Anlagepolitik

2023

FARO INVEST
Vermögensberatung AG

1 Rückblick 2022

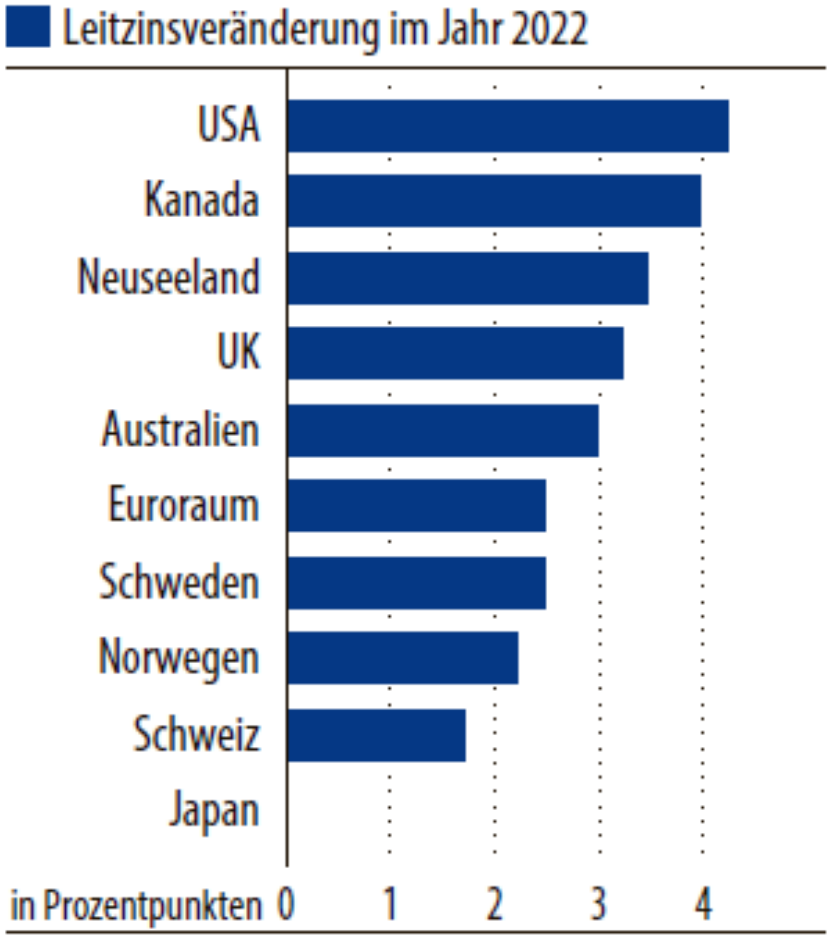
2 Anlageumfeld

3 Beurteilung der Anlageklassen

4 Portfoliopositionierung

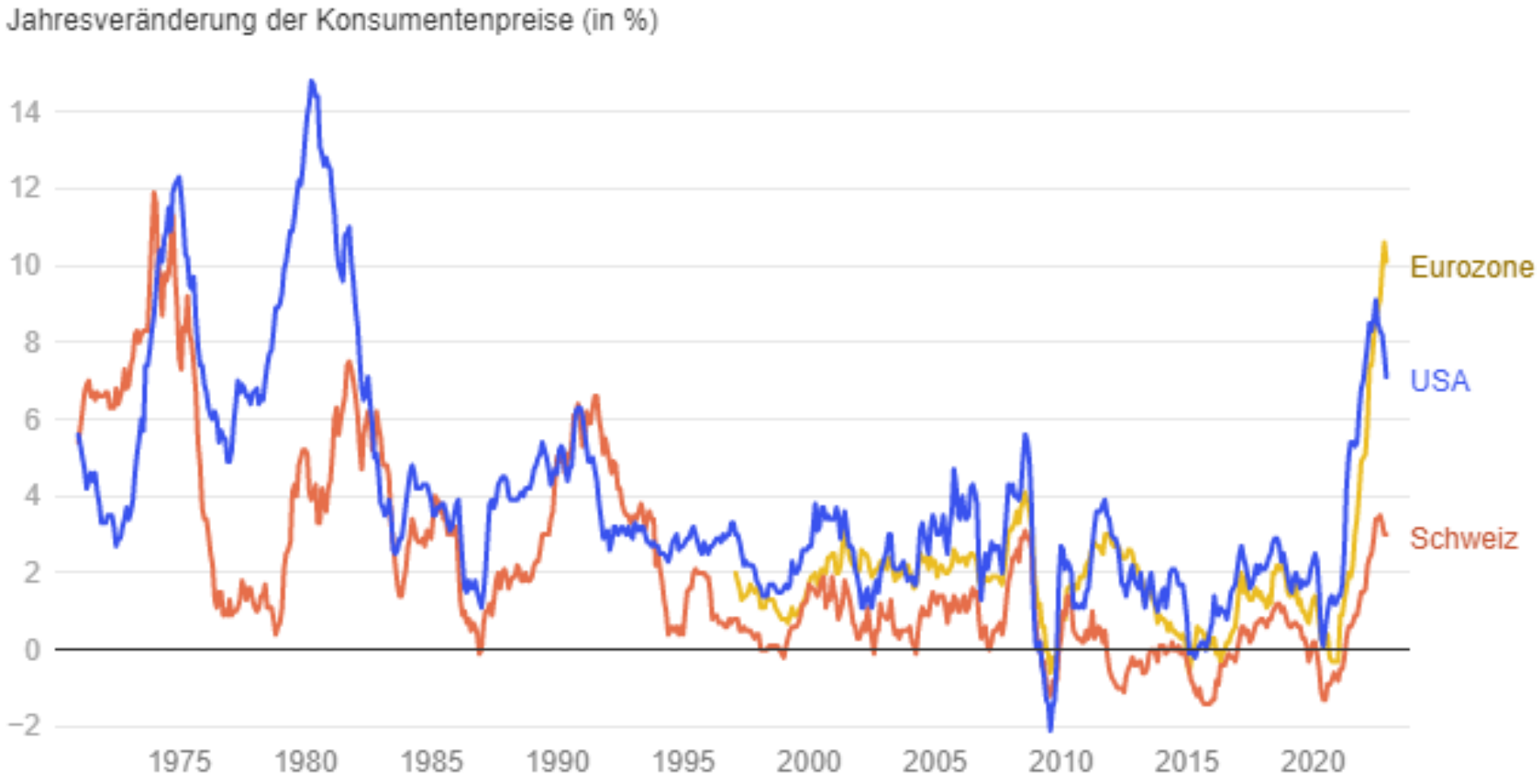
2022 – Ein Anlagejahr zum Vergessen!

- Das Börsenjahr war geprägt vom russischen Angriffskrieg, steigender Inflation, restriktiver Notenbanken und zunehmenden Rezessionssorgen.
- Schon vor dem Krieg in der Ukraine litt die Weltwirtschaft unter Angebotsschocks und zunehmendem Inflationsdruck. Die Stimulusmassnahmen während und der Nachholbedarf nach der Pandemie entluden sich in höheren Preisen. In den USA erreichte die Jahresveränderung der Konsumentenpreise bei 9,1% ihr Jahreshöchst, in Europa kletterte sie sogar auf 10,6%. Und auch in der Schweiz stieg der Landesindex der Konsumentenpreise zwischenzeitlich auf 3,5%. Zuletzt liess sich eine gewisse Entspannung beobachten.
- Angesichts des zunehmenden Teuerungsdrucks sahen sich die Zentralbanken gezwungen, die Leitzinsen schnell und beherzt zu erhöhen, um die hohe Nachfrage an das verringerte Angebot anzupassen und um zu vermeiden, dass sich die Inflationserwartungen weiter nach oben bewegen.



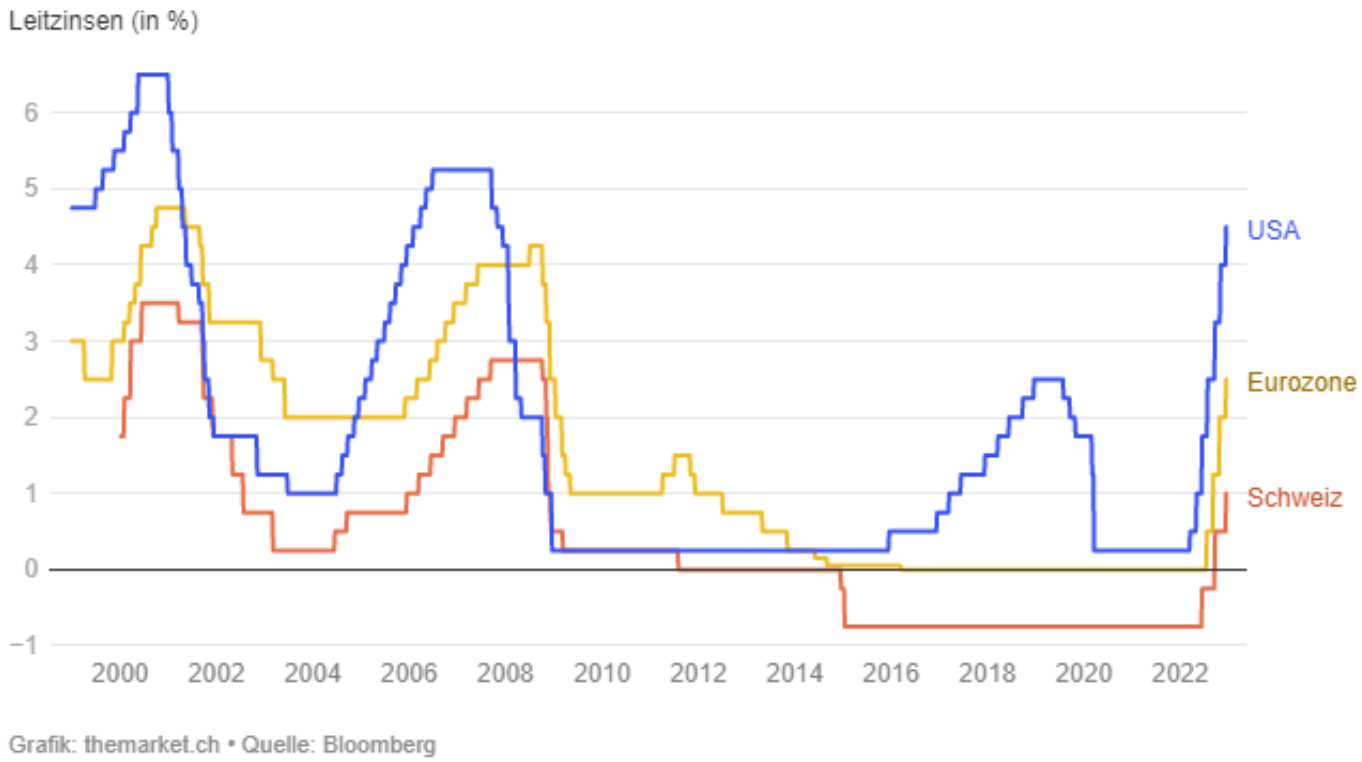
Quelle: Bloomberg, Commerzbank / Grafik: FuW, sp

