

THETA .ch

0.42Y as of close 7/23

Line Chart

7/23/04

Chart

Additional graph(s)

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

Moving Average

<http://www.theta.ch>

Managing Private &
Institutional Assets

THETA AG

THETA Weltbild: Jahresrück- und ausblick

Europa gefordert – Rentensystem gefährdet

Sehr geehrte/r Kunde/in

Sehr geehrte/r Interessent/in

■ Die europäische Sparpolitik führt trotz Geldschwemme der Notenbank zu einer Deflation und stellt Europa als Einheit vor neue Herausforderungen.

■ Wirtschaftsthesen behaupten, weil es Deutschland so gut geht, geht es den anderen so schlecht. Die unterschiedliche Entwicklung der Lohnstückkosten führte zu unterschiedlichen Wettbewerbsfähigkeiten und Spannungen innerhalb Europa.

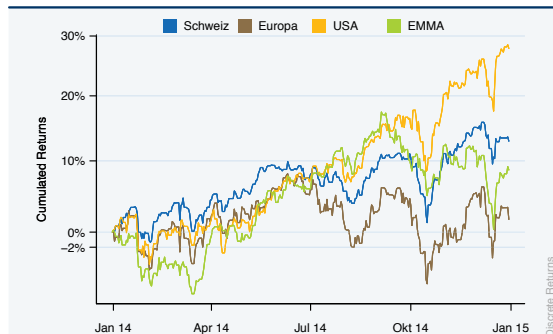
■ Die Tiefzinspolitik dürfte die Bildung von neuen Blasen begünstigen. Langfristig fehlende Zins-einkünfte werden für unser Rentensystem zu einem Problem.

Kapitalmärkte im Jahr 2014

Aufgrund des weiter gesunkenen Zinsniveaus sind die Preise von Anleihen weiter gestiegen. Je länger die Laufzeit, desto höher war die Performance. So konnte beispielsweise mit einer Anleihe der Swisscom mit einer Laufzeit von 12 Jahren ein Mehrwert von über 7.5% erzielt werden, obwohl die Kuponzahlung nur bei 1.125% liegt. Unsere Übergewichtung des amerikanischen Aktienmarktes mit einer Jahresrendite von 28% in Schweizerfranken war sehr positiv, während der europäische Markt nur 1.7% rentierte. Gold legte im letzten Jahr wieder zu, nach deutlichen Einbussen von 30% im Jahr 2013, wobei der Rohstoffmarkt insgesamt eine negative Performance zeigte.

Aktienmarktentwicklung in Schweizer Franken

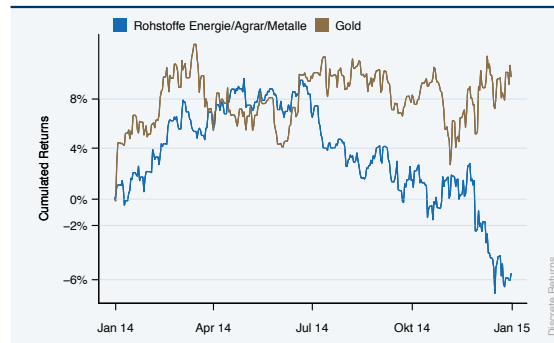
2013-12-31 to 2014-12-30



Source: THETA AG

Preisentwicklung von Rohstoffen in CHF

2013-12-31 to 2014-12-31



Source: THETA AG

Das wirtschaftliche Umfeld

Zu Beginn der Subprime-Krise waren sich viele Ökonomen einig, dass die **Ursache „beim billigen Geld“** lag. Und nun wird die Gelddruckmaschine der Notenbanken noch stärker genutzt um mit einer Tiefzinspolitik mit aller Kraft eine Deflation zu verhindern und die Wirtschaft anzukurbeln. Dass „Geld drucken“ keine Lösung sein kann, zeigt die Entwicklung Japans, dessen Haushaltsbudget seit über 20 Jahren ein Defizit aufweist und die Verschuldung inzwischen auf rund 230% gewachsen ist.

