

1. Quartal 2018

# Investment Views



# Inhalt

Aktuelle Markteinschätzung	Klappe innen
Einleitung	1
<b>1. Aktuelles</b>	2
Thema des Monats	3
Wirtschaftlicher Ausblick	5
<b>2. Anlageklassen</b>	6
Geldmarkt und Währungen	6
Anleihen	10
Aktien	14
Alternative Anlagen	18
<b>3. Investment Management</b>	22
<b>4. Anhang</b>	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.

	Kurs per 05.12.2017	Nov. 2017	Jan. 2018
<b>Geldmarkt und Währungen</b> (von Seite 6 bis 9)			
<b>Währungen</b>			
EUR/USD	1.183	↘	↘
EUR/CHF	1.166	↘	↘
USD/CHF	0.986	→	→
GBP/USD	1.342	↘	→ Neu
USD/JPY	112.63	↗	↗
AUD/USD	0.763	→	→
USD/SGD	1.348	↗	↗
USD/RUB	58.138	→	→
<b>Leitzinsen</b>			
Schweiz	-0.75 %	→	→
Europa (EWU)	0.00 %	→	→
USA	1.50 %	↗	↗
<b>Anleihen/Renditeentwicklung</b> (von Seite 10 bis 13)			
<b>Investment Grade Staatsanleihen</b>			
Schweiz		→	→
Europa		→	→
USA		→	→
<b>Investment Grade Unternehmensanleihen</b>			
Schweiz		→	→
Europa		→	→
USA		↗	↗
<b>Anleihen/Total Return</b> (von Seite 10 bis 13)			
<b>Hochverzinsliche Anleihen</b>			
High Yield		↘	↘
<b>Anleihen Schwellenländer</b>			
Hartwährungsanleihen		→	→
Lokalwährungsanleihen		→	→
<b>Aktien</b> (von Seite 14 bis 17)			
Schweiz		→	→
Europa		→	↗ Neu
Nordamerika		→	→
Pazifik		→	→
Schwellenländer		→	↗ Neu
<b>Alternative Anlagen</b> (von Seite 18 bis 21)			
Rohstoffe		→	→
Rohöl		→	→
Gold		↗	↗
Immobilienaktien		→	→
Private Equity		→	→
Wandelanleihen		→	→
Hedge Fonds		→	↗ Neu

« Die Hausse ist  
noch nicht zu Ende. »



Bernd Hartmann  
Leiter Group Investment Research

# Liebe Leserin, lieber Leser

Traditionell blicken Anleger sowie Investmenthäuser zum Jahreswechsel zurück auf das ablaufende Jahr. Eine Zahl, die das zurückliegende Marktgeschehen kurz und knapp auf den Punkt bringt, ist die 13.

13 Mal in Folge hat nämlich der Weltindex (MSCI World inklusive Nettoertrag aus Dividenden) zwischen November 2016 und November 2017 einen positiven Monatsertrag erwirtschaftet. Dies ist insofern bemerkenswert, als dass dies seit dessen Lancierung im Jahr 1970 noch nie vorgekommen ist.

Zwar mag die Dollarschwäche etwas mitgeholfen haben, und die Anzahl positiver Monatsrenditen sagt auch nichts über die Höhe der Zugewinne aus. Doch die Erkenntnis ist klar: Erstmals seit Jahren blieben negative Überraschungen aus. Die wenigen Bedenken und Unsicherheiten, die es noch vor einem Jahr gab, haben sich in Wohlgefallen aufgelöst: Das Wirtschaftswachstum hält an, bei den zahlreichen Wahlen in Europa setzten sich die etablierten Parteien durch, Donald Trump konnte seine extremen Pläne nicht durchsetzen, und den Notenbanken gelang es, die Anleger sachte auf die bevorstehende Anpassung ihrer Geldpolitik vorzubereiten.

Aus dieser Beobachtung der jüngeren Vergangenheit lassen sich aber auch Erkenntnisse für die unmittelbare Zukunft ableiten: Anleger sollten sich nicht zu sehr an das ruhige Fahrwasser gewöhnen, denn der gegenwärtige Lauf ist sehr aussergewöhnlich. Es zeigt sich aber auch, dass derzeit eine grosse Einigkeit zwischen den Anlegern besteht – nämlich, dass Aktien die bevorzugte Anlage sind.

Doch wie sehen dadurch die Aussichten aus? Um diese Frage zu beantworten, widmen wir diese Ausgabe ganz dem Ausblick auf das Jahr 2018. Im «Thema des Monats» geben wir einen ersten Überblick, während wir in den anderen Beiträgen auf die einzelnen Anlageklassen eingehen.

A low-angle photograph of a modern building with a glass facade, set against a clear blue sky. A large, solid olive-green circle is positioned in the upper left quadrant of the image. Inside this circle, the text '1. AKTUELLES' is written in a bold, dark blue, sans-serif font. The building's facade consists of multiple stories of windows, with dark frames and light-colored panels between them. The perspective is from below, looking up at the building's corner.

## 1. AKTUELLES

# Ausblick 2018: Der grosse Balanceakt

KEIN ZWEIFEL: DER AUFSCHWUNG AN DEN FINANZMÄRKTEN IST WIE DER KONJUNKTURZYKLUS WEIT FORTGESCHRITTEN. AUCH WENN DAS MARKTUMFELD FREUNDLICH BLEIBEN WIRD, DÜRFTE DAS JAHR 2018 MEHR HERAUSFORDERUNGEN BRINGEN UND ANLEGERN EINEN BALANCEAKT ABVERLANGEN.

Zumindest im Rückblick war es ein einfaches Jahr. Die Kursgewinne basieren auf drei Umständen. Nach dem Brexit-Votum und der Wahl Donald Trumps war die Angst gross, dass angesichts des europäischen Superwahljahrs der ein oder andere Populist Regierungsverantwortung übernehmen könnte. Dies hat sich ebenso wenig bewahrheitet wie die Angst vor einem völligen Richtungswechsel der USA. Das politische Risiko wurde an den Märkten ausgepreist. Wiederum überraschte die globale Konjunktur für einmal positiv. Der Umstand, dass Ökonomen und Aktienanalysten ihre Wirtschafts- bzw. Gewinnwachstumserwartungen nicht wie in den Vorjahren nach unten anpassen mussten, gab den Märkten Schwung. Die Notenbanken verzichteten zwar auf neue stimulierende Massnahmen, doch angesichts der besseren wirtschaftlichen Verfassung wirkte das blosser Festhalten an der expansiven Geldpolitik quasi als Stimulus.

