

3. Quartal 2019

Investment Views

Inhalt

Aktuelle Markteinschätzung	Klappe innen
Einleitung	1
1. Aktuelles	2
Im Fokus	3
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.

2. Quartal Aktuell

Geldmarkt und Währungen (von Seite 6 bis 9)			
Währungen			
EUR/USD	→	→	
EUR/CHF	→	→	
USD/CHF	→	→	
GBP/USD	↗	↗	
USD/JPY	→	→	
AUD/USD	↗	→	Neu
USD/SGD	↗	↗	
USD/RUB	→	→	
Leitzinsen			
Schweiz	→	→	
Europa (EWU)	→	↘	Neu
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	→	→	
Lokalwährungsanleihen	→	→	
Aktien (von Seite 14 bis 17)			
Schweiz	→	→	
Europa	→	→	
Nordamerika	↘	→	Neu
Pazifik	→	→	
Schwellenländer	↗	→	Neu
Alternative Anlagen (von Seite 18 bis 21)			
Rohstoffe	→	→	
Rohöl	↗	→	Neu
Gold	↗	↗	
Immobilienaktien	→	→	
Private Equity	→	→	
Wandelanleihen	→	→	
Hedge Fonds	↗	↗	

« Auch spät im
Zyklus sind Aktien
ein wichtiger Port-
foliobestandteil. »



A stylized, handwritten signature in blue ink, consisting of several loops and a long horizontal stroke.

Dr. Felix Brill
Chief Investment Officer

Liebe Leserin, lieber Leser

Künstliche Intelligenz und Big Data sind in aller Munde. Welche Erkenntnisse aus grossen Datensätzen mit geschickter Auswertung gewonnen werden können, sieht man z.B. jedes Mal dann, wenn man mit Hilfe von Google nach einem Restaurant sucht. Heute werden nicht mehr nur Kontaktinformationen oder Bewertungen, sondern auch dynamische Informationen wie die Besucherfrequenz im Tages- und Wochenverlauf angezeigt. Besucher können so Stosszeiten vermeiden. Eine durchaus nützliche Information für die bevorstehenden Ferien.

So gut wir heute bereits aus Daten Vorhersagen für die Zukunft ableiten können, so ernüchternd ist immer noch unsere Prognosefähigkeit für die Wirtschaft und die Finanzmärkte. Den genauen Zeitpunkt der nächsten Rezession oder das Ausmass der damit einhergehenden Korrektur an den Aktienmärkten verlässlich vorauszusagen, ist ein Ding der Unmöglichkeit. Eine Studie der Federal Reserve Bank of San Francisco, einer von zwölf Distriktnotenbanken der USA, aus dem Jahre 2016 kommt etwa zum Schluss, dass die Wahrscheinlichkeit für das Ende eines Aufschwungs praktisch unabhängig davon ist, ob der Aufschwung nun schon 80 oder erst 40 Monate währt.

Wir sind deswegen aber nicht blind und können die verfügbaren Daten auswerten, um das Portfolio möglichst gut im Hinblick auf die Zukunft vorzubereiten. Gerade jetzt, wo die US-Wirtschaft den Rekord für den längsten jemals gemessenen Aufschwung aufgestellt hat. Selbst wenn wir nicht mit Sicherheit sagen können, wie lange der aktuelle Aufschwung noch andauern wird, so können wir doch sagen, dass es sich auch bei fortgeschrittenem Alter des Zyklus lohnt, Aktien zu halten. Gleichzeitig ist es aber wichtig, das Portfolio stets zu überwachen und auf Veränderungen zu reagieren. Worauf es dabei in den verschiedenen Anlageklassen zu achten gilt und welche Empfehlungen wir daraus ableiten, lesen Sie in dieser Ausgabe der «Investment Views».



1. AKTUELLES

Anfällig, aber nicht überall

ZU BEGINN UND GEGEN ENDE DES KONJUNKTUR- UND MARKTZYKLUS SUCHEN ANLEGER MEHR ALS SONST ORIENTIERUNG. AKTUELL FÄLLT DIES JEDOCH BESONDERS SCHWER. DENNOCH LASSEN SICH WICHTIGE RÜCKSCHLÜSSE FÜR DIE POSITIONIERUNG ABLEITEN.

Die US-Wirtschaft befindet sich in ihrem längsten Aufschwung, der Aktienmarkt in seinem zweitlängsten. Auch wenn Konjunktur- und Investment-Zyklus nicht immer parallel zueinander verlaufen, derzeit haben sie doch einiges gemeinsam. Mit zunehmender Dauer der Expansion steigt das Bedürfnis der Anleger nach Orientierung.

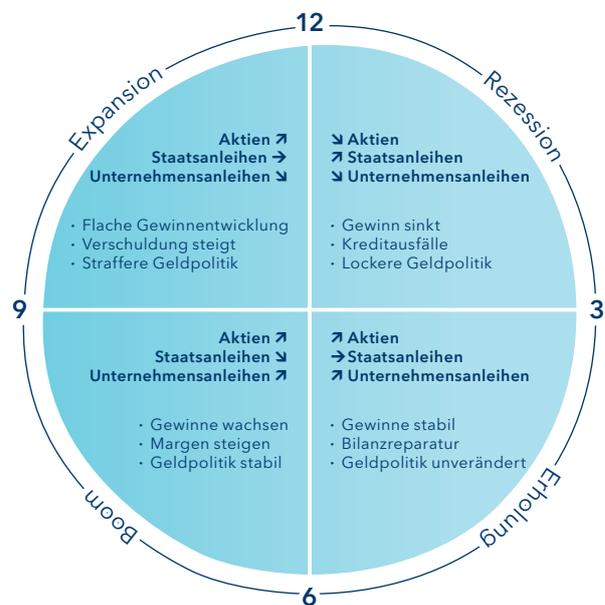
«Investment Clock» verspricht Orientierung

Hilfe bietet hier die «Investment Clock». Sie teilt den Marktzyklus in vier unterschiedliche Phasen (vgl. Grafik) ein. Am Beginn steht jeweils eine Rezession. Der Rückgang der Wirtschaftsleistung führt an den Finanzmärkten zu hoher Unsicherheit und zu Verlusten. Die Notenbanken reagieren mit einer expansiven Geldpolitik. Greift dieser Stimulus, so folgt die Erholungsphase. Um den zarten Aufschwung noch weiter zu stützen, halten die Notenbanken die Zinsen zunächst niedrig. An den Finanzmärkten steigen die Aktienkurse, die Kreditaufschläge fallen und die Anleihenrenditen ziehen wieder an. Gewinnt der Aufschwung an Breite und Tiefe, stellt sich ein Boom ein. Die Aktienmärkte legen weiter zu, während Unternehmensanleihen bereits Gegenwind spüren. Um ein Überhitzen der Wirtschaft zu vermeiden, wird die Geldpolitik gestrafft.

So einfach und klar das Konzept der «Investment Clock» auch ist, es hat einen entscheidenden Nachteil: Es beschreibt einen idealtypischen Zyklusverlauf, den es in Realität so nicht gibt. Zwar bleibt die Abfolge der Phasen gleich, doch die Standortbestimmung kann nicht eindeutig vorgenommen werden. So ist derzeit zum Beispiel die Geldpolitik weiterhin expansiv, obwohl die Aktienmärkte bereits seit gut zehn Jahren haussieren. Trotz dieser Limitationen sollten Anleger bei grundlegenden Anlageentscheidungen die «Investment Clock» im Hinterkopf behalten.

Naht das Ende des Zyklus?

Das Konzept bietet Orientierung und ermöglicht eine Standortbestimmung. Allerdings beschreibt es nur und



gibt keinen direkten Aufschluss darüber, ob und wann der Übergang in die nächste Phase ansteht, sei es aus konjunktureller Sicht oder auch mit Bezug auf die Ausrichtung des Portfolios. Nach einer rekordlangen, 120 Monate dauernden Expansion bestehen wenig Zweifel, dass der amerikanische Konjunkturaufschwung alt geworden ist. Aber allein deswegen gibt es noch lange keine Rezession.

