

2. 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.

	1. 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	↗	→ Neu
Anleihen/Renditeentwicklung (von Seite 10 bis 13)		
Investment Grade Staatsanleihen		
Schweiz	→	→
Europa	→	→
USA	→	→
Investment Grade Unternehmensanleihen		
Schweiz	→	→
Europa	→	→
USA	→	→
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	↘	→ Neu
Pazifik	→	→
Schwellenländer	→	↗ Neu
Alternative Anlagen (von Seite 18 bis 21)		
Rohstoffe	→	→
Rohöl	↗	↗
Gold	↗	↗
Immobilienaktien	→	→
Private Equity	→	→
Wandelanleihen	→	→
Hedge Fonds	↗	↗

« Der Jahresauftakt
war fulminant. »



Dr. Felix Brill
Chief Investment Officer





Liebe Leserin, lieber Leser

Die Aktienmärkte haben sich weltweit vom heftigen Einbruch Ende letzten Jahres wieder aufgerafft. Die Zentralbanken haben ihren Teil dazu beigetragen. Zunächst die Fed, indem sie mit einer deutlich veränderten Kommunikationspolitik für einen Paukenschlag sorgte. Und dann die EZB, als sie im März eine weitere Runde von langfristigen Refinanzierungsgeschäften in Aussicht stellte.

Aber auch die Politik hat die Erholung befeuert. Im Mittelpunkt stand dabei China. Einerseits wurden im Rahmen des Nationalen Volkskongresses umfassende Steuererleichterungen verkündet. Andererseits lassen die jüngsten Signale im Handelsstreit zwischen den Vereinigten Staaten und dem Reich der Mitte vermuten, dass eine Lösung in greifbare Nähe gerückt ist.

Man mag sich nicht ausmalen, wie die Stimmungslage an den Finanzmärkten heute ohne diese Unterstützung von den Zentralbanken und der Politik ausgesehen hätte. Die Weltwirtschaft gab in den letzten Wochen jedenfalls kein schönes Bild ab. Zu sehr haben sich die Konjunkturdaten vielerorts eingetrübt. Damit die Lage an den Finanzmärkten nicht ungemütlich wird, kommt es nun darauf an, dass die Massnahmen der chinesischen Regierung schnell Wirkung zeigen. Aus unserer Sicht stehen die Chancen dafür gut.

1. AKTUELLES



Portfolios erneut auf dem Prüfstand

DIE LETZTEN MONATE ZEIGTEN EINMAL MEHR, WIE SCHNELL DER WIND AN DEN FINANZMÄRKTEN DREHEN KANN. UMSO WICHTIGER IST ES, INVESTIERT ZU BLEIBEN, ABER GLEICHZEITIG SICHERZUSTELLEN, RICHTIG POSITIONIERT ZU SEIN.

Die weit fortgeschrittene Hausse, zunehmende Risiken und sich abzeichnende Veränderungen des Anlageumfelds haben uns im September 2018 dazu veranlasst, die Initiative «Future Proofing Portfolios: Machen Sie Ihr Portfolio fit für die Zukunft» zu lancieren. In Erwartung von unruhigeren Zeiten haben wir empfohlen, das Portfolio richtig für den Spätzyklus zu positionieren. Im Oktober folgte dann ein rapider Stimmungsumschwung an den Märkten. Dies hat zu einer Preis- und Bewertungskorrektur sowie zu einem höheren Risikobewusstsein geführt. Ist damit das Konzept des «Future Proofing» obsolet geworden?

Wo stehen wir heute?

Auch wenn die Märkte gegen Ende des Vorjahres deutlich eingeknickt sind und die Nerven der Anleger strapaziert wurden, hat sich grundsätzlich wenig verändert. Global betrachtet fand die Korrektur innerhalb des Aufwärtstrends statt, der Bullenmarkt ist weiterhin intakt. Die in unserer Studie aufgezeigten, zukünftigen Herausforderungen bestehen weiterhin und sind nicht gelöst, auch wenn sie näher ins Bewusstsein der Investoren gerückt sind. Es liegt wohl am Charakter der Börsen, dass Kurseinbrüche in der Regel sehr abrupt erfolgen. Eine typische Erholung hingegen startet zunächst ebenfalls mit grösseren Tagesschwankungen, verliert dann aber schnell an Dynamik und läuft somit insgesamt gemächlicher ab. Umso erstaunlicher ist die schnelle und geradlinige Steigerung, welche gegen Ende 2018 einsetzte.

Ausschlaggebend hierfür war zunächst eine Normalisierung der Anlegerstimmung, wie sie durchaus normal ist nach einer Phase des ausgeprägten Pessimismus. Ein überraschend deutlicher Schwenk des geldpolitischen Kurses der US-Notenbank (Fed) verlängerte

dann die Aufwärtsbewegung. Hoffnungen auf eine Lösung im Handelskonflikt zwischen China und den USA taten ein Übriges. Damit hat sich eine Erwartungshaltung gebildet, die sich nun bestätigen muss.

Zu schnell, zu weit?

So erfreulich der Jahresstart auch ausgefallen ist, die Erholung steht auf wackeligen Beinen. Die Fundamentaldaten unterstützen den Optimismus (zumindest noch) nicht. Die Dynamik der Konjunktur- und Unternehmensdaten zeigt nach unten. Analysten und Ökonomen haben ihre Erwartungen zurückgenommen. Wer angesichts dessen auf weitere Stimulierungsmassnahmen der Notenbanken zählt, könnte sich verrechnen. Denn zumindest die abwartende Haltung der Fed könnte schon bald ein Ende finden. Schliesslich steigen in den USA die durchschnittlichen Stundenlöhne derzeit mit über 3 %. Greift dies auf die breite Teuerung über, wird die Notenbank der Vereinigten Staaten wieder auf den Zinserhöhungspfad zurückkehren. Zieht die Konjunktur nicht gleichzeitig an, droht eine Enttäuschung. All das könnte bei den Anlegern zu der Erkenntnis führen, dass der Markt zu schnell und zu viel zugelegt hat. Gewinnmitnahmen und ein zumindest temporäres Rücksetzen wäre die Folge.

Investoren, welche ihre jüngsten Kursgewinne vor einer solchen Verschlechterung schützen wollen, sollten eine Absicherung erwägen. Hierfür gibt es verschiedene Möglichkeiten. Da es auch durchaus gute Argumente für steigende Kurse gibt, empfiehlt sich eine Absicherung mittels Put-Option. Der grosse Vorteil dieses Instruments besteht darin, dass Anleger weiterhin an steigenden Kursen partizipieren und gleichzeitig nach unten hin ganz oder teilweise das Kapital schützen können. Der Nachteil ist, dass diese Struktur mit Kosten verbunden ist. Die Markterholung hat aber dazu geführt, dass sich diese Absicherungskosten reduziert haben.

Future Proofing 2.0

Bereits in unserer ersten Studie haben wir empfohlen, Absicherungen vorzunehmen. Dies sollte allerdings situativ erfolgen, da die Kosten einer permanenten Absicherung den Gesamtertrag deutlich schmälern. Unabhängig davon, ob nun eine Absicherung vorgenommen wird oder nicht, empfehlen wir Investoren, ihr Portfolio einer Überprüfung zu unterziehen. Diese umfasst folgende Ebenen:

Vermögensallokation: Ausgangspunkt hierfür bilden die jeweiligen Gewichtungen der Anlageklassen. Besonders die risikotragenden Investments sollten auf die strategischen Vorgaben zurückgefahren werden. Dabei sollte sichergestellt werden, dass Letztere in Einklang mit dem Anlageziel stehen. Wer trotz des Tiefzinsumfelds Erträge erwirtschaften will, kommt nicht umhin, risikobehaftete Anlagen zu halten. Umso wichtiger ist es, Investitionsmöglichkeiten zu berücksichtigen, welche ein Gegengewicht darstellen. Besonders in fortgeschrittenen Bullenmärkten ist es ratsam, auf diese Weise Konvexität im Portfolio aufzubauen.

Portfoliokonstruktion: Nicht nur auf Stufe der Assetallokation gilt es zu diversifizieren, sondern auch innerhalb der Anlageklassen. Risiken und Anlageopportunitäten aufzuteilen, ist ein zentrales Element der Portfoliokonstruktion. Flexible Bond-Fonds sowie alternative Anleihenstrategien und Risikoprämien stellen interessante Ergänzungen dar.

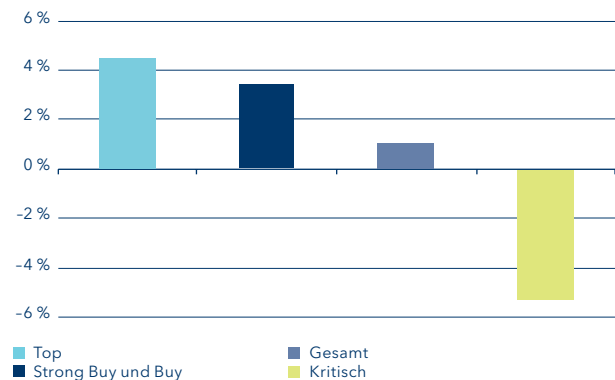
Umsetzung: Es nützt wenig, wenn all diese Ratschläge zwar beachtet, aber mit den falschen Instrumenten bestückt werden. Hier richtet sich unser Fokus ebenfalls auf die Risiken. Wir haben deshalb sowohl für Aktien als auch für Anleihen jeweils Kriterien definiert, die auf eine schlechte Qualität hindeuten.

Funktioniert Future Proofing?