Inflationsschub rund um den Globus



Grafik: themarket.ch • Quelle: Bloomberg

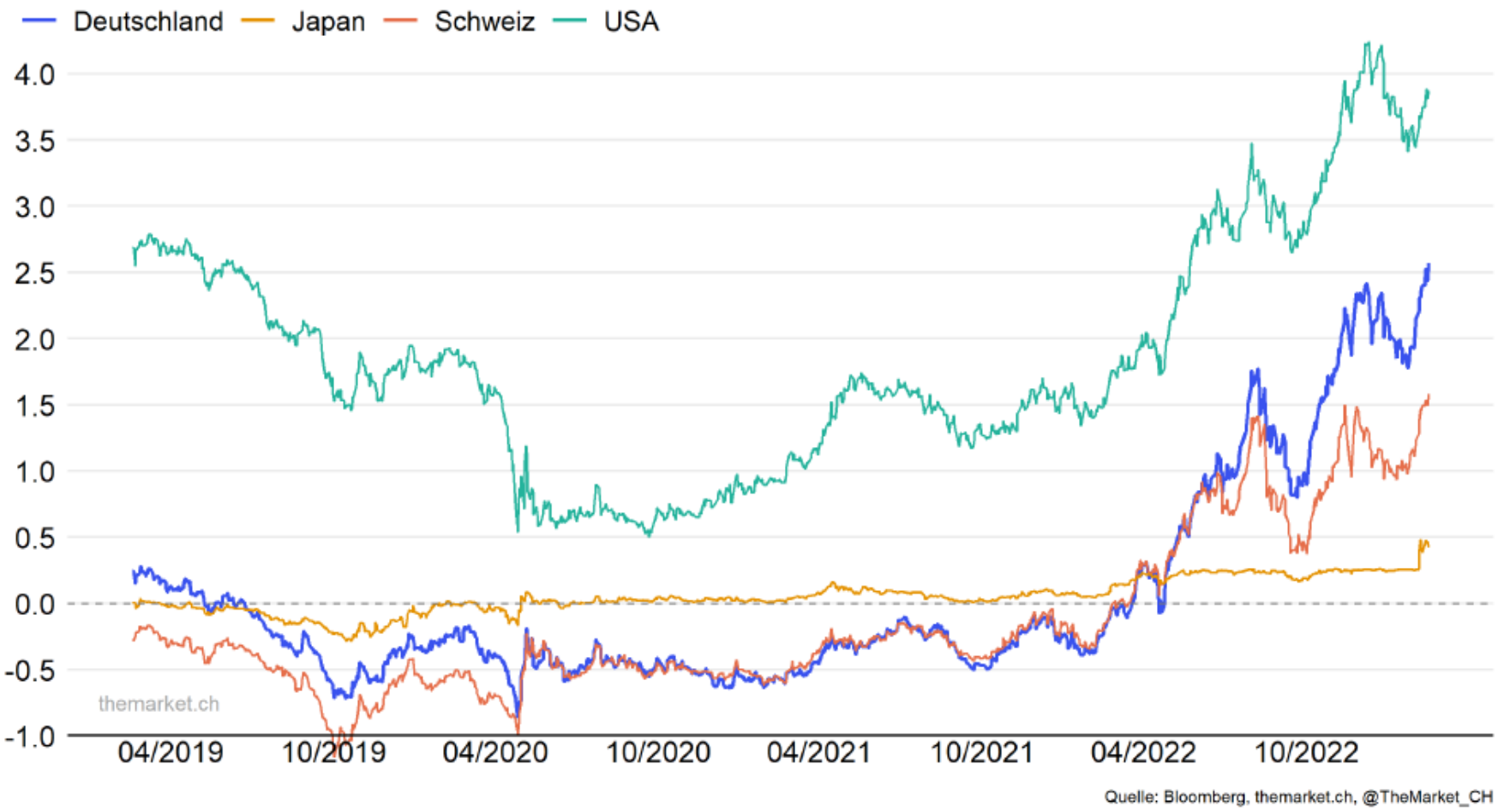
Notenbanken straffen die Geldpolitik, …



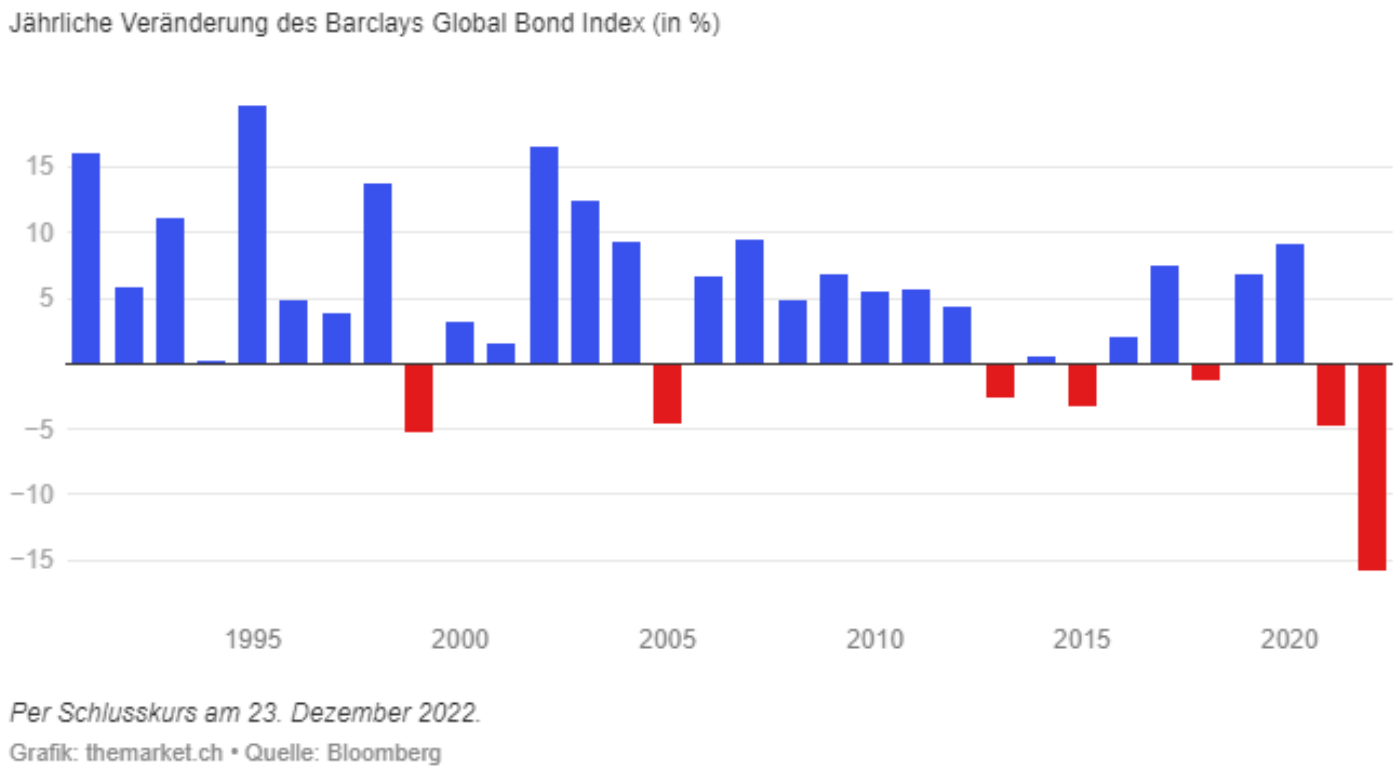
Nach einer Erhöhung um 25 und einer um 50 Basispunkten hat das Fed im Juni 2022 den aggressivsten Zinsschritt seit November 1994 beschlossen - eine Anhebung um 75 Basispunkte. Es folgten drei weitere solcher Schritte und zuletzt im Dezember einer um 50 Basispunkte. Nun liegt das Zielband zwischen 4,25 und 4,5%. Die Europäische Zentralbank (EZB) und die Schweizerische Nationalbank (SNB) mussten die Geldpolitik ebenfalls straffen, um die Inflation zu bekämpfen. Nach Jahren der Negativzinspolitik herrschen in der Schweiz wieder positive Zinsen, nachdem die SNB die Leitzinsen in drei Schritten von -0,75 auf 1% angehoben hat.

… was zu einem deutlichen Renditeanstieg geführt hat.

Renditen auf zehnjährige Staatsanleihen (in %)

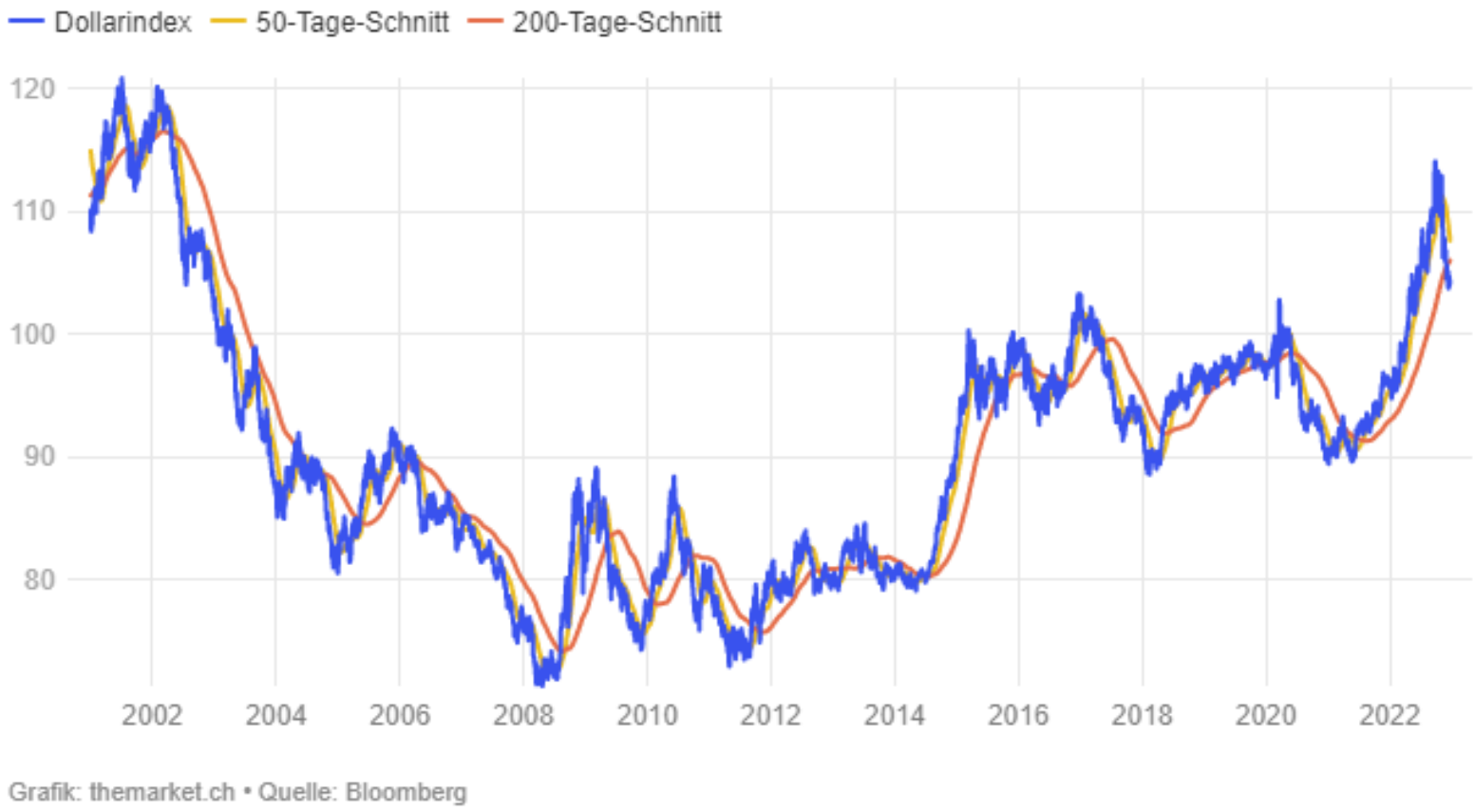


Ein rabenschwarzes Jahr für Anleihen



Die Kehrseite der steigenden Zinsen waren fallende Anleihekurse. Der Barclays Global Aggregate Index misst die Entwicklung globaler Bonds mit Anlagequalität (Investment Grade) aus 25 verschiedenen Märkten. Er umfasst Staatsanleihen, Bonds von regierungsnahen Organisationen, Unternehmensanleihen und verbriefte Festzinsanleihen von Emittenten aus Industrie- und Schwellenländern. Allein 2022 hat der Index 16% verloren - das ist der grösste Verlust seit Beginn der Datenreihe im Jahr 1990. Zum ersten Mal ist der Index zwei Jahre in Folge gefallen.

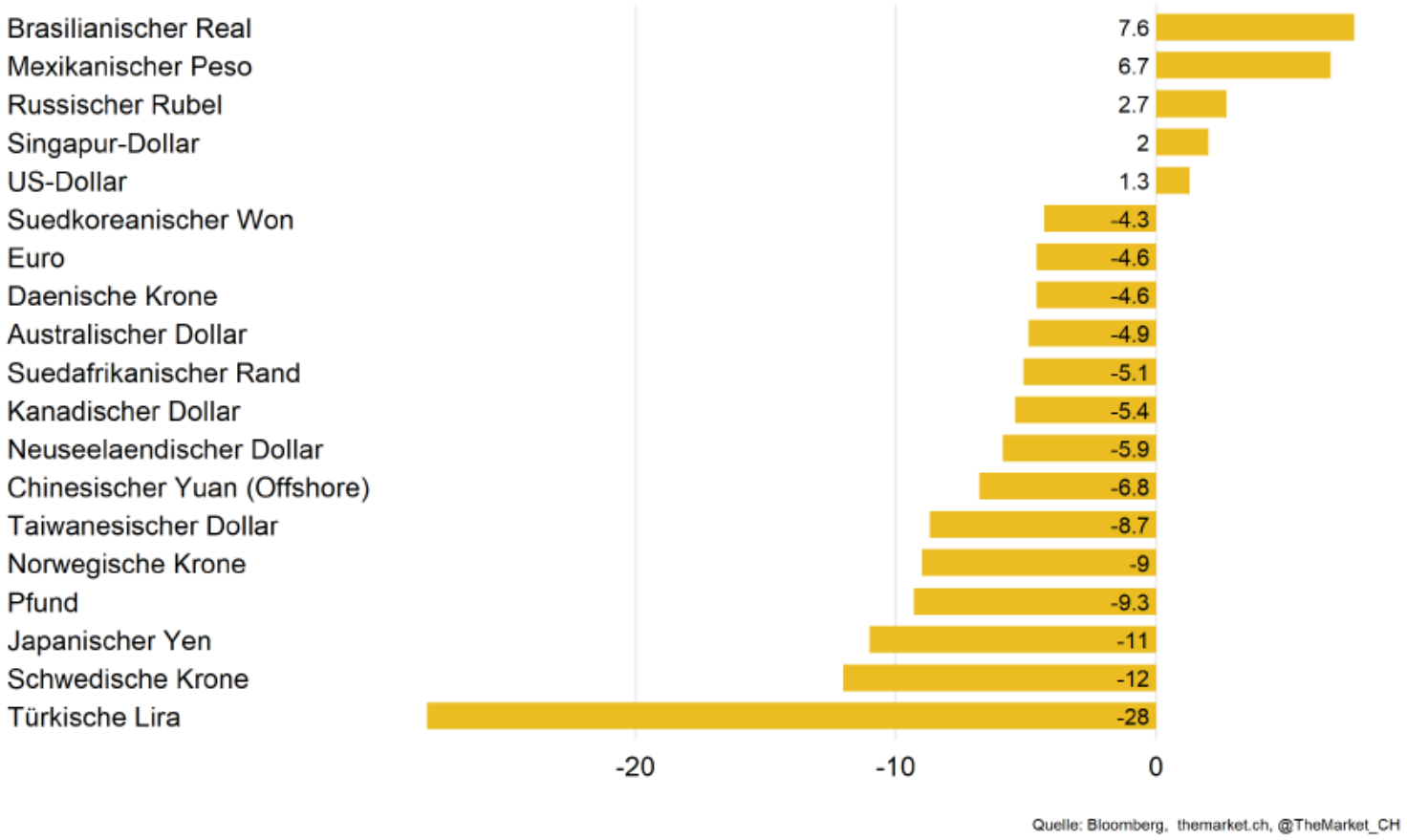
Der US-Dollar liess 2022 die Muskeln spielen.



Das Vorpreschen des Fed relativ zu den anderen wichtigen Notenbanken verlieh dem Dollar kräftig Auftrieb. Der Dollarindex hat sich seit Jahresbeginn um 9% aufgewertet. Vor der jüngsten Korrektur verzeichnete er sogar einen Anstieg von 19% und erreichte damit den höchsten Stand seit zwanzig Jahren.

Der Schweizer Franken hat sich einmal mehr bewährt.

