

1. Quartal 2019

Investment Views



Inhalt

Aktuelle Markteinschätzung	Klappe innen
Einleitung	1
1. Aktuelles	2
Thema des Monats	3
Wirtschaftlicher Ausblick	5
2. Anlageklassen	6
Geldmarkt und Währungen	6
Anleihen	10
Aktien	14
Alternative Anlagen	18
3. Investment Management	22
4. Anhang	26
Ihre Autoren	27
Die VP Bank Gruppe	28
Wichtige rechtliche Hinweise	29

Aktuelle Markteinschätzung

Folgende Tabelle fasst die Einschätzung der VP Bank aller Anlageklassen unseres Anlageuniversums zusammen. Die Trendpfeile widerspiegeln die Erwartungen unserer Anlagestrategien und beziehen sich auf die kommenden drei bis sechs Monate.

	4. Quartal	Aktuell
Geldmarkt und Währungen (von Seite 6 bis 9)		
Währungen		
EUR/USD	→	→
EUR/CHF	→	→
USD/CHF	→	→
GBP/USD	↗	↗
USD/JPY	↗	↗
AUD/USD	↗	↗
USD/SGD	↗	↗
USD/RUB	→	→
Leitzinsen		
Schweiz	→	→
Europa (EWU)	→	→
USA	↗	↗
Anleihen/Renditeentwicklung (von Seite 10 bis 13)		
Investment Grade Staatsanleihen		
Schweiz	→	→
Europa	→	→
USA	↗	→ Neu
Investment Grade Unternehmensanleihen		
Schweiz	→	→
Europa	→	→
USA	↗	→ Neu
Anleihen/Total Return (von Seite 10 bis 13)		
Hochverzinsliche Anleihen		
High Yield	↘	↘
Anleihen Schwellenländer		
Hartwährungsanleihen	→	↗ Neu
Lokalwährungsanleihen	→	→
Aktien (von Seite 14 bis 17)		
Schweiz	→	→
Europa	→	→
Nordamerika	→	→
Pazifik	→	→
Schwellenländer	→	→
Alternative Anlagen (von Seite 18 bis 21)		
Rohstoffe	→	→
Rohöl	→	↗ Neu
Gold	↗	↗
Immobilienaktien	→	→
Private Equity	→	→
Wandelanleihen	→	→
Hedge Fonds	↗	↗

« Eine nüchterne
Analyse ist Trumpf
in aufgeregten
Zeiten. »



Dr. Felix Brill
Chief Investment Officer





Liebe Leserin, lieber Leser

Zum Jahreswechsel haben Prognosen einmal mehr wieder Hochkonjunktur. Dasselbe kann von der Weltwirtschaft derzeit nicht behauptet werden. Präsentierte sich das wirtschaftliche Umfeld vor Jahresfrist noch ausgesprochen positiv, hat sich die Konjunktur in den letzten Monaten doch spürbar eingetrübt. Droht 2019 damit weiteres Ungemach für die Finanzmärkte? Immerhin war das Jahr 2018 bereits herausfordernd genug.

In der neuen Ausgabe unserer «Investment Views» konzentrieren wir uns auf genau diese Frage. Ohne zu viel vorwegzunehmen: Unsere Antwort fällt in Anbetracht der momentan an den Finanzmärkten vorherrschenden Verunsicherung bewusst unaufgeregt aus. Auf den nächsten Seiten werden Sie nicht nur über politische Risiken und wirtschaftliche Herausforderungen lesen, sondern auch eine ganze Reihe von positiven Einschätzungen finden. Für uns ist das Glas derzeit halb voll – und nicht halb leer.

Wenn uns die letzten Jahre etwas gelehrt haben, dann, dass eine ausgewogene Sicht auf Wirtschaft und Finanzmärkte in Zeiten politischer Aufregungen und wirtschaftlicher Verunsicherung bessere Entscheidungen erlaubt.

In diesem Sinne wünsche ich Ihnen eine entspannte und dennoch aufschlussreiche Lektüre, starten Sie gut in das neue Jahr!

1. AKTUELLES



Ausblick 2019: Navigieren durch spätzyklische Turbulenzen

DAS ANLAGEJAHR 2018 WAR IN VIELERLEI HINSICHT EIN BESONDERES – ÜBERWIEGEND EIN HERAUSFORDERNDES UND SCHWIERIGES. HABEN SICH DIE MÄRKTE AUF DAS VERÄNDERTE KAPITALMARKT-UMFELD EINGESTELLT, SOLLTEN WIEDER ZUGEWINNE AUF DER AGENDA STEHEN.

Doch nicht überall sind die Aussichten gleich vielversprechend. Der Grund dafür, dass sich das Jahr 2018 nach einem anfänglich so positiven Start an den Finanzmärkten schnell als besonders herausfordernd entpuppte, war – für einmal – nicht das Wirtschaftswachstum. Die konjunkturellen Vorgaben waren so gut wie schon seit Jahren nicht mehr. Erst gegen Ende 2018 schwächelte das ein oder andere Land. Auch die Gewinne der börsengehandelten Unternehmen wuchsen mit global rund 15 % so stark wie seit Langem nicht mehr. Dennoch bekundeten die Finanzmärkte grosse Schwierigkeiten. Anders als früher blieb in den meisten Märkten eine schnelle Erholung aus. Dementsprechend enttäuschend fällt die Jahresbilanz aus.

Besonders als zyklisch geltende Märkte und Segmente mussten empfindliche Verluste hinnehmen. Der lokale, für Ausländer nur schwer zugängliche chinesische Aktienmarkt oder auch Rohöl verloren zwischenzeitlich über 20 % und befinden sich somit gemäss gängiger Definition in einem Bärenmarkt. Selbst Anleihen gerieten im Jahresverlauf in die roten Zahlen – wenn auch deutlich weniger. Doch wie sind diese Entwicklungen einzuordnen?

Standortbestimmung gibt Aufschluss

Klar ist, dass der Aufschwung in der Realwirtschaft wie auch an den Finanzmärkten bereits überdurchschnittlich lange anhält. Mit zunehmender Dauer wird ein Ende zwar wahrscheinlicher, doch ein Aufschwung stirbt nicht an Überalterung. Die meisten der von uns beobachteten Indikatoren legen nahe, dass wir uns in

einer spätzyklischen Phase befinden. Signale, die ein unmittelbares Ende anzeigen, gibt es hingegen wenige.

Vielmehr dürften die Märkte verschnupft auf die Veränderung des Kapitalmarktumfelds reagiert haben. So wandelt sich die Geldpolitik, jahrelang ein starker Treiber der Börsenhäuser, und wirkt nicht länger unterstützend. Das höhere Zinsniveau in den USA stellt eine zunehmend interessante, risikolose Alternative dar und erklärt, warum Investoren nach einem Rückschlag nicht unmittelbar zurückkehren. Das in den letzten Jahren gestiegene politische Risiko sorgte nicht nur für Spannungen und allgemeine Unsicherheit, sondern belastet erstmals auch die Wirtschaftsdaten und die Investitionsbereitschaft. Dies alles irritiert momentan die Marktteilnehmer, spricht aber gleichzeitig dafür, dass es sich um eine Zwischenkorrektur und nicht das Ende des Aufschwungs handelt. Doch eine schnelle Abkehr von diesen Belastungsfaktoren erachten wir als unrealistisch, viel wahrscheinlicher ist es, dass diese Entwicklungen uns weiterhin begleiten werden. Obschon es eine gewisse Zeit braucht, die Märkte gewöhnen sich an ein verändertes Umfeld. Aber auch wenn die aktuellen Herausforderungen verdaut sind, wird der Stresspegel an den Finanzmärkten wohl auf einem erhöhten Niveau verharren. Zumindest war dies in früheren spätzyklischen Phasen zu beobachten.

Die Korrektur an den Finanzmärkten hat bei einem soliden Wirtschaftsgang dazu geführt, dass sich die Bewertungen reduziert haben. Die leichte Überbewertung in diversen Anlageklassen hat sich im Jahresverlauf abgebaut und vielerorts aufgelöst. Die Verunsicherung kann durchaus noch weiter anhalten. Mittelfristig – sobald sich die Investoren an das neue Umfeld gewöhnt haben, werden die Fundamentaldaten wieder in den Vordergrund rücken.

Anleihen: Makro vs. Mikro

An den Anleihenmärkten hinterlässt der langanhaltende Aufschwung mit den ungewöhnlich tiefen Zinsen ebenfalls seine Spuren. So hat sich nicht nur die Gesamtverschuldung deutlich erhöht, sondern auch die Schuldnerqualität sukzessive verschlechtert. Dadurch ist das Segment der Unternehmensanleihen korrekturanfälliger geworden. Solange die Wirtschaft weiterhin wächst und die Kreditbedingungen gut sind, wird dies nicht massgebend werden. Auch von Seiten der Anleihenrenditen dürfte kein grosser Druck entstehen.

Dennoch sind die Risiken nicht zu unterschätzen, wie jüngste Beispiele zeigen: Angesichts der hohen Schuldenlast können unternehmensspezifische Probleme, wie es sie immer wieder gibt, leicht dazu führen, dass eine Firmen-Existenz bedroht ist. Eine Herunterstufung in das Ramsch-Segment oder ein Konkurs könnte dann am Markt für grosses Aufsehen sorgen und die herrschende Gelassenheit beenden. Denn trotz des eigentlich soliden Umfelds erachten wir die Kreditaufschläge für Unternehmensanleihen als zu tief. Zwar sind die Kreditaufschläge zuletzt spürbar angestiegen, in den Jahren 2011 und 2015/16 haben diese jedoch deutlich stärker auf vergleichbare Aktienmarkt-Turbulenzen reagiert. Im Segment der Unternehmensanleihen sollten Investoren deshalb soliden Qualitäten den Vorzug geben und bewusst auf eine (vermeintliche) Mehrrendite verzichten.

Aktien: Die Zeit wird kommen

Selten zuvor zeigten die Aktienmärkte in dieser Deutlichkeit, dass an ihnen primär Erwartungen gehandelt werden. Fundamentale Entwicklungen spielen in Zeiten, in denen ein Handelskonflikt die globale Wirtschaftsordnung in Frage stellt, eine Nebenrolle.

Auch wenn zuletzt die Veränderung der Unternehmensgewinne die Aktienkurse nicht nachhaltig beeinflussen konnte, so hat diese einen nicht zu unterschätzenden, indirekten Effekt. Weltweit erwirtschafteten die Unternehmen nämlich rund 15 % mehr Gewinn. Dies liegt sogar deutlich über den knapp 11 %, die zu Jahresbeginn noch prognostiziert wurden. Die gestiegenen Gewinne führen in Kombination mit den tieferen Notierungen zu einer Entspannung bei den Bewertungen. Basierend auf dem gegenüber dem Vorjahr zwar etwas schwächeren, aber weiterhin recht soliden Wirtschaftswachstum, erwarten wir eine Zunahme der globalen Unternehmensgewinne um rund 5 %. Dies eröffnet aus fundamentaler Sicht durchaus Potenzial. Zunehmend Konkurrenz kommt aber aus dem Anleihensegment. Jahrelang galten Aktien als alternativlos, doch das gestiegene US-Zinsniveau stellt dies langsam in Frage. Auch wenn die Zinsentwicklung angesichts des allmählichen Rückzugs der Notenbanken zu verstärkten Diskussionen führen wird, orten wir vorerst keinen deutlichen Renditeanstieg. Folglich sollte von der Zinsseite für die Aktienmärkte kein Ungemach ausgehen.