Für eine Rezession gibt es unterschiedliche Auslöser. Die meisten lassen sich in drei Kategorien einteilen, wobei oftmals eine Kombination aus mehreren Ursachen zu einem Abschwung führt:

- Unternehmen investieren zu viel, dadurch sinken die Renditen, es passieren Fehlallokationen
- Die Geld- und Fiskalpolitik wird abrupt verändert, etwa wegen der Inflation
- Es kommt zu Exzessen wegen hohen Bewertungen von Finanzanlagen oder der grossen Schuldenlast als Folge einer zu lockeren Geldpolitik

Auf Basis dieser Kriterien zeigen sich – angesichts des lang anhaltenden Aufschwungs – erstaunlich wenige unmittelbare Bedenken. Die Investitionstätigkeit ist verhalten, der fehlende Inflationsdruck (vgl. Seite 8) macht die Geldpolitik vorhersehbar und die Aktienmarktbewertungen sind nicht exzessiv. Einzig das hohe Schuldenniveau von Staaten und zunehmend von Unternehmen stimmt vorsichtig. Die milden «Alterserscheinungen» dürften wohl dem Umstand geschuldet sein, dass die Erholung in den USA mit durchschnittlich 2.3 % Bruttoinlandsprodukt-Zuwachs p.a. so schwach ausfällt wie noch nie in der Nachkriegsgeschichte.

Ein Risiko für den Zyklus ist ein externer Schock, der zu einem Einbruch an den Märkten und/oder zu einer Rezession führt. Per Definition sind solche Schocks nicht vorhersehbar. Doch haben geopolitische Risiken zugenommen, erwähnt seien nur Handelskonflikte, Brexit oder Iran. Gleichzeitig hat sich bei den Anlegern ein gewisser Gewöhnungseffekt bezüglich der Unsicherheiten eingestellt, der sie abgestumpft hat. Somit ist das negative Überraschungspotenzial bzw. das Schockrisiko gestiegen.

Widersprüchliche Signale der Finanzmärkte

Bei der Orientierung im Zyklus helfen auch die Märkte nicht. Sie senden höchst unterschiedliche oder zumindest erklärungsbedürftige Signale, woran hauptsächlich die Geldpolitik schuld ist. Die Notenbanken bedienen sich verschiedener Instrumente, um den Konjunkturzyklus zu steuern. Bisher unterscheidet sich der gegenwärtige Kurs von früheren Phasen vor allem durch das lange Beibehalten der lockeren Geldpolitik. Von den grossen Notenbanken gelang es einzig dem amerikanischen Fed, die Normalisierung voranzutreiben. Die Europäische Zentralbank (EZB) und die Bank of Japan, letztere allerdings schon länger, operieren weiterhin im Krisenmodus. Ebenso ungewöhnlich ist die Bereitschaft der Fed, die Zinsen zu senken, sofern es erforderlich wäre. Der Markt geht, auch durch diese Unterstützung, fest davon aus, dass Zinssenkungen folgen. Doch dies dürfte nur dann passieren, wenn sich die US-Wirtschaft deutlich abschwächt. Dass der Aktienmarkt die potenzielle Lockerung feiert und die Abkühlung gelassen nimmt, zeigt den festen Glauben an das Gelingen eines «Soft Landings». Die temporäre globale Konjunkturschwäche wäre in diesem Fall lediglich eine Delle, die aber die gegenwärtige Expansion nicht gefährdet.

Der Anleihenmarkt teilt das optimistische Bild der Börsen aber nicht. Ganz im Gegenteil: Die langfristigen Renditen der Staatsanleihen sind unter die kurzfristigen Sätze gefallen. Viele Marktteilnehmer beunruhigt dies, ging doch in den USA jeder Rezession solch eine Invertierung der Zinsstrukturkurve voraus. Genau genommen zeigt aber selbst diese Zinskonstellation auch nicht das unmittelbar bevorstehende Zyklusende an, denn in der Vergangenheit vergingen jeweils noch rund zwei Jahre, bis es so weit war.

Offenkundig ist die Diskrepanz zwischen dem Anleihen- und dem Aktienmarkt auch, wenn man deren diesjährige Entwicklung betrachtet. Der Aktienmarkt konnte trotz Flaute des Gewinnwachstums zweistellig zulegen (vgl. Seite 16). Die Anleihenrenditen hingegen sind auf Mehrjahres- oder gar Allzeittiefs gefallen. Dies gilt als Warnsignal, da eine enge Beziehung zwischen Wachstum und Renditen besteht. Optimisten führen die gegenwärtige Diskrepanz auf die unterschiedlichen Treiber zurück. Während der Aktienmarkt vom realen globalen Wachstum angetrieben wird, bestimmen die Inflationserwartungen den US-Anleihenmarkt. Allerdings ist auch das Kredit-Segment skeptischer als der Aktienmarkt. Die Risikoaufschläge von Unternehmensanleihen steigen seit gut einem Jahr sukzessive und zeigen somit eher das Ende der Expansion an als der Aktienmarkt, der sich etwa in den USA immer noch auf dem Niveau des Allzeithochs befindet.

Erschwerte Standortbestimmung

Sowohl der Konjunktur- wie auch der Finanzzyklus sind weit fortgeschritten. Obwohl es aus fundamentaler Sicht wenig Anzeichen für ein unmittelbar bevorstehendes Ende gibt, so senden die Märkte derzeit doch einige unklare und widersprüchliche Signale. Anleger sollten sich nicht in falscher Sicherheit wagen: Auch wenn die letzte Krise zehn Jahre her ist, die damals ergriffenen Massnahmen zu ihrer Bewältigung wirken weiterhin nach oder sind wie im Falle Europas immer noch in Gebrauch. Bisher etablierte Konzepte wie die «Investment Clock», aber auch viele Indikatoren sind verzerrt. Ausserdem wirken übergeordnete Mechanismen wie beispielsweise der demografische Wandel auf Preise, Nachfrage und Produktivität. Zusätzlich droht eine De-Globalisierung, welche in den letzten Jahrzehnten die Wirtschaftspolitik und das Handeln der meisten Unternehmen geprägt hat.

Für spätzyklische Phasen ist es typisch, dass die Risiken zunehmen. In der Vergangenheit hat es sich ausbezahlt, in diesen Phasen investiert zu sein, denn die Anleger wurden stattlich entlohnt. So konnte der US-Aktienmarkt in den vergangenen 24 Monaten vor dem Ende eines Bullenmarktes durchschnittlich 39 % zulegen. In den letzten 12 waren es 27 %. Folglich sehen wir derzeit auch keine Veranlassung, sich aus dem Markt zurückzuziehen. Allerdings sollten Anleger sich gezielt positionieren (vgl. Seite 24):

- Die Verschuldungszunahme und das hohe Wachstum in bonitätsschwachen Segmenten machen den Kreditmarkt verletzlich, auch wenn die tiefen Renditen vorerst stützen. Vor allem bei Unternehmensanleihen schlechter Bonitäten raten wir zur Zurückhaltung – entweder sind die Risiken zu hoch oder die Entschädigungen zu gering.
- Deutlich besser sind die Aussichten für Aktien im Spätzyklus. Allerdings erscheint uns angesichts der stattlichen Gewinne und der Konjunkturschwäche Gelassenheit nicht gerechtfertigt, weshalb wir zu einer vorsichtigen Positionierung raten.
- Staatsanleihen haben sich in der Vergangenheit als guter Portfolio-Stabilisator erwiesen. Aufgrund des diesjährigen Rückgangs und der absolut tiefen Niveaus bevorzugen wir andere diversifizierende Anlagen.
- Anleger sollten in der fortgeschrittenen Marktphase darauf achten, nicht zu viele Risiken im Portfolio zu haben. Dies gilt insbesondere für zyklische Anlagen. Gold, marktunabhängige Hedgefondsstrategien oder auch verbrieftete Katastrophenanleihen empfehlen sich.
- Gerade Einzeltitel bergen in reifen Märkten häufig ein hohes Enttäuschungspotenzial in sich. Unternehmensspezifische Risiken werden unter- und das Wachstum überschätzt. Diese Papiere sind oftmals besonders korrekturanfällig.

Seit Juni 2009 wachsen die USA, die weltweit grösste Volkswirtschaft, wie Daten des National Bureau of Economic Research zeigen (vgl. Seite 8). Die Dauer des aktuellen Super-Zyklus liegt nun über jener des bisher längsten der Jahre 1991 bis 2001.

Mit Blick auf die wirtschaftliche Gemengelage sorgt US-Präsident Donald Trump mit seinem Handelskrieg für Verunsicherung. Er will mit Strafzöllen das hohe Handelsbilanzdefizit der USA mit China reduzieren. Das entspricht seiner nationalistischen Politik, Amerika «great again» zu machen.