## Wenig verändertes Umfeld

An diesen für die Finanzmärkte idealen Bedingungen dürfte sich zunächst wenig ändern. Die Frühindikatoren prognostizieren einen soliden Konjunkturverlauf, in der die Investitionstätigkeit weiter anzieht, sich der Aufschwung verstärkt und an Breite gewinnt. Im Vorjahr hatte das anziehende Wirtschaftswachstum kaum Einfluss auf die Teuerung. Strukturelle Kräfte haben bisher dafür gesorgt, dass trotz Quasivollbeschäftigung in den USA kaum Lohndruck besteht. In unserem Basisszenario erwarten wir nur eine moderate Steigung der Inflationsraten. Wir ordnen aber einer stärker steigenden US-Teuerung in der zweiten Jahreshälfte eine gewisse Wahrscheinlichkeit zu und achten folglich sehr genau

auf diese Entwicklung. Unser Basisszenario bedeutet für die Notenbanken, dass sie zunächst an ihrem eingeschlagenen Kurs festhalten können. Konkret heisst dies, dass die US-Notenbank (Fed) neben der bereits angekündigten schrittweisen Reduktion ihrer Bilanz wohl zweimal den Leitzins erhöhen dürfte. Die Europäische Zentralbank bleibt expansiver, wird aber ihr Ankaufprogramm, wie angekündigt, reduzieren. Die Bank of Japan wird wohl bis auf Weiteres ihren expansiven Kurs weiter verfolgen. Auf globaler Ebene bedeutet dies, dass die Geldpolitik in der Summe expansiv bleibt, in einzelnen Ländern allerdings mit der Normalisierung begonnen wird. Der aktuell ausbleibende Inflationsdruck erlaubt den Geldhütern ein gemächliches Tempo und eine hohe Visibilität gegenüber den Marktteilnehmern. Für die Anleihenrendite bedeutet dieses wenig veränderte Umfeld, dass wir nur einen sehr moderaten Anstieg der Renditen erwarten. Die Zinswende wird somit weiter auf sich warten lassen, das Tiefzinsumfeld bleibt uns somit erhalten. Allerdings gilt auch hier: Die Risiken bestehen auch in der Aufwärtsentwicklung. Das heisst, sollte die Kernteuerung nach oben klettern, beispielsweise aufgrund von aufkommendem Lohndruck in den USA, wäre die Fed gefordert und müsste stärker eingreifen, als es die Marktteilnehmer gegenwärtig erwarten. Die für das Renditeniveau wichtigen Inflationserwartungen dürften somit ansteigen und zu höheren Zinsniveaus am langen Ende der Zinskurve führen. Doch noch sind strukturelle Gegebenheiten, wie die hohen Sparquoten, die das Aufwärtspotenzial bei den Anleihenrenditen limitieren, wirksam.

## Unternehmensanleihen: Schleichende Veränderung

Bekanntermassen haben die direkte (Anleihenkäufe) und indirekte Nachfrage (Verdrängungseffekte) durch die Anleihenkaufprogramme der Notenbanken zu einer gewissen Verzerrung an den Anleihenmärkten gesorgt. Bei den Kreditaufschlägen von Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating erwarten wir vorerst wenig Veränderung. Die globale Überschussliquidität stützt das Gewinnwachstum, und die Finanzierungsbedingungen bleiben günstig. Geringere Risikoaufschläge erwarten wir angesichts der historisch tiefen Niveaus nicht. Allerdings hat sich das Risiko schleichend verschlechtert. Die Anreize für Schuldner, durch eine hohe Bonität günstigere Finanzierungssätze zu erhalten, sind derzeit äusserst gering. Das führt dazu, dass innerhalb des Anleihenmarkts die Ratings sich stetig verschlechtert haben. Dies spiegelt sich auch in der Zunahme der

Verschuldung wider. Nicht zu vernachlässigen ist, dass viele Unternehmen das Tiefzinsumfeld nutzen, um sich sehr langfristig zu verschulden. Was aus Unternehmenssicht verständlich ist, führt für den Anleger, wenn er in Fonds investiert oder sich an einem Benchmark orientiert, zu einem immer grösseren Zinsänderungsrisiko. Dies bedeutet: Eine Veränderung des Renditeniveaus führt zu stärkeren Kursschwankungen.

Als wenig interessant erachten wir weiterhin hochverzinsliche Anleihen. Der Renditeaufschlag gegenüber Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating lockt zwar viele Anleger an, doch das Risiko – bspw. im Falle eines unerwarteten Zinsanstiegs oder einer plötzlichen Verkaufswelle – steht für uns in einem schlechten Verhältnis zum – anders als etwa am Aktienmarkt – limitierten Ertragspotenzial einer Anleihe. Besser beurteilen wir hingegen die Aussichten für Schwellenländeranleihen. Auch wenn es hier zu keinen nennenswerten Kursgewinnen kommen dürfte, profitieren Anleger von den höheren Kreditaufschlägen.

### Aktien: Gewinnwachstum stützt Hausse

Die Rückkehr des Wachstums der Unternehmensgewinne hat den Aktienmarkt beflügelt. Auch wenn wir die gegenwärtigen Erwartungen der Einzeltitelanalysten als zu hoch erachten, prognostizieren wir ein solides Gewinnwachstum. Dies sollte die Basis für weitere Zugewinne an den Börsen legen. Allerdings dürften Tempo und Ausmass der Zugewinne zurückgehen. Denn in vielen Regionen und Ländern fielen die jüngsten Kursgewinne stärker aus als das Wachstum der Unternehmensgewinne. Die bereits überdurchschnittlichen Bewertungen haben sich dadurch nochmals erhöht. Die Bewertung ist zwar (noch) nicht auf einem extremen Niveau, auf dem eine Korrektur droht. Doch auch am Aktienmarkt gilt, dass mit zunehmender Höhe die Luft dünner wird. Aus Optionspreisen lässt sich ableiten, dass Anleger für die kommenden Monate kaum Ausschläge erwarten. In der Vergangenheit folgten auf ähnliche Beobachtungen oftmals Korrekturen.