Um sicherzustellen, dass unser Ansatz funktioniert, haben wir unsere Empfehlungen auf den Prüfstand gestellt. Während der Nutzen der Allokations- und Portfoliokonstruktions-Empfehlungen offensichtlich und unumstritten ist, ist das Ergebnis bei den Einzeltiteln weniger klar. Wir haben deshalb überprüft, wie sich die Aktien und Anleihen gemäss unserer Einstufungen vom letzten September entwickelt haben. Die Turbulenzen im letzten Quartal des Vorjahres stellten dabei eine ideale, harte Bewährungsprobe dar. Im Rahmen unserer Analyse haben wir rund 1'500 Aktien anhand diverser Kriterien untersucht. Hierzu gehört das defensive Kursverhalten, die Schuldenlast, die Profitabilität oder die Kapitaleffizienz. Unternehmen, welche bei diesen Kriterien schlecht abgeschnitten haben, wurden als «kritisch» klassifiziert. Diese Werte wurden dann im Rahmen des Portfoliochecks auch zum Verkauf empfohlen.

In der Betrachtungsperiode wiesen die «kritischen» Aktien die schlechteste Kursentwicklung auf. Die als «top» klassifizierten Werte wie auch unsere Empfehlun-

Aktien auf dem Prüfstand



Durchschnittliche Kursentwicklung (inkl. Dividende) 19.09.2018–20.02.2019

gen wiesen eine bessere Performance auf als der Durchschnitt aller Aktien. Die Auswertung zeigt, qualitativ hochwertige Titel können sich einer Abwärtsphase nicht entziehen, sie verlieren aber weniger stark. Um die Qualität unserer Anleiheneinschätzungen beurteilen zu können, haben wir untersucht, mit welcher Trefferquote wir diejenigen Anleihen identifiziert haben, welche in der Betrachtungsperiode besonders stark unter Druck geraten sind. Unser Ansatz beruht im Wesentlichen darauf, dass wir die Einstufung auf Basis der Ratingagenturen mit den prognostizierten Ausfallraten, welche wir aus den Kreditmodellen unseres Researchpartners ableiten, vergleichen. Ermitteln wir ein schwächeres Rating, droht – zumindest bei den schlechten Qualitäten – ein Kursverlust. In diese Kategorie fielen 97 % der Anleihen, welche seit Beginn unserer Initiative mehr als 25 % verloren haben. Bei den Anleihen mit einem Minus von 10 % oder mehr beträgt die Quote 84 % und bei einem Minus von 5 % oder mehr 74 %. Allerdings handelt es sich bei knapp zwei Dritteln der nicht erkannten Bonds um Anleihen mit einer besonders langen Duration bzw. um Perpetual Bonds, deshalb ist es wenig verwunderlich, dass diese besonders sensibel reagieren.

Fazit

Die letzten Monate haben gezeigt, wie wichtig es ist, in der spätzyklischen Phase, in denen sich derzeit die Finanzmärkte befinden, die Portfoliorisiken zu kennen. Neben den Aspekten der Vermögensallokation und Portfoliokonstruktion ist ein besonderes Augenmerk auf die Titelauswahl zu setzen. Gerne unterstützten Sie dabei, damit auch Ihr Portfolio gut gerüstet ist.

Die Alarmglocken läuten

WICHTIGE KONJUNKTURINDIKATOREN ZEIGEN EINE MERKLICHE WIRTSCHAFTLICHE ABKÜHLUNG AN – ZUMINDEST GILT DIES FÜR DIE EUROZONE UND CHINA.

In unserem wirtschaftlichen Ausblick für das Jahr 2019 haben wir eine konjunkturelle Abkühlung in Aussicht gestellt. Die Frage, die sich nun stellt, ist: Hatten wir eine rosarote Brille auf? Waren wir möglicherweise zu optimistisch? Tatsächlich lehren wichtige Konjunkturfrühindikatoren einem derzeit das Fürchten. Vor allem mit Blick auf Meldungen aus der europäischen Wirtschaft fängt man selbst in den Frühjahrsmonaten wieder an zu frösteln. Die Einkaufsmanagerindizes gaben für das verarbeitende Gewerbe empfindlich nach. Diese Konjunkturbarometer sind dabei so konstruiert, dass Werte über der Marke von 50 eine wirtschaftliche Expansion signalisieren, liegen sie darunter, ist von einer Kontraktion auszugehen. Die letzte Wasserstandsmeldung lautet: 49.3 – das spricht für sich. Es wäre aus unserer Sicht aber zu voreilig, ein rasches Urteil zu fällen, da es beim Dienstleistungssektor wesentlich besser aussieht. Hier liegt das dazugehörige Niveau bei 52.8, was noch im expansiven Bereich liegt. Da der Dienstleistungssektor den nach innen gerichteten Wirtschaftszweig repräsentiert, gilt: Die Binnenwirtschaft läuft solide, während der Exportsektor und damit das verarbeitende Gewerbe in unruhiges Fahrwasser geriet. Mehr noch: Die Industrieproduktion befindet sich bereits in einer Rezession.

China als Sorgenkind

Die Dinge ähneln sich mit Blick auf den gesamten Globus. Der produzierende Sektor leidet, während der Sektorsolidität läuft. Indizien lassen erahnen, woran es hapert. Die chinesische Wirtschaft dürfte aktuell stärker leiden, als es über die offiziellen Daten zum Ausdruck kommt. Die Frage nach der tatsächlichen wirtschaftlichen Situation in Fernost ähnelt fast schon einer Detektivarbeit. Auffallend schwach präsentieren sich die Exporte aus den zu China benachbarten Volkswirtschaften – ein Zeichen für eine Wachstumschwäche im Reich der Mitte. Es sind aber auch die Erträge aus dem Kerngeschäft von chinesischen Unternehmen, die stutzig machen. Letztere sind gegenüber

Kompakt

- Die Konjunktur geht in die Knie – vor allem die europäische. Die Industrie befindet sich bereits in der Rezession, der Dienstleistungssektor hält hingegen das Haupt noch aufrecht.
- Jetzt kommt es darauf an, dass die konjunkturstützenden Massnahmen der chinesischen Regierung positive Wirkung zeigen und der Handelskonflikt entschärft wird.

dem Vorjahr deutlich im Minus. Die Probleme sind aber in Peking adressiert. Die Regierung hat bereits stützende Massnahmen lanciert. Dazu gehören redkordhohe Steuersenkungen, flankiert von einer Lockerung der geldpolitischen Zügel der Notenbank. Diese Mittel werden ihren Zweck nicht verfehlen, aber vermutlich wird es noch etwas dauern, ehe die Früchte geerntet werden können.

Und was macht die US-Wirtschaft?

Die US-Wirtschaft blickt inzwischen auf nach wie vor stabile Wachstumsraten. Der gut laufende Arbeitsmarkt hat eine sich selbst verstärkende Wirkung entfaltet. Eine gute Beschäftigung sorgt für einen robusten Konsum und ein starker Konsum wiederum sorgt für Arbeitsplätze in der Industrie. Allerdings werden in den USA die Wachstumsbäume nicht in den Himmel klettern, denn ganz spurlos geht das schwierige internationale Umfeld an der grössten Volkswirtschaft nicht vorbei. Die Rezessionsgefahren jenseits des Atlantiks sind aber im Vergleich zu denjenigen der Eurozone als gering zu betrachten.

Fazit

Wir sind in einem ungemütlichen wirtschaftlichen Umfeld angelangt. Der Industrieproduktion der Eurozone ist bereits in einer Rezession. Wohlgeboten seien die binnenkonjunkturellen wirtschaftlichen Kräfte, die bislang ein Abgleiten in eine gesamtwirtschaftliche Kontraktion verhindern. Auch die eidgenössische Wirtschaft wird in dieser Situation Blessuren davontragen. Es kommt jetzt darauf an, dass die konjunkturstützenden Massnahmen der chinesischen Regierung ihre positiven Konsequenzen zeigen und sich die Handelskonflikte entspannen. Die Konjunkturampel steht jedenfalls auf Orange. Wir setzen darauf, dass daraus in einigen Quartalen wieder ein Grün wird.



2. ANLAGEKLASSEN

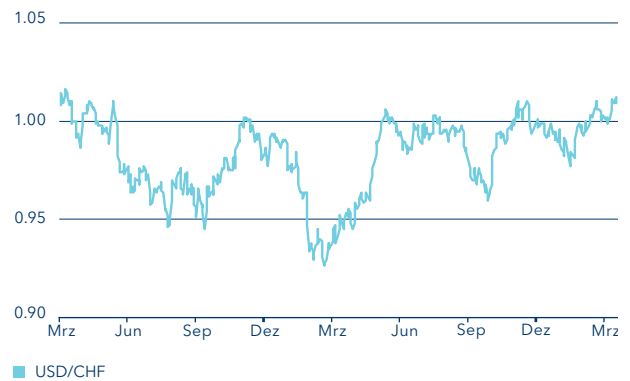
Geldmarkt und
Währungen

Märkte im Überblick

EUR/CHF und EUR/USD: Kursentwicklung seit März 2017



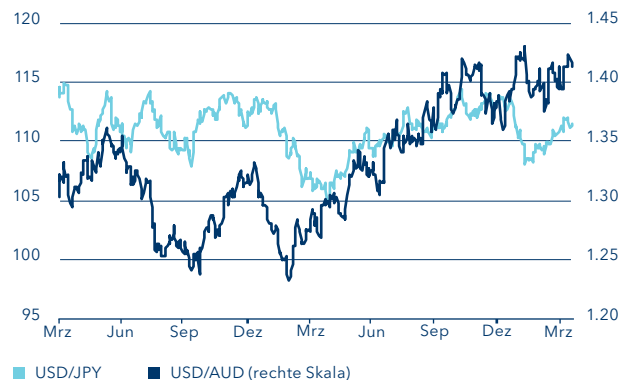
USD/CHF: Kursentwicklung seit März 2017



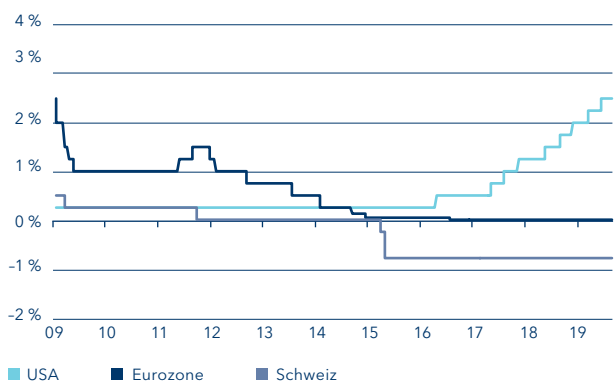
GBP/CHF und GBP/USD: Kursentwicklung seit März 2017