Doch der Internationale Währungsfonds (IWF) hat in einer Studie gezeigt, dass dies vermutlich nicht gelingen wird. Defizite oder Überschüsse im Aus- und Import werden massgeblich von der wirtschaftlichen Grundkonstellation eines Landes getrieben. Die USA konsumieren mehr, als sie selbst produzieren, deshalb gibt es das Defizit.

Damit sind Defizite in der Handelsbilanz vorprogrammiert. Die auf Importe aus China erhobenen Zölle werden daran nichts ändern. Aber sie können das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts bremsen, in den USA wie auch in China.

Aus globaler Sicht führen Handelsrestriktionen zu Produktivitäts- und letztlich zu Einkommensverlusten, wie der IWF zeigt. Im Moment leidet jedoch vor allem die Eurozone unter dem Handelskonflikt, denn als starke Exportwirtschaft ist sie auf reibungslosen globalen Warenfluss angewiesen.

Autor: Dr. Thomas Gitzel

2. ANLAGEKLASSEN

Geldmarkt und
Währungen

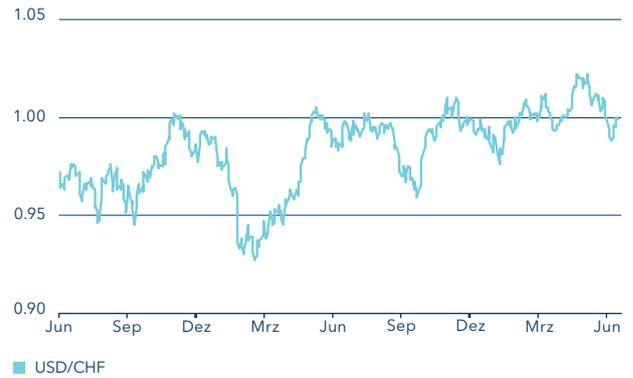


Märkte im Überblick

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



USD/CHF: Kursentwicklung seit Juni 2017



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



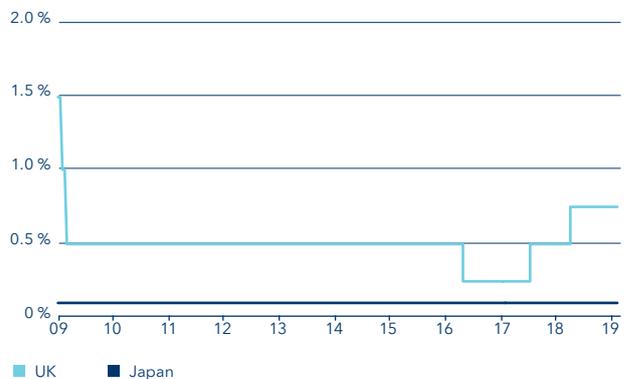
USD/JPY und USD/AUD: Kursentwicklung seit Juni 2017



Leitzinsen Schweiz, Eurozone, USA: Zinsentwicklung seit Januar 2009



Leitzinsen UK und Japan: Zinsentwicklung seit Januar 2009



Lang lebe der Aufschwung!

DIE US-WIRTSCHAFT VERZEICHNET DEN LÄNGSTEN JEMALS GEMESSENEN BOOM. ÜBERHITZUNGERSCHEINUNGEN GIBT ES KAUM. ES KANN ALSO GRUNDSÄTZLICH WEITERGEHEN. DOCH EIN WARNLÄMPCHEN LEUCHTET.

Wer hätte das gedacht: Der Aufschwung der US-Wirtschaft, der nach der Finanzkrise im Jahr 2009 begonnen hat, hält bis heute an. Seit Juni 2019 ist der aktuelle Konjunkturzyklus der längste in der Geschichte der USA. Bislang war es die Dekade zwischen 1991 und 2001. Erstaunlich, denn nachdem die Kreditblase in den Herbstmonaten des Jahres 2008 geplatzt ist, wurde vielerorts schon das Ende aller Tage eingeläutet.

Gerade die Schwere und die Tragweite der Finanzkrise legte die Grundlage für die Langlebigkeit des bis heute anhaltenden Booms. Allerdings verlief die wirtschaftliche Erholung zu Beginn einzigartig langsam, wie die Entwicklung des realen Bruttoinlandsprodukts im Vergleich zu anderen Aufschwungphasen zeigt (vgl. Grafik unten). Doch allein Länge und Verlauf des Zyklus machen es nicht einfacher, den aktuellen Zustand der Volkswirtschaft auf der «Investment Clock» genau festzumachen. Sicher ist, dass wir derzeit noch in der Expansion stecken und nicht in der Rezession (vgl. Seite 3).

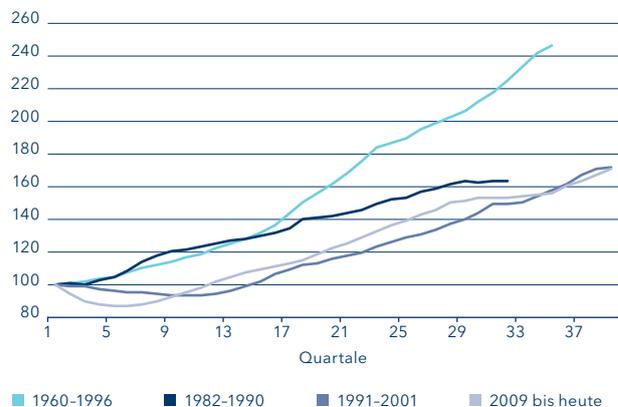
Träge Kreditvergabe verhinderte Überhitzung

Der Grund für die verhältnismässig träge wirtschaftliche Erholung liegt im Finanzsektor. Das Platzen der Kreditblase im Jahr 2008 beschädigte die Bankbilanzen schwerwiegend. Die Kreditinstitute benötigten lange, um die Wunden zu heilen. In Europa sind die Narben in einzelnen Ländern bis heute sichtbar. So merkwürdig es sich zunächst auch anhören mag: Die Schiefelage im Kreditsektor stellte die Weichen für einen ausgedehnten - wenn auch schleppenden - Aufschwung. Es brauchte eine Weile, bis US-Banken wieder freizügiger Kredite vergaben (vgl. Grafik unten). Selbst in der Erholungsphase war anfänglich die Kreditvergabe netto noch rückläufig. Doch die 2008 gestartete Zwangskapitalisierung von angeschlagenen US-Banken durch die Regierung mittels des sogenannten «TARP-Programms» zeigte schliesslich Wirkung. Die Geldausleihungen kamen mit etwas zeitlicher Verzögerung im Jahr 2010 wieder auf Touren.

Entwicklung des realen Bruttoinlandsprodukts (indexiert, Start der Erholung=100)



Ausstehende Bankkredite (indexiert, Start der Erholung=100)



Schwerfällige Inflations- und Lohnentwicklung

Die erst langsam in Fahrt gekommene Kreditvergabe steht dabei repräsentativ für eine schleppende Entwicklung vieler volkswirtschaftlicher Grössen. Vor allem auch die Teuerung unter Herausrechnung der volatilen Energie- und Nahrungsmittelpreise, normalerweise Grund für die Straffung der Geldpolitik in einer Expansionsphase, verlief in den Augen der Notenbanken über weite Strecken fast schon rätselhaft im Schneckentempo – nicht nur in den Vereinigten Staaten, sondern weltweit. Über die Gründe herrscht in wissenschaftlichen Kreisen noch Uneinigkeit. Sicherlich dürften die «Amazonisierung» und Digitalisierung einen nennenswerten Anteil daran haben. Viele Konsumgüter und Dienstleistungen wurden in den vergangenen Jahren kontinuierlich billiger. Grosse Online-Shops sowie neue elektronische Dienstleistungen vergünstigten Waren und Serviceangebote. Ebenso dämpften neue Anstellungsverhältnisse den Lohn- und damit den Inflationsdruck. Die Rede ist von prekärer Beschäftigung – in den USA spricht man auch von «Temporary Workers», den «Temps», also von befristet Beschäftigten.