Anleger sollten somit aus der gegenwärtigen Situation keine falschen Schlüsse ziehen. Weiterhin stimmt jedoch: Es mangelt an attraktiven Alternativen. Solange das Umfeld freundlich bleibt, sollte es zumindest nicht zu grösseren Korrekturen kommen. Wir empfehlen, selektiv vorzugehen. Innerhalb der Aktienallokation setzen wir auf Regionen, die etwas zurückgeblieben

sind und dennoch attraktives Gewinnwachstum versprechen. Diese sind für uns Schwellenländer sowie Europa. Innerhalb der Industrieländer erachten wir taktische und strategische Themen als attraktiv.

### Alternative Anlagen zurück im Fokus?

Im aktuellen Marktumfeld mit den gestiegenen Bewertungsniveaus bieten Alternative Anlagen eine interessante Ergänzung zu einem reinen Anleihen- und Aktienportfolio. Im Gegensatz zu herkömmlichen Anlagen, die direkt der Wertentwicklung der zugrunde liegenden Investments folgen, verfügen solche Lösungen über ein erweitertes Instrumentenset, das neue Renditequellen erschliesst. Solche Lösungen können beispielsweise von einem relativen Bewertungsunterschied profitieren. Üblicherweise ist das Chancenpotenzial klar tiefer als etwa das eines reinen Aktienportfolios. Dafür sind die Erträge konstanter, und der Anleger trägt nicht das gesamte Marktrisiko. Im Falle einer Korrektur sollte der Anleger weniger verlieren. Im Anleihensegment haben Absolut-Return-Fonds durch ein breites Anlagespektrum gute Chancen, trotz schwierigem Marktumfeld bessere Erträge zu erwirtschaften. Anders als etwa klassische Offshore-Hedgefonds sind solche Lösungen transparent, liquide und werden in einer bekannten und regulierten UCITS-Fondsstruktur abgebildet.

### Fazit: Balanceakt gefordert

Zumindest in der ersten Jahreshälfte sollte das Kapitalmarktumfeld freundlich bleiben. Im Jahresverlauf erachten wir Phasen mit höheren Schwankungen als wahrscheinlicher, als dass sich das derzeit äusserst ruhige Fahrwasser über das ganze Jahr fortsetzt. Der weit fortgeschrittene Marktzyklus hat zu gestiegenen Bewertungen in sämtlichen Anlageklassen geführt. Dies erfordert von Anlegern einen Balanceakt. Gerade im Anleihenbereich sollten Anleger gut abwägen, ob sie bereit sind, deutlich höhere Risiken einzugehen, um auf vergleichsweise interessante Coupons zu kommen. Die Hausse am Aktienmarkt dürfte wohl vorerst weiter anhalten. Dennoch gilt es auch hier, abzuwägen und sich gezielt zu positionieren. Alternative Anlagen stellen eine interessante Alternative für Anleger dar, die ihr Marktrisiko im fortgeschrittenen Zyklus nicht direktional erhöhen möchten.



# Weltwirtschaft in der Wellnesskur

DIE WELTWIRTSCHAFT HAT NACH DEN SCHWIERIGEN NACHKRISENJAHREN DIE REKONVALESCENZZEIT ÜBERSTANDEN: JETZT IST WELLNESS ANGESAGT. AUCH WENN ES SICH VERMUTLICH MERKWÜRDIG ANHÖRT: EIN ZU STARKER AUFSCHWUNG WÜRD E EIN RISIKO DARSTELLEN

Nach einigen schwierigen Jahren mit rückläufigen Zuwachsraten scheint die Weltwirtschaft die Trendwende vollzogen zu haben. Das Jahr 2016 markierte mit einer Wachstumsrate von nur 3.2 % wohl den zyklischen Tiefpunkt. 2017 sollten jedoch zumindest 3.6 % erreicht werden, im Jahr 2018 dann 3.7 %. Von einem dynamischen Aufschwung zu sprechen, ist nicht angebracht, aber immerhin – es geht weiter voran. Ermutigend sind vor allem die höheren Investitionsquoten in den Industrieländern. Die Unternehmen fassen Mut und stecken wieder mehr Geld in die eigenen Firmen. Aus konjunktureller Sicht ist dies eine sehr gute Nachricht, denn daraus entstehen sich selbst verstärkende Effekte: Unternehmen fragen Produkte anderer Unternehmen nach. Dadurch füllen sich die Auftragsbücher, und die Beschäftigungssituation wird verbessert. Mehr Beschäftigung heisst aber auch, dass der private Konsum zu einem stabilen Wachstumsanker wird.

## Was machen die Notenbanken?

Verbesserte Konjunkturdaten sprechen per se zwar für Anpassungen der expansiven Geldpolitik in den Industrieländern. Die weltweite Inflationsentwicklung ist jedoch noch immer sehr verhalten. Während die Teuerungsraten aufgrund der wieder höheren Ölpreise temporär in höhere Gefilde gerieten, verharrten die Kerninflationen, also die Teuerungsentwicklung unter Vernachlässigung der Energie- und Nahrungsmittelpreise, auf niedrigen Niveaus. Selbst die hervorragenden Bedingungen am US-Arbeitsmarkt (die Arbeitslosenquote liegt bei gerade einmal 4.1 %) konnten weder

## Kompakt

- Die Weltwirtschaft ist auf Erholungskurs bei einer gleichzeitig verhältnismässig geringen Inflation.
- Ein wesentlicher Wachstumstreiber werden die Investitionen sein.
- Die Inflationsentwicklung dürfte in unserem Basiszenario derweil moderat ausfallen.
- Nichtsdestotrotz gilt es, die Augen offen zu halten: Das Risiko eines stärkeren Inflationsanstiegs ist vorhanden.

einen signifikanten Lohn- noch einen Inflationsanstieg bewirken. Die obersten Währungshüter dies- und jenseits des Atlantiks werden aus diesem Grund zunächst einmal zurückhaltend bleiben und moderat agieren.