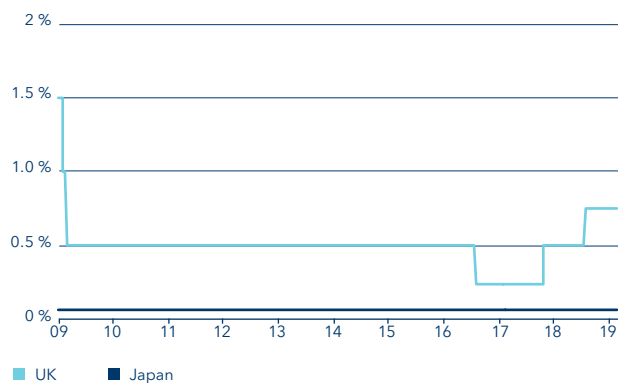
USD/JPY und USD/AUD: Kursentwicklung seit März 2017



Leitzinsen Schweiz, Eurozone, USA: Zinsentwicklung seit Januar 2009



Leitzinsen UK und Japan: Zinsentwicklung seit Januar 2009



Notenbanken bekommen kalte Füsse

DIE GLOBALE KONJUNKTURELLE ABKÜHLUNG TREIBT SO MANCHEM NOTENBANKER SORGENFALTEN AUF DIE STIRN. DIE FED IST INMITTEN EINER ZINSPAUSE. DIE EZB HAT BEREITS NEUE MASSNAHMEN ANGEKÜNDIGT.

Die US-Notenbank sorgte für einen Paukenschlag. Die Währungshüter vollführten eine unerwartet deutliche kommunikative Kehrtwende. Der Vorsitzende der Washingtoner Institution, Jerome Powell, bekam in Anbetracht der scharfen Aktienmarktkorrektur zum Jahresende 2018 kalte Füsse. Die Wortwahl im Rahmen der Januar-Notenbanksitzung klang nun plötzlich vorsichtig – fast schon übervorsichtig. Anstatt weitere bedachte Zinserhöhungen in Aussicht zu stellen, lässt man nun hohe Flexibilität erkennen – in allen Richtungen. Das oberste Notenbankgremium legte schliesslich im März nach. Es wurde sehr konkret: Die Schätzungen der Fed-Offiziellen sehen keine Zinserhöhungen im laufenden Jahr mehr vor. Um aber an dieser Stelle keinen falschen Verdacht zu wecken: So schlecht ist es um die US-Wirtschaft nicht bestellt, eine Lockerung der geldpolitischen Zügel ist aktuell voreilig. Das später veröffentlichte Protokoll der Notenbanksitzung vom Januar gab tiefere Einblicke in das, was man in Washington ins Auge fasst. Dazu gleich mehr.

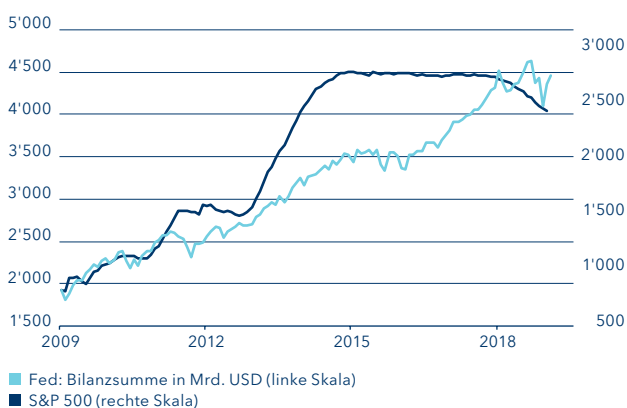
Nicht nur die Zinspolitik entscheidet

Die Zinspolitik ist aktuell nur ein Teil des Werkzeugkastens. Die Fed kaufte in den Krisenjahren im Rahmen ihrer ultra-expansiven Geldpolitik (Quantitative Easing, QE) Wertpapiere. Die Bilanzsumme der Notenbank erhöhte sich dabei gegenüber dem Jahr 2007 um rund USD 3.6 Bio. Seit dem November 2017 wird nun dieser aufgetürmte Berg abgeschmolzen. Dem gebührt Respekt: Keine andere Zentralbank riss so konsequent das Ruder herum. Das Washingtoner Beispiel zeigt, dass der Ausstieg aus der ultra-expansiven Geldpolitik durchaus gelingen kann.

Jerome Powell scheint die Sache mittlerweile aber zu heiss zu werden. Wie aus der März-Notenbanksitzung hervorgeht, steht Ende September bereits ein Stopp

der Bilanzsummenreduktion an. Tatsächlich ist der Liquiditätsentzug enorm: Immerhin ist der Wertpapierbestand der US-Notenbank gegenüber dem Spitzenstand um mehr als USD 400 Mrd. kleiner geworden oder anders formuliert: In gleichem Umfang wurde den Finanzmärkten Geld entzogen. Es handelt sich also gewissermassen um den geldpolitischen Amboss. Die Zinserhöhungen wirken fast schon niedriglich. Feststellbar ist, dass seitdem die Fed diesen Amboss hervor geholt hat, auch die Aktienmärkte einen deutlich volatileren Verlauf aufweisen. Die untenstehende Grafik zeigt den Zusammenhang zwischen der Fed-Bilanzsumme und dem Aktienindex S&P 500.

Bilanzsumme der US-Notenbank und Aktienmarkt



Ob es sich hierbei um einen kausalen Zusammenhang oder lediglich um einen Zufall handelt, wird wohl noch zahlreiche wissenschaftliche Papiere beschäftigen. Alleine, dass die Kausalität zwischen geringerer Bilanzsumme und schwächeren Aktienmärkten derzeit nicht widerlegt werden kann, dürfte jedoch ausreichen, um die Fed das Fürchten zu lehren: Die Währungshüter wollen sich in den Geschichtsbüchern nicht in der Rolle des Schuldigen eines grösseren wirtschaftlichen Abschwungs wiederfinden. Noch ein weiterer Aspekt spielt eine Rolle: Eine grössere Bilanzsumme garantiert eine effektivere Kontrolle über die kurzfristigen Geldmarktsätze. Genau aus diesem Grund dürfte die Fed auch langfristig an einem höheren Wertpapierbestand festhalten. Die Rückkehr zu den Vorkrisenniveaus scheint momentan von den grossen Notenbanken nicht gewollt zu sein. Die US-Notenbanker sind wohl eher geneigt, weiter an der Zinsschraube zu drehen, als die Bilanzsummenreduktion fortzuführen. Tatsächlich ist es so, dass der gegenwärtige wirtschaftliche Datenkranz

für weitere Zinserhöhungen spräche. Die Löhne legen nach wie vor zu und auch die Inflationsrate unter Herausrechnung der volatilen Energie- und Nahrungsmittelpreise bleibt mit über 2 % auf einem verhältnismässig hohen Niveau. Die Daten vom Arbeitsmarkt zeugen bisher ebenfalls von keiner Schwäche der US-Wirtschaft. Künftige Zinserhöhungen sind jedenfalls aktuell wahrscheinlicher als eine Zinssenkung.

Was machen die EZB und die SNB?

Während also jenseits des Atlantiks noch Anlass zur Zuversicht gegeben ist, hat sich das wirtschaftliche Umfeld in der Eurozone deutlich eingetrübt. Mario Draghi kann einem fast schon leidtun: Der oberste Währungshüter vollzog gerade erst im Dezember 2018 mit dem Stopp der monatlichen Anleihenkäufe einen Ausstieg aus der ultra-expansiven Geldpolitik, nun müssen bereits schon wieder neue Hilfen lanciert werden. Der geldpolitische Rat geht neu davon aus, dass die Leitzinsen bis «mindestens Ende 2019» auf ihrem gegenwärtigen Niveau bleiben werden. Bislang hiess es bis «mindestens Ende des Sommers 2019». Darüber hinaus werden zwischen September 2019 und März 2021 alle drei Monate neue gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (TLTRO III) mit jeweils zweijähriger Laufzeit durchgeführt.

Die Zinsen in der Eurozone bleiben also mindestens für dieses Jahr auf Negativ- bzw. Nullzinsniveau. Da sich die Schweizerische Nationalbank derzeit an die Geldpolitik der EZB gekettet hat, dürfte dies auch in hohem Masse für das eidgenössische Zinsumfeld gelten. Das Dilemma ist allerdings: In der vorherrschenden ökonomischen Theorie sollen niedrige Zinsen die Menschen dazu bringen, heute weniger zu sparen, stattdessen Konsum in die Gegenwart vorzuziehen und so die Konjunktur anzuschieben. Aber wenn die Zinsen schon viele Jahre sehr niedrig sind, könnten solche Vorzieheffekte ausgereizt sein. Man kann nicht unbegrenzt Konsum in die Gegenwart vorziehen, wenn dadurch in der Zukunft keine Ersparnisse mehr vorliegen. Das gilt erst recht, wenn dauerhaft niedrige Zinsen die Zinseinnahmen der Bürger so drücken, dass ihre Altersvorsorge gefährdet ist und sie heute sogar mehr sparen und weniger konsumieren müssen, um im Alter genügend Einkommen zu haben. Im Extremfall können negative Zinsen die Konjunktur also sogar dämpfen.