Richtige Positionierung im Spätzyklus

Das neue Jahr wird an den Finanzmärkten wohl so starten, wie das alte geendet hat. Die Märkte bleiben zunächst noch korrekturanfällig, auch wenn die tieferen Kurse die gestiegene Verunsicherung vielerorts bereits widerspiegeln. Trotz des schon angerichteten Schadens, wie des Brechens von wichtigen Trends, erwarten wir im Jahresverlauf eine Beruhigung des Marktgeschehens. Den Finanzmärkten sollte sich dann die Möglichkeit bieten, von ihrem fundamentalen Potenzial zu profitieren.

Handelsorientierte Investoren können Phasen, in denen sich eine Entspannung abzeichnet, nutzen, um sich aggressiver zu positionieren. Aber auch der antizyklische Zukauf von Aktien sollte sich lohnen, wenn die Befürchtungen der Anleger zu einem starken Ausverkauf führen.

Für weniger aktive Anleger sollte es sich lohnen, grundsätzlich investiert zu bleiben. Wir empfehlen aktuell eine leicht defensive Positionierung. Selektiv können Investoren bereits zyklische Chancen wahrnehmen. Dies gilt etwa für den Energiesektor, wo der Einbruch des Rohöls auch Ölk Aktien belastete. Chinesische Konsumwerte weisen zwar keinen direkten Bezug zum Handelsstreit mit den USA auf, litten aber ebenfalls unter dem Rückzug vieler Investoren. Nicht nur strukturelle Kräfte, sondern auch die Aussicht auf Stimulierungsmassnahmen seitens der chinesischen Regierung sprechen für das Segment. Ansonsten empfiehlt sich bei Aktienengagements eine breite Diversifikation mit Fokus auf Qualitätsaktien, da diese sich im aktuellen Umfeld besser behaupten sollten.

Innerhalb der Anleihenallokation empfehlen wir ebenfalls eine zurückhaltende Positionierung. Dies gilt insbesondere für Neuengagements. Unternehmensanleihen mit dem Kreditrating BBB weisen zwar im Segment der anlagewürdigen Papiere (Investment Grade) die höchsten Renditen auf, doch im Falle einer Herunterstufung droht eine Verkaufswelle, weil viele Investoren solche Papiere nicht mehr halten dürfen. Insgesamt gewinnt die Selektion von geeigneten Schuldnern an Bedeutung. Wahlweise empfiehlt sich die Beimischung von alternativen Anleihenstrategien. Diese können das Zinsänderungs- oder auch das Kreditrisiko reduzieren und neue Renditequellen erschliessen. Gold stellt aktuell nicht nur aus Diversifikationsgründen eine interessante Beimischung dar.

Gegen Überhitzung hilft: Eine kalte Dusche

EIN ANSPRUCHSVOLLES JAHR LIEGT VOR UNS. DIE POLITIK WIRD DAS WIRTSCHAFTLICHE UMFELD UND AUCH DIE FINANZMÄRKTE ERNEUT PRÄGEN.

Das Jahr 2018 war ein bemerkenswertes. Hitzig ging es nicht nur in der Politik zu, sondern auch das Wetter schlug mit rekordhohen Temperaturen und einer rekordlangen Trockenperiode Kapriolen. Gut fügt sich in dieses Bild ein, dass auch der US-Konjunkturmotor aufdrehte und die Abwärme für steigende Inflationsraten und höhere Löhne sorgte. Der beflissene Mechaniker weiss: Die Motortemperatur muss geregelt werden, ansonsten droht der Totalschaden. Abkühlung hat also durchaus eine wohltuende Wirkung. Dazu gleich mehr, zunächst zur Politik: Mit einer bislang nicht gekannten Aggressivität schockierte Donald Trump seine Handelspartner. Strafzölle standen auf der Agenda. Darüber hinaus sorgten die Brexit-Verhandlungen und die Querelen um das italienische Budget für Verunsicherung. Die politischen Kämpfe belasteten schliesslich Ende 2018 die globale Investitionslaune und in der Folge das weltweite Wachstum. Das Echo des laufenden Jahres hallt also ins nächste hinein. Konkret bedeutet dies: Die Wachstumsschwäche wird den Auftakt 2019 erst einmal vermiesen. Die gute Nachricht ist allerdings: Rezessionsgefahren sind bislang nicht auszumachen. Der bevorstehende konjunkturelle Dämpfer kann den Aufschwung sogar verlängern. Eine kalte Dusche macht wieder fit – wir kennen das vom Sport –, oder um das Beispiel des Motors aufzugreifen: Eine niedrigere Drehzahl lässt das Getriebe abkühlen und erhöht die Lebensdauer des fahrbaren Untersatzes.

Abschwung einmal positiv gedacht

Die Trump'sche Steuerreform in Kombination mit einem ohnehin schon gut laufenden US-Arbeitsmarkt schob zuletzt die US-Wachstumsraten stellenweise kräftig an. Die Fed musste deshalb – zwar gemächlich, aber doch – konsequent den Leitzins anheben. Das höhere US-Zinsniveau sorgte jedoch an anderen Stellen der Erde bereits für negative Konsequenzen. All diejenigen Länder, die in US-Dollar hoch verschuldet sind, sehen sich gestiegenen Refinanzierungskosten gegenüber, was vor dem Hintergrund einer generell beobacht-

Kompakt

- Die Weltwirtschaft schaltet einen Gang zurück. Das politische Erbe des Jahres 2018 vermiest den Auftakt 2019.
- Wir können dem wirtschaftlichen Abschwung auch positive Aspekte abgewinnen: Der Aufschwung gewinnt damit gleichzeitig an Langlebigkeit.

baren gewachsenen Risikoaversion zu massiven Belastungen führt. Zu den betroffenen Ländern gehört unter anderem die Türkei. Aber auch in den USA selbst sind Bremsspuren in der Bauwirtschaft aufgrund des spürbar gestiegenen Hausbauzinses erkennbar. Aufgrund der global gestiegenen Konjunkturrisiken rudert nun die US-Notenbank zurück. Die Washingtoner Währungshüter sehen zunehmende Gefahren für die Wirtschaft des Landes selbst. Das heisst im Umkehrschluss: Eine Überhitzung der grössten Volkswirtschaft der Welt ist nicht zu befürchten. Damit kann die Fed an ihrem Kurs der moderaten Zinserhöhungen festhalten. Wahrscheinlich ist sogar, dass die Nationalbank eine Pause im ersten Halbjahr einlegen wird. Die langsamere konjunkturelle Gangart bekommt also unter diesem Blickwinkel auch eine positive Seite. Ein gemässigter Zinsanhebungskurs reduziert die Gefahr eines zinsbedingten Abwürgens der Wirtschaft. Damit reagieren die Aktien- und Kreditmärkte weniger nervös, was sich wiederum günstig auf die Unternehmensstimmung auswirkt.

Den Kopf nicht in den Sand stecken

Solange es sich lediglich um einen – möglicherweise auch etwas länger anhaltenden – temporären Dämpfer handelt, können wir den zu erwartenden kleineren globalen Wachstumsraten durchaus günstige Aspekte abgewinnen: Eine Überhitzung wird vermieden. Gerade Letzteres kann den Aufschwung sogar verlängern, weil die Notenbanken nicht mit einer zu straffen Geldpolitik gegenlenken müssen. Politische Tretminen bleiben uns aber derweil erhalten. Donald Trump dürfte mit seinen nur schwer einschätzbaren politischen Wendungen weiterhin für Verunsicherung sorgen. Insgesamt gilt: Das Jahr 2019 soll uns eine Abkühlung bescheren – aber bitte eine wohltuende.

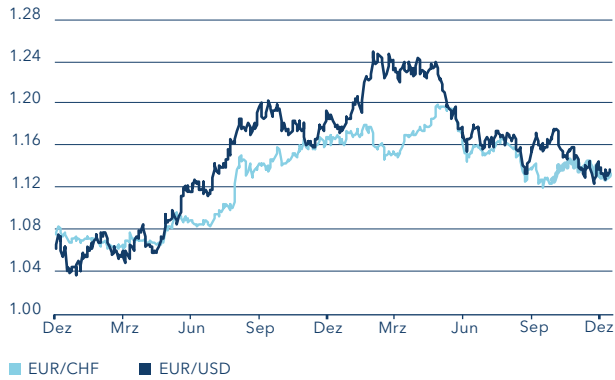
2. ANLAGEKLASSEN

Geldmarkt und
Währungen



Märkte im Überblick

EUR/CHF und EUR/USD: Kursentwicklung seit Dezember 2016



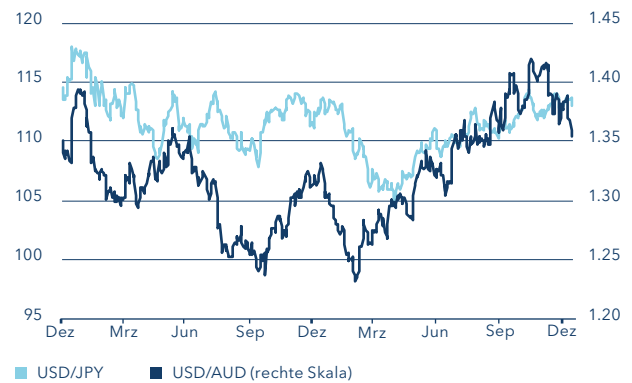
USD/CHF: Kursentwicklung seit Dezember 2016



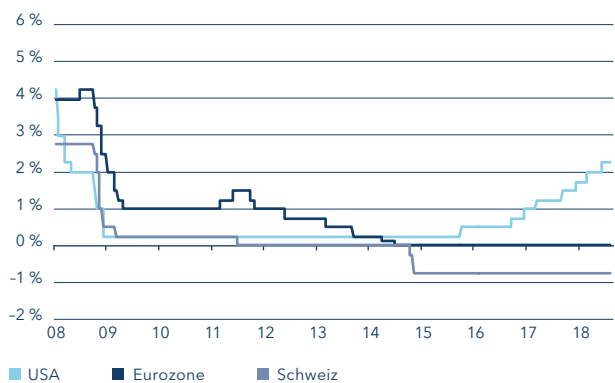
GBP/CHF und GBP/USD: Kursentwicklung seit Dezember 2016



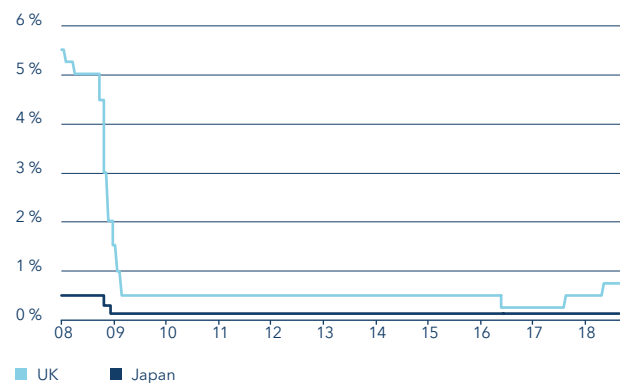
USD/JPY und USD/AUD: Kursentwicklung seit Dezember 2016



Leitzinsen Schweiz, Eurozone, USA: Zinsentwicklung seit Januar 2008



Leitzinsen UK und Japan: Zinsentwicklung seit Januar 2008



Was Fliegen mit Zinspolitik zu tun hat

DIE NOTENBANKEN BLEIBEN VORSICHTIG. DIE GLOBALE KONJUNKTUR KÜHLT SICH AB UND DIE INFLATIONSraten SCHIESSEN NICHT INS KRAUT. DIE GELDPOLITISCHE AUSRICHTUNG DER EZB WIRD SPANNEND.