Ausgewählte Verschuldungsquoten*

Staat	2008	2011	2014
Deutschland	69.9%	85.8%	83.9%
Frankreich	79.3%	99.3%	115.1%
Italien	118.9%	124.0%	147.2%
Spanien	48.0%	78.8%	108.5%
USA	72.6%	98.8%	106.2%
Schweiz	48.3%	46.3%	45.9%

* Datenquelle: OECD Economic Outlook, 04.06.2014

Die Probleme in Europa haben sich nach wie vor nicht entspannt. Die geplanten Sparbemühungen wurden verfehlt und **die globale Verschuldung, gemessen im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung (Verschuldung/BIP), hat sich weiter erhöht**, wie die obige Tabelle zeigt.

Der Grossteil der Staaten weist kein ausgeglichenes Haushaltsbudget auf. In Deutschland und der Schweiz wird für das Jahr 2014 mit einer schwarzen Null gerechnet, während man in Frankreich (-3.8%), Italien (-2.7%), Spanien (-5.5%), USA (-5.8%) ein Defizit erwartet und folglich den Verschuldungsgrad weiter erhöht - und dies trotz tiefen Refinanzierungskosten. **Anstelle von einem Defizit spricht man heute lieber von einem „Aufwandüberschuss“**, was wenigstens eine verbal positive Stimmung verbreitet.

Wann werden die Staatsschulden abgebaut sein?

Die Schulden der Staaten wandern nach und nach in die sich ausweitenden Bilanzen der Notenbanken. Diese dürften die Staatsschulden horten, denn bei tiefen Zinsen werden die Haushaltsbudgets kaum belastet und somit bedeutungslos für kurzfristig denkende Politiker. Als mögliche Lösung werden die Notenbanken die Schulden beim heutigen, tiefen Zinsniveau anbinden, womit die Zinskosten langfristig für die Staaten auch bei steigenden Zinsen unverändert bleiben. Bei einem Zinsanstieg würden somit die Notenbanken einen Verlust ausweisen und gleichzeitig die Staaten die Verschuldung abbauen. **Eine überhöhte Inflation dürfte langfristig dennoch kaum ausbleiben und Aktienengagements wären in dieser Phase der Krisenbewältigung zu bevorzugen.**

Ungleichgewicht in Europa

Mit der Einführung des EUROs hat man einen Wirtschaftsraum mit gemeinsamen Inflationszielen geschaffen. Folglich hat sich das Zinsniveau der Euro-Länder angeglichen. Die schwächeren Länder konnten von einem tieferen Zinsniveau profitieren, was jedoch nicht für den Schuldenabbau, sondern für die Erhöhung der Staatsausgaben genutzt wurde. Investitionen wurden für viele südliche EU-Länder attraktiver, was bis 2008 zu positivem Wirtschaftswachstum führte. In dieser Zeit sank auch die Arbeitslosigkeit z.B. in Spanien von 20% auf 8%.

In den südeuropäischen Mitgliedstaaten stiegen die Lohnstückkosten in den vergangenen 15 Jahren deutlich stärker als beispielsweise in Deutschland, **wodurch Deutschland wettbewerbsfähiger wurde**, den Export erhöhen und die Arbeitslosenquote senken konnte. Das Gegenteil geschah in den südeuropäischen Ländern. **Aufgrund der Währungsunion fehlte diesen Ländern ein Ausgleich über eine Währungsabwertung.**

Die aktuelle Politik fordert nun von den Krisenländern, ihre Lohnkosten wieder zu senken um die Wettbewerbsfähigkeit zu erhöhen. Da ein hoher Zusammenhang zwischen Lohnkosten und den Konsumentenpreisen besteht, hat und **wird diese Politik zu einer Deflation und zu weiteren sozialen Unruhen führen.**

Alternativ empfehlen Ökonomen, dass Deutschland die Löhne erhöhen sollte, um ihre Wettbewerbsüberlegenheit zu verringern. Es ist sicherlich einfacher, jemandem mehr Lohn zu geben, als jemandem den Lohn zu kürzen. Vor allem würde es die Binnenwirtschaft der bereits angeschlagenen Staaten nicht noch stärker belasten. Es stellt sich jedoch die Frage, ob es wirklich Sinn macht, dass Deutschland dafür sorgt, dass das Land an Konkurrenzfähigkeit verliert und es dem Land

gleich schlecht geht wie den anderen, nur damit es allen gleich gut geht... Des Weiteren stellt sich die Frage, ob die Südeuropäer auch bei tieferen Lohnstückkosten überhaupt in der Lage wären, Deutschlands Export-Produkte zu substituieren.