## Alles eitel Sonnenschein?

An den Börsen scheint man es sich in der gegenwärtigen Gemengelage aus solidem Wachstum und niedrigen Inflationsraten gemächlich gemacht zu haben. Stetig steigende Aktienmärkte bei relativ geringer Schwankungsfähigkeit legen hierfür bestes Zeugnis ab. Doch was wäre, wenn sich nun die Löhne in den USA, aber auch etwa in Deutschland, stärker nach oben bewegen sollten? In so einem Fall müssten die zurückhaltenden Inflationserwartungen an den Zinsmärkten korrigiert werden. Zudem müsste die US-Notenbank dann vermutlich rascher an der Zinsschraube drehen, und auch die Europäische Zentralbank könnte das Ende ihrer expansiven Geldpolitik schneller in die Wege leiten. Dieses Szenario würde zumindest kurzzeitig für hohe Wogen an den Finanzmärkten sorgen. Aus diesem Blickwinkel stellt ein höheres Wirtschaftswachstum als bislang angenommen zusammen mit steigenden Inflationserwartungen also in gewisser Weise ein Risiko dar.

## Fazit

Es sieht grundsätzlich gut aus für das anstehende Konjunkturjahr 2018. Das Augenmerk sollte der Inflationsentwicklung gelten. Käme es nämlich doch zu einem stärkeren Teuerungsschub als bislang erwartet, müsste ein Umdenken stattfinden. An den Zinsmärkten müsste dann ein klarer Zinszyklus der US-Notenbank eingepreist werden. Ähnelten die Finanzmärkte in den vergangenen Jahren doch eher einer ruhigen See, wäre in so einem Fall wohl plötzlich Sturmwarnung angesagt.

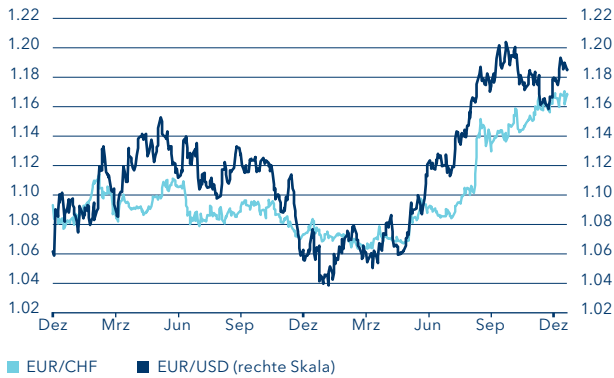
## 2. ANLAGEKLASSEN

Geldmarkt und  
Währungen

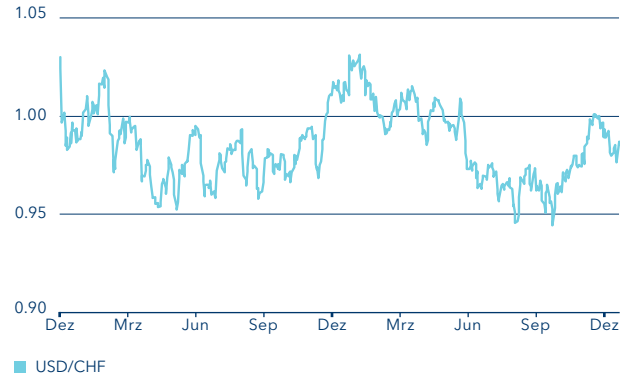


# Märkte im Überblick

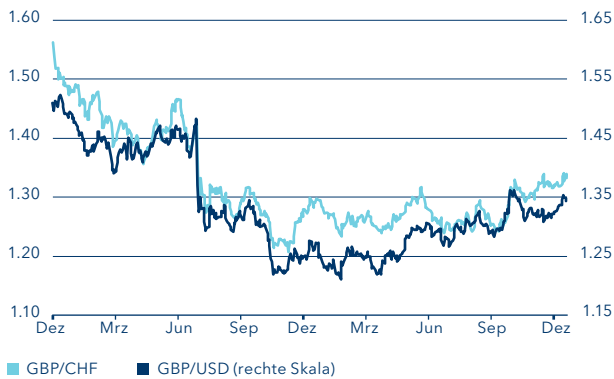
EUR/CHF und EUR/USD: Kursentwicklung seit Dezember 2015



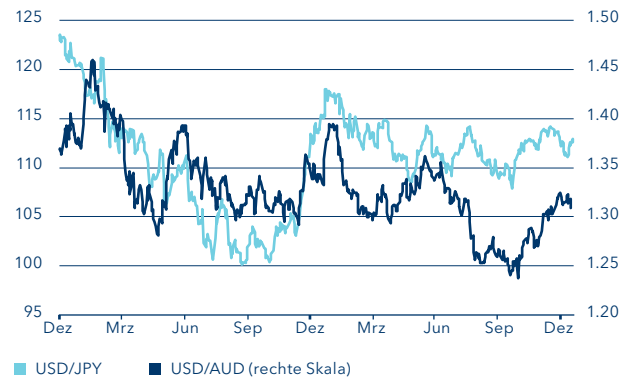
USD/CHF: Kursentwicklung seit Dezember 2015



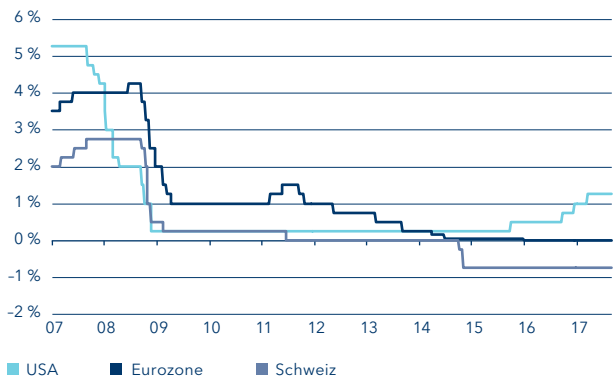
GBP/CHF und GBP/USD: Kursentwicklung seit Dezember 2015