Kompakt

- Die US-Notenbank sorgte mit einer deutlich veränderten Kommunikationspolitik für einen Paukenschlag. Damit ist es amtlich: Wir sind inmitten einer Zinspause.
- Die EZB wird ihre Niedrigzinspolitik mindestens bis zum Jahresende 2019 fortsetzen. Damit wird es aber auch für die SNB schwierig werden, auf absehbare Zeit an der Zinsschraube zu drehen.

Fazit

Die Notenbanken sind aufgeschreckt. Die Eintrübung des wirtschaftlichen Umfelds macht entweder eine kommunikative Wende oder wie im Falle der EZB bereits die nächsten geldpolitischen Stimulierungsmassnahmen erforderlich. Während die Fed zumindest in den kommenden Monaten keine weitere Zinserhöhung vollziehen wird, verschiebt sich der Zeitraum für eine erste Zinserhöhung der EZB und der SNB um mindestens ein Jahr in die Zukunft.

Leitzinsen	Aktuell
Schweiz	→
Europa (EWU)	→
USA	→

Bandbreite für unsere Zinsprognose auf drei bis sechs Monate:

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

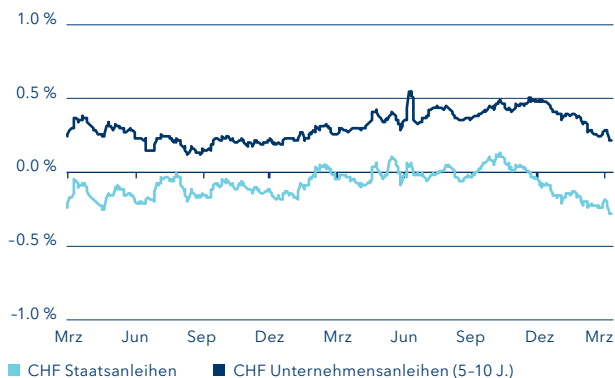
2. ANLAGEKLASSEN

Anleihen



Renditen im Überblick

Schweiz: Renditeentwicklung seit März 2017



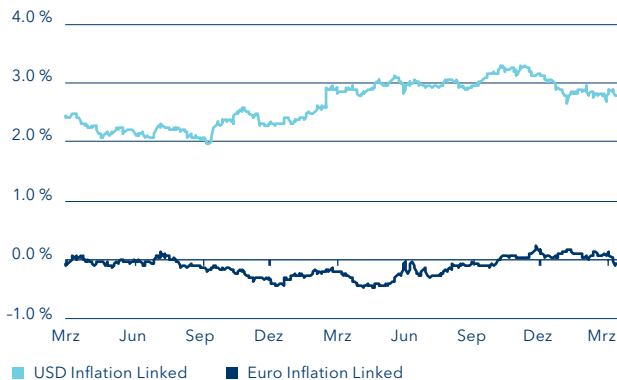
Schwellenländer: Renditeentwicklung seit März 2017



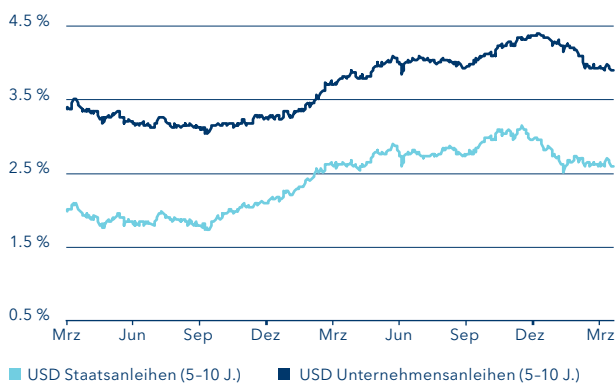
Europa: Renditeentwicklung seit März 2017



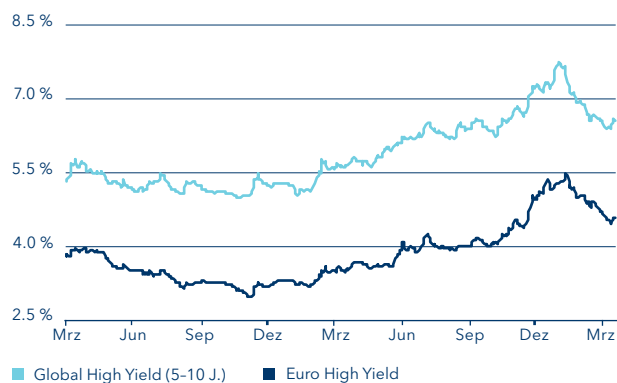
Inflationsgebundene Anleihen: Renditeentwicklung seit März 2017



USA: Renditeentwicklung seit März 2017



Hochverzinsliche Anleihen: Renditeentwicklung seit März 2017



Keine Spur von «Bella Italia»

UM ITALIEN IST ES ZULETZT RUHIG GEWORDEN. ANLEGER SOLLTEN SICH ALLERDINGS NICHT ZU SEHR IN SICHERHEIT WIEGEN. DAS LAND BLEIBT BIS AUF WEITERES DAS SORGENKIND DES WÄHRUNGSRAUMS. SO BITTER ES KLINGT: REFORMEN KOMMEN WOHL ERST IM FALLE EINER NOTSITUATION ZUSTANDE.

Die Ferienzeit beginnt bald wieder. Vom Meerrauschen der Adria und vom Duft der Pizza lassen sich schon seit Jahrzehnten Touristen verführen. Für Kapitalanleger war das Land allerdings in den vergangenen Jahren alles andere als ein Vergnügen. Statt «Dolce Vita» herrscht Tristesse. Die Kurse von italienischen Staatspapieren gaben in den Jahren stellenweise empfindlich nach.

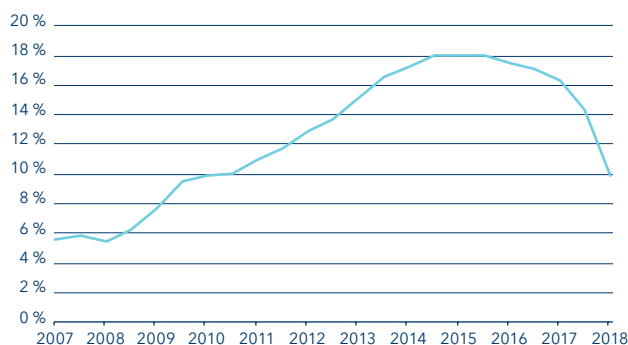
Noch gut in Erinnerung ist das Gezerre zwischen der Regierung in Rom und der EU-Kommission um den italienischen Staatshaushalt des Jahres 2019. Zwar sind die Streitigkeiten mittlerweile beigelegt, doch die wirtschaftliche Situation bleibt angespannt. Das BIP war sowohl im dritten als auch im vierten Quartal 2018 rückläufig. Nach gebräuchlicher Definition kann damit offiziell von «Rezession» gesprochen werden. Ein leicht positives Wachstum in den ersten drei Monaten des laufenden Jahres wäre bereits ein Erfolg.

Die Gesamtschau auf das Jahr 2019 gibt ebenfalls wenig Anlass zur Freude. Vermutlich wird sich der BIP-Zuwachs im Bereich von 0,4 % belaufen. In Anbetracht der nur schwachen gesamtwirtschaftlichen Expansion wird aber auch der Schuldenstand gemessen am BIP leicht zulegen.

Zumindest vom angeschlagenen italienischen Bankensektor kommen gute Nachrichten: Das Volumen an notleidenden Krediten sank zuletzt merklich und ist auf dem Weg, wieder Vorkrisenniveaus zu erreichen (siehe nachfolgende Grafik). Beruhigend wirkt auch, dass die Ratingagentur Fitch die italienische Bonitätsnote nicht

weiter gesenkt hat. Das Rating wurde mit BBB bei einem negativen Ausblick bestätigt.

Anteil notleidender Kredite an den Gesamtkrediten



■ Notleidende Kredite in % der Gesamtkredite

Wir wollen es beim Namen nennen: Italien wird das Sorgenkind des Währungsraums bis auf weiteres bleiben. Spanien, Portugal und Frankreich haben in den vergangenen Jahren ihre Arbeitsmärkte flexibilisiert. In Spanien und Portugal sank die Anzahl der Beschäftigungslosen deutlich – der Trend hält noch an. Auch in Frankreich dürften die Gesetzesänderungen mittelfristig Wirkung zeigen – insbesondere in Kombination mit den Steuerentlastungen für Unternehmen und Privathaushalte. In Italien hingegen kommt der Arbeitsmarkt unter der aktuellen Koalitionsregierung von Lega Nord und der Fünf-Sterne-Bewegung sogar wieder in ein engeres Korsett. Reformen werden wohl nur unter einer Zwangssituation zustande kommen.

Es mag zynisch klingen: Vielleicht müssen die Finanzmärkte erst Italien das Vertrauen entziehen, ehe sich eine Besserung einstellt. Wäre eine Refinanzierung an den Anleihemärkten nicht mehr möglich, wäre man in Rom auf die Hilfe des Europäischen Rettungsfonds, des ESM (Europäischer Stabilitätsmechanismus), angewiesen. Die Unterstützung wäre mit Reformauflagen verbunden. Auf längere Frist läuft es wohl auf diese Zwangskur hinaus. So bitter, es sich anhört, es ist wohl der einzige Weg, um den Anschluss an die übrigen Staaten der Währungsgemeinschaft nicht zu verlieren.