Neue Arbeitsformen ermöglichen neue rechtliche Gestaltungsmöglichkeiten wie etwa die Entwicklung der plattformbasierten Arbeit. Kleine Aufträge werden kurzfristig an «Freelancer» vergeben. Als berühmtestes Beispiel gilt der Fahrdienst Uber. Nach einer vielzitierten wissenschaftlichen Untersuchung der Ökonomen Lawrence Katz (Harvard University) und Alan Krueger (Princeton University) entfallen 94 % der zwischen 2005 und 2015 geschaffenen neuen Stellen auf solche alternative Beschäftigungsverhältnisse. Es muss deshalb nicht weiter verwundern, dass trotz der erreichten Vollbeschäftigung in der US-Wirtschaft sowie einer Arbeitslosenquote von 3.6 % das Wachstum der Arbeitnehmerentgelte mit etwas über 3 % verhältnismässig gering ausfällt. Gemessen an früheren Aufschwungsphasen müsste der Lohnzuwachs kräftiger sein. Doch das verhältnismässig geringe Plus bei den durchschnittlichen Stundenlöhnen verhindert, dass die Teuerungsraten stärker steigen.

US-Notenbank ohne Hektik

Der tiefere Blick in die amerikanische Wirtschaftsgeschichte zeigt: Es war nicht selten die US-Notenbank Fed, die einen Konjunkturzyklus mit hohen Zinsen jäh beendete. Doch in Anbetracht der zähen Entwicklung

Kompakt

- Der aktuelle Konjunkturzyklus in den USA begann nach der Finanzkrise und dauert bereits zehn Jahre.
- Typische Überhitzungsanzeichen sind noch kaum auszumachen, aber die Inversion der Zinskurve mahnt zur Vorsicht.

von Krediten, Löhnen und Inflationsrate konnten und können sich die Währungshüter in Washington ungewöhnlich konzilient geben. Die lediglich moderate geldpolitische Straffung seit dem Jahr 2015 und die nun eingeleitete Pause bei Zinserhöhungen oder die etwaige baldige Zinssenkung könnten die Grundlage für einen anhaltenden Aufschwung legen. Wie lange es gehen kann, zeigt Australien: Das Land hat seit 1992 keine Rezession mehr verzeichnet. In den USA mahnt allerdings die inverse Zinskurve zur Vorsicht. Das heisst, die kurzfristigen Zinsen liegen über den langfristigen. In der Vergangenheit war dies ein verlässlicher Indikator für eine baldige Rezession. Auch wenn es derzeit in den Vereinigten Staaten keine Anzeichen für einen unmittelbaren Einbruch der Wirtschaft gibt, ist doch Vorsicht angebracht. Zunächst geht aber der Konjunkturzyklus in die Verlängerung.

Fazit

Der drastische Wirtschaftsabschwung der Jahre 2008 und 2009 legte die Grundlage für den aktuellen rekordlangen Aufschwung. Wie lange der Konjunkturzyklus noch hält, lässt sich kaum prognostizieren. Überhitzungsgefahren gibt es derzeit noch nicht. Aber die kurzfristigen Zinsen liegen über den langfristigen, meist ein Vorbote für eine Rezession. Ob es sich dieses Mal auch so verhält, bleibt offen. Die Notenbanken werden jedenfalls Vorsicht walten lassen und die Zinslandschaft wird sich kaum oder nur sehr langsam ändern.

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	

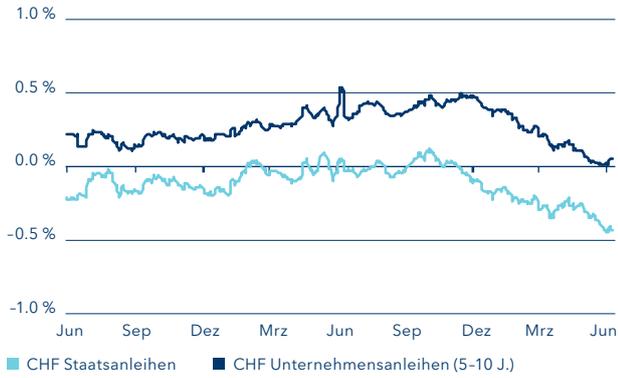
2. ANLAGEKLASSEN

Anleihen



Renditen im Überblick

Schweiz: Renditeentwicklung seit Juni 2017



Schwellenländer: Renditeentwicklung seit Juni 2017



Europa: Renditeentwicklung seit Juni 2017



Inflationsgebundene Anleihen: Renditeentwicklung seit Juni 2017



USA: Renditeentwicklung seit Juni 2017



Hochverzinsliche Anleihen: Renditeentwicklung seit Juni 2017

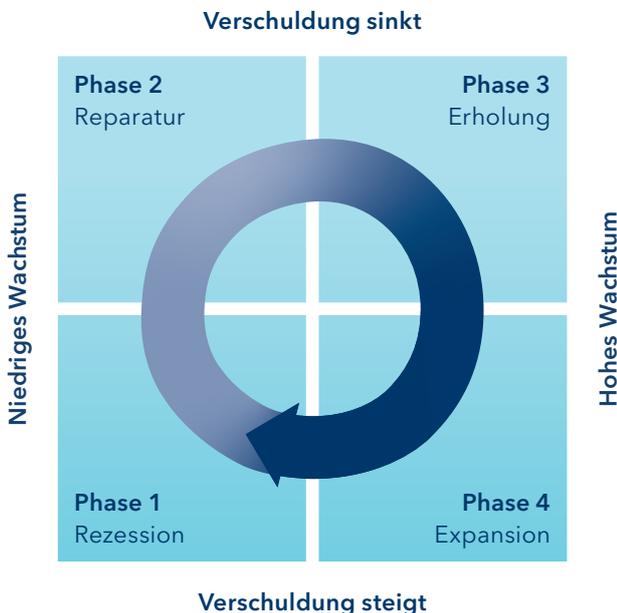


Vorsicht bei Unternehmensanleihen

DER NOTENBANKPOLITIK WIRD VIEL BEACHTUNG GESCHENKT. BEI UNTERNEHMENSANLEIHEN HÄNGT DER ANLAGEENTSCHEID JEDOCH VIELMEHR VOM KREDITZYKLUS AB. DERZEIT WÜRDEN WIR KREDITRISIKEN MEIDEN.

Anleihen sind ein fester Bestandteil eines jeden gemischten Mandates. Dabei wird zwischen als risikolosen Papieren (Anleihen von Staaten oder staatsnahen Schuldnern) und Unternehmensanleihen mit Kreditrisiken differenziert. Beide Investments haben ihre Daseinsberechtigung im Portfolio, doch je nach Zyklusphase entwickeln sie sich unterschiedlich. Entscheidend ist die Veränderung des Kreditaufschlages (Prämie gegenüber «risikolosen» Anleihen), der sich am Kreditzyklus orientiert. Dieser wird in vier Phasen eingeteilt.

Kreditzyklus



1. Phase Rezession

- Verschuldung auf höchstem Stand
- Bilanzqualität nimmt ab
- Gewinnrückgang
- Scharfer Anstieg der Ausfallquote

2. Phase Reparatur

- Bilanzsanierung
- Schuldentrückzahlung und Refinanzierung
- Kapitalerhöhung
- Cashflows im Fokus

3. Phase Erholung

- Margenerhöhung durch Restrukturierung
- Freie Cashflows steigen
- Verschuldung geht zurück
- Konzentration auf Kostensenkung

4. Phase Expansion

- Verschuldung wird bewusst erhöht
- Vermehrte Fusionen und Übernahmen
- Schuldenfinanzierte Übernahmen (LBO)
- Zunahme von Investitionsausgaben

Zwischen Expansion und Rezession

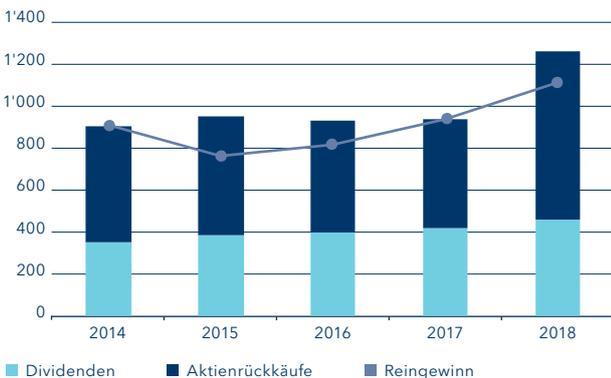
In den USA und Europa stehen die Zeichen schon seit mehreren Jahren auf Expansion, zuletzt mehrten sich die Signale jedoch Richtung Rezession. Das ist für Unternehmensanleihen heikel. Denn dank niedrigen Zinsen und den Anleihenkäufen der Notenbanken haben sich Unternehmen über Mass verschuldet. In Europa ist das Volumen von Unternehmensanleihen in der vergangenen Dekade um 78 % auf EUR 2 Bio. gewachsen, in den USA sogar um 135 %. Weltweit sind rund USD 10 Bio. ausstehend. Der Anstieg der Unternehmensverschuldung lag also über dem Wirtschaftswachstum.