Lohnstückkosten: Lohnstückkosten werden definiert als der Lohn im Verhältnis zur Produktivität. Ein Land mit höheren Lohnkosten aber auch höherer Produktivität kann demzufolge trotzdem wettbewerbsfähiger sein als ein Billiglohnland mit tiefer Produktivität.

Fakt ist, es besteht ein grosser Unterschied zwischen der Wettbewerbsfähigkeit der Länder in der Eurozone. Die aktuelle Austeritätspolitik, die geforderten Sparmassnahmen und Lohnsenkungen werden zu keiner zusätzlichen Nachfrage führen und so lange die Löhne und die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes nicht steigen, ist auch **nicht mit einer überhöhten Inflation zu rechnen.**

Die aufkeimende Unzufriedenheit der Bevölkerung, Proteste, hohe Arbeitslosigkeit und ein Wechsel der politischen Mächte (z.B. bei Neuwahlen in Frankreich in 2 Jahren) dürfte Europa vor neue Herausforderungen stellen. Die Währungsunion kann nur funktionieren, wenn die Nationen als Einheit dahinterstehen. Ein Auseinanderbrechen der EU würde die Kapitalmärkte erschüttern und die EU in eine Vertrauenskrise stürzen. Dann dürften wir ein **Inflationsszenario sehen, welches trotz wirtschaftlicher Faktoren nicht erwartet worden wäre, weil das Vertrauen in das monetäre System fehlt...**

Die EZB versucht nun mittels Liquiditätsschwemme die Krise zu dämpfen. **Es besteht die Gefahr, dass die Geldmengenerhöhung der Notenbanken und des damit verbundenen tiefen Zinsniveaus zu einer Inflationierung der Finanzvermögen, Blasenbildungen und Spekulationen führt und nicht zur gewünschten Ankurbelung der Wirtschaft mit einer stabilen Preispolitik.**

Tiefzinspolitik ändert unser Rentensystem

Eine langfristige Tiefzinspolitik der Notenbanken wird uns vor neue Probleme stellen. Das Rentensystem wird reformiert werden müssen, wenn der Anleihebereich keinen Ertrag abwirft. Besteht eine heutige Rentenzahlung aus einem Verzehr des Kapitals und der erwirtschafteten Rendite, entfällt inskünftig die zweite, nicht unwesentliche Komponente. **Die Rentenzahlungen dürften inskünftig nicht mehr von einem fixen Umwandlungssatz bestimmt werden, sondern in Abhängigkeit der Konsumentenpreise und der Entwicklung der**

Kapitalmärkte stehen. Für das heutige Rentensystem würde dies bedeuten, dass eine bestehende Rente jährlich an das Preisniveau angepasst würde und auch gesenkt werden könnte. Schlussendlich soll eine Rente den Lebensabend sichern, was bei einer Deflation bedeutet, dass die Rente „in Franken“ kleiner sein kann mit gleicher Kaufkraft.

Tiefzinspolitik ändert die Kreditwürdigkeit

Das tiefe Zinsniveau führt zu Marktverzerrungen und die Einschätzung der Kreditwürdigkeit eines Schuldners dürfte eine neue Bedeutung erlangen: **Wer kann Konkurs gehen, wenn keine Zinskosten anfallen?** Trotz tiefem Zinsniveau am Kapitalmarkt ist in der Praxis zu vernehmen, dass Banken die guten Konditionen nicht an klein- und mittelständische Unternehmen weitergeben mit der Begründung aufsichtsrechtlicher Risikoeinschätzung. Ob dies im Sinne der Politiker ist?

Positiv ist, dass mit der Tiefzinspolitik das Geld – wie ursprünglich gedacht – wieder zu einem Tauschmittel und nicht zu einem Aufbewahrungsmittel wird.