Man kennt es vom Fliegen. Nach dem Start schaltet der Kapitän auf Autopilot. Für das Cockpit wird es dann entspannter. Werden die Bedingungen allerdings schwieriger, kann die automatische Steuerung ausgeschaltet werden. So oder so ähnlich verhält es sich bei der US-Notenbank mit Blick auf das Jahr 2019. Die Washingtoner Institution war in den zurückliegenden 365 Tagen im Autopilot-Modus unterwegs. Zinserhöhungen wurden fast schon automatisch im Quartalsrhythmus vorgenommen – die Inflationsentwicklung ebnete den Weg hierfür (siehe Grafik).

USA: Leitzins und Inflationsrate



Die US-Notenbank stuft das erreichte Niveau jetzt als «neutral» ein, das heisst, der Zins stimuliert einerseits das Wachstum nicht mehr, andererseits dämpft er die Konjunktur auch nicht. Der neutrale Zins ist keine direkt beobachtbare Grösse. Es handelt sich um ein wissenschaftlich-theoretisches Konstrukt. Das heisst: Ab wann ein Zinsniveau die Konjunktur tatsächlich bremst, ist unbekannt und lässt sich nur empirisch feststellen.

Gerade deshalb muss die Fed ihre Leitzinspolitik datenabhängiger machen – den Autopiloten also abschalten. Wenn klar wird, dass bspw. Unternehmen unter dem erreichten Leitzins anfangen, Investitionen zurückzustellen, oder gar in Zahlungsschwierigkeiten kommen, wird man in Washington wohl weitere Leitzinserhöhungen vorerst auf Eis legen.

Fed sieht Risiken

Aktuell sehen sich die US-Währungshüter zwei Schwierigkeiten gegenüber. Zum einen schwächt sich die globale Konjunktur ab, zum anderen zeigen sich Brems Spuren auf dem US-Immobilienmarkt. Vor allem Letzteres dürfte bereits in unmittelbarem Zusammenhang mit den im Vergleich zu den Vorjahren deutlich höheren Zinssätzen für Baufinanzierungen stehen. Da die Kerninflationsrate, also die Inflationsrate unter Herausrechnung der volatilen Energie- und Nahrungsmittelpreise, bei 2.2 % liegt und derzeit keine Anstalten macht, deutlich in die Höhe zu klettern, könnte im ersten Halbjahr eine Zinspause auf der Agenda stehen (wovon wir ausgehen). Darauf lässt die veränderte Wortwahl von Notenbankmitgliedern schliessen. Sowohl Fed-Chef Jerome Powell als auch sein Stellvertreter Richard Clarida betonten zuletzt verstärkt Risiken. An den Finanzmärkten selbst ist man derweil äusserst skeptisch, ob es überhaupt noch zu weiteren nennenswerten Zinserhöhungen kommt. Das will heissen: Die Fed hat in den Augen der Märkte ihren geldpolitischen Straffungszyklus weitgehend beendet. Aus unserer Sicht könnte sich dieser Standpunkt allerdings als zu negativ erweisen. Die aktuell beobachtbare konjunkturelle Schwäche sollte nicht in einer Rezession enden – hierfür gibt es schlichtweg derzeit keine Anzeichen. Die Einstellungsbereitschaft der US-Unternehmen bleibt hoch, was sich gleichzeitig auch in einer äusserst positiven Konsumentenstimmung niederschlägt. Korrespondierende Indikatoren zur US-Verbraucherlaune sind jedenfalls auf Rekordhöhe. Umfragen im US-Unternehmenssektor lassen darüber hinaus auf steigende Löhne in den kommenden Monaten schliessen, was den ohnehin schon äusserst robusten privaten Konsum stützen sollte. Kurzum: Das gesamtwirtschaftliche Umfeld lässt durchaus weitere Zinserhöhungen zu. Einzig eine länger anhaltende wirtschaftliche Schwächephase bzw. ein Abgleiten in die Rezession spräche für ein Ende des US-Zinserhöhungszyklus.

EZB: Kaum Bewegung zu erwarten

Für die EZB war 2018 bedeutend: Die monatlichen Anleihenkäufe wurden sukzessive reduziert und zum Jahresende voraussichtlich eingestellt (bei Redaktionsschluss dieser Ausgabe lag das Ergebnis noch nicht vor). Damit endet eine Ära in der noch relativ jungen Geschichte der Notenbank. Nach eigenem Bekunden möchten die europäischen Währungshüter bis Ende des Sommers 2019 die Zinsschraube ruhen lassen. Sollten die Inflationsraten zulegen und die konjunkturelle Entwicklung es zulassen, wäre mit einem ersten Zinsschritt im Herbst 2019 zu rechnen. Grundsätzlich gilt: Der Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik wird den europäischen Währungshütern wesentlich schwerer fallen als ihren Kollegen in den USA. Die US-Notenbank ist aktiver Teilnehmer am Markt für Tagesgeldzinsen und führt mittels des An- und Verkaufs kurzfristiger Schatzwechsel den Zins in den von ihr gewünschten Korridor. Die EZB wiederum verleiht durch sogenannte Tender (Bietungsverfahren) Liquidität an Geschäftsbanken. Das Problem ist nur: Aufgrund der monatlichen Wertpapierkäufe ist die Überschussliquidität im Euroraum so stark angewachsen, dass die Finanzinstitute kaum noch Interesse an den EZB-Geldern haben. Eine Erhöhung des Leitzinses läuft derzeit also ins Leere. Vermutlich werden die Notenbanker deshalb zunächst den Einlagesatz anheben. Zum Hintergrund: Da die Banken aufgrund der Überschussliquidität kaum Geldausleihungen tätigen, sondern vielmehr Bedarf an Geldanlagen haben, hat der «Anlagezinssatz», der Einlagesatz, de facto die Rolle des Leitzinses übernommen. Eine Erhöhung des eigentlichen Leitzinses, des sogenannten Refinanzierungssatzes, dürfte also erst im Jahr 2020 ein Thema werden – vorausgesetzt, der Aufschwung hält bis dahin.

Und was macht die SNB?

Die eidgenössischen Währungshüter schwimmen im Fahrwasser ihrer Arbeitskollegen bei der EZB. Die Inflationsraten legten zwar 2018 merklich zu und übersprangen das für die Schweiz mittlerweile hohe Niveau von rund 1 %, doch dahinter verbargen sich überwiegend die im Verhältnis zum Vorjahr höheren Ölpreisnotierungen. Unter Herausrechnung der volatilen Energie- und Nahrungsmittelpreise bleibt die Teuerung auf einem sehr niedrigen Niveau. Auch wenn der

Kompakt

- Die US-Notenbank bleibt behutsam im Umgang mit ihren geldpolitischen Mitteln, am Zinserhöhungskurs dürfte dennoch festgehalten werden.
- Sowohl von der EZB als auch von der SNB ist wenig bis gar keine Bewegung zu erwarten. Die niedrigen Inflationsraten und die konjunkturelle Entwicklung lassen kaum eine restriktivere Gangart zu.

BIP-Zuwachs von voraussichtlich knapp 3 % im Jahr 2018 im internationalen Vergleich üppig ausfiel, blieb die Teuerungsrate auf tiefem Niveau. Aus diesem Blickwinkel besteht also kein Handlungsbedarf. Würde die SNB entgegen den allgemeinen Erwartungen doch mit einer geldpolitischen Straffung vorgehen, wäre eine merkliche Aufwertung des Francs gegenüber dem Euro und auch dem US-Dollar zu erwarten. Dies könnte die Inflationsraten gar wieder in den negativen Bereich drücken, was im gleichen Atemzug eine Zinssenkung nötig machen könnte. Eine geldpolitische Straffung würde sich also gewissermaßen selbst ad absurdum führen. Wer im Jahr 2019 auf höhere Schweizer Zinsen setzt, dürfte folglich auf dem falschen Fuss erwischt werden.

Fazit

Die bereits aus den Vorjahren bekannte divergente Entwicklung zwischen der US-Notenbank und ihren europäischen Pendanten dürfte in die Verlängerung gehen. Wir rechnen mit weiteren Zinserhöhungen der Fed. Die EZB könnte Ende 2019 in einem kleinen Schritt den Einlagezins anheben. In der Schweiz wird wohl hingegen gelten: Es bleibt so, wie es ist.