Ausschüttungen und Rückkäufe höher als Gewinne

Kredite sind dabei per se nichts Negatives. Nimmt ein Unternehmen Fremdkapital auf, so ermöglicht dies, zum Beispiel durch Investitionen in die Automatisierung die Produktivität zu steigern oder in neue Märkte zu expandieren. Problematisch wird es, wenn die Kredite nicht für Investitionen, sondern für aktionärsfreundliche Massnahmen genutzt werden. Hierzu zählen primär

Dividenden und Aktienrückkäufe. 2018 etwa haben über 80 % aller Unternehmen im S&P 500 eigene Aktien zurückgekauft. Das Volumen von USD 806 Mrd. ist dabei gegenüber dem Vorjahr um 56 % angestiegen. Stehen weniger Aktien aus, erhöht sich der Gewinn pro Aktie, was ein Gewinnwachstum pro Aktie bedeutet, selbst wenn der Gesamtgewinn stabil bleibt. Bei tiefen Schuldzinsen ist die Versuchung besonders gross. Dabei überschritten 2018 die Rückkäufe und Dividenden aller S&P-500-Unternehmen den kumulierten Reingewinn von insgesamt USD 1'116 Mrd. In den vergangenen 4 Jahren wurden USD 450 Mrd. mehr an Aktionäre ausgeschüttet, als Reingewinn erwirtschaftet wurde. Die Schlechterstellung von Anleihengläubigern gegenüber Aktionären geschieht im Kreditzyklus in der Rezessionsphase.

S&P 500: Aktienrückkäufe, Dividenden und Gewinn (in Mrd. US-Dollar)



Bilanzen bewusst verschlechtert

Darüber hinaus sind Unternehmensübernahmen ein Grund für die Verschuldung. Das jährliche Volumen von globalen Unternehmensfusionen und Akquisitionen befand sich in den letzten 5 Jahren nahe dem Nachkrisenrekord von USD 4'500 Mrd. Im Vergleich dazu lag der Wert im gleichen Zeitraum davor bei USD 2'000 Mrd. Dies ist ein weiteres Indiz für eine fortgeschrittene Expansionsphase. Denn Firmenübernahmen gehen meist einher mit zusätzlicher Verschuldung. Mehr Fremdkapital auf der Bilanz bedeutet, dass der finanzielle Hebel grösser wird und die Eigenkapitalrenditen steigen. Dies funktioniert besonders gut, wenn die Notenbanken mit ihrer Politik den Preis für Risiken tief halten. In den USA liegt heute der Anteil von Anleihen mit einem BBB-Rating (tiefste Ratingkategorie inner-

Kompakt

- Der Kreditmarkt befindet sich in einer weit fortgeschrittenen Expansionsphasen
- Es gibt deutliche Anzeichen dafür, dass die Bilanzqualität der Unternehmen sinkt
- Bei Unternehmensanleihen kommen nur Top-Schuldner in Frage

halb des Investment-Grade-Spektrums) bei über 50 %. Gemäss Ratingdefinition handelt es sich bei BBB-Anleihen um eine durchschnittlich gute Anlage, die aber bei einer Verschlechterung der Konjunktur zu Problemen führen kann. Eine Rückstufung in den spekulativen Bereich würde viele institutionelle Investoren aufgrund ihrer Anlagepolitik zu einem Verkauf zwingen. Neue Unternehmensschulden würden damit teurer, was eine Abwärtsspirale auslösen könnte.

Fazit

Der Kreditzyklus ist weit fortgeschritten. Unternehmen vernachlässigen ihre Bilanz bewusst, weil mit dem Einsatz von günstigem Fremdkapital höhere Eigenkapitalrenditen winken. Gleichzeitig steigen die konjunkturellen Risiken. Diese würden besonders die tieferen Kreditqualitäten hart treffen. Wir bevorzugen Staatsanleihen. Bei Unternehmensanleihen kommen nur Top-Qualitäten in Frage.

Benchmark	Aktuell	% YTD ¹
Staatsanleihen Schweiz ²	→	3.54 %
Staatsanleihen Europa (EUR) ²	→	4.93 %
Staatsanleihen USA ²	→	4.55 %
Inv. Grade-Unternehmensanleihen Schweiz ²	→	1.97 %
Inv. Grade-Unternehmensanleihen Europa (EUR) ²	→	4.35 %
Inv. Grade-Unternehmensanleihen USA ²	→	7.82 %
High-Yield-Anleihen ³	↘	8.92 %
Anleihen Emerging Markets (Hartwährungen) ³	→	9.03 %
Anleihen Emerging Markets (Lokalwährungen) ³	→	6.02 %

¹ Daten per 17.06.2019

² Rendite

³ Total Return

2. ANLAGEKLASSEN

Aktien



Aktienindizes im Überblick

Schweiz: Kursentwicklung seit Juni 2017 (indexiert)



Pazifik: Kursentwicklung seit Juni 2017 (indexiert)



Europa: Kursentwicklung seit Juni 2017 (indexiert)



Schwellenländer: Kursentwicklung seit Juni 2017 (indexiert)



Nordamerika: Kursentwicklung seit Juni 2017 (indexiert)



Grossbritannien: Kursentwicklung seit Juni 2017 (indexiert)



Die Verwirrung der Verwirrungen

DIE ZUNEHMENDEN HERAUSFORDERUNGEN AN DEN KAPITALMÄRKTEN FÜHREN ZU DEM PARADOX STEIGENDER AKTIEN BEI SINKENDEN GEWINNERWARTUNGEN. IST ALLES NUR HALB SO SCHLIMM ODER VERIRREN SICH DIE ANLEGER IN EINER WACHSENDEN KOMPLEXITÄT?

Mit seinem Buch «Die Verwirrung der Verwirrungen» schrieb Joseph de la Vega im Jahre 1688 das wohl erste Buch über die Börse und die Psychologie der Anleger. In vier Dialogen beschäftigt er sich mit einem Kaufmann, einem Psychologen sowie einem Aktionär und den damaligen Geschehnissen am Amsterdamer Aktienmarkt. Diese waren von Marktmanipulationen, gierigem, aber auch panischem Anlegerverhalten geprägt sowie der immerwährenden Frage nach dem «richtigen Wert» einer Investition. Die Analogie seiner Erkenntnisse und Beobachtungen zu heutigen Tagesaktualitäten ist durchaus überraschend. Das emotionale Verhalten der Marktteilnehmer erscheint bis heute ein gewisses Mysterium zu sein, jedoch haben sich die fundamentalen Erkenntnisse und Methoden seitdem deutlich weiterentwickelt. Eine dieser Methoden ist die sogenannte «Investment Clock» (vgl. Seite 3), also das Einordnen der Wirtschaftslage in spezifische Phasen. Entsprechend unserer Gesamtmarkteinschätzung befindet sich die aktuelle konjunkturelle Lage in einer fortgeschrittenen, reifen Phase.

Herausforderungen nehmen zu

Hierzu gehören ein Abschwächen des Wirtschaftswachstums sowie ein sich eintrübender Geschäftsausblick. Neben erhöhten Investitionen führen auch aktionärsfreundliche Massnahmen dazu, dass die Schulden stärker ansteigen als die Nettogewinne. Den Marktteilnehmern entgeht dies nicht, Kursschwankungen nehmen zu und Kreditrisikoprämien wachsen. Um einer Überhitzung der Wirtschaft in den USA entgegenzuwirken, erhöhte bis Dezember 2018 die US-Notenbank schrittweise ihre Leitzinsen.

Die üblicherweise anziehende Inflation blieb bis anhin aus, auch ist die Stimmung unter den Marktteilnehmern nicht wirklich euphorisch, denn noch sind die fundamentalen Bewertungen nicht zu hoch. Viele Anlagehäuser haben die Aktienquoten und dabei gleichermassen zyklische Investitionen zurückgeführt. Ebenso machen die Nettozuflüsse in börsengehandelte Anleihenfonds in den USA mit USD 66 Mrd. das Doppelte der Zuflüsse

Merkmale einer reifen Aktienmarktphase



in Aktien-ETFs aus. Betrachtet man dabei die KGV-Bewertungen, befinden sich diese in den USA, den Schwellenländern, aber auch der Schweiz auf dem Niveau ihres fünfjährigen Durchschnitts. Das KGV für Europa befindet sich 1.2 Standardabweichungen darunter und kann durchaus als günstig bewertet eingestuft werden.