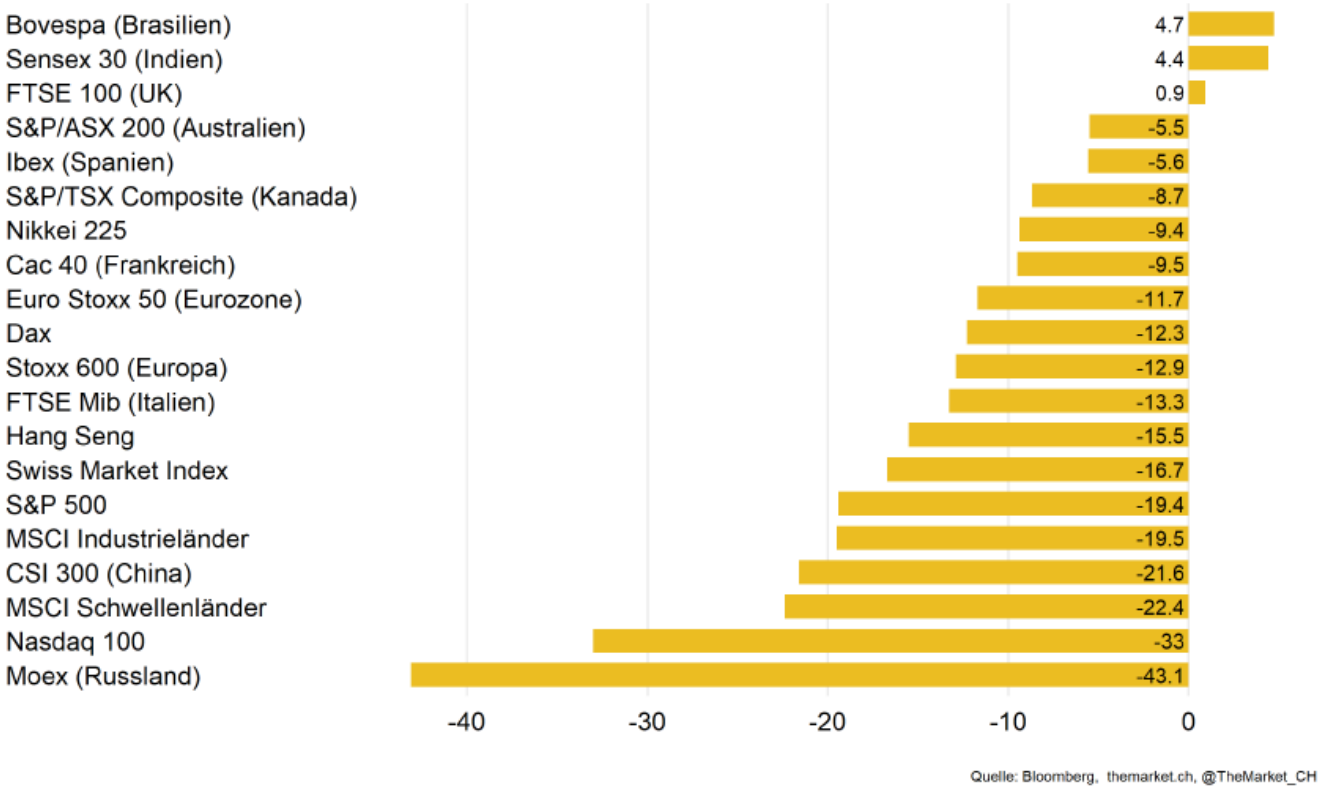
%-Veränderung zum Schweizer Franken seit Jahresbeginn



Von der zwischenzeitlich beachtlichen US-Dollar-Stärke blieb gegen Ende Jahr nicht mehr viel übrig. Andere Hauptwährungen (Euro, Pfund) waren schwach bis sehr schwach (Yen). Beherzte Leitzinserhöhungen in Kombination mit steigenden Rohstoffpreisen sorgten für ungewöhnlich starke Währungen in einigen Schwellenländern.

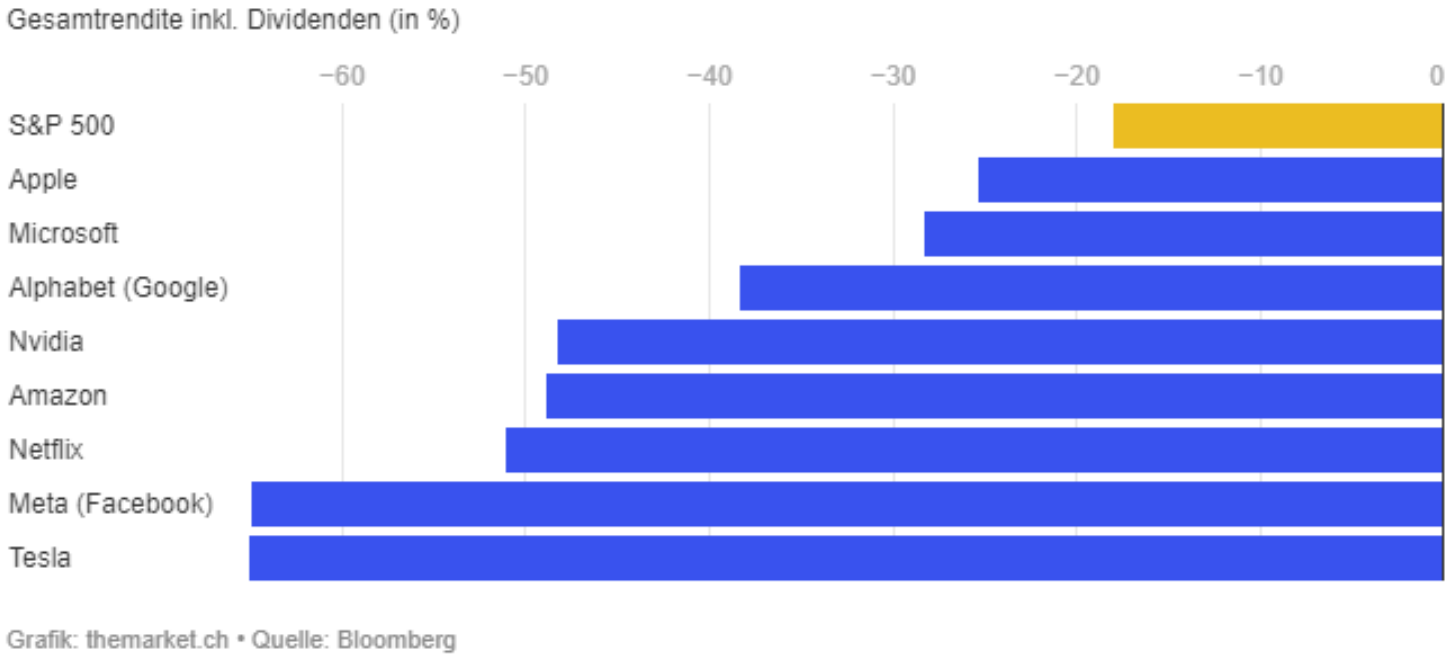
Ein hartes Jahr für Aktienanleger!

Kursveränderung seit Jahresbeginn (in Lokalwährung, in %)



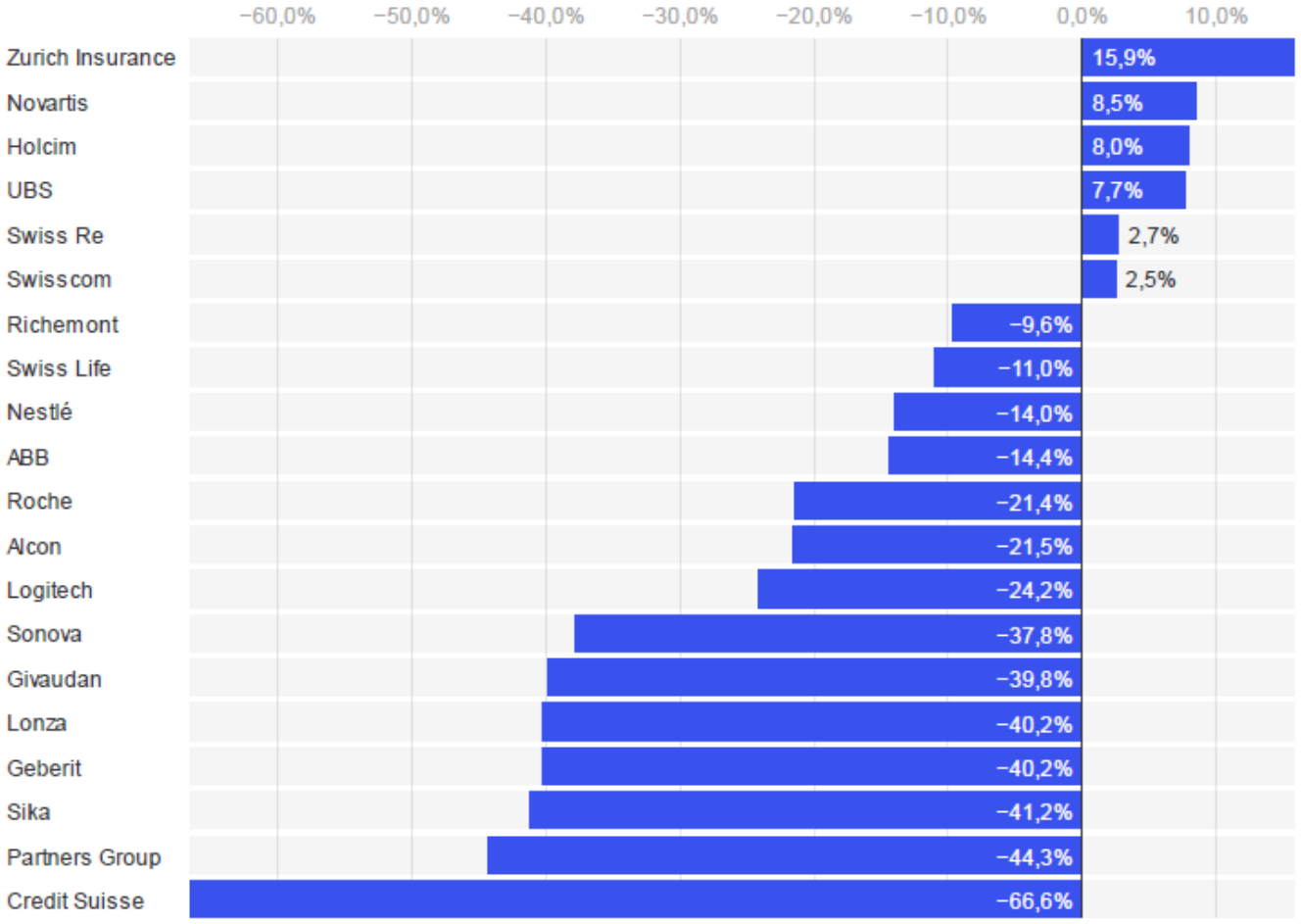
Die Mischung - Krieg, hohe Inflation, geldpolitische Straffung, schwächere Konjunktur - erwies sich als Gift für die Aktienmärkte rund um den Globus. Nur wenige Indizes vermochten sich dem Abwärtssog zu entziehen, darunter vor allem rohstofflastige Barometer wie der FTSE 100 (Vereinigtes Königreich) und der Bovespa (Brasilien) sowie der Sensex 30 (Indien). Die Mehrheit der Aktienmärkte musste Verluste von 5 bis mehr als 20% einstecken. Besonders hart traf es die lange als unbesiegbar geltenden Technologiewerte, die im Nasdaq 100 prominent vertreten sind, sowie russische Aktien.

Wachstumsaktien mussten 2022 Federn lassen.



Die abnehmende Liquidität an den Märkten setzte insbesondere den FANGMAN-Aktien (Facebook, Amazon, Netflix, Google, Microsoft, Apple und Nvidia) und anderen ehemaligen Überfliegern wie Tesla zu. Nicht wenige büssten mehr als 40% ihres Wertes ein. Apple und Microsoft waren zwar widerstandsfähiger, gaben aber dennoch stärker nach als der breite S&P 500. Die Marktkapitalisierung von Tesla ist 2022 um 670 Mrd. $ gefallen. Aber auch nach der Korrektur bringt das Unternehmen noch 390 Mrd. $ auf die Waage - deutlich mehr als der grösste Schweizer Konzern Nestlé (320 Mrd. $).

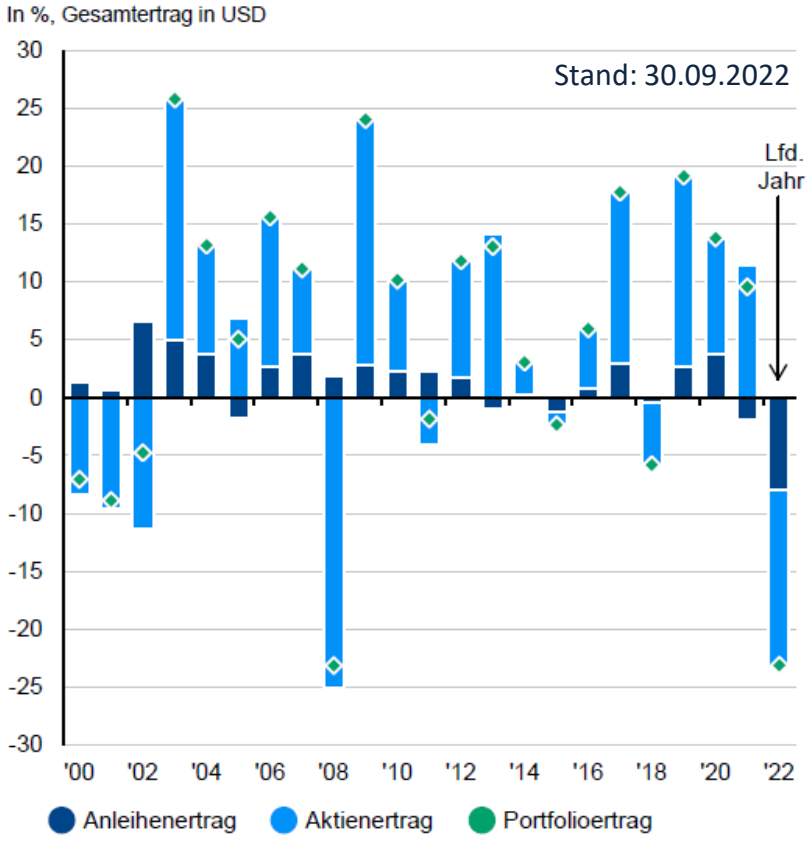
Ebenso die meisten Schweizer Aktien



Quelle: Bloomberg, themarket.ch

Gemischte Portfolios mit miserabler Jahres-Performance

Jährliche Erträge in einem Aktien-Anleihen-Portfolio (60/40)