Darum prüfe, wer sich passiv bindet

DIE GLOBALE WACHSTUMSDELLE HAT IHREN URSPRUNG IN CHINA. AUSGERECHNET JETZT BESCHLIESSEN DIE GROSSEN INDEXANBIETER, AKTIEN UND ANLEIHEN IN DIE INDIZES AUFZUNEHMEN.

China senkt Wachstumsausblick

Das Reich der Mitte hat kürzlich sein Wachstumsziel auf 6 bis 6.5 % gesenkt. Das wäre noch vor wenigen Jahren völlig undenkbar gewesen. In der Vergangenheit wurde mit geld- und fiskalpolitischem Stimulus jeweils versucht, das Wachstum über 7 % zu halten. Seit 2011 wurde beispielsweise der Mindestreservesatz der Banken von 21.5 auf zuletzt 13.5 % reduziert. Dadurch wurde indirekt bewirkt, dass Preise für Vermögenswerte steigen. Jene von Immobilien steigen derzeit mit über 10 % pro Jahr, dies löst verstärkte Bautätigkeit aus. Die im Bau befindliche Fläche pro Kopf liegt heute 60 % über dem Wert von 2011. Im Vergleich zu diesem Posten sind für das Wirtschaftswachstum der Aussenbeitrag und der damit viel zitierte Handelskrieg unbedeutend.

Unternehmensschulden explodieren

Die tiefen Zinsen führ(t)en aber auch zu höheren Schulden. Private Haushalte haben in den letzten zehn Jahren ihre Verschuldung von CNY 5 auf CNY 40 Bio. (+23 % p.a.) hochgefahren. Bei den Unternehmen stieg sie von CNY 27.5 auf CNY 132.5 Bio. (+17.5 % p.a.). Mit 260 % des BIP hat der Gesamtschuldenstand mittlerweile atemberaubende Niveaus erreicht, besonders wenn man weiter nachlassendes Wachstum unterstellt. Die Führung hat das Risiko erkannt und als Erstes begonnen, das Schattenbankensystem zu beschränken. 2017 wurden noch 89 % aller Kredite über solche Vehikel vergeben, heute sind es immer noch 74 %. Das erklärte Ziel ist es, diese Kredite in das Bankensystem oder den Anleihenmarkt umzuleiten und damit mehr Kontrolle zu haben.

Kompakt

- Die Situation in Italien bleibt trotz vermeintlicher Ruhe angespannt. Das Land befindet sich in einer Rezession.
- Die Zinssenkungen der letzten Jahre führten auch in China zu einem Immobilien- und Schuldenboom.
- Ausgerechnet jetzt werden Aktien und Anleihen aus dem chinesischen Festland in die grossen Indizes aufgenommen.
- Wer in benchmarknahe Fonds oder passive ETFs investiert, hat damit automatisch China im Portfolio.

Fazit

Mit über USD 3 Bio. ist der chinesische Bondmarkt hinter den USA und Japan mittlerweile der drittgrösste. Hartwährungsanleihen in EUR oder USD sind heute bereits Bestandteil der Emerging-Markets-Indizes. Ab April werden chinesische Staatsanleihen und solche von staatsnahen Banken in Lokalwährung in den Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index mit einer Gewichtung von 6 % aufgenommen. Es wird mit Zuflüssen in Höhe von USD 150 Mrd. gerechnet. Wer in benchmarknahe Fonds oder in passive ETFs investiert, sollte sich bewusst sein, dass die Indizes im Anleihenbereich über die Zeit ihren Charakter stark verändern. China wird mit der stetigen Öffnung seines Kapitalmarkts weiter an Bedeutung gewinnen. Weder Anleger noch Ratingagenturen bringen viel Erfahrung mit chinesischen Schuldnern mit. Wir mahnen zur Vorsicht bei den hochverschuldeten privaten Unternehmen, es ist mit zunehmenden Konkursen zu rechnen. Selektivität wird bei der Anleiheauswahl an Bedeutung gewinnen.

Benchmark	Aktuell	% YTD ¹
Staatsanleihen Schweiz ²	→	1.41 %
Staatsanleihen Europa (EUR) ²	→	1.59 %
Staatsanleihen USA ²	→	0.65 %
Inv. Grade-Unternehmensanleihen Schweiz ²	→	0.92 %
Inv. Grade-Unternehmensanleihen Europa (EUR) ²	→	1.99 %
Inv. Grade-Unternehmensanleihen USA ²	→	2.81 %
High-Yield-Anleihen ³	↘	6.10 %
Anleihen Emerging Markets (Hartwährungen) ³	→	4.95 %
Anleihen Emerging Markets (Lokalwährungen) ³	→	3.11 %

¹ Daten per 12.03.2019

² Rendite

³ Total Return

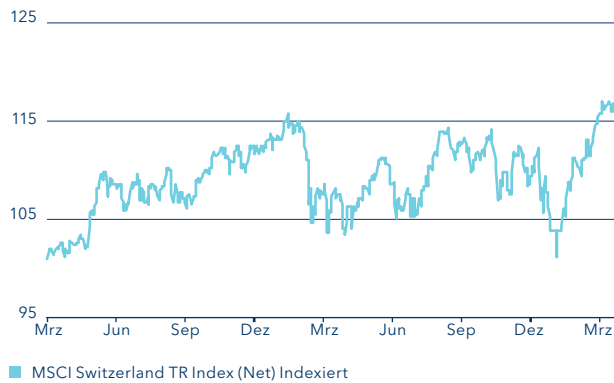
2. ANLAGEKLASSEN

Aktien

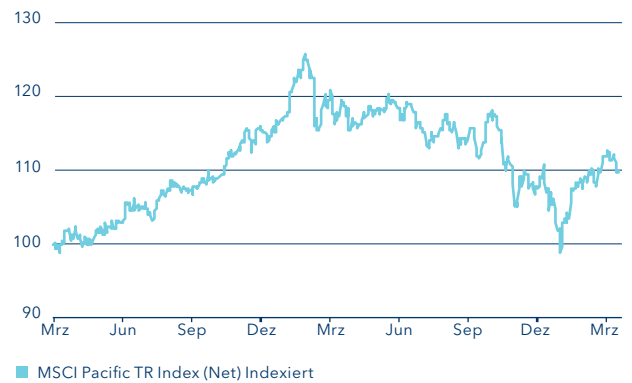


Aktienindizes im Überblick

Schweiz: Kursentwicklung seit März 2017 (indexiert)



Pazifik: Kursentwicklung seit März 2017 (indexiert)



Europa: Kursentwicklung seit März 2017 (indexiert)



Schwellenländer: Kursentwicklung seit März 2017 (indexiert)



Nordamerika: Kursentwicklung seit März 2017 (indexiert)



Grossbritannien: Kursentwicklung seit März 2017 (indexiert)



US-Aktienmarkt: Operation Hoffnung

SEIT JEHER BESTIMMEN DIE ERWARTUNGEN DER INVESTOREN DAS GESCHEHEN AN DEN BÖRSEN. DENNOCH, FUNDAMENTALE FAKTEN DIENEN IM WECHSELBAD DER GEFÜHLE ALS RATIONALE ORIENTIERUNG. SELTEN WAR DER GEGENLAUF DER PREISBEWEGUNGEN AN DEN AKTIENMÄRKTEN GEGENÜBER DEN KONJUNKTURINDIKATOREN GRÖßER ALS JETZT.

Einfach ausgedrückt ermittelt sich die Marktkapitalisierung eines Unternehmens aus dem Gegenwartswert künftiger Zahlungsströme plus bereits bestehender Vermögenwerte. Als Basis für künftige Geldflüsse können Dividenden, operative Cashflows oder der Reingewinn verwendet werden. Wichtig dabei sind die prognostizierte Wachstumsrate und der Abzinsungsfaktor, um den Gegenwartswert zu ermitteln. Während das Wachstum die künftigen Chancen repräsentiert, spiegelt der Diskontierungssatz das erwartete Risiko wider.

Der Blick ist somit nach vorne gerichtet. In diesem Kontext nimmt der erwartete Gewinn pro Aktie einen prominenten Stellenwert in der Wahrnehmung der Anleger ein. Denn dieser stellt am Ende des Tages den Leistungsausweis dar, wie die Firma die jeweiligen wirtschaftlichen Gegebenheiten gemeistert hat. Teilt man die Marktkapitalisierung durch diese Zahl, so erhält man das viel beachtete Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), eine Kennzahl zur Beurteilung, ob ein Unternehmen (oder ein Aktienmarkt) fair, teuer oder günstig bewertet ist. Das KGV hilft auch, den fairen Wert einer Aktie gegenüber Konkurrenten in der gleichen Industriegruppe zu ertasten. Die absolute Zahl ist wenig aussagekräftig, es gilt die Einbettung in die historische Entwicklung unter Rücksicht auf das erwarteten Gewinnwachstum.

Das aktuelle Marktgeschehen wird sehr stark durch Nordamerika beeinflusst. Einerseits durch die Normalisierung der US-Notenbankpolitik, andererseits durch

den von Präsident Trump ausgelösten Zollstreit mit seinen wichtigsten internationalen Handelspartnern. Die zunehmende Verschärfung des Konflikts mit Androhung und Einführung von zusätzlichen Einfuhrtarifen löste global eine konjunkturelle Schwächephase aus. Die Märkte mündeten in eine Phase erhöhter Kurschwankungen mit zum Teil sehr extremen Ausschlägen. Betrachtet man diese Entwicklung aus der Perspektive des KGV, so lassen sich Anhaltspunkte für eine taktische Bewertung ermitteln. Seit 2005 erwies sich der Aktienindex S&P 500 bei einem KGV von über 18 als taktisch teuer, während Notierungen unter 15 mittelfristige Kaufgelegenheiten darstellten.