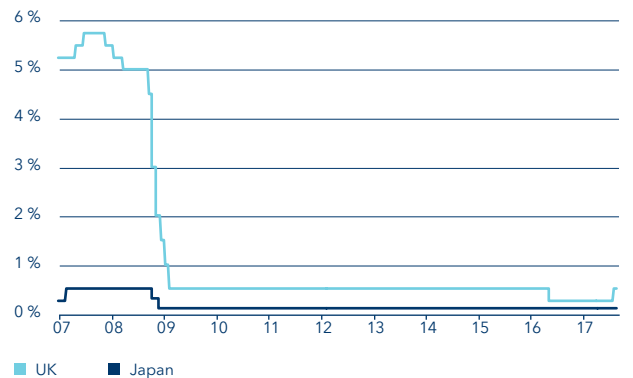
USD/JPY und USD/AUD: Kursentwicklung seit Dezember 2015



Leitzinsen Schweiz, Eurozone, USA: Zinsentwicklung seit Januar 2007



Leitzinsen UK und Japan: Zinsentwicklung seit Januar 2007



# Notenbanken bleiben vorsichtig

DIE GROSSEN NOTENBANKEN TRETEN MIT IHRER EXPANSIVEN GELDPOLITIK AUF DIE BREMSE – ZUMINDEST IN MODERATEM UMFANG. DER INFLATIONS-AUSBLICK SPRICHT GEGEN EINE DEUTLICHE GELDPOLITISCHE STRAFFUNG. WIR WIEGEN UNS ABER NICHT ZU SEHR IN SICHERHEIT. SO MANCHER INDIKATOR SIGNALISIERT DURCHAUS GRÖSSES INFLATIONSPOTENZIAL.

Der Euroraum war der Star in der globalen Wachstumsmanege des Jahres 2017. Die noch zu Jahresbeginn zurückhaltende Konsensprognose für die BIP-Expansion des gemeinsamen Währungsraums musste schon bald revidiert werden. Tatsächlich dürfte nun voraussichtlich ein BIP-Zuwachs von 2.2 % für das Jahr 2017 zu Buche stehen. Wir rechnen mit einem Wachstum in gleicher Grössenordnung in den nun folgenden 365 Tagen. Wir sind damit optimistischer als die von der Nachrichtenagentur Bloomberg befragten Volkswirte, die im Mittel ein Plus von 1.9 % vorhersagen. Aus unserer Sicht sollten sich selbst verstärkende Effekte nicht vernachlässigt werden. Fragen Unternehmen bei anderen Unternehmen mehr Produkte nach, steigt dadurch zum einen die Beschäftigung, zum anderen nimmt der Anreiz für Erweiterungsinvestitionen zu. Die Effekte verstärken sich also gegenseitig, was die wirtschaftliche Erholung festigt. Letzteres könnte nun der Fall sein.

## Investitionen werden zulegen ...

Ähnliches ist für die USA zu erwarten. Umfragen zufolge planen viele US-Unternehmen eine Kapazitätsausweitung. Dadurch würde die Investitionsnachfrage gestärkt werden. Unsere Analysen zeigen, dass die Ausrüstungsinvestitionen sogar deutlich zulegen könnten. Aus diesem Grund rechnen wir mit einem BIP-Zuwachs von 2.6 % für die grösste Volkswirtschaft der Welt im Jahr 2018. Auch für die eidgenössische

Volkswirtschaft sind wir zuversichtlich, dass ein ähnlicher Prozess in Gang gesetzt wird und die Unternehmensinvestitionen gegenüber dem Jahr 2017 an Dynamik gewinnen werden. Das Schweizer BIP sollte um 1.5 % expandieren und damit das enttäuschende Jahr 2017, das lediglich einen BIP-Zuwachs von vermutlich 0.9 % ausweisen wird, klar hinter sich lassen.

## ... die Inflation hinkt jedoch hinterher

Wer nun aus diesem freundlichen Wachstumsausblick allerdings schliesst, dass die Inflationsraten deutlich höheren Niveaus entgegenstreben, wird vermutlich auf dem falschen Fuss erwischt werden. Während die US-Wirtschaft mit Vollbeschäftigung glänzt, liegt die Inflationsrate weiterhin unter dem Ziel der US-Notenbank (Fed). Die Fed ist sich nach eigenen Angaben unsicher, warum der Preisdruck in Anbetracht der guten Beschäftigungssituation so gering ist. Fakt ist, dass die Löhne in der grössten Volkswirtschaft der Welt zwar zulegen, aber wesentlich geringer, als es in Anbetracht der niedrigen Arbeitslosenquote zu erwarten war. Solange die Löhne nicht deutlicher zulegen, bleibt die Teuerungsentwicklung verhältnismässig schwach. Die Projektionen der obersten US-Währungshüter sehen drei Zinserhöhungen für das Jahr 2018 vor. Angesichts der schleppenden Entwicklung der Konsumentenpreise erwarten wir jedoch lediglich zwei Zinserhöhungen, was wiederum im Vergleich zu den Geldmarkterwartungen die lediglich von einer geldpolitischen Straffung ausgehen. Während hinsichtlich weiteren Zinserhöhungen eine breite Spanne an Meinungen anzutreffen ist, herrscht bei der Bilanzsummenreduktion der Fed weitgehende Einigkeit. Die Fed wird an der sukzessiven Ausweitung der Nicht-Wiederanlage fällig werdender Papiere des Wertpapierbestands ihrer Bilanzsumme festhalten. Daran wird auch die Wachablösung der Notenbankvorsitzenden Janet Yellen nichts ändern. Der designierte Nachfolger, Jerome Powell, ist eigenen Angaben zufolge willens, den eingeschlagenen Kurs fortzusetzen.

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat derweil mit ihrer Oktober-Sitzung den geldpolitischen Kurs des Jahres 2018 weitgehend festgezurr. Vor dem Hintergrund einer anhaltend niedrigen Kerninflationsrate von zuletzt lediglich 0.9 % werden die Wertpapierkäufe mit einem reduzierten Volumen von EUR 30 Mrd. (bislang noch EUR 60 Mrd.) bis mindestens September 2018 fortgesetzt. An eine Zinserhöhung ist vor diesem Hintergrund

vorerst nicht zu denken. Letztere könnte frühestens im Jahr 2019 in Betracht gezogen werden. Ganz ähnlich sieht die Situation in der Schweiz aus: Eine Zinserhöhung der Schweizerischen Nationalbank (SNB) liegt noch in weiter Ferne. Für eine geldpolitische Straffung ist die Inflationsrate noch zu tief. Darüber hinaus muss die SNB bei ihrer Geldpolitik Rücksicht auf die Vorgaben der EZB nehmen, wenn nicht eine neuerliche deutliche Frankenstärke provoziert werden soll.