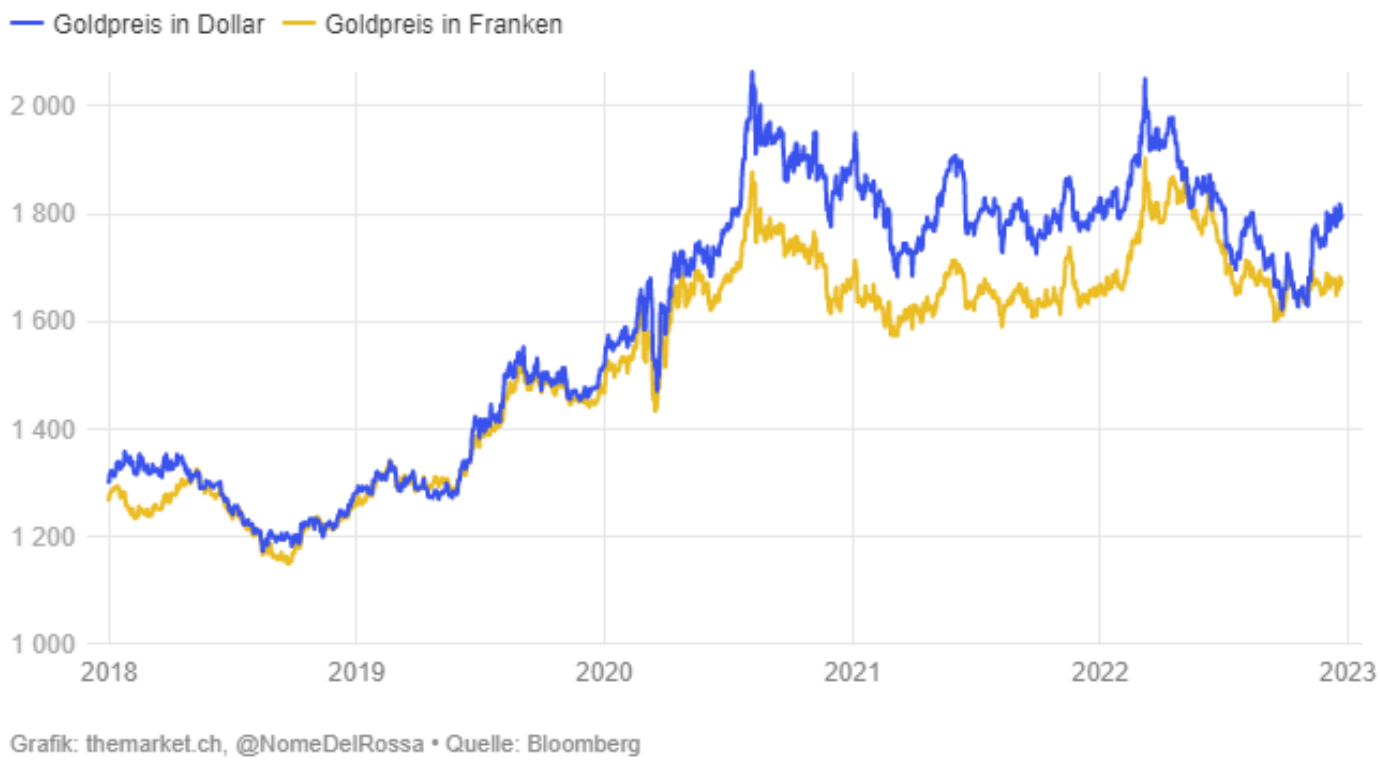


Beide Hauptanlageklassen (Anleihen und Aktien) haben zeitgleich deutliche Verluste erlitten. Diversifikation hat 2022 nicht funktioniert. Das ist ein ausserordentliches und seltenes Phänomen.

Kryptowährungen: Die Blase ist geplatzt!

Mit dem Versiegen der Liquidität am Markt kamen auch die Kryptowährungen unter starken Druck. Wie die Daten von Coinbase zeigen, ist der Marktwert aller Kryptowährungen 2022 um 63% auf bloss noch rund 790 Mrd. $ abgesackt. Bitcoin, die wichtigste Währung, ist von 46’000 $ auf knapp unter 17’000 $ gefallen. Die grossen Versprechen, dass Kryptowährungen «unkorreliert» seien zu traditionellen Vermögenswerten, dass sie Schutz bieten vor Inflation und dass sie zur Vermögensbildung taugen, haben sich in Luft aufgelöst!

Gold: Unter Schwankungen seitwärts



Im Gegensatz zu Kryptowährungen hat das «barbarische Relikt» Gold für Stabilität im Portfolio gesorgt. Manch ein Anleger dürfte zwar enttäuscht sein, dass das Edelmetall angesichts des globalen Inflationsschubs und der geopolitischen Unsicherheit nicht besser abgeschnitten hat. Allerdings hat es sich trotz starkem Dollar bewährt. In Franken ist der Goldpreis im Jahresverlauf nahezu unverändert, in Dollar ist er rund 2% gefallen.

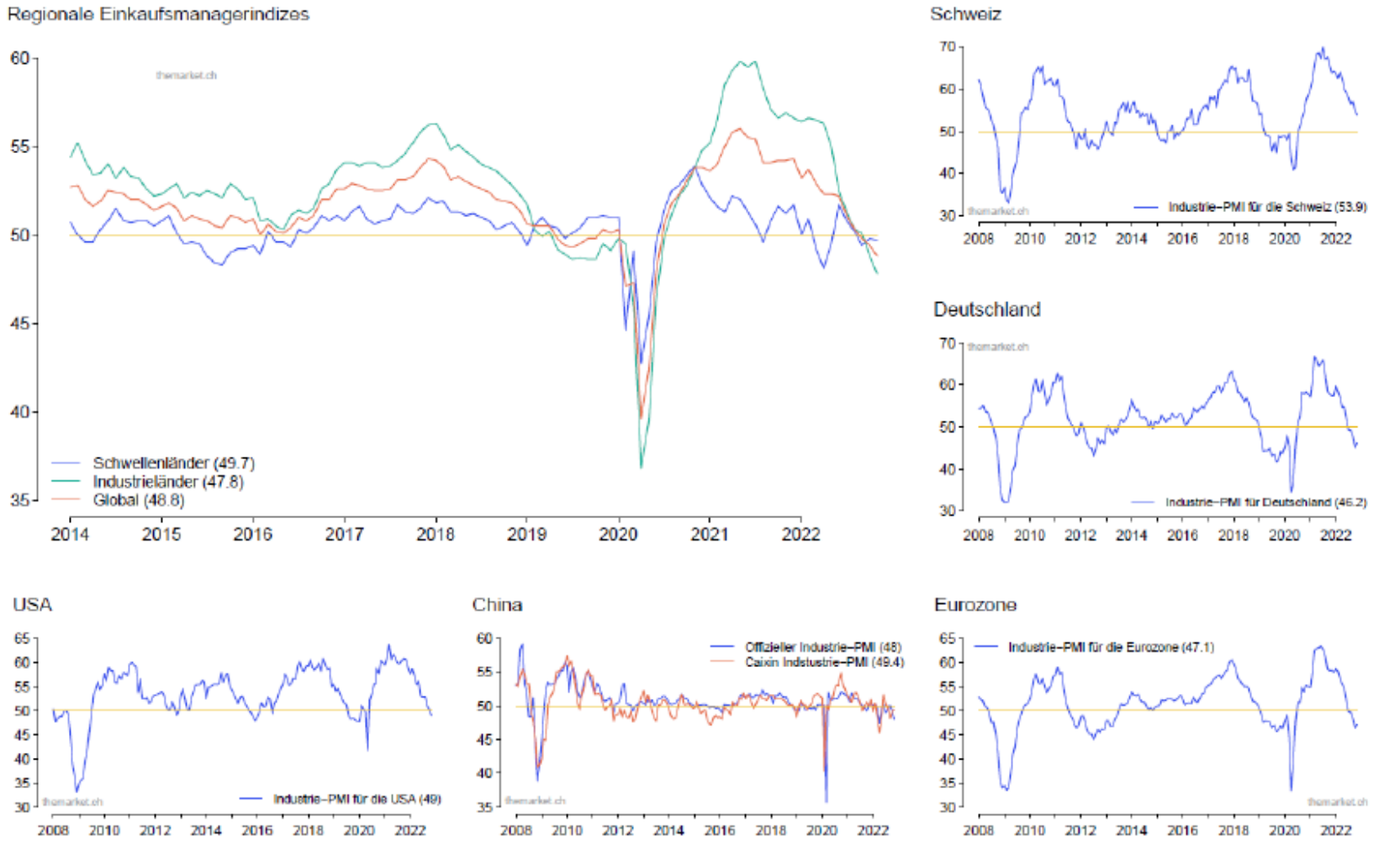
1 Rückblick 2022

2 Anlageumfeld

3 Beurteilung der Anlageklassen

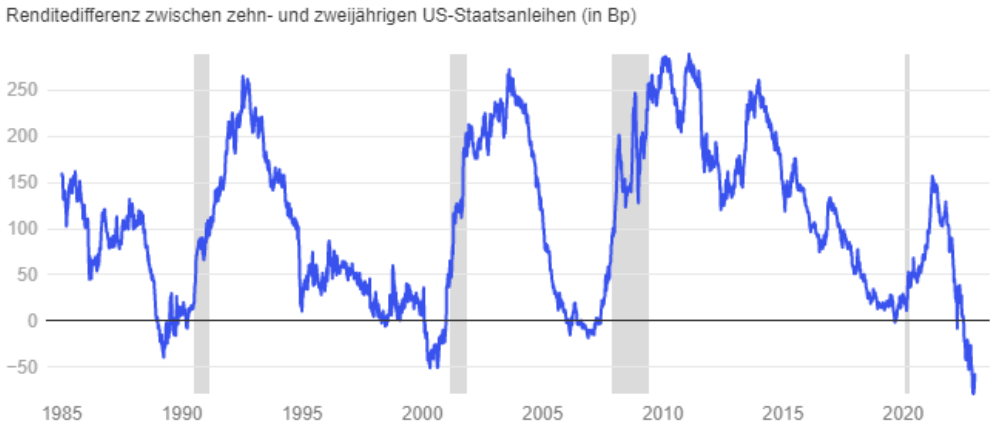
4 Portfoliopositionierung

Konjunkturelle Vorlaufindikatoren sinken deutlich – einige Länder aus der Eurozone (v. a. Deutschland) befinden sich vermutlich bereits in der Rezession.



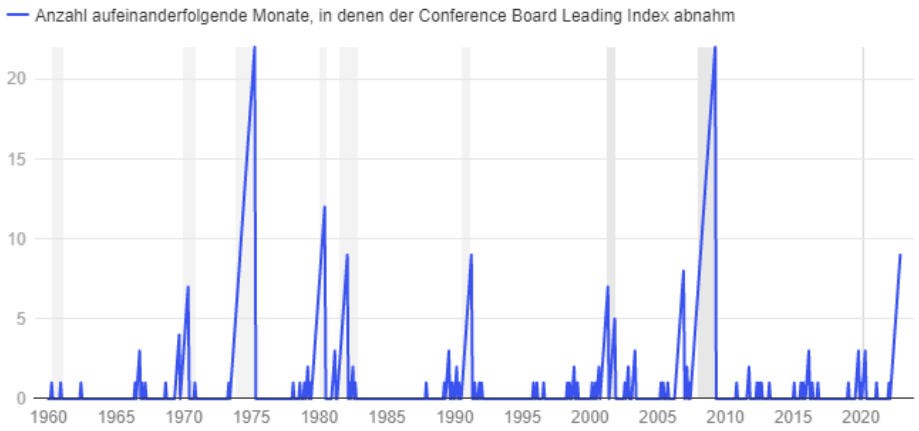
Quelle: Bloomberg, IHS Markit, themarket.ch

Erhöhte Rezessionsgefahr auch in den USA



Grau: Rezessionen nach Definition des National Bureau of Economic Research

Grafik: themarket.ch • Quelle: Bloomberg

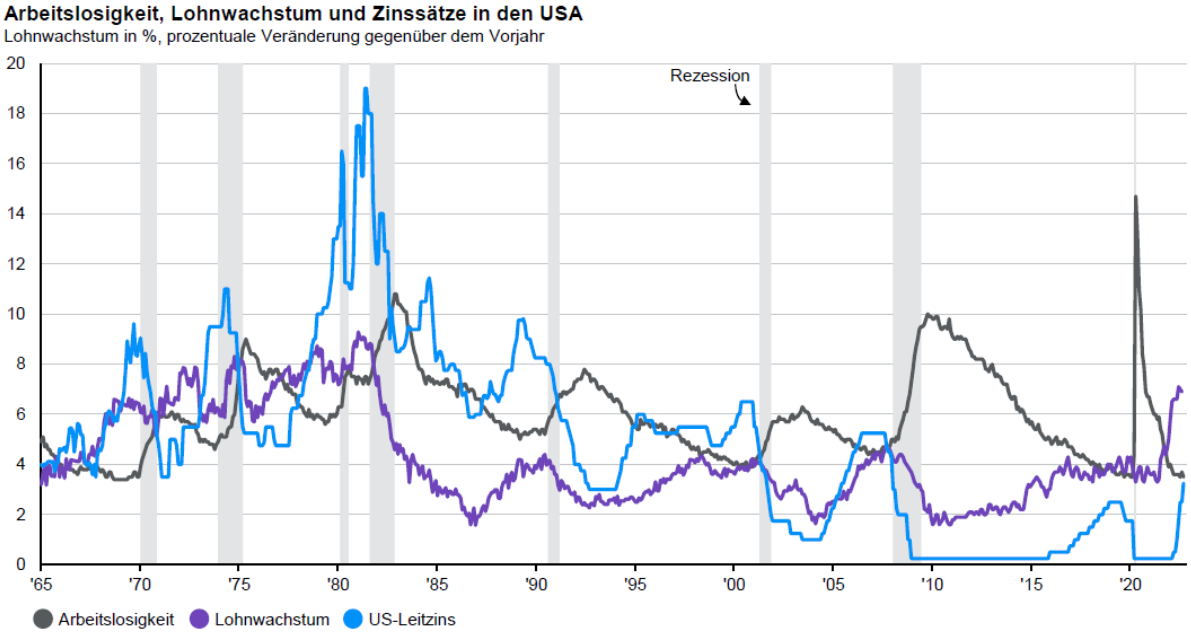


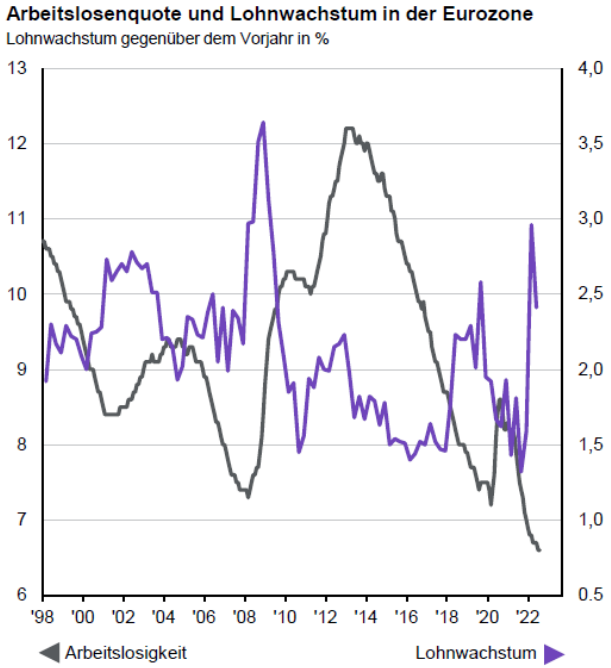
Graue Flächen = Rezession gemäss der Definition des National Bureau of Economic Research

Grafik: themarket.ch, @NomeDelRosa • Quelle: The Conference Board

Auch wenn die Mitglieder der US-Notenbank Fed immer noch verkünden, eine «sanfte Landung» der US-Wirtschaft sei möglich (sie erwarten für 2023 ein Wirtschaftswachstum von noch 0,5%), verdichten sich die Signale eines Abschwungs. Dafür spricht neben den schwachen Frühindikatoren vor allem die inverse Zinsstrukturkurve (Renditedifferenz zwischen zehn- und zweijährigen Staatsanleihen). In der Vergangenheit war eine solche Inversion ein verlässliches Signal für eine Rezession. Auch der vom US-Wirtschaftsforschungsinstitut The Conference Board ermittelte Leading Index (LEI) bestätigt eine erhöhte Rezessionsgefahr. So ist der LEI im Dezember zum neunten Mal in Folge gefallen.