Leitzinsen	Aktuell
Schweiz	→
Europa (EWU)	→
USA	↗

Bandbreite für unsere Zinsprognose auf drei bis sechs Monate:

↑ > +50 Basispunkte	↗ +25 Basispunkte	→ keine Veränderung
↓ -25 Basispunkte	↘ < -50 Basispunkte	

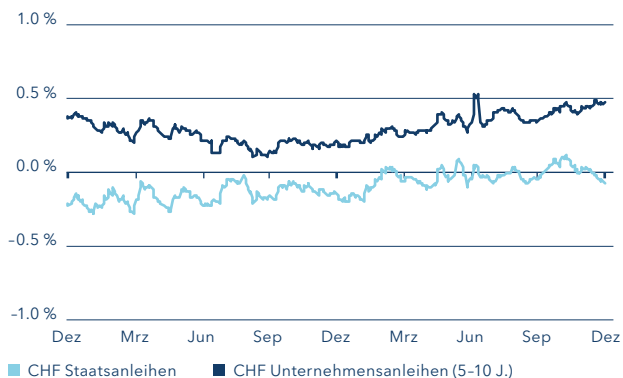
2. ANLAGEKLASSEN

Anleihen



Renditen im Überblick

Schweiz: Renditeentwicklung seit Dezember 2016



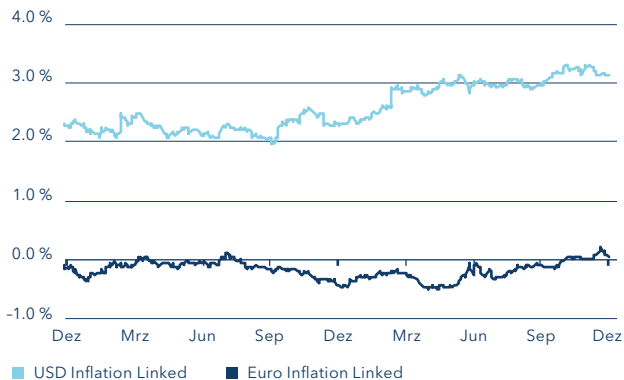
Schwellenländer: Renditeentwicklung seit Dezember 2016



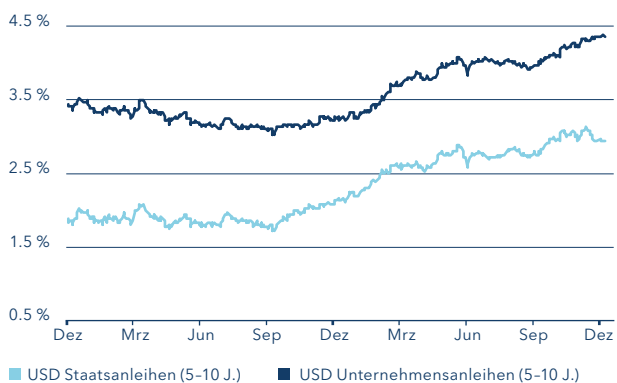
Europa: Renditeentwicklung seit Dezember 2016



Inflationsgebundene Anleihen: Renditeentwicklung seit Dezember 2016



USA: Renditeentwicklung seit Dezember 2016



Hochverzinsliche Anleihen: Renditeentwicklung seit Dezember 2016



Renditen: Begrenztes Aufwärtspotenzial

DIE ANALYSTENGEMEINDE DARF FEIERN: DIE LANG ERHOFFTE AUFWÄRTSBEWEGUNG IM BEREICH DER US-KAPITALMARKT-ZINSEN FAND STATT. MIT BLICK AUF DAS JAHR 2019 GILT: DAS POTENZIAL FÜR DEUTLICH HÖHERE NIVEAUS IST BEGRENZT. DIE GLOBALE WIRTSCHAFT KÜHLT SICH AB UND DIE NOTENBANKEN MÜSSEN VORSICHTIG VORGEHEN.

Es ist eine Seltenheit, dass Analysten mit ihren Renditeprognosen richtig liegen. Darauf haben wir an dieser Stelle bereits vor einem Jahr hingewiesen und gleichzeitig betont, dass es dieses Mal anders kommen könnte. Und tatsächlich lagen die Zinsstrategen richtig: Die Kapitalmarktzinsen kletterten auf höhere Niveaus. Ist nun der Damm gebrochen und schießen die Kapitalmarktzinsen jetzt ins Kraut? Kurz und knapp lautet die Antwort: Wohl eher nicht.

Notenbanken bleiben auf der Hut

Die Weltwirtschaft befindet sich inmitten einer Abkühlung (siehe dazu auch Seite 5) und die gefallen Ölpreise sorgen bei den Inflationsraten ebenfalls für einen Rückgang. Die Notenbanken werden deshalb auf der Hut bleiben und nur sehr behutsam agieren. Dies unterstreicht derzeit einmal mehr die US-Notenbank. Offizielle Vertreter der Washingtoner Institutionen schlugen jüngst einen vorsichtigeren Ton an. Die Botschaft ist klar: Nach den bereits vollzogenen Zinserhöhungen soll nun mehr auf Sicht gefahren werden. Wir rechnen für das erste Halbjahr mit einer Pause im Zinserhöhungszyklus. Für die europäischen Währungshüter und die Schweizerische Nationalbank gilt: Beide Notenbanken werden ihre Zinsen weitgehend unangetastet lassen – eine kosmetische Anhebung des EZB-Einlagezinses ist hierbei aber möglich.

Zweifel an der Fed

An den Finanzmärkten ist man indes skeptisch, ob die Fed überhaupt noch grosse Sprünge machen wird. Die in den Terminalsätzen für kurzfristige US-Tagesgelder zum Ausdruck kommenden Zinserwartungen signalisieren ein bevorstehendes Ende des Zinsanhebungszyklus. Diese Sicht der Dinge erscheint uns nun aber doch als zu pessimistisch. Zum Hintergrund: Jenseits des Atlantiks nimmt der Lohndruck sukzessive zu. In der Vergangenheit war dies stets ein verlässlicher Indikator für eine restriktiver werdende Politik der US-Notenbank. Wir rechnen mit drei Zinserhöhungen im kommenden Jahr. Sollte sich dies so bewahrheiten, hätten aus unserer Sicht die Renditen langlaufender US-Staatstitel Potenzial, bis auf 3.50 % anzusteigen. Dies ist aber ein Szenario für das zweite Halbjahr 2019. Anfänglich sollte wenig Bewegung zu beobachten sein und in einem nächsten Schritt könnte zuerst die Marke von 3.20 % winken.

EZB und SNB bleiben in Deckung

Die EZB sieht sich erst einmal mit einer durchaus merklichen Abkühlung der Wirtschaft in der Eurozone konfrontiert. Die Frankfurter Notenbanker haben deshalb zunächst wenig Bedarf, die Zinsschraube in die Hand zu nehmen. Sollte aber die konjunkturelle Entwicklung zurück in die Spur finden, wäre es denkbar, dass die EZB den Einlagensatz um 15 Basispunkte anhebt. Dies dürfte jedoch nicht ausreichen, um die Renditen von zehnjährigen deutschen Bundesanleihen auf ein deutlich höheres Niveau zu hieven. An den Märkten wird man Zweifel haben, ob es überhaupt zu einem vollständigen Zinserhöhungszyklus kommen wird. Dies zeigt das Beispiel der US-Notenbank: Erst als sich abzeichnete, dass die Fed über einen längeren Zeitraum den Leitzins anhebt, kam es zu Bewegung im Bereich der Kapitalmarktzinsen. Gleiches gilt für die Schweiz. Wir rechnen in unserem Hauptszenario mit keiner geldpolitischen Straffung im Jahr 2019. Aus diesem Blickwinkel erscheint das Aufwärtspotenzial der Renditen im Bereich zehnjähriger eidgenössischer Staatstitel begrenzt.

Kreditrisiko wird nicht kompensiert

AM KREDITHIMMEL ZIEHEN ERSTE WOLKEN AUF. NACH JAHREN BEINAHE PERFEKTER BEDINGUNGEN FÜR SCHULDNER VERDUNKELN SICH DIE AUSSICHTEN.

Massive Angebotsausweitung

Seit dem Höchststand der Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen von 16 % im Jahr 1981 ging es stets nach unten. Davon haben auch Unternehmensanleihen profitiert, weil Anleger etwas mehr Rendite suchten und bereit waren, dafür ein höheres Risiko einzugehen. Konkret in Zahlen hatte der Bloomberg Global High Yield Index Ende 2008 noch ein Marktvolumen von USD 613 Mrd., heute sind es USD 2'300 Mrd. Im Segment der soliden Qualitäten (Investment Grade) ist das Volumen von US-Unternehmensanleihen von USD 2 Bio. auf USD 5 Bio. gestiegen. Trotz dieser Angebotsausweitung sind die Kreditaufschläge in dieser Zeit gefallen.

ETFs als Engpass

Das Marktwachstum im High-Yield-Segment hat auch mit der Zugänglichkeit der Anlageklasse zu tun. Heute gibt es am Markt 120 ETF-Produkte, dazu kommen die traditionellen aktiv verwalteten Fonds. Das Problem hierbei ist, dass High Yield in Stressphasen zur Illiquidität neigt. Das beisst sich mit der liquiden Struktur von ETFs. Wenn zu viele Anleger gleichzeitig verkaufen wollen, dürfte es am Ausgang eng werden.

Qualität nimmt ab

Das Tiefzinsumfeld hat zu einer Qualitätsverminderung in den Unternehmensbilanzen geführt. Solange die Rendite auf den Aktiven höher ist als die Fremdkapitalkosten, führt ein grösserer Hebel zu mehr Eigenkapitalrendite. Damit nimmt aber auch das Risiko zu, insbesondere wenn (wie in diesem Jahr) die Refinanzierungskosten wieder ansteigen.

Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich hat 32'000 Unternehmen analysiert und herausgefunden, dass rund 12 % von ihnen mit dem Vorsteuergewinn

Kompakt

- Das Aufwärtspotenzial für langlaufende US-Renditen bleibt in Anbetracht einer globalen konjunkturellen Abkühlung vorerst beschränkt.
- Die tiefen Zinsen haben zu einer massiven Angebotsausweitung bei Unternehmensanleihen geführt.
- Gleichzeitig haben sich Unternehmensbilanzen verschlechtert.
- Tiefere Kreditqualitäten im Investment-Grade-Segment sind auch im kommenden Jahr zu meiden.

die Zinslast nicht mehr decken können. Im Jahr 1990 war nur 1 % der Unternehmen betroffen, seither hat die Anzahl der «Zombies» kontinuierlich zugenommen. Die Notenbankpolitik führte offensichtlich zu einer Fehlallokation von Kapital.

Fazit

Aufgrund der erhöhten Risiken braucht es wenig, um eine Neubewertung von Krediten herbeizuführen. Mehr als 50 % der Investment-Grade-Schuldner sind heute im BBB-Bereich angesiedelt. Ein Abrutschen eines Teils dieses Segments in den High-Yield-Bereich wäre wohl für beide Segmente schädlich. Angesichts der zahlreichen anstehenden Herausforderungen erwarten wir auch im kommenden Jahr eine negative Performance für tiefere Schuldnerqualitäten.