Die aktuelle Lage lässt viele provokative Fragen/Ideen aufkommen:

- **Warum druckt die SNB kein Geld für die Altersvorsorge?** ... es ist ja anscheinend auch möglich, die Bilanz auszuweiten und unendlich Geld zu drucken, um den Euro zu stützen (...ohne Inflationsfolgen (?))
- Anstelle der Stützung des Euros könnte die **Schweizerische Notenbank auch Direktinvestitionen über einen speziell errichteten Infrastruktur-Fonds tätigen** und so die Wirtschaft und das Preisniveau stützen. Dadurch würde man nicht die Schulden der Europäischen Währungsunion aufkaufen, man würde direkt Arbeitsplätze schaffen und bekäme einen langfristigen Gegenwert.
- Notenbanken und Staatshaushalte scheinen zu verschmelzen. Anstelle, dass der Staat die Wirtschaft ankurbelt und sich höher verschuldet, drucken die Notenbank Geld mit der Begründung der Preisstabilität. Im Unterschied wird die Notenbank jedoch Schulden ohne politischen Einfluss abschreiben und die Bilanzsumme reduzieren können. **Werden wir jedoch zu dieser Zeit noch Vertrauen in die Notenbanken mit ihrem Papiergeld haben oder endet es in einer Vertrauenskrise?**

Wie reagieren wir auf eine Vertrauenskrise?

Der deutsche Aktienindex stieg 1918 bis 1923 in Papiermark von 126 auf 26'890 Milliarden Indexpunkte. Trotzdem verlor der Aktienmarkt von

1913 bis 1923 real rund 80% des Wertes. Aktien zeigten zwar hohe reale Verluste, wurden jedoch nicht wertlos wie Anleihen.

In der Zeit von 1929-1932 stürzte der amerikanische Aktienmarkt von 381 auf 41 Punkte ab. Das Halten von Liquidität war in dieser Phase in den USA sinnvoll. 1937 war der DJ Index wieder bei 194 Punkten.

Entscheidend ist, in welchem Marktzyklus wir uns befinden. Langfristig erscheint uns die Aktienanlage insbesondere aufgrund der Währungspolitik und Geldmengenausweitung der Notenbank als sinnvoll. Kurz- und Mittelfristig muss jedoch mit einem Rückgang der globalen Wirtschaftsleistung gerechnet werden. **Die Bevölkerung in der entwickelten Welt ist gesättigt vom Konsum, es bestehen Überkapazitäten und es fehlen revolutionäre Innovationen.**

Trotz einer möglichen Beruhigung durch die Notenbanken fehlen wirtschaftliche Impulse, wir müssen deshalb mit einer höheren Volatilität der Aktienmärkte rechnen.

Strukturveränderungen bedeuten Unsicherheit

Wir nutzen das Wissen von Forschungsarbeiten der ETH Zürich um Veränderungen in der Marktstruktur zu erkennen. Eine Veränderung bedeutet eine Unsicherheit des Marktes, das heisst z.B. dass der Trend der Vergangenheit mit grosser Wahrscheinlichkeit nicht derselbe in der Zukunft sein wird. Deshalb meiden wir Anlagen mit instabilem Marktverhalten um das uns anvertraute Vermögenskapital zu erhalten.

In den vergangenen Monaten haben wir aufkeimende Signale erhalten (siehe Anhang), dass sich der Aktienmarkt in einem Umbruch befindet. Uns erscheint es deshalb sinnvoll eine risikoaversere Positionierung einzunehmen, Aktienanlagen kurz-/mittelfristig zu reduzieren und die erzielten Gewinne zu sichern. Die quantitativen Resultate der Analysen sind mit unserer fundamentalen Beurteilung übereinstimmend. Bei einer Stabilisierung der Märkte werden wir die Positionen wieder aufbauen, um unsere langfristig positive Einschätzung der Aktien zu widerspiegeln.

Wir freuen uns, Sie auch im Neuen Jahr kompetent beraten zu dürfen und stehen Ihnen bei Fragen gerne zur Verfügung.

Ihr THETA-Team

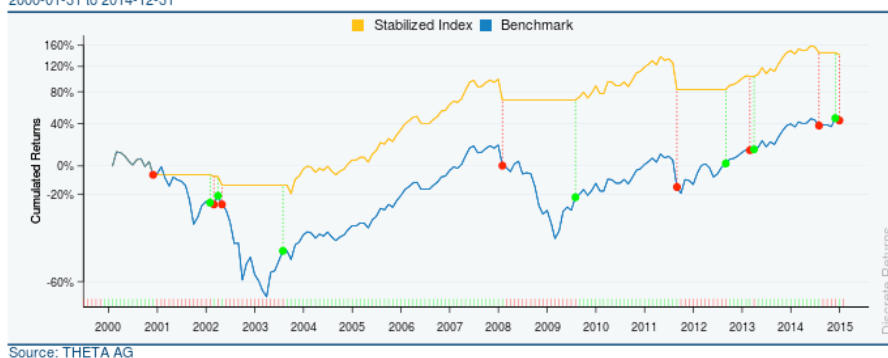
Dominik Locher | Daniel Lanz | Dominic Weber

ANHANG

Beispiel des deutschen Aktienmarktes und Instabilitätssignale.