Noch sind allerdings die Arbeitsmärkte sehr robust, v.a. in den USA zeichnet sich eine Lohn-Preis-Spirale ab, …

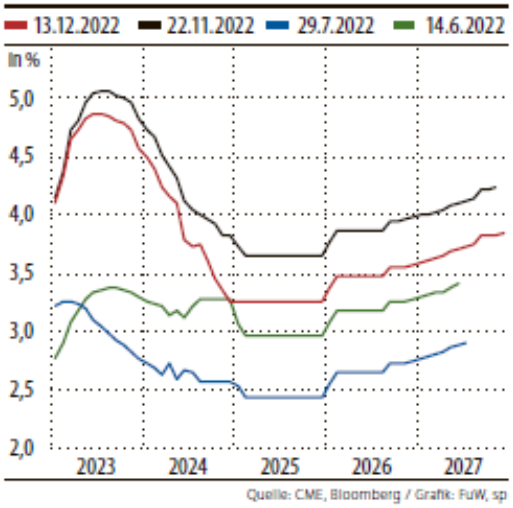




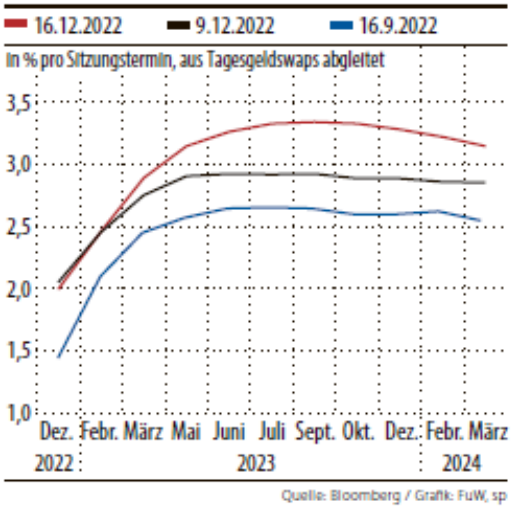
Während der Pandemie hat die Wirtschaft fiskal- und geldpolitisch ausgesprochen grosse Impulse erhalten. Insbesondere beim Arbeitsmarkt entfalten Zinsstraffungen ihre abkühlende Wirkung deutlich verzögert. Gemäss Fed-Prognosen soll die US-Arbeitslosenquote 2023 von aktuell 3,7% auf 4,6% steigen und bis Ende 2024 auf diesem Niveau verharren.

… weshalb die Notenbanken vorderhand restriktiv bleiben (müssen).

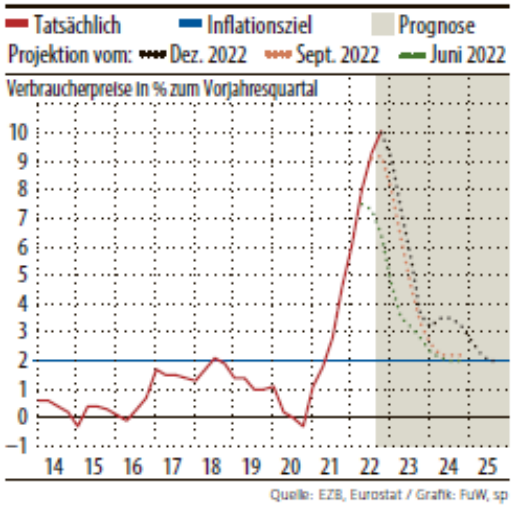
Leitzinserwartungen in den USA



Zinserwartungen für den EZB-Einlagensatz



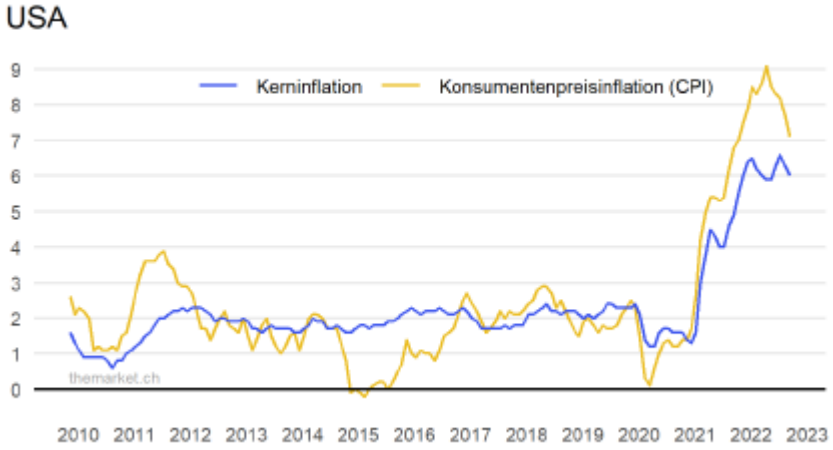
Inflationsprognosen der EZB

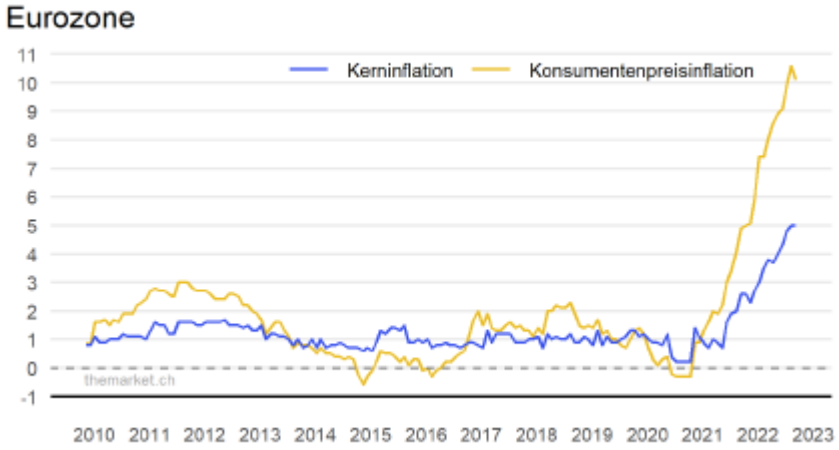


Die Notenbanker haben die Anleger darauf vorbereitet, dass noch länger Zinserhöhungen nötig sein werden, um ein ausreichend restriktives Niveau zu erreichen, das eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen 2%-Ziel gewährleistet. Die Marktteilnehmer gehen davon aus, dass ca. Mitte 2023 der Hochpunkt der Leitzinsen erreicht wird und danach Zinssenkungen folgen werden. EZB-Inflationsprognose: Gegen Ende 2023 soll die Inflation auf noch gut 3% liegen und ca. Mitte 2025 soll das 2%-Ziel wieder erreicht sein.

Was, wenn sich die Inflation verfestigt?!

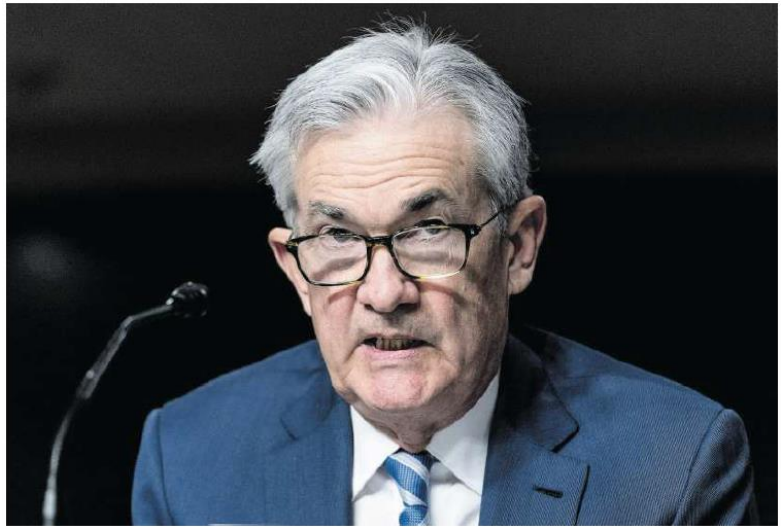
Jahresveränderung (in %)





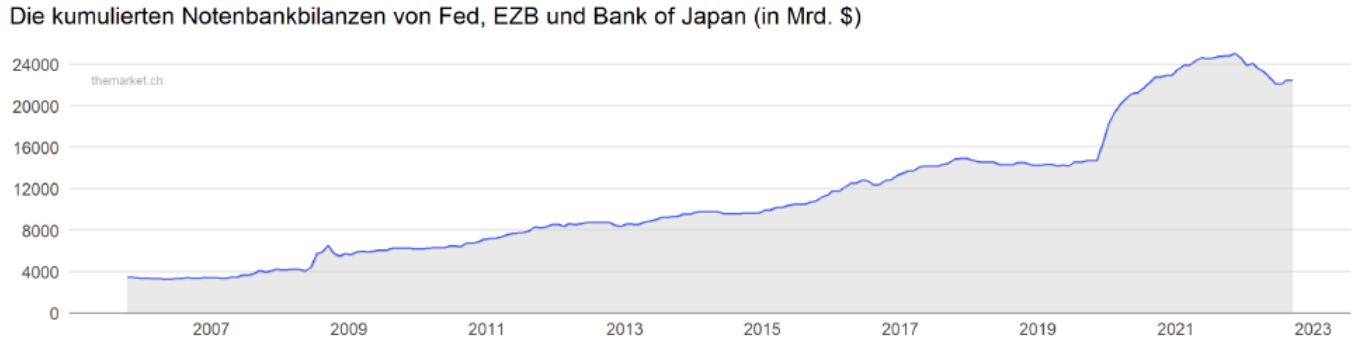
Die monetäre und fiskalische Überstimulierung der Wirtschaft während der Pandemie hat - zusammen mit Produktionsausfällen und Angebotsknappheiten - die Inflationsraten auf lange nicht mehr gesehene Niveaus gebracht. Mehrere Faktoren sprechen mittelfristig für strukturell höhere Inflationsraten: Rekalibrierung von Lieferketten (Homeshoring), Deglobalisierung, zunehmender Protektionismus, schrumpfender Pool an Arbeitskräften (Demografie), abnehmende Produktivität, allgemeine Rohstoffknappheit, Dekarbonisierung der Energiewirtschaft («Greenflation»). Zwar wird die unmittelbare Richtung in den Preisstatistiken zunächst nach unten zeigen (Basiseffekte). Die Inflation dürfte jedoch auf einem deutlich höheren Niveau von mindestens 4% einen Boden finden, statt auf der von den Notenbanken Fed und EZB anvisierten 2%-Marke.

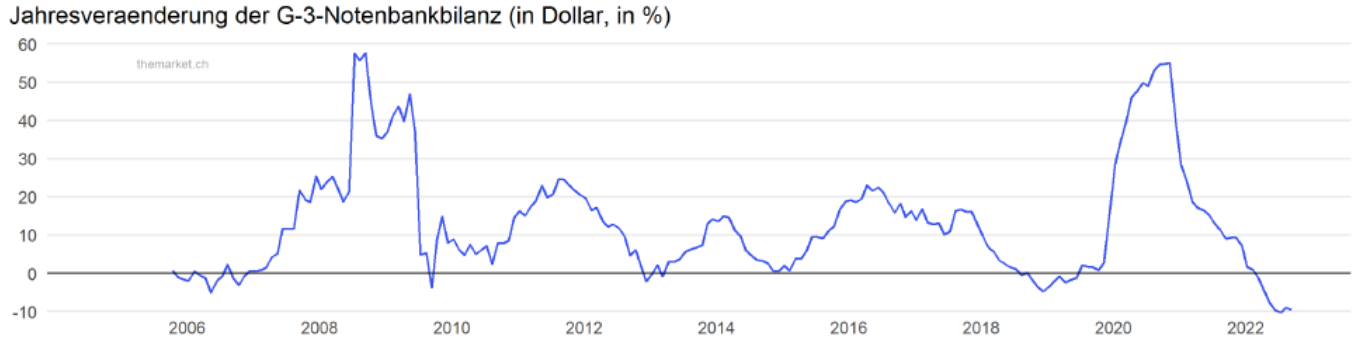
Zwischen den Notenbanken und den Finanzmärkten könnte sich ein Showdown abzeichnen.



Die möglicherweise dauerhafte Rückkehr der Inflation zwingt die Zentralbanken zu einem Trade-off, dem sie sich seit der Zeit von Paul Volcker in den frühen Achtzigern nicht mehr stellen mussten: Inflationsbekämpfung oder Konjunkturhilfe? Preisstabilität, auch wenn sie mit dem Preis einer harten Rezession erkauft werden muss? Sowohl Fed-Chef Jerome Powell als auch die EZB-Vorsitzende Christine Lagarde dürften früher oder später mit diesem Trade-off konfrontiert werden. Es ist davon auszugehen, dass sie schliesslich einknicken und damit ein strukturell erhöhtes Inflationsniveau zulassen werden, um eine allzu harte Landung der Konjunktur zu vermeiden. Unwahrscheinlich ist, dass sie die Wirtschaft im Namen der Preisstabilität in eine brutale Rezession mit signifikant steigender Arbeitslosigkeit drücken werden. Weder Powell noch Lagarde sind eine Reinkarnation Paul Volckers. Ihnen fehlt es nicht nur an der Zigarre, sondern auch an der vergleichbaren Entschlossenheit sowie - noch wichtiger - an der politischen Rückendeckung! Bereits jetzt wird die Geldpolitik durch eine expansive Finanzpolitik v. a. von Ländern der Europäischen Union konterkariert.

