. Die Amerikaner stehen mit einer Totalverschuldung von 350% in der Kreide, wovon die öffentliche Verschuldung 80% ausmacht und jene der privaten Haushalte rund 98%. Im Gegensatz zum Staat haben die Privaten wieder begonnen zu sparen,

**«Verzehnfachung  
des US-Budgetdefizits  
seit Mai 2007»**

«Bankeninduzierte  
Rezessionen dauern länger als  
nicht bankeninduzierte»

weshalb die durch Transferzahlungen geschönte Sparquote seit ein paar Monaten wieder nach oben zeigt und per Mai sogar 6,9% erreichte. Die gestiegene Sparquote sowie die rekordhohe Arbeitslosigkeit von 9,4% sind dem Konsum, welcher im Land der unbegrenzten Möglichkeiten bei rund 70% liegt, nicht förderlich.

Was ist denn nun mit den «Green Shoots»? Wir haben in der Tat diverse spriessende Knospen, wie beispielsweise den Baltic Dry Index, den Anstieg des Kupferpreises oder ein verbessertes Sentiment bei den Konsumenten. Aber die amerikanischen Retail Sales liegen immer noch knapp 10% unter 2007, die Bestellungen für langlebige Güter sogar um 27%. Zudem wurde das Wachstum durch die Regierungsprogramme getrieben, nicht aber durch die Gewinne der Unternehmungen, welche mit 10% vom GDP (Nach-Steuererträge der Nicht-Finanzunternehmen) eher einem Boom denn einem für einen «bust cycle» üblichen Wert von 7% entsprechen. Auch die absoluten Zahlen gemäss nationaler Buchhaltung liegen mit USD 1.3 Bio. zwar 23,7% unter dem Peak von 2006, notieren aber immer noch 60% über den Werten der Technologieblase.

Auch ein Vergleich der GDP-Wachstumszahlen zum S&P 500 verdeutlicht die Entkoppelung der Aktienmärkte vom realen volkswirtschaftlichen Wachstum.

Die Vergangenheit hat gezeigt, dass die Gewinne für die Nachhaltigkeit der Bewertungen ausschlaggebend sind. Bei einer desolaten Wirtschaftsprognose für 2009 (e.g. OECD: Japan -6,8%, Eurozone -4,8%, USA -2,8) wird sich das nicht von heute auf morgen verändern, sondern braucht Zeit, da bankeninduzierte Rezessionen länger dauern als nicht bankeninduzierte (vgl. Banken Krisen von Japan 1996 und Schweden 1991). Dies gilt umso mehr, als sich das globale Umfeld in einer schwachen Verfassung befindet.

Aufgrund des schwachen Wirtschaftsausblicks, einem sparenden Konsumenten, dem Überschuss an leer stehenden und zum Verkauf freien Häusern und den noch nicht reparierten Bankbilanzen befinden wir uns trotz «Green Shoots» in einem Umfeld mit riesigen noch zu finanzierenden Budgetdefiziten und in einer Situation, welche durch die Stimuli beschönigt dargestellt wird. Denn geschehen ist bisher vor allem eines: Die Kreditkrise wurde vom privaten in den öffentlichen Sektor verschoben. Wir haben zwar ein finanzielles Deleveraging gesehen, aber die ökonomische Gesundenschumpfung, die «kreative Destruktion» nach Joseph Schumpeter, hat noch nicht stattgefunden.

## Taktische Asset Allocation

Wir bleiben daher in unser Asset Allocation defensiv positioniert, weil wir nach der heftigen Korrektur der Aktienmärkte einen Pullback erwarten.

**Cash:** Wir sind immer noch zwischen 20% und 44% in Cash investiert.

**Aktien:** Wir bleiben untergewichtet, haben aber via strukturierte Note eine Upside-Partizipation eingebaut mit einem konditionellen Schutz nach unten. Dies insbesondere deshalb, weil die technischen Levels und hohen Cash-Bestände zu einer Fortführung der Rally führen könnten.

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

**Anleihen:** Im Sinne einer Portfoliodiversifikation haben wir gut diversifizierte, festverzinsliche Anlagen im High-Yield-Bereich gekauft, da wir die Renditen als interessant einschätzen.

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

**Alternative Anlagen:** Bei den Fund of Hedge Funds warten wir auf die Rückzahlungen, welche aufgrund der Sidepockets und Restrukturierungen noch längere Zeit in Anspruch nehmen. Gold als Krisenwährung und Inflationsschutz stellt ein Kerninvestment in unseren Portfolios dar. Im Rohstoffbereich haben wir uns für ein diversifiziertes Investment entschieden.

## 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
<b>Cash</b>		20						<b>20</b>		24						<b>24</b>		44						<b>44</b>
<b>Equities</b>									4	10	3					<b>17</b>	4	14	3	1				<b>22</b>
<b>Bonds</b>		72						<b>72</b>		50						<b>50</b>		25						<b>25</b>
<b>Convertibles</b>																								
<b>Alternative Investments</b>	3	5						<b>8</b>	2	7					<b>9</b>	2	7						<b>9</b>	
<b>Sum</b>	<b>3</b>	<b>97</b>						<b>100</b>	<b>6</b>	<b>91</b>	<b>3</b>				<b>100</b>	<b>6</b>	<b>90</b>	<b>3</b>	<b>1</b>				<b>100</b>	

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
<b>Cash</b>	20							<b>20</b>	24							<b>24</b>	44							<b>44</b>
<b>Equities</b>									14	2	1					<b>17</b>	17	4		1				<b>22</b>
<b>Bonds</b>	72							<b>72</b>	50							<b>50</b>	25							<b>25</b>
<b>Convertibles</b>																								
<b>Alternative Investments</b>	8							<b>8</b>	9							<b>9</b>	9							<b>9</b>
<b>Sum</b>	<b>100</b>							<b>100</b>	<b>97</b>	<b>2</b>	<b>1</b>				<b>100</b>	<b>95</b>	<b>4</b>		<b>1</b>				<b>100</b>	

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
<b>Cash</b>		20						<b>20</b>		24						<b>24</b>		44						<b>44</b>
<b>Equities</b>									3	6	8					<b>17</b>	3	8	11					<b>22</b>
<b>Bonds</b>		10	62					<b>72</b>		9	41					<b>50</b>		4	21					<b>25</b>
<b>Convertibles</b>																								
<b>Alternative Investments</b>	3		5					<b>8</b>	2	3	4					<b>9</b>	2	3	4					<b>9</b>
<b>Sum</b>	<b>3</b>	<b>10</b>	<b>87</b>					<b>100</b>	<b>5</b>	<b>18</b>	<b>77</b>				<b>100</b>	<b>5</b>	<b>15</b>	<b>80</b>					<b>100</b>	

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
<b>Cash</b>				20				<b>20</b>				24				<b>24</b>				44				<b>44</b>
<b>Equities</b>									4	4	9					<b>17</b>	5	5	12					<b>22</b>
<b>Bonds</b>				72				<b>72</b>				50				<b>50</b>				25				<b>25</b>
<b>Convertibles</b>																								
<b>Alternative Investments</b>	3		5					<b>8</b>	2		7					<b>9</b>	2		7					<b>9</b>
<b>Sum</b>	<b>3</b>		<b>97</b>					<b>100</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>90</b>				<b>100</b>	<b>7</b>	<b>5</b>	<b>88</b>					<b>100</b>	

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