Allerdings wird der Wind für die Unternehmen rauer. Viele Firmen haben aufgrund erhöhter Kreditprämien steigende Finanzierungskosten. Eskalierende Handelsbarrieren bauen zusätzlichen Druck auf die Gewinnmargen sowie Betriebskosten auf. Fasst man zusammen, so flacht seit 2018 der Gewinnanstieg ab, Margen sinken und die Schulden wachsen schneller. Im Hinblick auf weiterhin hohe Gewinnerwartungen für die kommenden Quartale bereitet dies Sorgen.

Fünf vor zwölf: Party-Time oder Ernüchterung?

Üblicherweise bewegen sich die Aktienkurse entlang der Entwicklung der Unternehmensgewinne. Stabil ansteigende Erträge untermauern den Trend starker Kapitalgewinne an den Börsen.

Seit Jahresbeginn zeigt sich jedoch eine starke Divergenz. Während die Aktienmärkte ein Freudenfest feiern, halbierte sich in den vergangenen sechs Monaten

das erwartete Gewinnwachstum für den globalen Referenzindex MSCI World von gut 8 auf 3.8 %. Für die USA reduzierte sich dieser gar um über zwei Drittel, von 10.5 auf 3.3 %. Tendenz weiter sinkend.

Dieser Umstand ist auch der amerikanischen Notenbank bewusst. Im Juni 2019 bekräftigte sie ihre im Januar eingeläutete, spektakuläre geldpolitische Wende mit dem Hinweis, dass sich die US-Wirtschaft in einer kritischen Lage befindet. Dies löste bei den Anlegern die Hoffnung auf baldige Zinssenkungen aus, wobei aktuell bis zum Frühjahr 2020 drei Zinssenkungen eingepreist werden. Auf den ersten Blick erscheinen die Reaktion und der damit verbundene positive Einfluss auf die Aktienmärkte verständlich, jedoch bleibt auch dies zunächst nur eine Fiktion. Aktuell reduziert die amerikanische Notenbank immer noch ihre Bilanz und entzieht dabei dem Markt liquide Mittel, andererseits greifen solche Massnahmen erst nach einer gewissen Zeit.

Relative Stärke Aktien vs. Staatsanleihen bei Leitzinssenkungen



■ S&P 500 / 10J-US Staatsanleihen TR (links)
■ Fed Fund Target Rate (rechts)

Dazwischen bleibt es den Unternehmen und Marktteilnehmern überlassen, sich den härteren wirtschaftlichen Bedingungen zu stellen. Für den Anleger bedeutet das, dass Staatsanleihen in Phasen sinkender Leitzinsen sich besser entwickelten als Aktien.

In der Tat nimmt seit Mitte letzten Jahres die Vorsicht der Anleger zu. Es finden Umschichtungen in defensivere Investitionen innerhalb der Vermögensklasse Aktien, aber auch in Richtung Anleihen, Gold und alternative Anlagelösungen statt.

Kompakt

- Die globale Konjunkturschwäche belastet das Gewinnwachstum stark.
- Derzeit setzen Anleger wohl zu grosse Hoffnungen in die Kraft potenzieller Zinssenkungen.
- Anleger sollten weiterhin auf Unternehmen mit solider Bilanz und stabilem Gewinnwachstum setzen.

Fazit

Der Anstieg geopolitischer Spannungen in nahezu allen Regionen belastet zunehmend die globale Wirtschaft. Dies öffnet Raum für Unsicherheiten und emotionale Marktbewegungen. Unruhige Zeiten sind dabei gute Gelegenheiten, gesteckte Anlageziele zu überprüfen. Ein klares Ziel vor Augen hilft, rationale(re) Entscheidungen zu treffen. Joseph de la Vega rät in seinem Buch dazu, aktuelle Gewinne auch mal mitzunehmen und nicht zu hoffen, dass vorteilhafte Umstände für immer anhalten.

Mit der hohen Wahrscheinlichkeit, dass während der kommenden Monate erhöhte Kursschwankungen weiterhin das Tagesgeschehen prägen werden, aber auch der Gewissheit, dass die fundamentalen Bewertungen nicht teuer sind, bleiben wir Aktien gegenüber konstruktiv, allerdings mit einer zurückhaltenden Note. Unternehmen mit starken Bilanzen und stabilem Gewinnwachstum stehen im Vordergrund unseres Interesses.

MSCI-Benchmark	Aktuell	% YTD ¹
Schweiz	→	20.60 %
Europa	→	12.20 %
Nordamerika	→	16.27 %
Pazifik (inklusive Japan)	→	8.63 %
Emerging Markets	→	6.09 %

Bandbreite für unsere absoluten Performanceeinschätzungen auf drei bis sechs Monate:

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

¹ Daten per 17.06.2019, Nettorendite mit Dividende in lokaler Währung

2. ANLAGEKLASSEN

Alternative
Anlagen



Überblick Alternative Anlagen

Rohstoffe: Kursentwicklung seit Juni 2017



Private Equity: Kursentwicklung seit Juni 2017 (indexiert)



Edelmetalle: Kursentwicklung seit Juni 2017



Wandelanleihen: Kursentwicklung seit Juni 2017 (indexiert)



Immobilien: Kursentwicklung seit Juni 2017 (indexiert)



Hedgefonds: Kursentwicklung seit Juni 2017 (indexiert)



Spätzyklus zwingt zur Selektion

ALTERNATIVE ANLAGEKLASSEN DIENEN DER DIVERSIFIKATION ÜBER ZUSÄTZLICHE RENDITEQUELLEN. IM SPÄTZYKLUS IST DABEI VORSICHT GEBOTEN, DENN NICHT JEDE ALTERNATIVE HILFT GLEICH GUT IN FALLENDEN MÄRKTEN. DIE AUSWAHL IST ENTSCHEIDEND.

Der klassische Portfolioaufbau nur mit Aktien und Staatsanleihen hat durchaus seinen Reiz. Während in konjunkturellen Expansionsphasen Unternehmen wachsen und steigende Gewinne Aktien beflügeln, stabilisieren in Abschwung- oder Rezessionsphasen Anleihen das Portfolio.

Heute ist das nicht mehr so klar. Konjunkturzyklen sind flacher geworden, Rezessionen seltener. Und es ist schwierig festzumachen, an welchem Punkt der aktuelle Zyklus steht (vgl. Seite 3). Notenbanken intervenieren bei drohender Rezession und verhindern in Zeiten von Überkapazitäten eine «natürliche» Auswahl, wie es die Österreichische Schule der Nationalökonomie bevorzugt. Sie nennt den Prozess «schöpferische Zerstörung». Rezessionen sind demnach ein Prozess, bei welchem unproduktive Wirtschaftsfaktoren durch erfolgreiche ersetzt werden. Wie in der Natur wird damit das Gesamtsystem robuster. Da dies aber in den letzten Jahrzehnten unterbunden wurde, hat sich das Systemrisiko erhöht. Die Zinssenkungen und Anleihenkäufe der Notenbanken haben dazu geführt, dass das Kurspotenzial von Anleihen begrenzt wurde. Japan hat diesbezüglich einen «Vorsprung», dort liegen die durchschnittlichen Renditen der zehnjährigen Staatsanleihen schon seit 1998 unter 1 %. Weil so Anleihen nur mehr beschränktes Aufwertungspotenzial aufweisen, haben Alternative Anlagen dort einen deutlich höheren Stellenwert.

Welche Alternativen Anlagen kommen in Frage?

Im Portfoliokontext ist es aus Diversifikationsüberlegungen sinnvoll, möglichst viele Renditequellen und damit alle Alternativen Anlagen einzusetzen. Die Gewichtung richtet sich je nach Anlageziel. Allerdings reagieren einige Alternativen konjunktursensitiv und sind bei fallenden Aktienmärkten mit Verlusten verbunden. Das sind an erster Stelle Anlagen, welche mit viel Fremdkapital operieren. Dies trifft beispielsweise auf Immobilienanlagen zu, aber auch auf börsengehandelte Private-Equity-Anlagen. Im Rohstoffuniversum sind es Industriemetalle und Energie. Es gibt aber Anlageklassen, die in einem

späten Konjunkturzyklus (und darüber hinaus) einen Mehrwert im Portfolio liefern können: ILS/CAT-Bonds, Gold, Wandelanleihen und gewisse Hedgefonds.