### Aber Achtung!

Unser oben skizziertes Basisszenario liest sich unaufgeregt. Wir sind deshalb aber keineswegs tiefenentspannt, denn es lassen sich am fernen Horizont durchaus Inflationsgefahren erkennen. Letztere sind aber noch zu schemenhaft, um sie in ein Hauptszenario giessen zu können. So berechnet etwa der regionale Ableger der US-Notenbank in New York, die New York Fed, ein Inflationsbarometer, bestehend aus 346 Einzelindikatoren. Letzterer deutet auf einen beschleunigten Anstieg der Teuerungsraten hin. Würde sich dies materialisieren, müsste der neue Notenbankpräsident Jerome Powell noch innerhalb seines ersten Amtsjahres einen beschleunigten geldpolitischen Straffungskurs in Aussicht stellen. Höhere Zinsen hätten bei den mittlerweile recht üppig verschuldeten US-Unternehmen unter Umständen negative Konsequenzen. In Anbetracht eines höheren Schuldendienstes kämen etliche Firmen in die Bredouille. Steigende Insolvenzquoten wären wohl die Folge. Die Fed könnte damit den Aufschwung abwürgen.

Warum wir aber noch vor dem Ausrufen eines deutlicheren Anstiegs der Teuerungsentwicklung zurückschrecken, liegt im US-Wohnungsmarkt begründet. Die etwas gestiegene Leerstandsquote bei Mietwohnungen dürfte zu einer Abflachung der Preissteigerungsrate in der Ausgabenkategorie «Wohnen» des Verbraucherpreisindex führen. Diese Ausgabenkategorie umfasst neben den tatsächlichen Mieten auch kalkulatorische Mieten für selbstgenutztes Wohneigentum. Da sich der Anteil der Wohnausgaben zuletzt auf knapp 34 % des Konsumentenpreisindex belief, beeinflusst die Entwicklung der Mieten massgeblich die Entwicklung der Gesamtinflation.

### Kompakt

- Die Inflationsentwicklung bleibt für die grossen Notenbanken bislang enttäuschend.
- Die Fed wird an ihrem vorsichtigen Vorgehen festhalten.
- Für die EZB und die SNB bleibt eine geldpolitische Straffung ein Projekt für die ferne Zukunft.

### Fazit

Die Inflationsraten sollten im Basisszenario moderat zulegen und mit einem vorsichtigen Vorgehen der Notenbanken einhergehen. Die Fed wird im Jahr 2018 zweimal an der Zinsschraube drehen. Für die EZB und die SNB bleibt aber eine Zinserhöhung noch in weiter Ferne. Wir messen jedoch dem Fall eines stärkeren Anziehens der Inflationsrate im Nebenszenario ein hohes Gewicht bei. Verschiedene Indikatoren signalisieren einen durchaus stärkeren Teuerungsauftrieb. Anleger sollten sich deshalb nicht zu sehr in Sicherheit wiegen. Besonderes Augenmerk gilt deshalb im Jahr 2018 der Entwicklung der US-Kerninflationsrate.

Leitzinsen	Januar 2018
Schweiz	→
Europa (EWU)	→
USA	↗

Bandbreite für unsere Zinsprognose auf drei bis sechs Monate:

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

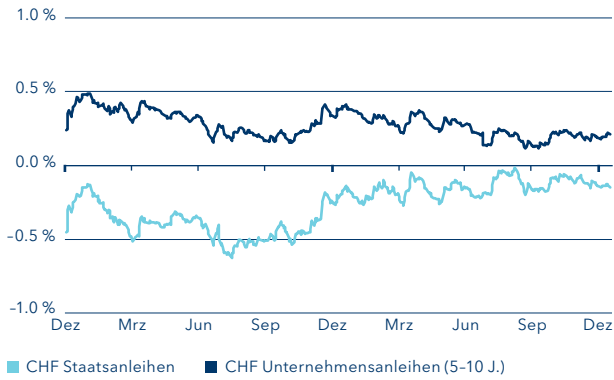
## 2. ANLAGEKLASSEN

Anleihen



# Renditen im Überblick

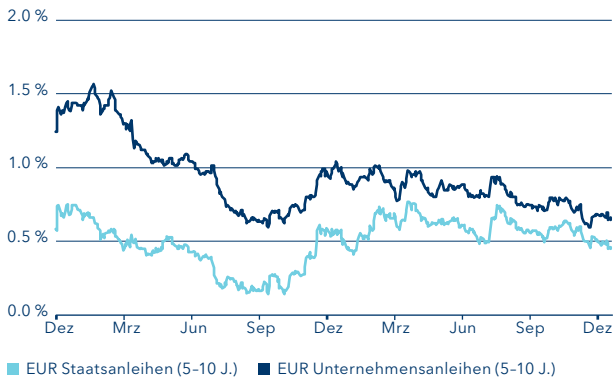
Schweiz: Renditeentwicklung seit Dezember 2015



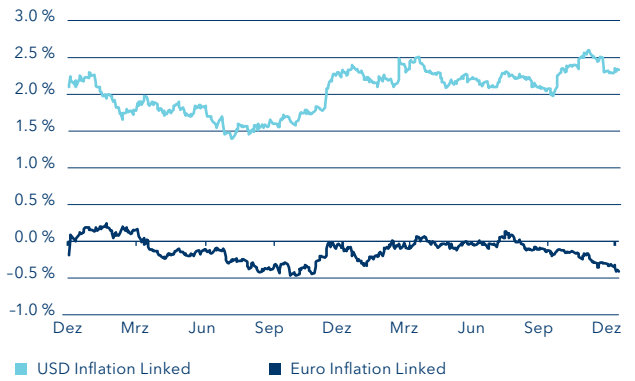
Schwellenländer: Renditeentwicklung seit Dezember 2015