Benchmark	Aktuell	% YTD ¹
Staatsanleihen Schweiz ²	→	-0.81 %
Staatsanleihen Europa (EUR) ²	→	0.09 %
Staatsanleihen USA ²	→	-1.13 %
Inv. Grade-Unternehmensanleihen Schweiz ²	→	-0.98 %
Inv. Grade-Unternehmensanleihen Europa (EUR) ²	→	-1.11 %
Inv. Grade-Unternehmensanleihen USA ²	→	-3.55 %
High-Yield-Anleihen ³	↘	1.16 %
Anleihen Emerging Markets (Hartwährungen) ³	↗	-5.38 %
Anleihen Emerging Markets (Lokalwährungen) ³	→	-6.57 %

¹ Daten per 04.12.2018

² Rendite

³ Total Return

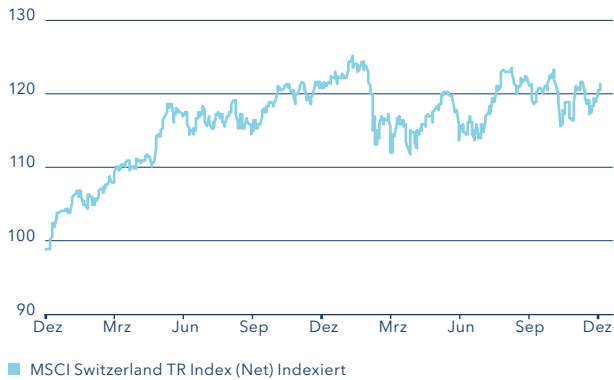
2. ANLAGEKLASSEN

Aktien



Aktienindizes im Überblick

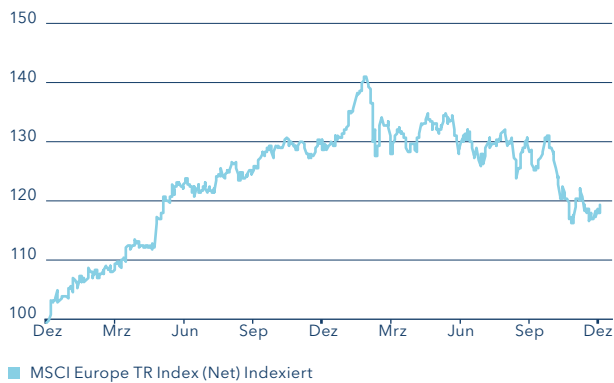
Schweiz: Kursentwicklung seit Dezember 2016 (indexiert)



Pazifik: Kursentwicklung seit Dezember 2016 (indexiert)



Europa: Kursentwicklung seit Dezember 2016 (indexiert)



Schwellenländer: Kursentwicklung seit Dezember 2016 (indexiert)



Nordamerika: Kursentwicklung seit Dezember 2016 (indexiert)



Grossbritannien: Kursentwicklung seit Dezember 2016 (indexiert)



Was die Ebbe nimmt, bringt die Flut zurück

DAS BÖRSENJAHR 2018 WECKTE DIE ERKENNTNIS, DASS ES NUR WENIG BRAUCHT, UM DIE WELTWIRTSCHAFT AUS IHRER BALANCE ZU BRINGEN. DIE INDUSTRIELLE GLOBALISIERUNG WIRD MIT DEM US-HANDELSSTREIT HERAUSGEFORDERT.

Das synchrone Wachstum der G20-Länder wurde durch das Verschärfen des Zollstreits kräftig aus dem Rhythmus gebracht. Gemessen an den Wachstumsraten der Unternehmensgewinne für das Jahr 2018 kamen die USA selber (noch) glimpflich davon. Die Exportnation Deutschland traf es hierbei besonders hart, das ursprünglich erwartete Gewinnwachstum von über 10 % sank auf -3.3 %. Die hohe Abhängigkeit von der wirtschaftlichen Entwicklung Asiens, aber auch die hausgemachte Krise der Automobilbranche zeichneten massgeblich dafür verantwortlich. Obwohl der weitere Verlauf des Handelsstreits ungewiss bleibt, die Marktteilnehmer haben für 2019 eine konstruktive Erwartungshaltung. Deutlich anders gestaltet sich das Bild für die USA, hier sanken die Gewinnerwartungen für das Jahr 2019 seit Oktober von 10.5 auf nunmehr 8.7 % deutlich. Der Party auf Kosten anderer scheint nun ein gewisser Kater zu folgen.

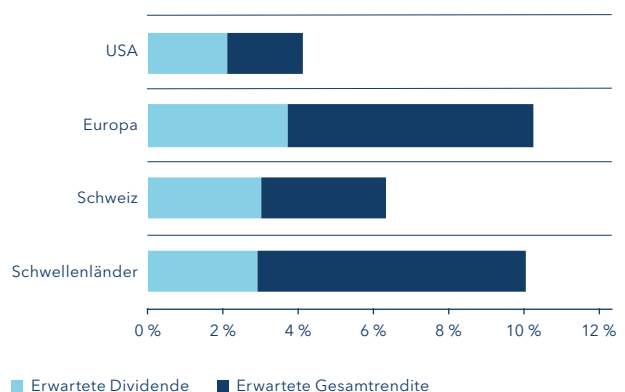
Ebbe und Flut

Obwohl das Gewinnwachstum derzeit nach unten revidiert wird, die Hauptangst amerikanischer Investoren ist eine Überhitzung der heimischen Wirtschaft. Mit einer zusätzlich restriktiv agierenden US-Notenbank wird es für den amerikanischen Aktienmarkt schwer, höhere Bewertungen für sich in Anspruch zu nehmen. Diese Abkühlung kommt den US-Anlegern zum aktuellen Zeitpunkt durchaus gelegen, nährt sie doch die Hoffnung, dass die US-Notenbank ihre Aktivitäten kurz- bis mittelfristig mässigt. Zehnjährige US-Staatsanleihen mit einer Rendite von 3 % erscheinen gerade für konservative Anleger in Nordamerika gegenüber Aktien sehr attraktiv. Diese reduzierten bereits ihre Investments aufgrund sich verschlechternder Wachstumsaussichten, aber auch wegen ungünstiger Wech-

selkursverhältnisse, die ein erstarkter US-Dollar ausgelöst hat.

Es zeichnet sich jedoch ab, dass diese Situation temporär ist und sich wichtiges Wachstumspotenzial der betroffenen Regionen lediglich in das neue Geschäftsjahr verlagert und es nicht per se verschwindet. Analog zum relativen Gleichklang der sinkenden Erwartungen für 2018 erhöhten sich diese für 2019. Das Gewinnwachstum für Europa stieg hierbei schrittweise auf nunmehr 9.3 %, für Deutschland sogar kontinuierlich auf jetzt 11.7 %. Bei einer konservativen Annahme ergeben sich hier deutliche Wertaufholungspotenziale. Die versöhnlicheren Töne, die nun auf dem G20-Summit in Argentinien zwischen China und USA zu vernehmen waren, bestätigen, dass für beide Wirtschaftsregionen dieser Handelsstreit ungünstige Entwicklungen hervorgebracht hat.

Investieren entlang des Kapitalmarktzyklus



Die Renditeerwartungen für das Jahr 2019 spiegeln diese Entwicklung wider und begünstigen dabei nicht nur das Gewinnwachstum, sondern ebenso eine Normalisierung der fundamentalen Bewertungen für Europa, aber auch für die Schwellenländer. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) liegt in beiden Regionen unter ihrem 15-Jahres-Durchschnitt und dabei auch deutlich unterhalb der Bewertung des globalen Aktienmarkts. Umgekehrt weisen die USA weiterhin eine Prämie aus. Gleichzeitig werden die US-Firmen im neuen Geschäftsjahr nicht mehr die gleiche Unterstützung der US-Administration erhalten können wie im Vorjahr durch die Steuerreform. Das Pendel bewegt sich wieder auf die andere Seite und eröffnet Wertaufholungspotenzial für die Regionen, die im Jahr 2018 unter Stress standen.

Langfristig überwiegen die Chancen

Eine sich weiterhin robust entwickelnde Weltwirtschaft erzeugt eine solide Grundlage für Aktieninvestments. Allerdings stiegen in den USA die Kapitalkosten bereits deutlich und belasten sowohl die Profitabilität der Unternehmen als auch das Investitionsverhalten. Der Wind seitens der Kreditmärkte weht gleichsam rau, der Trend steigender Kreditrisikoprämien sollte auch im Jahr 2019 anhalten. Viele der aktuellen Herausforderungen sind seit Langem bekannt, ökonomische Dominoeffekte unter anderem aus einem weiter eskalierenden Handelsstreit oder dem Austritt Grossbritanniens aus der EU allerdings schwer einschätzbar. Bezieht man die vergangenen beiden grossen Börsenkrisen aus den Jahren 2000 und 2007 mit ein, so bewiesen viele internationale Unternehmen eine hohe ökonomische Flexibilität und eine ausgeprägte Überlebensfähigkeit. Das aktuelle Wirtschaftsumfeld ist somit sicherlich turbulent, beinhaltet aber gleichermassen eine Fülle von konstruktiven Lösungsmöglichkeiten. Selten waren starke Industrietrends so zahlreich und präsent wie jetzt. Im Zentrum hierbei stehen die Digitalisierung und die Automatisierung, diese bieten weiterhin sehr starke Potenziale zur globalen Produktivitätssteigerung.

Hierbei erwarten wir, dass der seit Jahren starke Trend mit Fokus auf Online-Handel und konsumbasierten Kreditfinanzierungen via Internet den Infrastrukturthemen Platz machen muss. Vernetzte Mobilität, moderne Urbanisierung, die Optimierung der Gesundheitsversorgung durch digitale Technologien, aber auch Nachhaltigkeitsthemen stehen sehr stark im Vordergrund.

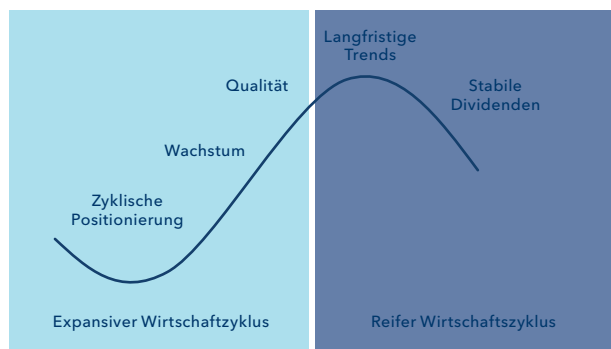
Kompakt

- Auch das Anlagejahr 2019 wird spannend und aussichtsreich. Politischen und wirtschaftlichen Herausforderungen stehen attraktive fundamentale Bewertungen sowie beachtenswerte Industrietrends gegenüber.
- Wir favorisieren folgende Anlagethemen:
 - Trend zur Automatisierung durch Robotik
 - Investieren in Gesundheit
 - Qualitätsaktien: hochwertig investieren
 - China, vom Export zum Konsum

Fazit

Auch 2019 wird Protektionismus ein zentraler Aspekt bleiben und dem neuen Börsenjahr grosse wirtschaftliche, aber auch politische Herausforderungen bescheren. Tendenziell ausgeprägtere Kursschwankungen und erhöhte Kreditrisikoaufschläge sollten bei allen Aktienanlagen einkalkuliert werden. Mit deutlich gesunkenen fundamentalen Bewertungen in Europa und den Schwellenländern wird dabei bereits ein erschwertes Anlageumfeld eingepreist. Starke industrielle Trends und eine weiterhin solide wachsende Weltwirtschaft begünstigen jedoch mittel- bis langfristige Aktieninvestitionen. Zunächst überwiegen die Chancen in Europa, der Schweiz und Asien. Dabei gilt es weiterhin auf hohe fundamentale Qualität, aussichtsreiche Geschäftsmodelle im Bereich wichtiger globaler Industrietrends und stabile Dividendenausüttungen zu achten.