Insurance-Linked Bonds «ILS» und «Cat-Bonds»

Es gibt mit Insurance-linked Bonds eine zur Konjunktur und zu traditionellen Kapitalmarktanlagen eine weitestgehend unkorrelierte Anlage. Dabei handelt es sich um Rückversicherungen für Naturkatastrophen oder andere versicherungstechnische Risiken. Die häufigsten verbrieften Risiken via Cat-Bonds sind Windschäden in den USA, Sturmschäden in Europa oder Erdbeben in Japan. Wesentlich grösser jedoch ist der Markt für direkte Rückversicherungsverträge. Hier werden weitere Risiken, wie zum Beispiel aus der Luft- und Seefahrt, Energie-Infrastruktur, Ernteauffälle oder Sterblichkeit gehandelt. Für Anleger ist bedeutend, dass zwischen den Risiken kaum ein Zusammenhang besteht. Eine Überschwemmung in Europa löst kein Erdbeben in Japan aus.

ILS-Fonds halten deshalb teils über 100 verschiedene Positionen. Im Ereignisfall kann damit eine Position wertlos werden, im Portfoliokontext ist dies aber verkraftbar. Hilfreich ist die Anlageklasse auch, weil sie kein Zinsänderungsrisiko aufweist – die Prämien werden mit variablen Zinsen ausgestattet (aktueller Geldmarktzins LIBOR plus Aufschlag). Nach zwei Jahren mit zahlreichen Schäden sind die Prämien angestiegen, das heisst Anleger erhalten höhere Coupons. Der Markt für ILS dürfte in den nächsten Jahren weiter stark wachsen. Durch die Urbanisierung und den Klimawandel werden immer grösseren Schadenssummen abgeschlossen. Und weil Versicherungen ihre Eigenmittelanforderungen optimieren wollen, verkaufen sie ihre Klumpenrisiken über diesen Markt. Ohne Risiken geht es aber auch hier nicht. Das aussagekräftigste Risikomass ist der modellbasierte «Expected Loss» (erwarteter Verlust), welcher bei defensiven Fonds rund 1-3 % beträgt, bei aggressiveren aber auch bei 8-15 % liegen kann. Je nach Risikotoleranz ist damit praktisch jede gewünschte Rendite erzielbar. Falls aber ein Schaden

eintrifft, wie er nur einmal in 100 Jahren vorkommen sollte, können die echten Verluste ein Mehrfaches der modellierten ausmachen. Noch hatte die Anlageklasse keinen echten Stresstest zu verkraften. Entscheidend ist vor allem ein gutes Risikomanagement des Fondsmanagers. Während der Finanzkrise 2008 bewies die Anlageklasse, dass sie gegenüber Verlusten am Aktienmarkt immun ist.

Gold

Im Gegensatz zu ILS gehört Gold zu den ältesten Anlageklassen und ein Blick auf die Nachkriegsgeschichte lohnt sich. In der Folge des Zusammenbruchs des Goldstandards 1973 ist der Preis pro Unze Gold innert 10 Jahren von rund USD 40 auf USD 1'600 gestiegen. In den USA lagen die Inflationsraten damals teilweise im zweistelligen Bereich. In den achtziger und neunziger Jahren brachten die Notenbanken die Inflation unter Kontrolle und verkauften im grossen Stil ihre Goldbestände, was zu einem Preiszerfall führte. Mit dem Washingtoner Abkommen 1999 konnte dieser gestoppt werden. Im darauffolgenden Bullenmarkt hat sich Gold von USD 245 bis 2011 auf USD 1'920 verteuert. Die Krise 2008 und die Frage nach dem Risiko des Finanzsystems waren ein wesentlicher Treiber des Preises. Als die Notenbanken die Konjunktur stabilisieren konnten, korrigierte der Preis abermals und konsolidiert seit mehreren Jahren. Der Erfolg der Notenbanken ist aber nur ein Etappensieg, die Probleme werden in die Zukunft verlagert. Die Möglichkeiten der Geldpolitik sind in der nächsten Rezession begrenzt und auf fiskalischer Seite sind die Staatsschulden ein limitierender Faktor. Das Edelmetall hat in der Vergangenheit bewiesen, dass es sich in stark inflationärem Umfeld sowie in systemischen Krisen äusserst gut entwickelt. Es verwundert daher wenig, dass Gold jetzt wieder begehrt ist.

Wandelanleihen

Wandelanleihen sind Schuldverschreibungen, die in Aktien des Schuldners umgetauscht werden können. Sie bieten somit die Möglichkeit, mit einem begrenzten Risiko von steigenden Aktienmärkten zu profitieren. Fallen die Aktien und es kommt zu keiner Wandlung, erfolgt eine Rückzahlung wie bei herkömmlichen Anleihen. Solange das Unternehmen solvent bleibt, ist das Verlustrisiko auf diesen «Bond-Floor» begrenzt. Als Faustregel gilt: an kletternden Aktienmärkten wird

Kompakt

- Alternative Anlagen bringen Schutz für das Portfolio, es gilt aber zu unterscheiden.
- Verbriefte Versicherungen haben ihre Widerstandskraft im letzten Abschwung bewiesen.
- Gold hat sich als Absicherung bewährt.

zu 2/3 partizipiert, an fallenden Kursen nur zu etwa 1/3. Wandelanleihen bieten somit eine Möglichkeit, so spät im Zyklus am Aktienmarkt teilzuhaben, allerdings mit deutlich geringerem Verlustrisiko.

Hedgefonds

Die Eigenschaften von Hedgefonds sind so vielfältig wie das Angebot der über 10'000 Manager. Privatanleger zeigen sich oft enttäuscht bei der Kursentwicklung und beim Diversifikationsnutzen. Bei der Performance liegen oft überzogene Erwartungen vor. Je nach Anbieter und Stilrichtung bestehen bzgl. Diversifikation erhebliche Unterschiede. Stilrichtungen wie Global Macro, Equity Market Neutral oder Managed Futures (CTA) haben in der Regel die besten Diversifikationseigenschaften.

Fazit

Im konjunkturellen Spätzyklus (und darüber hinaus) eignen sich nicht alle Alternativen Anlageklassen gleich. Zu meiden sind in diesem Umfeld Immobilien, Private Equity und zyklische Rohstoffe. Einen Portfolioschutz aufbauen kann man mit CAT-Bonds/ILS, Gold, teilweise mit Wandelanleihen und einzelnen Hedgefonds. Selektivität bei der Auswahl der Anlageklasse und des Managers gewinnt an Bedeutung.

Benchmark	Aktuell	% YTD ¹
Rohstoffe	→	2.59 %
Rohöl	→	10.25 %
Gold	↗	4.36 %
Immobilienaktien	→	15.43 %
Private Equity	→	25.03 %
Wandelanleihen	→	5.63 %
Hedgefonds	↗	3.59 %

Bandbreite für unsere absoluten Performanceeinschätzungen auf drei bis sechs Monate:

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

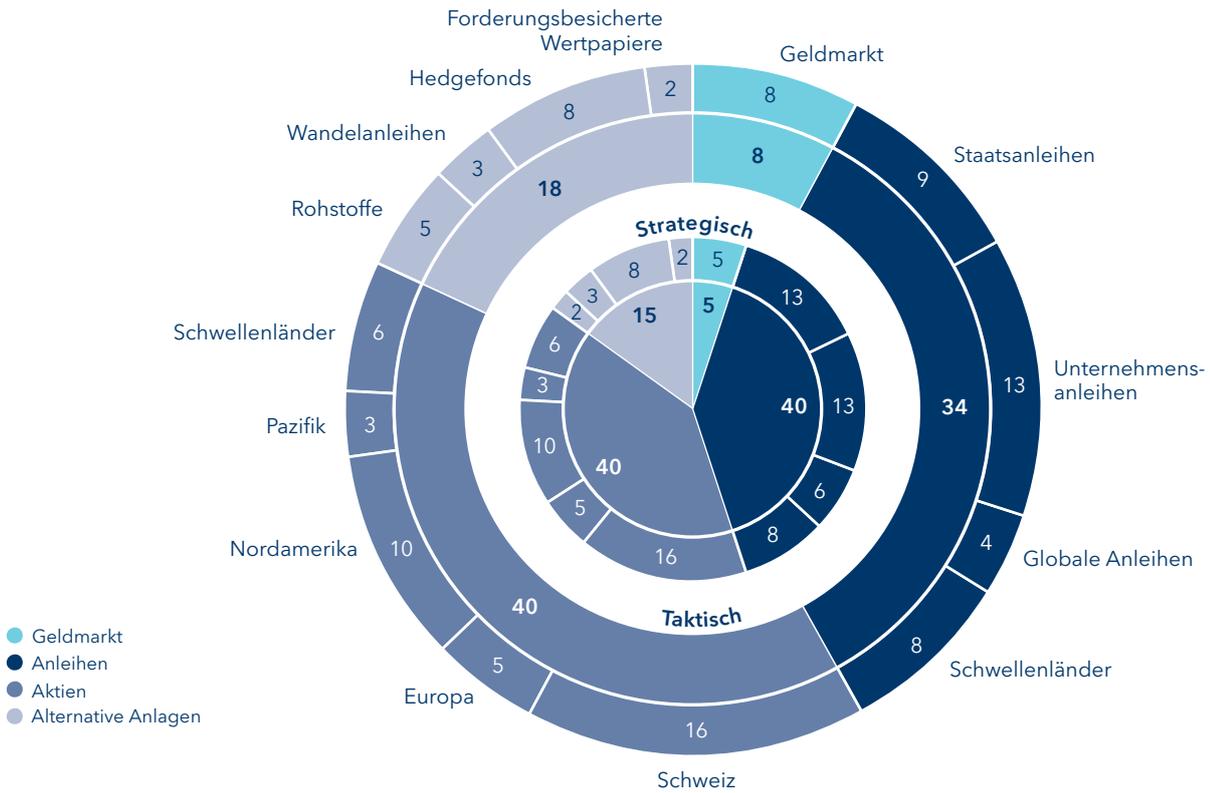
¹ Daten per 17.06.2019



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	14.06.19	1'070.64	nein	ja	5.30%
VP Bank Strategy Fund Conservative (EUR)	EUR	LI0017957528	14.06.19	1'422.57	nein	ja	5.01%
VP Bank Strategy Fund Conservative (USD)	USD	LI0100145379	14.06.19	1'393.56	nein	ja	6.29%
VP Bank Strategy Fund Balanced (CHF)	CHF	LI0014803709	14.06.19	1'600.54	nein	ja	7.09%
VP Bank Strategy Fund Balanced (EUR)	EUR	LI0014803972	14.06.19	997.48	nein	ja	6.46%
VP Bank Strategy Fund Balanced (USD)	USD	LI0014804020	14.06.19	1'597.85	nein	ja	7.73%

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

Aktuelle Anlagetaktik

Den Investmentzyklus für das Portfolio nutzen. Das ist die Idee der taktischen Allokation, die sich an der «Investment Clock» (Konzept, vgl. Seite 3) orientiert. Aber so leicht die Idee klingt, so schwierig ist es, die einzelnen Uhrzeiten klar auszumachen, derzeit vielleicht mehr als sonst. In den USA zum Beispiel hält die konjunkturelle Erholung seit der Finanzkrise an und wird gar als bislang längste Boomphase in die Geschichte eingehen. Die Frage, ob und wann der volkswirtschaftliche Output sinkt und eine Rezession beginnt, ist aber nicht einfach zu beantworten.

Die Erfahrung zeigt, dass Rezessionen durch externe Schocks, Banken Krisen oder durch die veränderte Politik entweder seitens des Staats oder der Notenbank ausgelöst wird. Gerade die Zinspolitik ist derzeit aber schwierig zu lesen. Sowohl in den USA als auch in Europa lässt eine monetäre Straffung weiter auf sich warten. In den USA könnte es nach einigen Zinserhöhungen und dem Beginn des Verkaufs von Staatsanleihen sogar wieder in die andere Richtung gehen.

Die Phase abbilden

In einem breit gemischten Portfolio sollte diese Konstellation gespiegelt sein. Im Herbst einer Erholung ist es ratsam, die zyklischen Anlagen zu reduzieren. Nichtsdestotrotz wäre es falsch, sich gänzlich aus risikanteren Anlagen wie Aktien oder Unternehmensanleihen zurückzuziehen. Denn die Geschichte zeigt, dass rezessive Phasen im Vergleich zu den Wachstumsperioden selten sind. Zwar kann der Einbruch gemessen am Bruttoinlandsprodukt heftig sein, und auch die Reaktion der Finanzmärkte ist einschneidend. Aber genau deshalb werden im Vornherein die Risiken reduziert.

Diese Positionierung hat die VP Bank in der Allokation ihrer Vermögensverwaltungsmandate bereits umgesetzt (vgl. Seite 23). Denn nachdem zu Jahresbeginn alle Ampeln auf Grün standen und die überraschende Zinspause der amerikanischen Notenbank die Hausse zusätzlich anfachte, hat sich die Lage konjunkturell und auch an den Finanzmärkten eingetrübt. Frühindikatoren deuten nun auf eine spürbare Abschwächung hin, namentlich die Einkaufsmanagerindizes (PMI). Der wieder aufgeflamte Handelsstreit drückt auf die Stimmung zwischen den USA und China. Verunsichert sind die Märkte auch wegen der Zinsstrukturkurve in den Vereinigten Staaten (vgl. Seiten 3 und 8), die auf dem Kopf steht. Auf Sicht von drei Monaten verdienen Anleger am US-Geldmarkt mehr, als wenn sie zehn

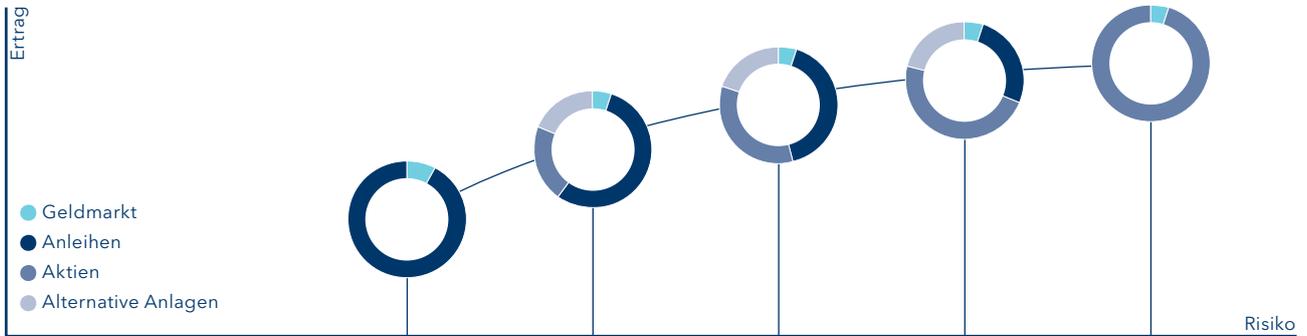
Jahre laufende Anleihen der USA kaufen. Ein Zustand, der in der Vergangenheit häufig als Vorbote für eine Rezession fungiert hat. Diese Unsicherheit und das erhöhte Rezessionsrisiko sind im Portfolio reflektiert.

Alternative Anlagen sind übergewichtet

Zum einen wurde die Position in Gold weiter aufgestockt. Das gelbe Edelmetall hat sich stets als Absicherung bewährt, verleiht dem Portfolio einen defensiveren Charakter und reduziert die Wertschwankungen. Zusätzlich werden verbrieftete Versicherungen (engl. Insurance-linked Securities, ILS) hinzugenommen. Die erwartete Rendite wird unabhängig vom Finanzmarkt erzeugt. Sie erlauben den Zugang zum Prämiengeschäft aus Rückversicherungsverträgen, die in der Regel umweltbedingte Grossschäden absichern.

Auf Anlageklassen heruntergebrochen, sind die Anleihen in den Portfolios untergewichtet. Aktien sind nach der Reduktion der Schwellenländerquote auf der strategischen Zielgrösse. Mit Gold und ILS sind wenig schwankende Alternative Anlagen übergewichtet.

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	●○○○○	●●○○○	●●●○○	●●●●○	●●●●●

Anagelösungen	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



Dr. Thomas Gitzel
Chief Economist



Bernd Hartmann
Head CIO-Office

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, Head CIO-Office
Clifford Padevit, Head Group Investment Communications
Christina Strutz, Office & Publication Manager

Erscheinungsart

Quartalsweise

Erscheinungsdatum

01. Juli 2019

Redaktionsschluss

26. Juni 2019

Schlusskurse

16. Juni 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



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.