Die US-Notenbank hat mit dem Abbau der Fed-Bilanz begonnen und die EZB will es ihr gleichtun.

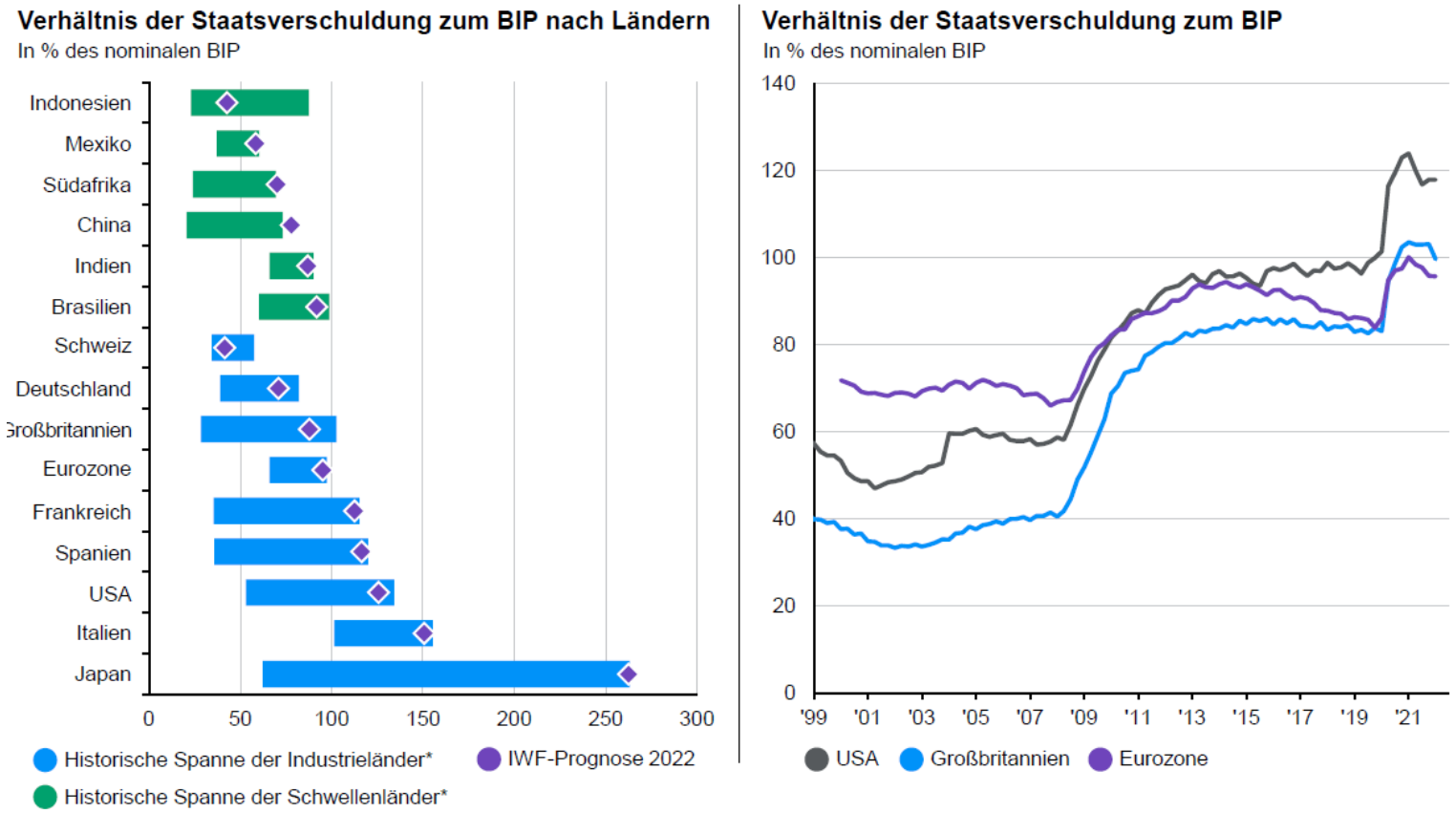




Quelle: Bloomberg, themarket.ch

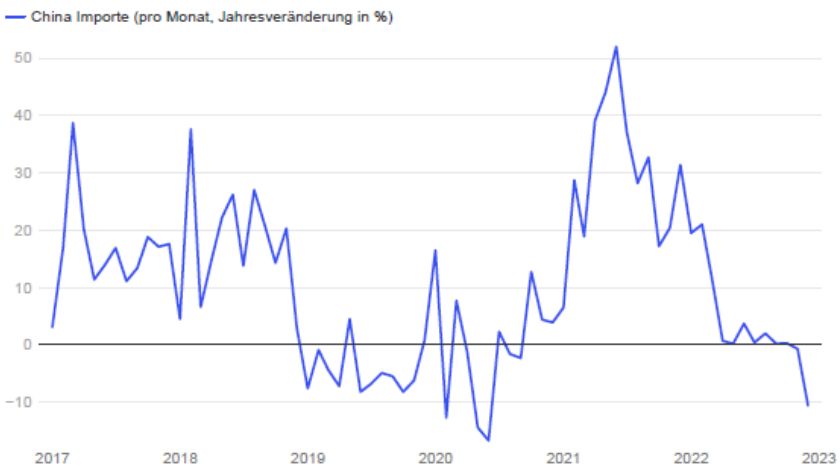
Neben den eigentlichen Zinserhöhungen der Notenbanken wirkt der Abbau der aufgeblähten Bilanzen ebenfalls restriktiv, da mit der Abgabe der Papiere ein tendenzieller Druck zu steigenden Zinsen entsteht. Es bleibt offen, ob die Abbaupläne der Notenbanken im geplanten Umfang umsetzbar sind (z. B. wird die Fed-Bilanz um 95 Mrd. $ monatlich gekürzt). Vorstellbar ist, dass die Notenbanken auch ihre Abbaupläne früher oder später anpassen bzw. aussetzen müssen.

Über höhere Inflationsraten lassen sich die enormen Staatsschulden bequem «weginflationieren».



Der politische Druck, die Zinsen auf Kosten der Preisstabilität niedrig zu halten, wird zunehmen. Nicht jede Notenbank dürfte diesem Druck standhalten können - ungeachtet ihrer formellen Unabhängigkeit.

Bye-bye, Zero Covid – China als Wild Card für 2023.



Grafik: themarket.ch, MD • Quelle: Bloomberg

Grafik: themarket.ch, MD • Quelle: Bloomberg

Eine der grössten Überraschungen gegen Ende des Jahres 2022 war die abrupte Abkehr der Regierung Chinas von der Zero-Covid-Politik, die die Parteiführung noch bis vor wenigen Wochen als notwendigen «Volkskrieg gegen das Virus» verteidigt hatte. Schlechte Wirtschaftszahlen dürften die Parteiführung zu diesem abrupten Schwenker veranlasst haben. Zunächst dürfte es wegen der Covid-Wellen zu Produktionsstörungen und zu einem weiteren Einbruch der wirtschaftlichen Aktivität kommen. Doch unter der Annahme, dass der schlimmste Teil der Welle im März 2023 vorbei sein wird, könnte sich China ab dem zweiten Quartal aufgrund der seit drei Jahren aufgestauten Nachfrage zu einem Wachstumsmotor für die Weltwirtschaft entwickeln.

Krieg, Provokationen, Protektionismus, Markteingriffe, Subventionen, … die Welt wird nicht berechenbarer – im Gegenteil!

China holt nach den Sanktionen der USA zum Gegenschlag aus
Peking will seine Chipindustrie offenbar mit 143 Milliarden Dollar fördern

Selenski kämpft um Amerikas Gunst
Der ukrainische Präsident besucht die USA

EU will Bidens protektionistische Klimahilfen kontern
In Washington versuchen Vertreter der USA und der EU die Differenzen bezüglich der amerikanischen Inflation Reduction Act auszuräumen

Das giftige Erbe des Ukraine-Kriegs
Täglich führen die Kämpfe zu Umweltzerstörungen – für die Schäden soll Russland dereinst bezahlen

Im Südchinesischen Meer nehmen die Spannungen wieder zu – die Gefahr eines Zwischenfalls wächst
China verhält sich aggressiv, Vietnam baut seine Inseln stark aus, und die Philippinen wollen ihre Interessen entschiedener verteidigen

Zu Besuch bei guten Freunden
Xi Jinping wird am Golf mit offenen Armen empfangen – sehr zur Sorge des Westens

Preisdeckel für Erdöl
Die Sanktionen gegen Russland bleiben ein Experiment

Subventionswettlauf
Europa sollte nicht amerikanische Fehler kopieren

China führt Manöver um Taiwan durch
Peking reagiert auf geplante Militärhilfen der USA

«Japan war noch nie so gefährdet»
Angesichts bedrohlicher Nachbarstaaten wie China, Nordkorea und Russland müsse sich Japan von hehren Idealen verabschieden, sagt Tomohiko Taniguchi, der Berater des früheren Ministerpräsidenten Shinzo Abe, im Gespräch mit Marco Kauffmann Bossart

Orban vergrämt ausländische Firmen
Von willkürlichen Steuern und Schikanen des ungarischen Ministerpräsidenten ist auch Holcim betroffen

Zusammenfassung Anlageumfeld

- Die wichtigen Notenbanken halten vorerst an ihrer restriktiven Gangart fest, da die Preisstabilität noch immer nicht erreicht ist. Die intensivste Phase bei der Straffung der Geldpolitik ist jedoch abgeschlossen.
- Die Euro-Zone befindet sich vermutlich bereits in der Rezession und auch die USA dürften folgen. Den Finanzmärkten droht neben weiteren Zinserhöhungen somit auch konjunktureller Gegenwind. Die noch immer robusten Arbeitsmärkte, die diversen fiskalischen Hilfsprogramme und die Öffnung Chinas könnten den Gegenwind etwas verlangsamen.
- Sollte sich die Inflation wie erwartet zurückbilden und die wirtschaftliche Aktivität weiter zurückgehen, werden die Notenbanken ihre Zinserhöhungen ungefähr Mitte 2023 aussetzen.
- Ob und wie schnell die Zinsen dann wieder sinken, steht angesichts der strukturell höheren Teuerung auf einem anderen Blatt. Im Fall eines höheren Inflationsplateaus müssten die Zinsen im Trend noch weiter ansteigen.
- Die Ära der «Great Moderation», als die Inflation besiegt schien und sich Zentralbanken primär als Konjunkturhelfer und Feuerlöscher in Szene setzen konnten, dürfte von einer inflationären Ära abgelöst werden.
- Strukturell höhere Inflationsraten und Zinsen sowie ein insgesamt volatilerer Konjunkturverlauf könnten die nächsten Jahre prägen. Stop&Go-Zyklen analog der Siebzigerjahre sind vorstellbar.
- Auch das neue Umfeld wird Chancen für Anleger mit sich bringen. Die sich rasch verändernden Gegebenheiten werden allerdings ein häufigeres Anpassen der Anlagepositionen erfordern.