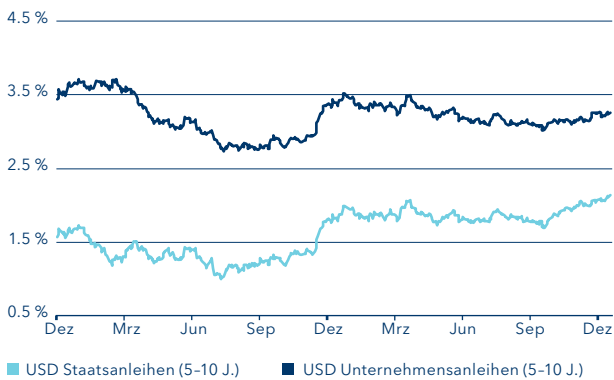
Europa: Renditeentwicklung seit Dezember 2015



Inflationsgebundene Anleihen: Renditeentwicklung seit Dezember 2015



USA: Renditeentwicklung seit Dezember 2015



Hochverzinsliche Anleihen: Renditeentwicklung seit Dezember 2015



# Renditen: Kommt jetzt der Anstieg?

KOMMT ES NUN ENDLICH ZU EINEM HÖHEREN NIVEAU IM BEREICH DER KAPITALMARKT-ZINSEN? BEI KAUM EINER PROGNOSE LIEGEN ANALYSTEN SO HÄUFIG FALSCH WIE BEI DER VORHERSAGE DER STAATSANLEIHENRENDITEN.

Im Hinblick auf das derzeitige Wirtschaftswachstum müssten Staatsanleihen eigentlich deutlich nachgeben. Die Anlageklasse erweist sich jedoch jedes Jahr aufs Neue als erstaunlich robust. Unter Berücksichtigung der Inflationsrate liegt sowohl die (reale) Rendite zehnjähriger Eidgenossen als auch etwa diejenige deutscher Bundesanleihen im negativen Bereich. Eine schlüssige Erklärung für dieses Phänomen lässt sich nur schwer finden. Wir haben an dieser Stelle in der Vergangenheit mehrfach Untersuchungen hierzu vorgenommen, ohne dabei zu einer quantitativ fassbaren Lösung gekommen zu sein. Fakt ist, dass das Renditeniveau seit den 1980er-Jahren kontinuierlich sinkt. Ebenfalls feststellbar ist, dass die globalen Investitionsausgaben im Verhältnis zum globalen Bruttoinlandprodukt seit diesem Zeitpunkt genauso rückläufig sind und gleichzeitig die weltweite Sparquote zulegt. Die dadurch entstehende Ersparnisschwemme hält die Nachfrage nach sicheren Anlagen, also nach Staatsanleihen, hoch: Der Realzins sinkt. Ob diese Erklärung tatsächlich stichhaltig ist, wird auch unter Wirtschaftswissenschaftlern kontrovers diskutiert. Aus theoretischer Sicht müssen sich Sparkapital und Investitionen nämlich ausgleichen; jegliche Abweichung zwischen den zwei Größen dürfte das Resultat von Messfehlern sein. Ob dieses Konzept also tatsächlich den Rückgang des Renditeniveaus begründen kann, bleibt strittig.

## Zinserwartungen im Visier

Statt den Untersuchungszeitraum auf Jahrzehnte auszuweiten, schauen wir uns die Entwicklung der vergangenen Jahre an. Unsere empirischen Untersuchungen zeigen dabei einen interessanten Zusammenhang zwischen den an den Geldmärkten eingepreisten Zinser-

höhungserwartungen und den Renditen zehnjähriger Staatsanleihen. Dieser beobachtbare Gleichlauf ist auch ökonomisch schlüssig, denn langlaufende Zinsbindung sollte auch Ausdruck des künftigen Inflations- und Zinsumfelds sein. Nimmt man dies als Basis, ergibt sich ein enger Zusammenhang zwischen Inflations- und Zinserwartungen einerseits und langlaufenden Renditen andererseits. Die wesentliche Duftmarke an den Zinsmärkten setzt die US-Notenbank. Letztere vollzog zwar in den vergangenen Jahren die Zinswende – allerdings sehr behutsam. In Anbetracht einer fast schon notorisch niedrigen Inflationsrate sind die Marktteilnehmer skeptisch hinsichtlich weiterer Zinserhöhungen. Für den Zeitraum 2018 bis 2019 sind nicht einmal drei weitere Zinserhöhungen vollständig eingepreist. Diese Zurückhaltung erklärt aus unserer Sicht das derzeitige niedrige Renditeniveau. Wir rechnen für das kommende Jahr mit zwei Zinserhöhungen seitens der Washingtoner Währungshüter. Materialisiert sich unsere Prognose, dürfte es zumindest in begrenztem Umfang aufwärts gehen. Für zehnjährige US-Staatsanleihen sollten 2.50 % auf der Agenda stehen (aktuell: 2.39 %). Zehnjährige Eidgenossen dürften sich auf 0 % (aktuell: 0.17 %) verbessern, und zehnjährige deutsche Bundesanleihen sollten 0.50 % (aktuell: 0.30 %) erreichen. Zwar wurden diese Niveaus im Jahr 2017 schon notiert, doch es kam im Anschluss daran jeweils zu einem deutlichen Fall. Unsere Vorhersage impliziert auch, dass diese Renditestände nachhaltig erreicht werden.

## Ein Risikoszenario

Da unserem Wirtschaftsausblick zufolge ein robustes globales Wachstum auf der Agenda steht, ergeben sich hinsichtlich der Renditeprognose gewisse Aufwärtsrisiken. Sollten die Inflationsraten in Anbetracht eines höheren US-Lohnwachstums etwas höheren Gefilden entgegenstreben, hätte dies auch Implikationen für den an den Märkten erwarteten Zinserhöhungspfad der Fed. An den Finanzmärkten würde dann die Skepsis zugunsten eines aggressiveren Vorgehens der US-Notenbank weichen. In diesem Fall hätten langlaufende Zinsbindungen dies- und jenseits des Atlantiks Bedarf an spürbar höheren Niveaus. Auf dem europäischen Kontinent dürften dann nämlich recht schnell Spekulationen aufblühen, wonach die Europäische Zentralbank ebenfalls schneller als bislang gedacht auf die Bremse treten könnte. Noch handelt es sich um ein Risikoszenario, aber wie heisst es doch so schön: Holzauge, sei wachsam!