S&P 500: Entwicklung des KGV

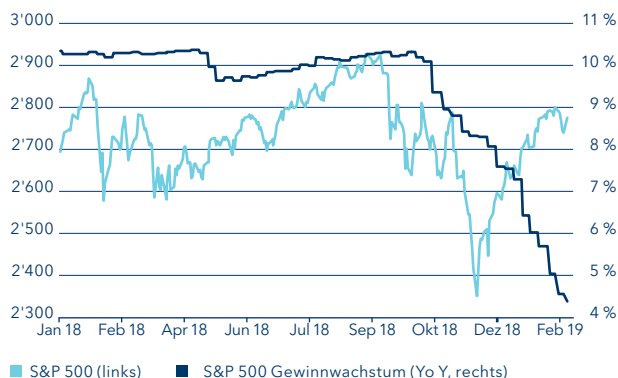


Steigende Betriebsaufwände deckeln die Gewinne

Bei der Frage, welches zusätzliche taktische Kurspotenzial für den US-Aktienmarkt noch zu erwarten ist, nimmt das künftige Gewinnwachstum einen wichtigen Stellenwert ein. Die Konjunktur Amerikas präsentiert sich in einer robusten Verfassung und starke, technologiegetriebene Konjunkturtrends gestalten einen nach wie vor sehr aussichtsreichen Ausblick. Mittelfristig jedoch beschleunigt sich der Anstieg wichtiger Kostenfaktoren.

Seit 2016 steigen in den Vereinigten Staaten kontinuierlich die Zinsen, aber vor allem auch Löhne und Gehälter. Während die Renditen der US-Staatsanleihen derzeit konsolidieren, nimmt der Lohnzuwachs 2019 zusätzlich Fahrt auf. Tiefere Unternehmenssteuern kompensierten die negativen Effekte dieser Entwicklung, jedoch fällt dieser Basiseffekt nun weg. Die historisch hohen Gewinnmargen in den USA reflektieren diesen Umstand noch nicht. Es ist davon auszugehen, dass im weiteren Jahresverlauf höhere Arbeits- und Refinanzierungskosten die Betriebsgewinne belasten. Gleichermassen erzeugt der Handelsstreit bei internationalen tati-

S&P 500 im Vergleich zum Gewinnwachstum



gen Unternehmen zusätzliche Kosten. In Folge sanken nun Wachstumsprognosen für das laufende Jahr seit Oktober 2018 von über 10 auf 4.4 %.

Da die diesjährige Kurserholung sich sehr konträr zum Einbruch der Wachstumserwartungen entwickelt, manövriert sich der amerikanische Aktienmarkt in ein Patt. Ohne weitere Impulse erschöpft sich das Aufwärtspotenzial und womöglich werden die Gewinnerwartungen zum Teil überschätzt. Eine Stabilisierung des Gewinnwachstums erscheint gleichermassen bereits in den Kursen reflektiert. Dies, da die aktuellen Kurse über dem Durchschnitt von 2018 notieren und die damalige Ausgangslage deutlich prosperierender war.

Gewinnerwartung, KGV und Aktienmarktpotenzial (S&P 500)

S&P 500 Gewinnerwartung pro Indexpunkt in USD					
	155	160	169	175	180
19	2'945	3'040	3'211	3'325	3'420
18	2'790	2'880	3'042	3'150	3'240
17	2'635	2'720	2'873	2'975	3'060
16.5	2'558	2'640	2'789	2'888	2'970
16	2'480	2'560	2'704	2'800	2'880
15	2'325	2'400	2'535	2'625	2'700
14	2'170	2'240	2'366	2'450	2'520

Die obige Tabelle bietet eine Orientierung über das mögliche Kurspotenzial. Entsprechend individueller Erwartung an steigende Nettoerlöse oder einer Veränderung des fundamental fairen Bewertungsniveaus ergeben sich mögliche Kursziele. Die hervorgehobenen Werte reflektieren dabei die aktuelle Ausgangsbasis.

Kompakt

- Die mittel- bis langfristigen Aussichten für die Aktienmärkte sind sehr attraktiv, auf kurze Sicht jedoch belasten eine konjunkturelle Abschwächung und steigende Kosten den Ausblick.
- Investieren Sie behutsam und orientieren Sie sich an langfristigen Industrietrends:
 - Trend zur Automatisierung durch Robotik
 - Investieren in Gesundheit
 - Qualitätsaktien: hochwertig investieren
 - China: vom Export zum Konsum

Fazit

Die diesjährige Erholung der weltweiten Aktienmärkte zeigt sich sehr konträr zu der Entwicklung wichtiger konjunktureller Indikatoren und dem Gewinnwachstum. Es überwiegt die Hoffnung, dass sich die derzeitigen Herausforderungen in Kürze auflösen. In der Tat steigt die Wahrscheinlichkeit einer baldigen Konfliktlösung im Handelsstreit. Auch nimmt die Unterstützung seitens der Notenbanken und Regierungen zu. Mit dem sehr starken Kursanstieg seit den letzten Tiefständen ist vieles davon bereits in den Aktienkursen eingepreist. Für die kommenden zwei bis drei Quartale weisen Investitionen in den breiten amerikanischen Aktienmarkt nur mehr ein limitiertes Potenzial auf.

MSCI-Benchmark	Aktuell	% YTD ¹
Schweiz	→	12.42 %
Europa	→	8.98 %
Nordamerika	→	11.83 %
Pazifik (inklusive Japan)	→	6.53 %
Emerging Markets	↗	8.04 %

Bandbreite für unsere absoluten Performanceeinschätzungen auf drei bis sechs Monate:

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

¹ Daten per 12.03.2019, Nettorendite mit Dividende in lokaler Währung

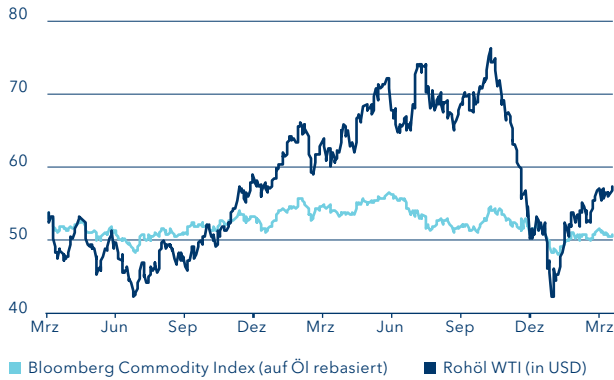
2. ANLAGEKLASSEN

Alternative
Anlagen

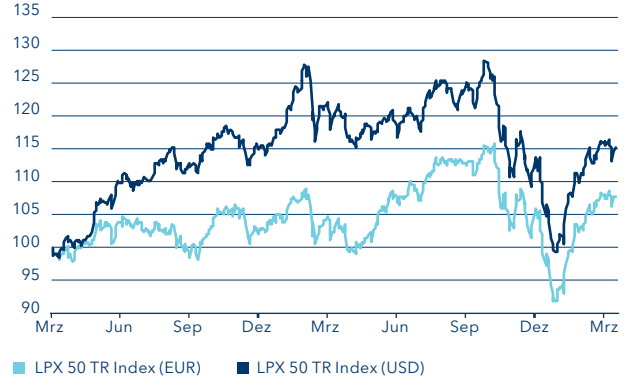


Überblick Alternative Anlagen

Rohstoffe: Kursentwicklung seit März 2017



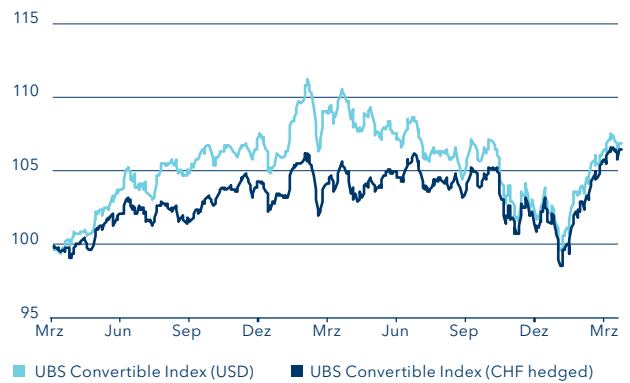
Private Equity: Kursentwicklung seit März 2017 (indexiert)



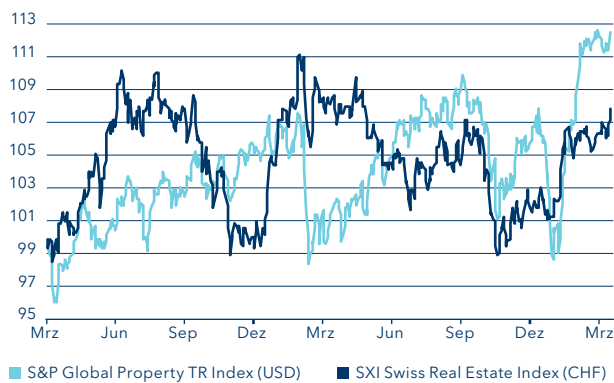
Edelmetalle: Kursentwicklung seit März 2017



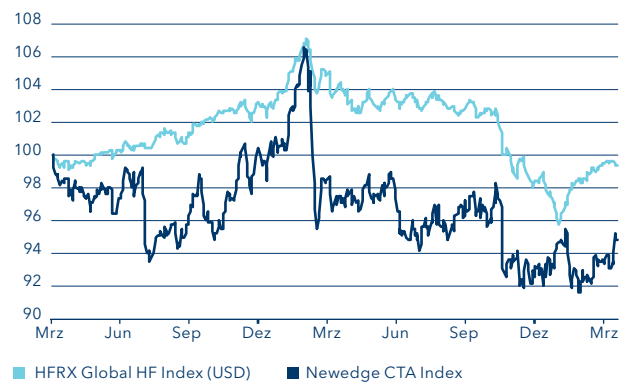
Wandelanleihen: Kursentwicklung seit März 2017 (indexiert)



Immobilien: Kursentwicklung seit März 2017 (indexiert)



Hedgefonds: Kursentwicklung seit März 2017 (indexiert)



Ist der Hype um Palladium nachhaltig?