Investieren entlang des Kapitalmarktzyklus



MSCI-Benchmark	Aktuell	% YTD ¹
Schweiz	→	-0.62 %
Europa	→	-9.61 %
Nordamerika	→	4.78 %
Pazifik (inklusive Japan)	→	-5.62 %
Emerging Markets	→	-10.29 %

Bandbreite für unsere absoluten Performanceeinschätzungen auf drei bis sechs Monate:

↑ > +5 % ↗ +2 % bis +5 % → -2 % bis +2 % ↘ -5 % bis -2 % ↓ < -5 %

¹ Daten per 04.12.2018, Nettorendite mit Dividende in lokaler Währung

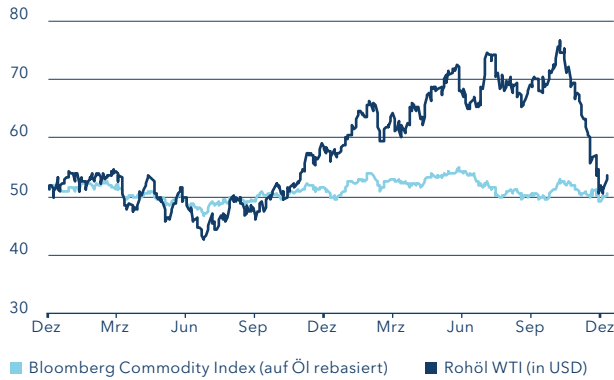
2. ANLAGEKLASSEN

Alternative
Anlagen

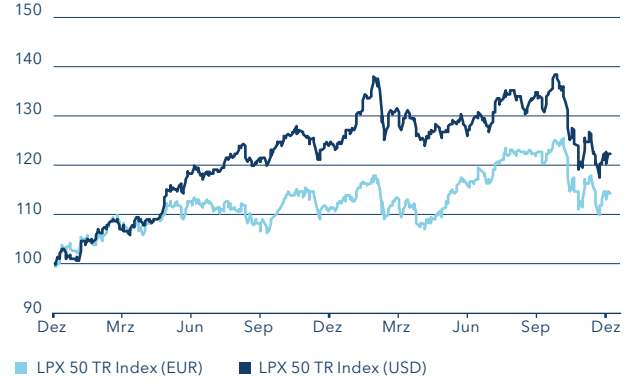


Überblick Alternative Anlagen

Rohstoffe: Kursentwicklung seit Dezember 2016



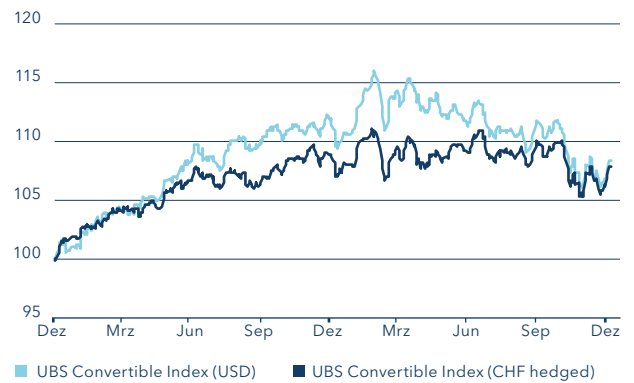
Private Equity: Kursentwicklung seit Dezember 2016 (indexiert)



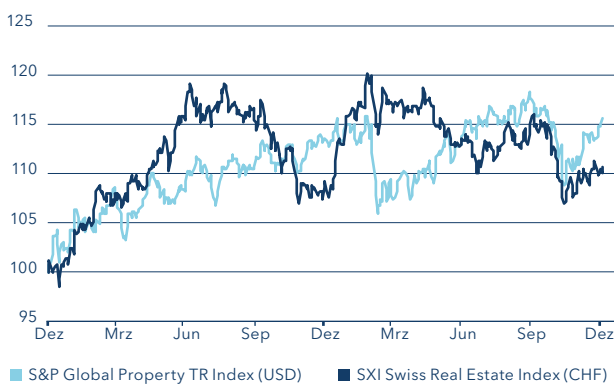
Edelmetalle: Kursentwicklung seit Dezember 2016



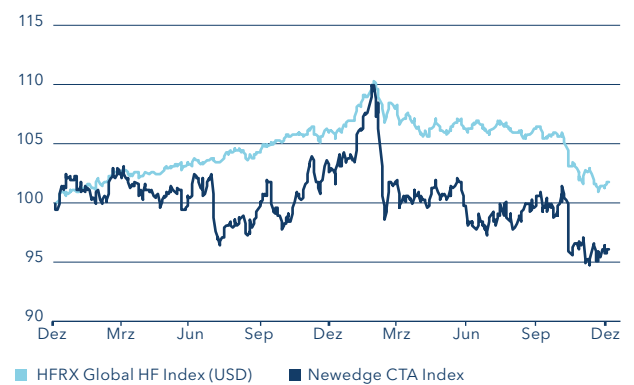
Wandelanleihen: Kursentwicklung seit Dezember 2016 (indexiert)



Immobilien: Kursentwicklung seit Dezember 2016 (indexiert)



Hedgefonds: Kursentwicklung seit Dezember 2016 (indexiert)



Rohöl: Kräfterennen zwischen OPEC und USA

NACH DEN IRAN-SANKTIONEN UND EINEM SATTEM ANGEBOTS-ÜBERSCHUSS HABEN DIE KURSE AN DEN ÖLMÄRKTEN EINE MUNTERE ACHTERBAHNFahrt HINTER SICH. DIE OPEC MUSS DEN ROHÖLPREIS STABILISIEREN UND GLEICHZEITIG DEN ZUSAMMENHALT INNERHALB DES KARTELLS STÄRKEN.

Die OPEC schenkte den Worten der Trump-Administration Glauben, als diese verkündete, den Iran erneut mit Sanktionen zu belegen und dessen Rohölexporte auf null zu drücken. Aus Angst vor einer Angebotsverknappung hat das Kartell unter saudischer Leitung den Markt mit Öl geflutet. Im Gegenzug hielten sich die USA mit Kritik zurück – der Mord an dem kritischen saudischen Journalisten Khashoggi scheint vergessen zu sein. Zur grossen Überraschung erteilte wenig später Washington sogenannte Waiver an die Hauptimporteure von iranischem Öl. Damit dürfen acht Staaten weiterhin Rohöl aus dem Iran kaufen, wenn auch in geringeren Mengen. Das daraus resultierende Überangebot hatte zur Folge, dass die Ölnotierungen über 30 % nachgaben.

US-Shale gegen OPEC geht in die nächste Runde

Für 2019 könnte der Neujahresvorsatz der OPEC wie folgt lauten: Rohöl auf ein höheres Preisniveau hieven und dort stabilisieren sowie gleichzeitig den Zusammenhalt im Kartell stärken.

Die Weichen für steigende Ölpreise wurden bereits im Dezember gestellt, als die OPEC Produktionskürzungen von 1'200'000 Barrels pro Tag verlautbarte. Ein knapperes Angebot führt bekanntlich zu höheren Ölnotierungen. Dem US-Präsidenten Trump ist dieses Vorhaben ein Dorn im Auge, liegt es doch im Interesse seiner Bevölkerung, dass die Preise weiterhin niedrig bleiben. Aktuell werden Trump und die Ölindustrie wenig Handlungsbedarf sehen, die Rohöhlähne noch weiter aufzudrehen. Steigende Notierungen könnten

jedoch schnell zu einem Umdenken der US-Regierung führen. Bei derzeit fallenden Förderkosten für US-Schieferöl («shale oil») können weitere Barrels relativ zeitnah auf den Markt gebracht werden.

Ein niedriger Ölpreis würde viele Mitglieder der OPEC-Staaten auf längere Sicht in Bedrängnis bringen, da diese einen WTI-Preis jenseits von USD 60 benötigen, um ein Haushaltsdefizit für das anstehende Jahr zu vermeiden. Der grösste Produzent des Kartells, Saudi-Arabien, braucht sogar einen durchschnittlichen Preis von USD 78. Gerade deshalb sind wir der Meinung, dass das Königreich als sogenannter Ausgleichsproduzent («swing producer») die Marschroute vorgeben wird und vorerst eine «Saudi Arabia first, America second»-Strategie fahren wird. Ausserdem liegt es im Interesse des Kartells, ein weiteres Ölpreis-Fiasko, wie im Jahr 2016, zu verhindern. Damals wurde der Markt ebenfalls durch unkontrolliertes Produzieren mit Barrels überschwemmt.

Wir gehen davon aus, dass uns ein solches Szenario erspart bleiben wird. Die Fördermenge aus Venezuela nimmt weiterhin ab und auch der Iran muss in Zukunft mit einer strengeren Auslegung der Sanktionen rechnen. Die erteilten Waiver gelten nur 180 Tage, danach werden diese nur mit weiteren Importkürzungen erteilt. Auch die restlichen Länder der sogenannten «Fragile 5» könnten dem Markt Probleme bereiten. Nigeria, Libyen und der Irak produzieren derzeit weit über ihrem Durchschnitt der vergangenen zehn Jahre – Aufstände und dadurch resultierende Ausfälle können das Angebot schnell einschränken.

Interne Differenzen beiseitelegen

Ein längerfristiger stabiler und höherer Ölpreis steht für die OPEC nur dann in Aussicht, wenn interne Differenzen beigelegt werden und das Kartell an einem Strang zieht. In der Vergangenheit hielten sich die Mitglieder nur sporadisch an die festgesetzten Förderquoten. Mit dem Austritt von Katar, welches sich zukünftig mehr auf die Erdgasproduktion konzentrieren möchte, beginnt das Konstrukt OPEC bereits langsam zu bröckeln. Zu dessen Stärkung trägt auch der Präsidentschaftswechsel innerhalb des Kartells nicht unbedingt bei – im neuen Jahr wird der venezolanische General Manuel Quevedo das Zepter übernehmen. Trotz der internen Differenzen und starken US-Produktionsquoten bleiben wir für das Jahr 2019 positiv gestimmt und glauben an eine weitere Erholung des Ölpreises. Wir halten somit an unserem Zielband von USD 65 bis 70 fest.

Edelmetalle: Ist Gold in Ungnade gefallen?

GOLD HAT EIN AUSGESPROCHEN SCHWIERIGES JAHR HINTER SICH. TROTZ VERSCHIEDENSTER GLOBALER RISIKEN KONNTE DER GOLDPREIS NIE WIRKLICH FAHRT AUFNEHMEN UND LITT BESONDERS UNTER EINEM STARKEN US-DOLLAR. DENNOCH WUSSTE DAS GOLD VOR ALLEM DANN ZU ÜBERZEUGEN, ALS ES AM MEISTEN BENÖTIGT WURDE.