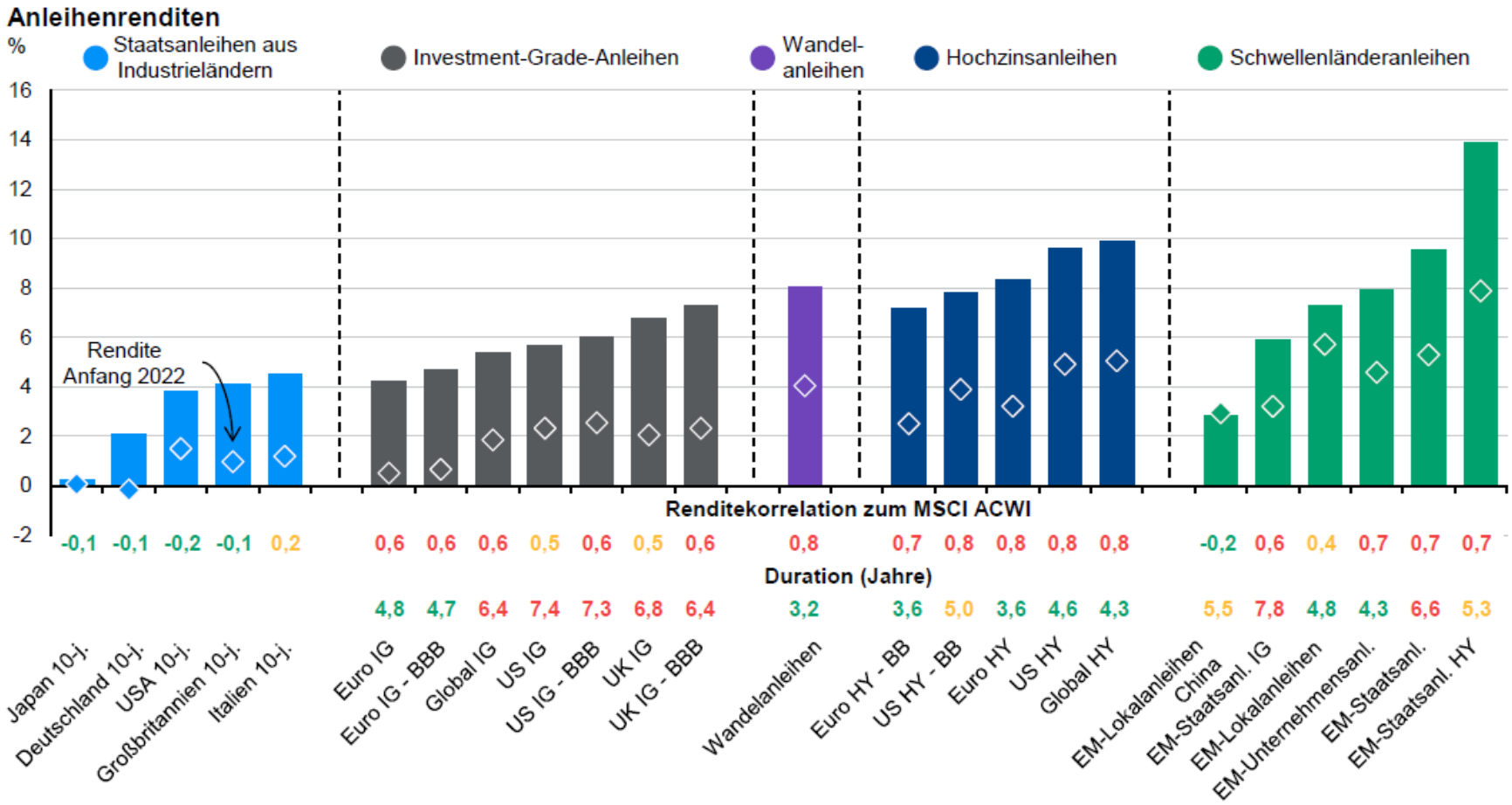
1 Rückblick 2022

2 Anlageumfeld

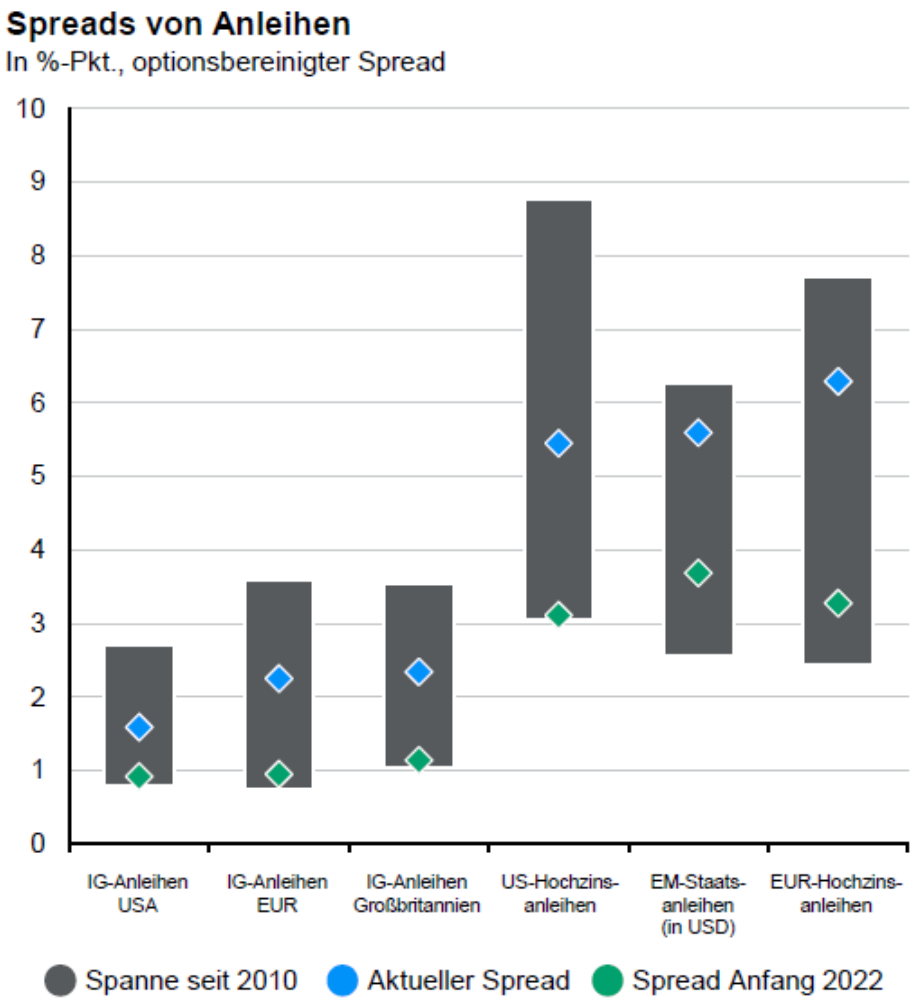
3 Beurteilung der Anlageklassen

4 Portfoliopositionierung

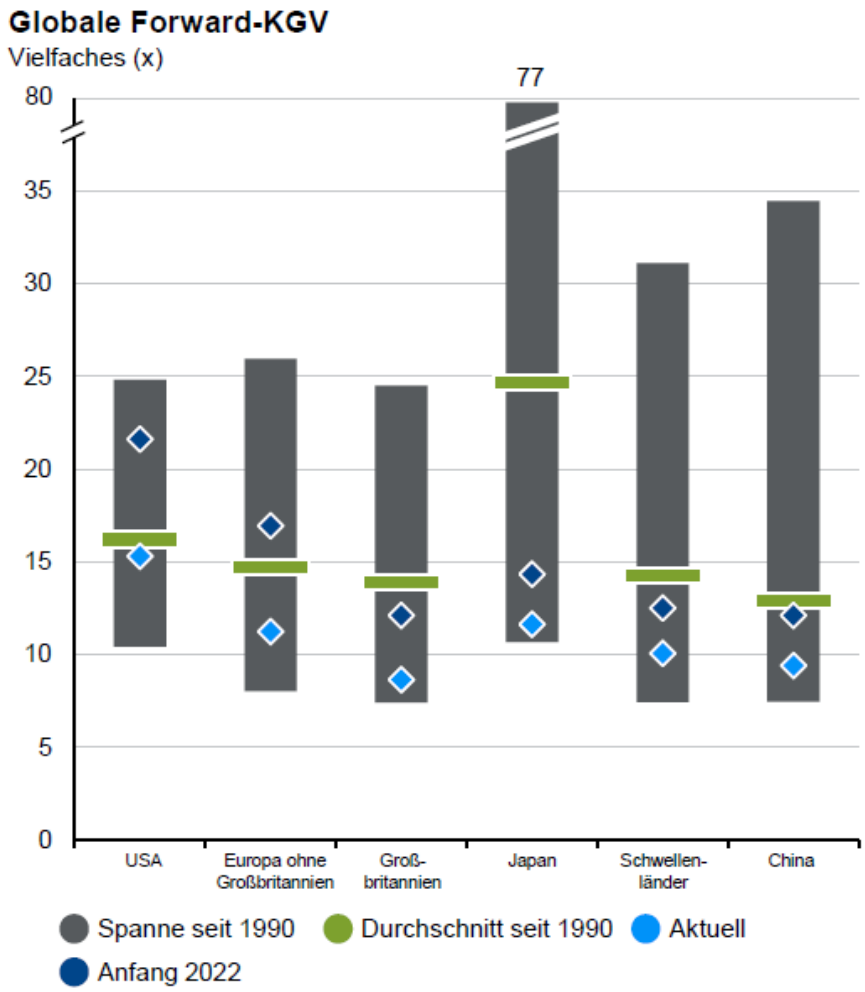
Anleihen werfen infolge des deutlichen Zinsanstiegs nominal gesehen wieder höhere Renditen ab. Da strukturell höhere Inflationsraten zu erwarten sind, besteht bei den Zinsen weiterhin Aufwärtsdruck. Vor allem langlaufende Anleihen sind aufgrund der inversen bzw. flachen Zinsstrukturkurve noch wenig attraktiv.



Die Zinsaufschläge (Spreads) von Unternehmensanleihen und Anleihen aus Emerging Markets haben sich spürbar ausgeweitet, was deren Attraktivität erhöht hat. Insbesondere bei den Hochzinsanleihen muss allerdings das Rezessions- bzw. Ausfallrisiko berücksichtigt werden.

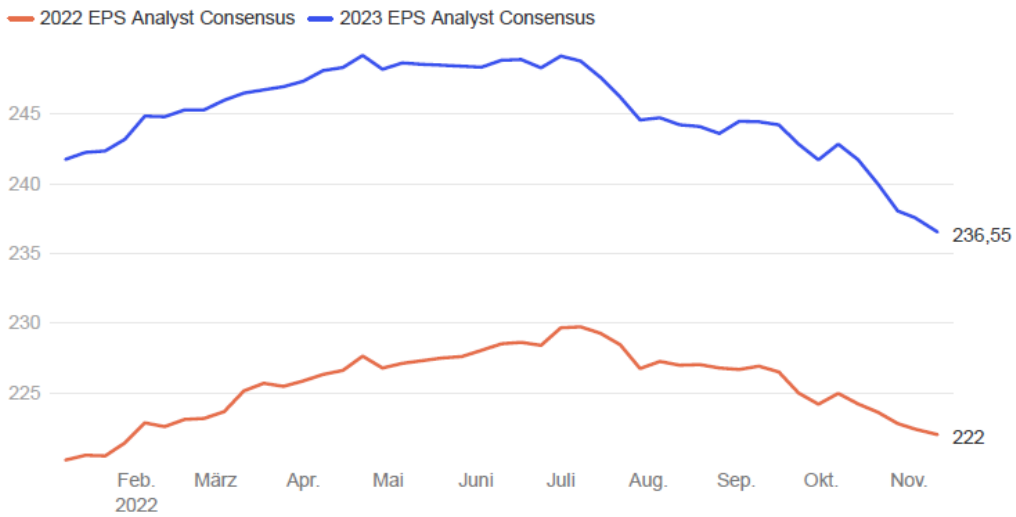


Infolge der starken Korrektur sind Aktien bewertungsmässig auf attraktive Niveaus gefallen. Wie stark wird allerdings der sich akzentuierende Konjunkturabschwung die Gewinne der Unternehmen noch negativ beeinträchtigen?



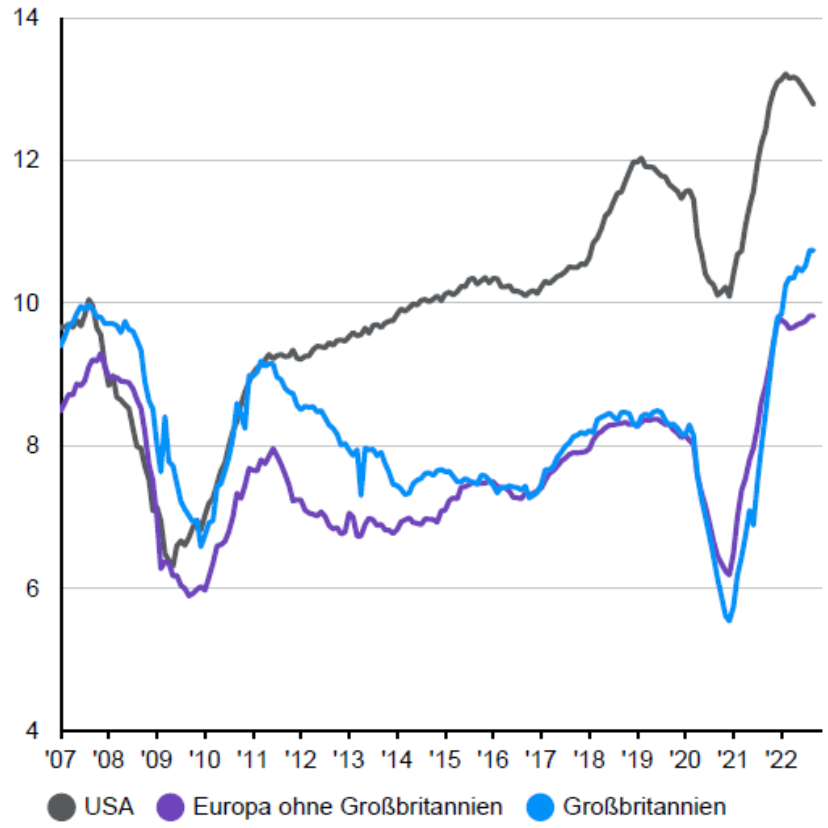
Die aggregierten Gewinnschätzungen 2023 für den S&P 500 sinken zwar seit Juli 2022, liegen aber immer noch 6,5% über den geschätzten Gewinnen für 2022. Sollte sich das Szenario einer Rezession festigen, sind weitere Gewinnrevisionen nach unten zu erwarten. Dieser Prozess wird von enttäuschenden Ausblicken der Unternehmen sowie von Kurszielsenkungen der Analysten begleitet sein.

S&P 500: Gewinnschätzungen

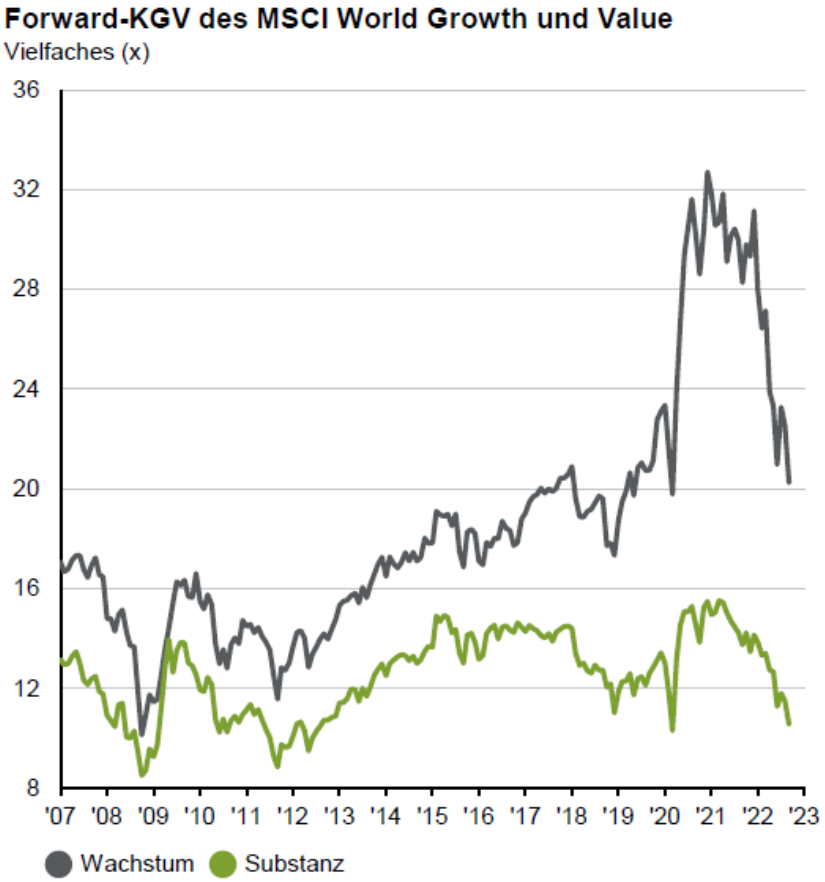


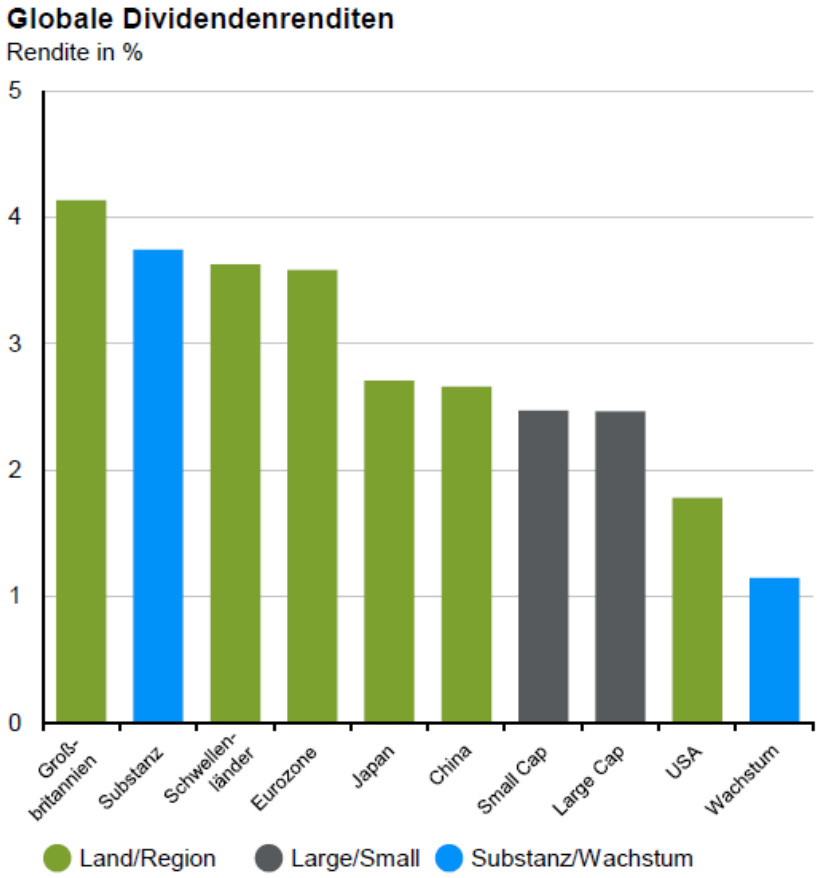
Grafik: themarket.ch, MD • Quelle: Bloomberg