BESONDERS EIN ELEMENT WAR IN DEN VERGANGENEN WOCHEN AN DEN ROHSTOFFMÄRKTEN IN ALLER MUNDE – PALLADIUM. DIE PREISRALLY, DIE DAS EDELMETALL DERZEIT AN DEN TAG LEGT, SCHEINT UNGEBREMST WEITERZUGEHEN. WAS STECKT HINTER DIESEM HYPE?

Es ist kein Geheimnis, dass die Edelmetallpreise besonders während ruppigeren Phasen an den Finanzmärkten anziehen. Gold, das wohl bekannteste Metall dieser Gruppe, wird gerade deshalb in Korrekturperioden als sicherer Hafen von Investoren gesucht. In den Schlagzeilen war in den vergangenen Monaten hingegen ein anderes Edelmetall zu finden: Seit dem Tiefststand im August letzten Jahres konnte Palladium beinahe im Tagesrhythmus neue Höchststände verzeichnen und notiert seit Januar deutlich über dem Goldpreis. Innerhalb von drei Jahren hat sich das silberweiss glänzende Metall um knapp 200 % verteuert.

Palladium - Preisentwicklung



Der Palladiummarkt im Überblick

Das chemische Element Palladium mit dem Elementsymbol «Pd» ist Teil der Platinoide, einer Metallgruppe, die ähnliche chemische Eigenschaften, wie hohe Dichte, starke elektrische Leitfähigkeit oder einen hohen

Schmelzpunkt, aufweisen. Die Metallgruppe umfasst ausserdem Platin, Iridium, Osmium, Rhodium und Ruthenium. Palladium hat dabei die geringste Dichte und den niedrigsten Schmelzpunkt.

Heutzutage wird Palladium zumeist als Nebenprodukt von Nickel- oder Kupfererzen gewonnen, da reine Palladiumminen seit Jahrzehnten weitestgehend ausgebeutet wurden. Obwohl Südafrika mit über 90 % die weltweit grössten Platinmetallreserven besitzt, konnte sich Russland mit dem führenden Palladiumproduzenten Norilsk Nickel in den letzten Jahren als dominierender Versorger am Palladiummarkt positionieren.

Nicht nur das Palladiumangebot verteilt sich auf wenige Produzenten, auch der Hauptabnehmerkreis konzentriert sich hierbei auf einen einzelnen Sektor. Durch die hervorragende Eigenschaft, chemische Reaktionen, wie die Addition und Eliminierung von Wasserstoffen sowie das Aufbrechen («Cracken») von Kohlenwasserstoffen, zu beschleunigen, findet das Metall vor allem als Katalysator in der Automobilindustrie seine Verwendung. Nur 20 % des weltweiten Palladiumverbrauchs werden durch andere Bereiche wie Elektronik, Technologie, Zahnmedizin oder Schmuck generiert.

Startschuss der Preisrally

Seit längerer Zeit herrscht am Palladiummarkt eine Unterversorgung – zu sehr hat sich die Schere zwischen Angebot und Nachfrage geöffnet. Die Folge waren Preisexplosionen des Palladiums an den Rohstoffbörsen. Der Ursprung dieser Diskrepanz resultierte aus einem Zusammenspiel verschiedener Faktoren.

Da der Abnehmermarkt für das Edelmetall sich grösstenteils auf den Automobilsektor beschränkt, welcher in weiterer Folge stark von der globalen Wirtschaft beeinflusst wird, förderte der konjunkturelle Aufschwung in den letzten Jahren in hohem Masse, dass das Kaufinteresse nach Palladium enorm zulegen konnte. Im Gegenzug dazu hatten die Hauptproduzenten nicht die nötigen Ressourcen und Möglichkeiten, mit dem Bedarf mitzuhalten. Auch die politische und wirtschaftliche Instabilität in Südafrika sowie die anhaltende Krim-Krise und die politischen Spannungen zwischen Moskau und Washington trugen nicht unbedingt zur Beruhigung der Ausfallrisiken am Palladiummarkt bei. Des Weiteren wurde zuletzt vermehrt berichtet, dass die beiden BRICS-Staaten in der Hoffnung auf noch höhere Preise begannen, Palladium zu horten. Ein

Trend, der auf den ersten Blick nicht unbedingt vorteilhaft für die Palladiumnachfrage erscheint, aber besonders im letzten Jahr zu weiteren Engpässen führte, ist das höhere Umweltbewusstsein von Regierungen und der globalen Bevölkerung. In diesem Zusammenhang wird in mehreren deutschen Städten erwägt, Fahrverbote für Dieselfahrzeuge zu verhängen. Im Gegensatz zu Platin wird Palladium zumeist in Katalysatoren für Benzinfahrzeuge verwendet. Diese aussertourliche Automobilmarktentwicklung beflügelte die Nachfrage nach Benzinern und in weiterer Folge den Palladiumpreis.

Als in den letzten Monaten der weltweite Automarkt drohte, deutlich abzukühlen, stellten Spekulanten mit weiteren Zukäufen sicher, dass der Preisanstieg noch nicht abreisst. Das «Palladiumfieber» scheint derweilen nicht nur an den Finanzmärkten ausgebrochen zu sein. Auch auf dem Schwarzmarkt erfreut sich das Platinmetall grosser Beliebtheit. Deshalb wurde in der Schweiz und in den USA bereits mehrfach von Katalysatoren-Diebstählen berichtet – gemäss «The Wall Street Journal» werden jene Auspuffanlagen abhängig vom Palladiumgehalt zwischen USD 150 und USD 450 auf dem Schwarzmarkt gehandelt.

Nachhaltigkeit der Preisentwicklung

Offen bleibt also die Frage, welche Richtung der Preis des Edelmetalls in den kommenden Monaten einschlagen wird. Für das laufende Jahr 2019 erwarten wir, dass die Diskrepanz zwischen Angebot und Nachfrage aufrechterhalten bleibt. Solange sich die globale Konjunktur nicht deutlich abkühlen wird, wird auch der Palladiumverbrauch hoch bleiben. Zudem kann eine überproportionale Zunahme des Minenangebots ausgeschlossen werden, da die weltweiten Vorkommnisse stark konzentriert sind.

In der Vergangenheit konnte das Palladiumdefizit teilweise durch Verkäufe von Investoren wettgemacht werden. Jedoch kann der Markt durch die markanten Abflüsse aus physisch hinterlegten Palladium-ETFs nicht mehr auf diese Liquidität zurückgreifen – haben sich die Bestände von 3 Mio. Unzen auf ca. 720'000 Unzen gekürzt.

Fast aufgebraucht scheinen auch die strategischen Palladiumreserven Russlands zu sein, welche sich in den 1990er- und frühen 2000er-Jahren angesammelt haben. Berichten zufolge sollen bereits 11.5 Mio. Unzen

in der letzten Dekade zusätzlich in den Markt gepumpt worden sein. Das ist mengenmässig mehr als der globale Verbrauch im Jahr 2018 (10.8 Mio. Unzen) war. Unklar bleiben hingegen die Palladiumbestände der russischen Zentralbank und ihre Bereitschaft, diese zu verkaufen.

Investoren sollten aber weiterhin auf der Hut bleiben, da ein weiterer Preisanstieg einige Risiken mit sich bringen kann. Neben Platin gilt auch Rhodium als guter Ersatz für Palladium in Katalysatoren und dementsprechend könnten sich Automobilhersteller an diesen Alternativen bedienen. Dieses Unterfangen wäre jedoch mit zusätzlichen Kosten und Aufwand verbunden, was Produzenten nach wie vor abschreckt. Trotzdem könnten diese Substitutionseffekte dazu führen, dass dem Höhenflug des Palladiumpreises ein Ende gesetzt wird.

Fazit

Fakt ist, dass sich die Lage am Palladiummarkt im Jahr 2019 nicht verbessern wird und eine Unterversorgung bestehen bleibt. Deshalb darf erwartet werden, dass die Preisrally auch in den kommenden Monaten ihre Fortsetzung findet. Investoren sollten sich dennoch in Acht nehmen, da bei höheren Notierungen die Unternehmen der Automobilindustrie immer mehr mit dem Gedanken spielen, Palladium mit Platin bzw. Rhodium zu ersetzen. Dies hätte zur Folge, dass dem silberweissen Metall relativ schnell die Luft ausgehen würde.