Das vergangene Jahr begann vielversprechend für das Gold – hielt doch das Momentum der 2017er Jahresend rally zunächst weiter an. Die Stimmung bei den Spekulanten an den Futuremärkten zeigte sich äusserst positiv und das gelbe Edelmetall schien wieder in Mode gekommen zu sein. Besonders die lauernden geopolitischen Risiken im Zusammenhang mit den Brexit-Verhandlungen und den internationalen Handelsstreitigkeiten gaben den Anlegern genug Anreize, um auf Gold zu setzen. Umso mehr hat der Preisverfall von knapp 13 % von April bis August für Stirnrunzeln bei den Investoren gesorgt. Die Gründe hierfür wurden schnell gefunden: ein starker US-Dollar, begünstigt durch die Leitzinsanhebungen der Fed, sowie eine sinkende Risikowahrnehmung. Auch die Inflationsrate bleibt weiterhin zu tief, um für den Preis des Goldes unterstützend zu wirken. Bekanntlich pflegt der Goldkurs ein inverses Verhältnis zum Greenback und zu den Realzinsen. Immerhin sieht dank stärkerem Dollar die Bilanz für EUR- und CHF-Investoren erfreulicher aus.

Entscheidend bleibt der Finanzmarkt

Die schwache Entwicklung des Goldpreises ist es wohl auch, die verantwortlich dafür ist, dass Anleger nicht mehr auf steigende Notierungen setzen. An den Futuremärkten bestehen derzeit rekordhohe Short-Positionen. Und dies trotz eines von geopolitischen Risiken strotzenden Umfelds. Dabei hat das Gold seine Bewäh-

Kompakt

- Die USA setzen ihr Interesse an einem niedrigen Ölpreis durch – auch fallende Förderkosten führen zu Angebotsüberschuss.
- Die OPEC benötigt höhere Notierungen, um Haushaltsdefizit zu vermeiden – Förderkürzungen und Ausfälle der «Fragile 5» könnten Angebot einschränken.
- Anleger an den Futuremärkten erwarten keinen Anstieg des Goldpreises.
- Wir empfehlen aus Diversifikationsüberlegungen eine Beimischung des Edelmetalls.

rungsprobe durchaus bestanden: Als die Aktienmärkte im Herbst 2018 ins Schwanken gerieten und zur Korrektur ansetzten, entfaltete das Gold seine risikoreduzierende Wirkung. Dies bestätigt wie schon in der Vergangenheit, dass geopolitische Risiken alleine nicht ausreichen, damit das Gold seine Position im Portfolio rechtfertigen kann – vielmehr müssen sich diese Risiken zuerst materialisieren und auf die Börsen überschwappen.

Für das Jahr 2019 bleiben wir auch hinsichtlich der Nachfrage nach physischem Gold zuversichtlich gestimmt. Einen wesentlichen Beitrag hierzu wird die Kauflaune der Zentralbanken leisten, deren Appetit nach dem Edelmetall gestiegen ist. Zusätzliches Aufwind könnte Gold von den Spekulanten an den Terminmärkten bekommen, sollten die Shortbestände bei einem weiteren Preisanstieg eingedeckt werden müssen.

Wir empfehlen deshalb nach wie vor eine Allokation in Gold. Allerdings nicht, weil wir einen starken Preisanstieg erwarten, sondern um das Portfolio gegen Finanzmarktrisiken zu schützen.

Benchmark	Aktuell	% YTD ¹
Rohstoffe	→	-3.78 %
Rohöl	↗	-7.27 %
Gold	↗	-4.93 %
Immobilienaktien	→	0.52 %
Private Equity	→	0.25 %
Wandelanleihen	→	-2.38 %
Hedgefonds	↗	-4.89 %

Bandbreite für unsere absoluten Performanceeinschätzungen auf drei bis sechs Monate:

↑ > +5 % ↗ +2 % bis +5 % → -2 % bis +2 % ↘ -5 % bis -2 % ↓ < -5 %

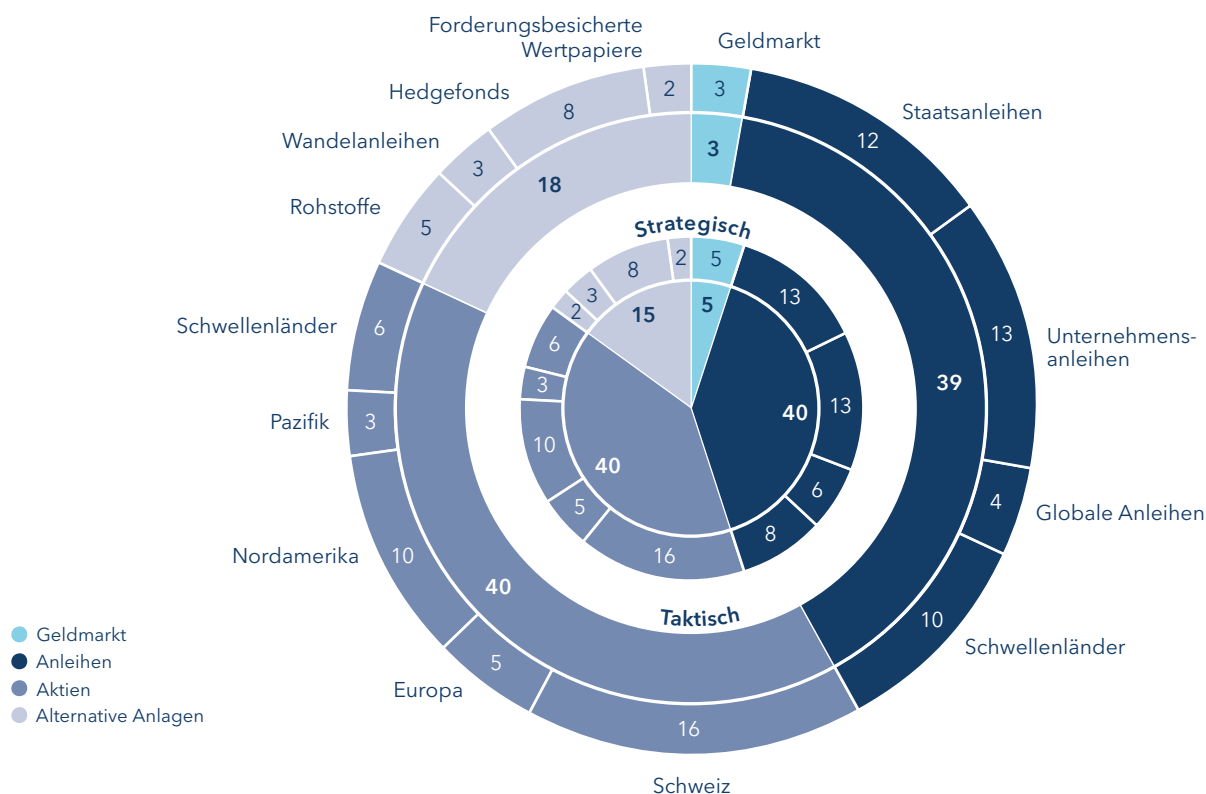
¹ Daten per 04.12.2018



3. INVESTMENT MANAGEMENT

Vermögensverwaltung

Strategische und taktische Allokation - Ausgewogen CHF (in %)



VP Bank Strategiefonds

Produktname	Whg.	ISIN	NAV-Datum	NAV	Ausschüttung	Whg.-gesichert	YTD (in %)
VP Bank Strategy Fund Conservative (CHF)	CHF	LI0017957502	30.11.18	1'035.39	nein	ja	-4.57 %
VP Bank Strategy Fund Conservative (EUR)	EUR	LI0017957528	30.11.18	1'377.81	nein	ja	-4.16 %
VP Bank Strategy Fund Conservative (USD)	USD	LI0100145379	30.11.18	1'329.71	nein	ja	-4.55 %
VP Bank Strategy Fund Balanced (CHF)	CHF	LI0014803709	30.11.18	1'538.89	nein	ja	-5.45 %
VP Bank Strategy Fund Balanced (EUR)	EUR	LI0014803972	30.11.18	962.14	nein	ja	-5.16 %
VP Bank Strategy Fund Balanced (USD)	USD	LI0014804020	30.11.18	1'523.20	nein	ja	-4.21 %

Für detaillierte Informationen zu unseren Vermögensverwaltungsmandaten wenden Sie sich bitte an Ihren persönlichen Berater.

Aktuelle Anlagetaktik

Ein kurzer Blick in den Rückspiegel: Der Jahresauftakt 2018 begann für die Finanzmärkte zunächst freundlich, doch im Februar setzte ein durchaus beachtlicher Stimmungsumschwung ein. Zinsängste dominierten jetzt das Treiben an den Börsen. Gute US-Konjunkturdaten machten deutlich, dass die Washingtoner Währungshüter über einen längeren Zeitraum an der Zinsschraube drehen würden. Nicht nur Aktien kamen unter Druck, sondern auch Staatsanleihen mussten den aufkommenen Zinssorgen Tribut zollen und verbuchten Kursverluste. Schliesslich gesellten sich mit den Handelsstreitigkeiten, den Brexit-Verhandlungen und den Diskussionen um die italienischen Staatsschulden weitere Unsicherheiten hinzu. Per saldo endet damit ein Anlagejahr mit Kursverlusten auf breiter Ebene: Aktien und Anleihen mussten im Gleichlauf Kursrückschläge hinnehmen.

Die globale Konjunkturentwicklung bekommt Risse

Die von der US-Seite angezettelten Handelsstreitigkeiten sorgen auf Seite der Unternehmen für starke Verunsicherung. Investitionen werden zurückgestellt, was sich wiederum in einer geringeren Exporttätigkeit niederschlägt. In der Summe verbleibt ein schwächerer BIP-Zuwachs – ein Phänomen, das mittlerweile rings um den Erdball sichtbar ist. Zwar kam es jüngst im Rahmen des G20-Gipfels zu einer Annäherung zwischen den USA und China, doch noch ist ungewiss, ob die Zollstreitigkeiten tatsächlich nachhaltig niedergelegt werden. Die Notenbanken bleiben in diesem Umfeld vorsichtig. Jenseits des Atlantiks sendet die Fed Signale, dass wirtschaftliche Risiken zugenommen hätten und deshalb ein datenabhängiger geldpolitischer Kurs gefahren wird. An den Finanzmärkten hat man bereits ein baldiges Ende des Zinsanhebungskurses vor Augen. Aus unserer Sicht könnte sich die Fed allerdings genötigt sehen, dem beobachtbaren Lohnauftrieb Rechnung zu tragen und weiter an der Zinsschraube – zumindest in moderatem Umfang – zu drehen.

Insgesamt gilt: Solange es sich lediglich um einen – möglicherweise auch etwas länger anhaltenden – temporären Dämpfer handelt, können wir den zu erwartenden kleineren globalen Wachstumsraten durchaus günstige Aspekte abgewinnen: Eine Überhitzung wird vermieden. Gerade Letzteres kann den Aufschwung sogar verlängern, weil die Notenbanken nicht mit einer

zu straffen Geldpolitik gegenlenken müssen bzw. die Fed auf ihrem moderaten Zinsanhebungskurs bleiben kann.