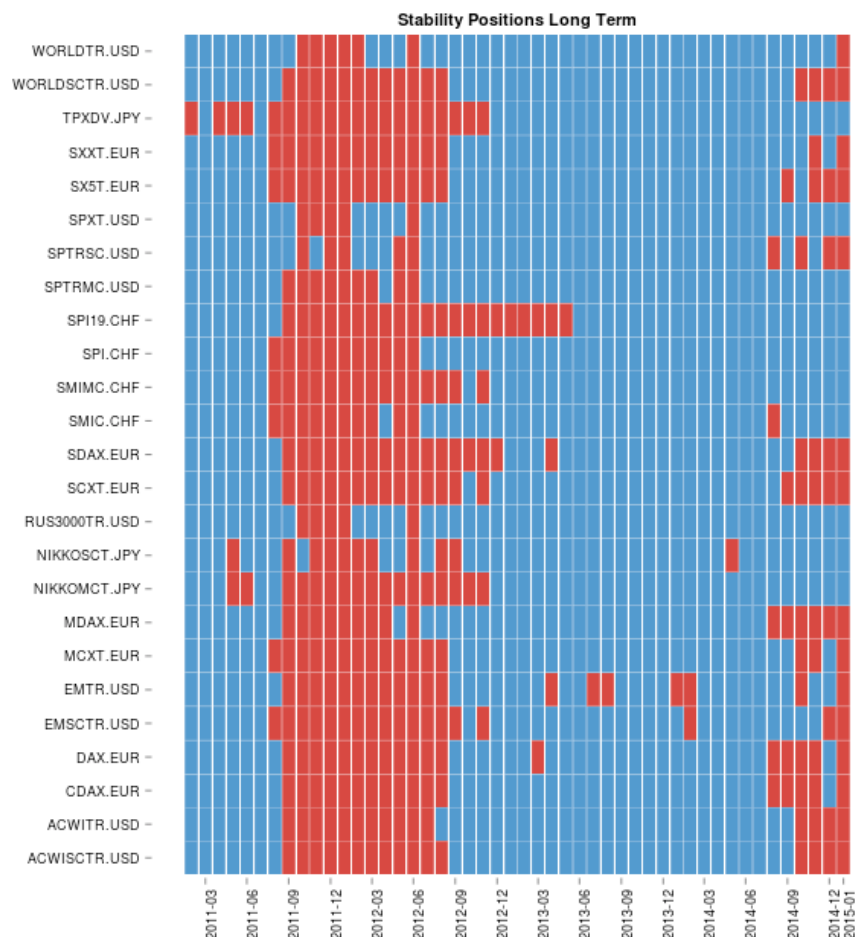
Wird das Aktienengagement in instabilen Marktphasen vollständig reduziert, resultiert ein stabilisierter Index (Stabilized Index), welcher deutlich kleinere Verluste aufweist und eine stabilere Vermögensentwicklung aufweist. Das Analyseverfahren kann auch zum Deckungsgradschutz für Pensionskassen genutzt werden.

Index vs. Stabilized Index
2000-01-31 to 2014-12-31



Instabilitäts-Matrix

Die roten und blauen Rechtecke zeigen jeweils für einen Monat die Instabilitäten der Märkte (y-Achse) auf. Es ist eine globale Zunahme der Instabilitäten zu beobachten.



Managing Private &
Institutional Assets

THETA AG

0.42Y as of close 7/23

Line Chart SX5P Index
7/23/04 Period 0 Daily Base
Chart Moving Averages
Additional graph(s) Moving Average



Impressum:

THETA AG
Dominik Locher
Gessnerallee 38
CH-8001 Zurich

T +41 44 217 80 10
F +41 44 217 80 15

theta@theta.ch
www.theta.ch

dynAAx 
dynamic Asset Allocation index

www.assetallocation.ch