Benchmark	Aktuell	% YTD ¹
Rohstoffe	→	5.86 %
Rohöl	↗	24.52 %
Gold	↗	1.15 %
Immobilienaktien	→	11.50 %
Private Equity	→	15.15 %
Wandelanleihen	→	5.54 %
Hedgefonds	↗	2.61 %

Bandbreite für unsere absoluten Performanceeinschätzungen auf drei bis sechs Monate:

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

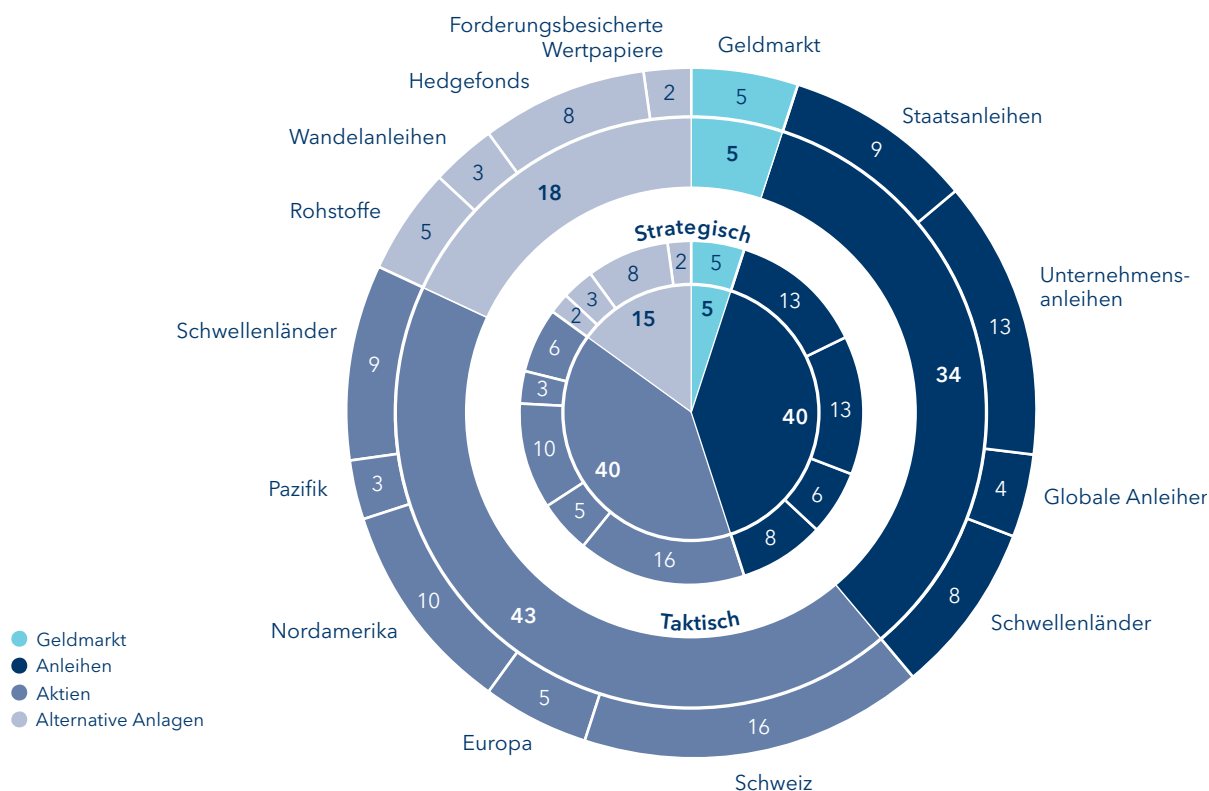
¹ Daten per 12.03.2019



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	08.03.19	1'052.78	nein	ja	3.55 %
VP Bank Strategy Fund Conservative (EUR)	EUR	LI0017957528	08.03.19	1'398.59	nein	ja	3.24 %
VP Bank Strategy Fund Conservative (USD)	USD	LI0100145379	08.03.19	1'352.86	nein	ja	3.19 %
VP Bank Strategy Fund Balanced (CHF)	CHF	LI0014803709	08.03.19	1'569.81	nein	ja	5.03 %
VP Bank Strategy Fund Balanced (EUR)	EUR	LI0014803972	08.03.19	979.31	nein	ja	4.52 %
VP Bank Strategy Fund Balanced (USD)	USD	LI0014804020	08.03.19	1'551.93	nein	ja	4.63 %

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

Aktuelle Anlagetaktik

Aller Konjunkturrisiken zum Trotz haben sich die Finanzmärkte im bisherigen Jahresverlauf prächtig geschlagen. Aus unserer Sicht stehen die Chancen gut, dass das positive Umfeld in den nächsten Wochen anhalten wird. Dafür sprechen nicht zuletzt die neuen Konjunkturmassnahmen in China. Vor diesem Hintergrund haben wir entschieden, Schwellenländeraktien im Portfolio aufzustocken.

Rückenwind für die Finanzmärkte

Die Aktienmärkte haben Anfang März eine Verschnaufpause eingelegt. Dass man bei so einer starken Rally wie in den Wochen zuvor etwas ausser Atem gerät, mag auch nicht verwundern. Wir gehen davon aus, dass nun wieder genügend Luft für weitere Kursavancen zur Verfügung steht.

Die Währungshüter haben ihren Teil dazu beigetragen, dass die Aktienmärkte wieder atmen können. Zunächst die amerikanische Notenbank, welche klar signalisiert hat, erst einmal eine Pause im Zinserhöhungszyklus einzulegen. Wir rechnen für das laufende Jahr mit keiner weiteren geldpolitischen Straffung. Die EZB hat in der letzten Woche nun ebenfalls nachgelegt. Zum einen hat sie in Aussicht gestellt, dass sie die Leitzinsen bis mindestens Ende des Jahres nicht antasten wird. Zum anderen hat sie eine weitere Runde von langfristigen Refinanzierungsgeschäften angekündigt. Startschuss des neuen Programms wird im September sein. Die Botschaft ist klar: Die Sauerstoffflaschen stehen für den Notfall parat.

Und schliesslich gab es zuletzt positive Signale aus China. Im Rahmen des Nationalen Volkskongresses wurden umfassende Steuererleichterungen verkündet. Damit aber nicht genug: Die Signale deuten darauf hin, dass eine Lösung des Handelskonflikts in greifbare Nähe gerückt ist. Aus unserer Sicht dürfte all das zusammengenommen Rückenwind für Aktien, insbesondere aus den Schwellenländern, bieten.

Anleihen

Die Kursanpassungen bei der Geldpolitik haben dazu geführt, dass sich die Anleihenrenditen trotz einem Anstieg des Risikoappetits nicht von den tiefen Niveaus lösen konnten. Unsere Positionierung bleibt durationsseitig in sämtlichen Referenzwährungen weiterhin unter dem jeweiligen Benchmarkniveau. Insgesamt sind wir in Investment-Grade-Anleihen nach wie vor untergewichtet. Die Übergewichtung in den Emerging-Markets-Anleihen haben wir im Februar geschlossen, nachdem sich die Kreditaufschläge wieder eingengt haben.

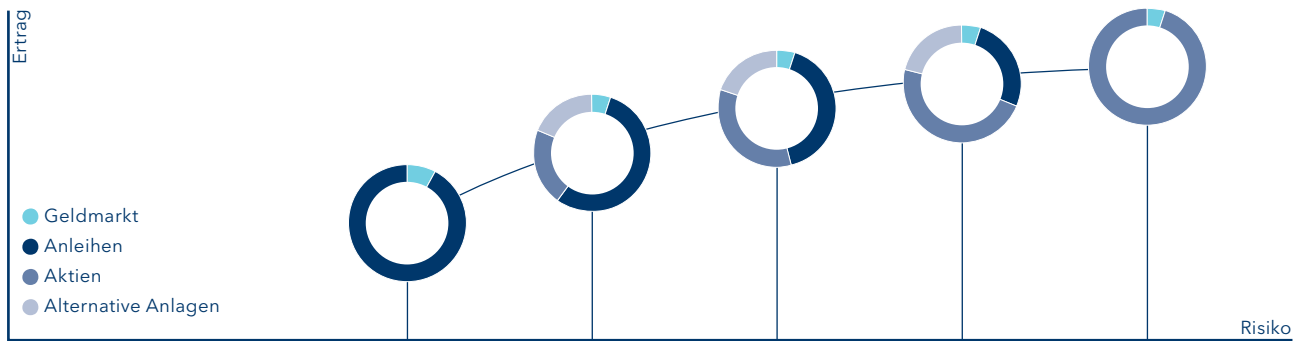
Aktien

Wir gewichten neu Aktien aus Schwellenländern höher als in der strategischen Benchmark. Für das Übergewicht sprechen unter anderem Bewertungsgründe, die am Nationalen Volkskongress Chinas angekündigten Steuererleichterungen sowie die besseren Aussichten auf eine Lösung im Handelskonflikt.

Alternative Anlagen und Währungen

Wir erachten im gegenwärtigen Umfeld die Beimischung von Gold weiterhin als interessant. Die anderen Anlageklassen wie etwa Wandelanleihen oder Hedgefonds halten wir neutral gewichtet. In unseren EUR- und CHF-Mandaten halten wir eine offene USD-Position. Ansonsten sichern wir die wichtigsten Industrieländerwährungen weiterhin ab. Aufgrund von Risikoüberlegungen bleiben diese strategisch abgesichert. Der USD ist in EUR- und CHF-Mandaten teilweise nicht abgesichert.

Unser Angebot



Eigenschaften	Zinsertrag	Konservativ	Ausgewogen	Wachstum	Aktien
Aktienquote	0 %	10-30 %	20-50 %	30-70 %	80-100 %
Anlagehorizont	3 Jahre	5 Jahre	7 Jahre	10 Jahre	15 Jahre
Sicherheitsbedürfnis	●●●●●	●●●●○	●●●○○	●●○○○	●○○○○
Ertragserwartung	●○○○○	●●○○○	●●●○○	●●●●○	●●●●●
Anlagelösungen	Zinsertrag	Konservativ	Ausgewogen	Wachstum	Aktien
Strategiefonds ab 1 Anteil		●	●		
Fondsmandat ab CHF 250'000	●	●	●	●	●
Klassisches Mandat ab CHF 1 Mio.	●	●	●	●	●
Spezial- und Nachhaltig- keitsmandat ab CHF 2 Mio.	●●●●●				
Enhanced-Mandat ab CHF 5 Mio.	●●●●●				

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

CIO Office
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
Christina Strutz, Office & Publication Manager

Erscheinungsart

Quartalsweise

Erscheinungsdatum

22. März 2019

Redaktionsschluss

14. März 2019

Schlusskurse

12. März 2019, 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



MIX
Papier aus verantwortungsvollen Quellen
FSC® C013308

Swiss Climate
Klimaneutral
gedruckt
SC2018121202 • www.swissclimate.ch

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.