Gewinnmargen (in % vom Umsatz)



Die bisherige Korrektur bei den Aktien lässt sich hauptsächlich auf die höheren Zinsen zurückführen, was zu sinkenden Bewertungen vor allem bei den zuvor beliebten und entsprechend teuren Wachstumswerten geführt hat. Da aufgrund der erhöht bleibenden Inflation nicht mit sinkenden Zinsen zu rechnen ist, bleiben Value- bzw. Substanzwerte gegenüber Wachstumswerten favorisiert. Ebenso bleiben Dividendenwerte attraktiv.



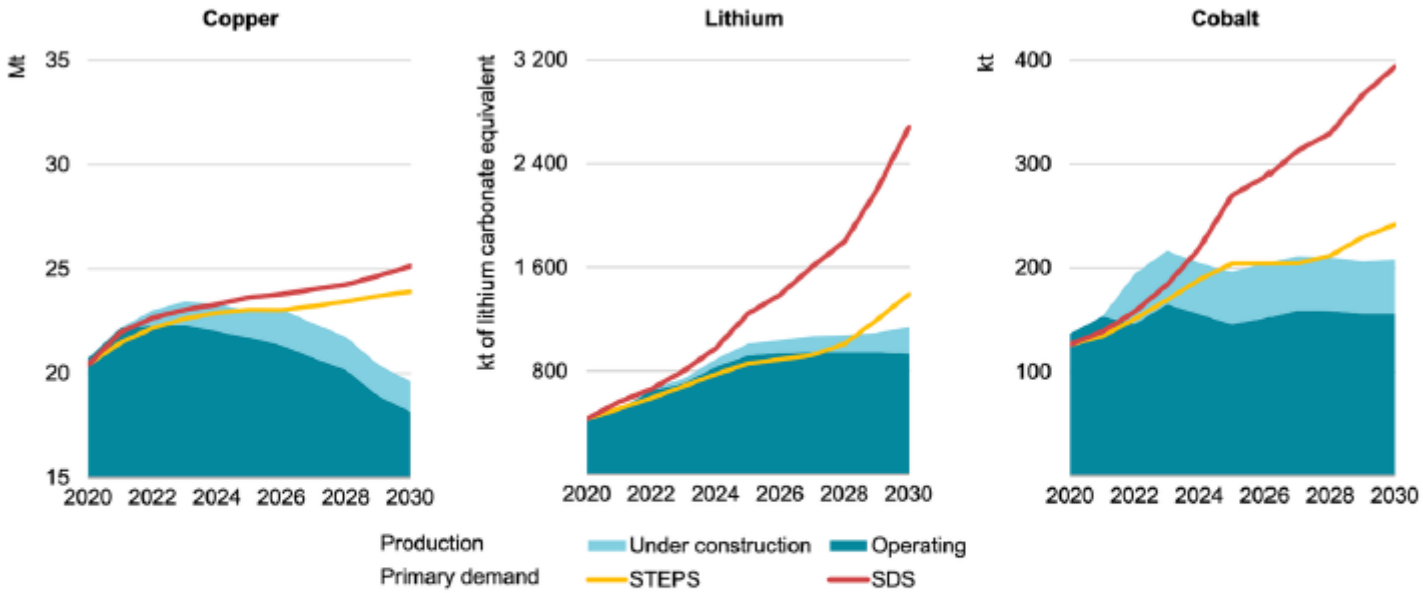


Nach einer langen Phase der Überperformance scheinen US-Technologieaktien auch gegenüber den günstig bewerteten Aktien aus den Emerging Markets ins Hintertreffen zu geraten. Neue Wachstumsimpulse aus China und gleichzeitig ein Ende der harten Geldpolitik in den USA - und damit zusammenhängend eine Abschwächung des US-Dollars - wären die perfekte Kombination für Aktien aus Schwellenländern.

Blau: US Tech performt besser als Emerging Markets / Grün: Emerging Markets performen besser als US Tech

Grafik: themarket.ch, MD • Quelle: Bloomberg

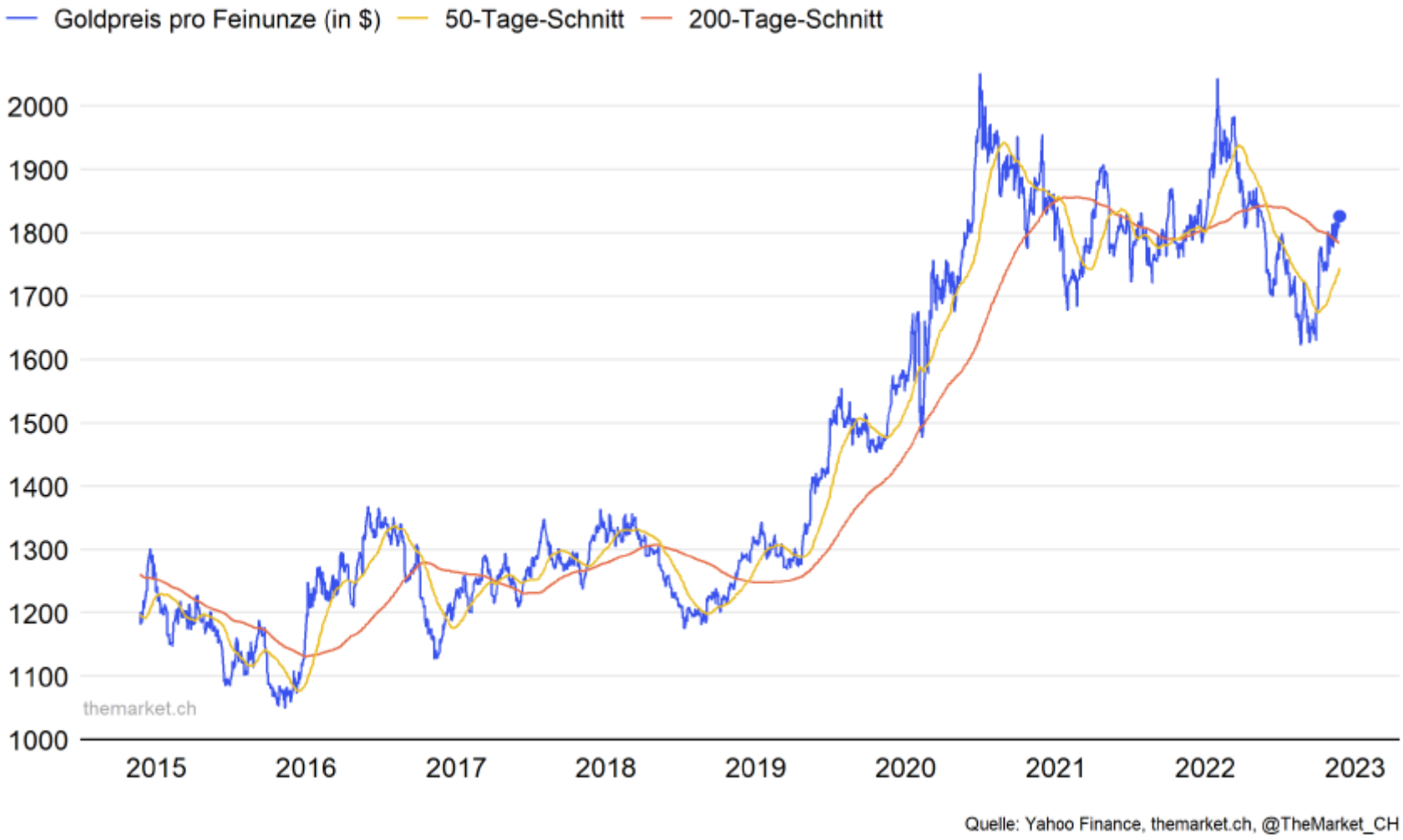
Im Rohstoffbereich haben die mangelhaften Investitionen in neue Förderkapazitäten im vergangenen Jahrzehnt zu strukturellen Angebotsknappheiten geführt. Die Dekarbonisierung und Elektrifizierung der Weltwirtschaft wird in den kommenden Jahren und Jahrzehnten grosse Mengen an Metallen wie Kupfer, Kobalt oder Lithium benötigen. Ein strukturelles Nachfragewachstum trifft auf ein knappes Angebot!



STEPS: bereits von Regierungen beschlossene Massnahmen (Stated Policies Scenario); SDS: Szenario falls das Pariser Klimaabkommen erreicht werden soll (Sustainable Development Scenario)

Quelle: IEA

Gold wird sich gut entwickeln, wenn die Investoren erkennen, dass sich die Inflation auf einem höheren Niveau einpendelt und sich die Notenbanken nicht länger mit Zinserhöhungen dagegen stellen.



1 Rückblick 2022

2 Anlageumfeld

3 Beurteilung der Anlageklassen

4 Portfoliopositionierung

Portfoliopositionierung

- Die hohe Liquidität bei Portfolios mit niedriger Risikotoleranz wird etwas abgebaut, indem erstmals seit längerem in kurz- bis mittelfristige Unternehmensanleihen (Investment Grade) investiert wird. Insgesamt bleibt die Positionierung aber deutlich untergewichtet.
- Anleihen aus Schwellenländern in harter Währung (US-Dollar) sind nach wie vor Bestandteil der Portfolios. Ebenso Wandelanleihen. Ein weiterer Portfoliobaustein sind Insurance Linked Bonds (sog. Katastrophen-Anleihen).
- Hochzinsanleihen (Non Investment Grade) bleiben vorderhand weiterhin unberücksichtigt.
- Die Aktienquote sämtlicher Portfolios ist im Verlauf des Jahres 2022 sukzessive auf neutral angehoben worden. Aktien von hochkapitalisierten Unternehmen aus der Schweiz (konjunkturresistente und zyklische Qualitätswerte) und den Euroländern (Value- bzw. Dividenden-Werte) sind wichtige Bausteine. US-Aktien sind untergewichtet und passiv mittels Exchange-Traded-Funds (ETF) berücksichtigt. Am Engagement an kleinen und mittelgrossen kontinentaleuropäischen Unternehmen sowie an den Beteiligungspapieren aus aufstrebenden Ländern (Emerging Markets) wird festgehalten. Ebenso an den verschiedenen aktiv verwalteten Themenfonds, wobei neu auch Goldminen- und Rohstoffaktien-Fonds vermehrt berücksichtigt werden.
- Am Engagement in Schweizer Immobilienfonds wird vorderhand festgehalten.
- Unverändert bleibt auch die übergewichtete Edelmetallposition in Gold bestehen.

- Diese Publikation dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt kein Angebot, keine Offerte oder Aufforderung zur Offertenstellung und kein öffentliches Inserat zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Der Inhalt dieser Publikation ist von unseren Mitarbeitern verfasst und beruht auf Informationsquellen, welche wir als zuverlässig erachten. Wir können aber keine Zusicherung oder Garantie für dessen Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität abgeben. Die Umstände und Grundlagen, die Gegenstand der in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind, können sich jederzeit ändern. Einmal publizierte Informationen dürfen daher nicht so verstanden werden, dass sich die Verhältnisse seit der Publikation nicht geändert haben oder dass die Informationen seit ihrer Publikation immer noch aktuell sind. Die Informationen in dieser Publikation stellen weder Entscheidungshilfen für wirtschaftliche, rechtliche, steuerliche oder andere Beratungsfragen dar, noch dürfen alleine aufgrund dieser Angaben Anlage- oder sonstige Entscheide getroffen werden. Eine Beratung durch eine qualifizierte Fachperson wird empfohlen. Anleger sollten sich bewusst sein, dass der Wert von Anlagen sowohl steigen als auch fallen kann. Eine positive Performance in der Vergangenheit ist daher keine Garantie für eine positive Performance in der Zukunft. Ausserdem unterliegen Anlagen in Fremdwährungen Devisenschwankungen. Wir schliessen eine Haftung für Verluste bzw. Schäden irgendwelcher Art – sei es für direkte, indirekte oder Folgeschäden-, die sich aus der Verwendung dieser Publikation ergeben sollten, aus, ausser in Fällen einer vorsätzlichen oder grob fahrlässigen Verursachung. Diese Publikation ist nicht für Personen bestimmt, die einer Rechtsordnung unterstehen, die die Verteilung dieser Publikation verbieten oder von einer Bewilligung abhängig machen. Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, müssen sich daher über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Den mit der Erstellung dieses Berichtes betrauten Personen ist es, im Rahmen interner Richtlinien, freigestellt, die in diesem Bericht erwähnten Titel zu kaufen, zu halten und zu verkaufen.