Anleihen

Unsere Positionierung bleibt durationsseitig in sämtlichen Referenzwährungen weiterhin unter dem jeweiligen Benchmarkniveau. Obwohl wir keine starke wirtschaftliche Abschwächung oder gar Rezession erwarten, sind wir zurückhaltend bei Unternehmensanleihen. Insbesondere gilt es firmenspezifische Risiken zu berücksichtigen. In letzter Zeit kommen vermehrt Unternehmen aufgrund von Fehlinvestitionen und hoher Schuldenlast unter Druck. Bei Investment Grade erwarten wir bestenfalls eine Seitwärtsentwicklung der Kreditaufschläge, bei tieferen Qualitäten drohen Verluste. Schwellenländeranleihen in Hartwährungen sind durch eine attraktive Risikoprämie gekennzeichnet, weshalb wir taktisch übergewichtet sind. An inflationsgeschützten Anleihen halten wir nach wie vor fest.

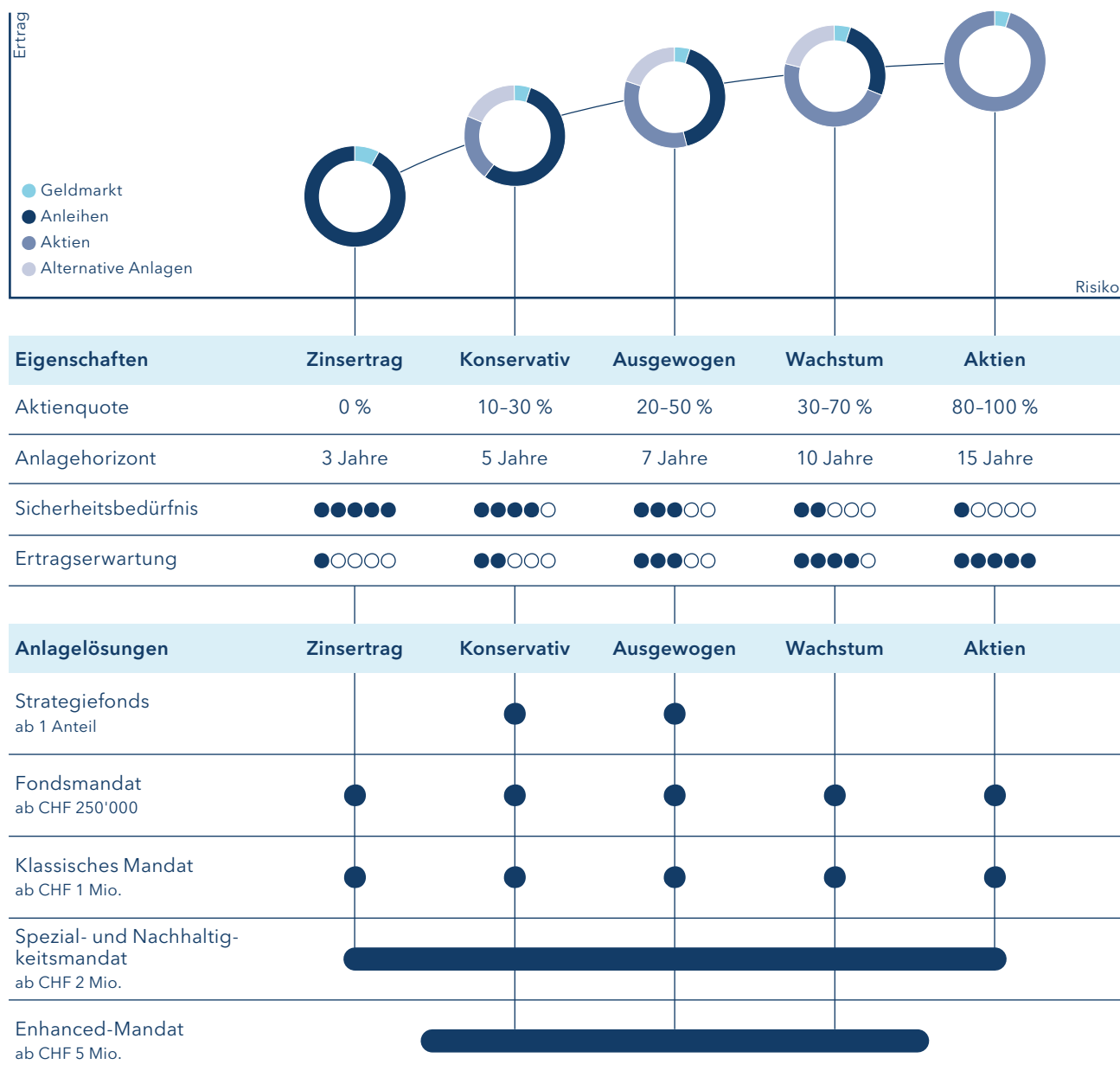
Aktien

Wir bleiben zunächst bei unserer vorsichtigen Einstellung. Nachdem der US-Aktienmarkt in Jahresverlauf noch von Repartierungen ausländischer Gelder profitieren konnte und sich folglich besser entwickelte als andere Märkte, gerieten die US-Börsen im Herbst unter Verkaufsdruck. Wir haben den US-Markt dementsprechend leicht untergewichtet gehalten und dieses Unter gewicht Mitte Dezember wieder auf tieferem Niveau geschlossen. Auch wenn die Abwärtsrisiken noch nicht gebannt sind, besteht für das Jahr 2019 aus fundamentaler Sicht Potenzial. Sollte das Anlegervertrauen zurückkehren, werden Europa und die Schwellenländer aufgrund der gesunkene Bewertung wohl besonders profitieren können.

Alternative Anlagen und Währungen

Bei Alternativen Anlagen halten wir eine Position in Gold, ansonsten sind wir in dieser Assetklasse neutral gewichtet. In den CHF- und EUR-Mandaten verfügen wir über eine offene USD-Position. Darüber hinaus sichern wir die wichtigsten Industrieländerwährungen weiterhin ab.

Unser Angebot



4. ANHANG



Ihre Autoren



Bernhard Allgäuer
Senior Investment Strategist



Harald Brandl
Senior Equity Strategist



Dr. Felix Brill
Chief Investment Officer



Thomas Gitzel
Chief Economist



Bernd Hartmann
Leiter Group Investment Research



Jérôme Mäser
Junior Investment Strategist

Ihr Kontakt – wo immer Sie sind

Die VP Bank AG ist eine in Liechtenstein domizilierte Bank und untersteht der Finanzmarktaufsicht (FMA) Liechtenstein, Landstrasse 109, 9490 Vaduz, Liechtenstein, www.fma-li.li

VP Bank AG	Aeulestrasse 6 · 9490 Vaduz · Liechtenstein T +423 235 66 55 · F +423 235 65 00 info@vpbank.com · www.vpbank.com MwSt.-Nr. 51.263 · Reg.-Nr. FL-0001.007.080-0
VP Bank (Schweiz) AG	Talstrasse 59 · 8001 Zürich · Schweiz T +41 44 226 24 24 · F +41 44 226 25 24 · info.ch@vpbank.com
VP Bank (Luxembourg) SA	2, rue Edward Steichen · L-2540 Luxembourg T +352 404 770-1 · F +352 481 117 · info.lu@vpbank.com
VP Bank (BVI) Ltd	VP Bank House · 156 Main Street · PO Box 2341 Road Town · Tortola VG1110 · British Virgin Islands T +1 284 494 11 00 · F +1 284 494 11 44 · info.bvi@vpbank.com
VP Bank Ltd Singapore Branch	8 Marina View · #27-03 Asia Square Tower 1 Singapore 018960 · Singapore T +65 6305 0050 · F +65 6305 0051 · info.sg@vpbank.com
VP Wealth Management (Hong Kong) Ltd	33/F · Suite 3305 · Two Exchange Square 8 Connaught Place · Central · Hong Kong T +852 3628 99 00 · F +852 3628 99 11 · info.hkwm@vpbank.com
VP Bank Ltd Hong Kong Representative Office	33/F · Suite 3305 · Two Exchange Square 8 Connaught Place · Central · Hong Kong T +852 3628 99 99 · F +852 3628 99 11 · info.hk@vpbank.com
VP Fund Solutions (Luxembourg) SA	2, rue Edward Steichen · L-2540 Luxembourg T +352 404 770-297 · F +352 404 770-283 fundclients-lux@vpbank.com · www.vpfundsolutions.com
VP Fund Solutions (Liechtenstein) AG	Aeulestrasse 6 · 9490 Vaduz · Liechtenstein T +423 235 67 67 · F +423 235 67 77 vpfundsolutions@vpbank.com · www.vpfundsolutions.com

Redaktion

Group Investment Research
VP Bank AG
Aeulestrasse 6
9490 Vaduz
T +423 235 61 73
F +423 235 76 21
investmentviews@vpbank.com

Für den Inhalt verantwortlich

Bernhard Allgäuer, Senior Investment Strategist
Harald Brandl, Senior Equity Strategist
Dr. Felix Brill, Chief Investment Officer
Dr. Thomas Gitzel, Chief Economist
Bernd Hartmann, Leiter Group Investment Research
Rolf Kuster, Senior Investment Strategist
Jérôme Mäser, Junior Investment Strategist
Marcello Musio, Senior Equity Analyst
Stefan Schwitter, Leiter Group Investment, Product & Market Management
Christina Strutz, Office & Publication Manager

Erscheinungsart

Quartalsweise

Erscheinungsdatum

21. Dezember 2018

Redaktionsschluss

13. Dezember 2018

Schlusskurse

4. Dezember 2018, sofern nicht anders vermerkt

Quelle für Charts und Statistiken

Bloomberg, Reuters, Thomson Financial Datastream,
sofern nicht anders vermerkt

Fotos

Roland Korner, Triesen
Rich Stapleton, London

Druck

BVD Druck+Verlag AG, Schaan



Wichtige rechtliche Hinweise

Diese Dokumentation wurde von der VP Bank AG (nachfolgend Bank) erstellt und durch die Gesellschaften der VP Bank Gruppe vertrieben. Diese Dokumentation stellt kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Die darin enthaltenen Empfehlungen, Schätzungen und Aussagen geben die persönliche Auffassung des betreffenden Analysten der VP Bank AG im Zeitpunkt des auf der Dokumentation genannten Datums wieder und können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Dokumentation basiert auf Informationen, welche als zuverlässig eingestuft werden. Diese Dokumentation und die darin abgegebenen Einschätzungen oder Bewertungen werden mit äusserster Sorgfalt erstellt, doch kann ihre Richtigkeit, Vollständigkeit und Genauigkeit nicht zugesichert oder gewährleistet werden. Insbesondere umfassen die Informationen in dieser Dokumentation möglicherweise nicht alle wesentlichen Angaben zu den darin behandelten Finanzinstrumenten oder deren Emittenten.

Weitere wichtige Informationen zu den Risiken, welche mit den Finanzinstrumenten in dieser Dokumentation verbunden sind, zu den Eigengeschäften der VP Bank Gruppe bzw. zur Behandlung von Interessenkonflikten in Bezug auf diese Finanzinstrumente sowie zum Vertrieb dieser Dokumentation finden Sie unter https://www.vpbank.com/de/rechtliche_hinweise.