# Das Risiko hat zugenommen

## DIE MARKTVERZERRUNGEN DURCH DIE NOTENBANKEN HABEN ZU FEHLALLOKATIONEN VON KAPITAL GEFÜHRT.

### Divergierende Marktsignale

Derzeit senden die Anleihen- und Aktienmärkte unterschiedliche Signale. Bei Hochrisikoanleihen liegen die Aufschläge gegenüber Staatsanleihen nahe den Allzeittiefstständen. Anders formuliert, geht dieser Markt künftig von einem kleineren Kreditrisiko aus. Genau umgekehrt ist die Sicht der Aktienmärkte: Die relative Performance von Unternehmen mit tiefem Verschuldungsgrad entwickelt sich gegenüber dem Gesamtmarkt seit Jahren positiv – und dies in zunehmendem Tempo. Die Aktienmärkte erwarten also künftig Probleme bei hochverschuldeten Unternehmen. Da die Anleihenmärkte durch die Kaufprogramme der Notenbanken verzerrt sind, muss man davon ausgehen, dass die Aktienmärkte die Lage besser beurteilen können.

### Hochzinsanleihen deuten als Erste das Ende des Bullenmarkts an

Die makroökonomische Lage bestätigt die Sicht der Aktienmärkte. In den USA ist die Arbeitslosenquote auf 4.1 % gesunken – der Arbeitsmarkt könnte überhitzen. Die Stundenlöhne steigen derzeit mit einer Jahresrate von 2.4 %, bei einer weiteren Verknappung dürften sie noch stärker anziehen. Die Folge für die Unternehmen sind Margendruck und somit weniger verfügbares Geld für die Verzinsung der Schulden. Dies vor dem Hintergrund, dass die Unternehmen in den letzten Jahren die Verschuldung aufgebaut haben. Die Erkenntnis, dass das Kreditrisiko damit zugenommen hat, ist von zentraler Bedeutung. Als Faustregel gilt: Die Aktienmärkte folgen den Anleihenmärkten, Staatsanleihen folgen den Unternehmensanleihen, und Unternehmensanleihen folgen Hochzinsanleihen. Sollte sich also die grundlegende Stimmung an den Märkten verändern, wird dies zuerst bei den Hochzinsanleihen sichtbar.

### Manipulation durch Notenbanken

Die Kreditaufschläge bei den Hochzinsanleihen sind von Mitte 2014 bis Februar 2016 infolge des Ölpreis-

### Kompakt

- Das Renditeniveau bleibt aufgrund moderater Inflationserwartungen vorerst fest verankert.
- Allerdings bleibt das Risiko, dass infolge steigender Löhne die Inflationsraten in den USA ansteigen.
- Während die Aktienmärkte Probleme für hochverschuldete Unternehmen erwarten, werden die Anleihenmärkte dank der Notenbanken noch nicht tangiert.
- Bei Unternehmen mit tieferer Bonität (zum Beispiel Hochzins-Unternehmensanleihen) mahnen wir zur Vorsicht

zerfalls von USD 80 um rund 4.5 % gestiegen. Infolge des Anleihenkaufprogramms der Europäischen Zentralbank (EZB) wurden sie wieder in die Nähe der Rekordtiefststände gedrückt. Dies, obwohl weiterhin viele Zahlungsausfälle fundamental höhere Aufschläge erfordern würden. Schwächere Bilanzen werden damit vom Markt nicht genügend geahndet, sondern eher gefördert. Die EZB hat eine Reduktion des Programms für Januar angekündigt und eine Verlängerung bis September 2018 in Aussicht gestellt. Das Ende dieser Verzerrungen ist somit absehbar.

### Fazit

In Zukunft wird eine Unternehmensanalyse mit stärkerem Fokus auf die Bilanzqualität bei Aktien- und Anleihen für den Anlageerfolg wichtiger werden. Bezüglich tieferer Bonität bei Unternehmensanleihen sind wir generell zurückhaltend.

Benchmark	Januar 2018	% YTD <sup>1</sup>
Staatsanleihen Schweiz <sup>2</sup>	→	-0.39 %
Staatsanleihen Europa (EUR) <sup>2</sup>	→	1.30 %
Staatsanleihen USA <sup>2</sup>	↗	2.21 %
Inv. Grade-Unternehmensanleihen Schweiz <sup>2</sup>	→	0.53 %
Inv. Grade-Unternehmensanleihen Europa (EUR) <sup>2</sup>	→	2.29 %
Inv. Grade-Unternehmensanleihen USA <sup>2</sup>	↗	5.86 %
High-Yield-Anleihen <sup>3</sup>	↘	6.25 %
Anleihen Emerging Markets (Hartwährungen) <sup>3</sup>	→	8.71 %
Anleihen Emerging Markets (Lokalwährungen) <sup>3</sup>	→	13.86 %

<sup>1</sup> Daten per 05.12.2017

<sup>2</sup> Rendite

<sup>3</sup> Total Return

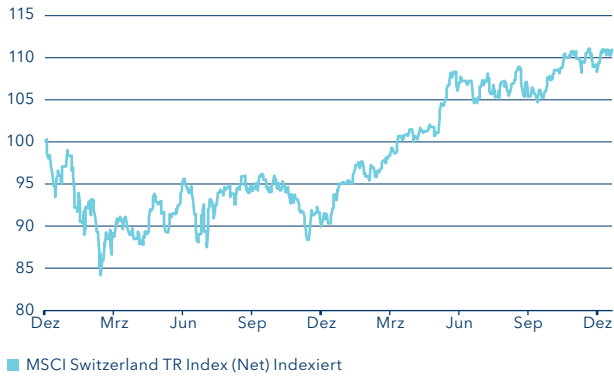
## 2. ANLAGEKLASSEN

Aktien



# Aktienindizes im Überblick

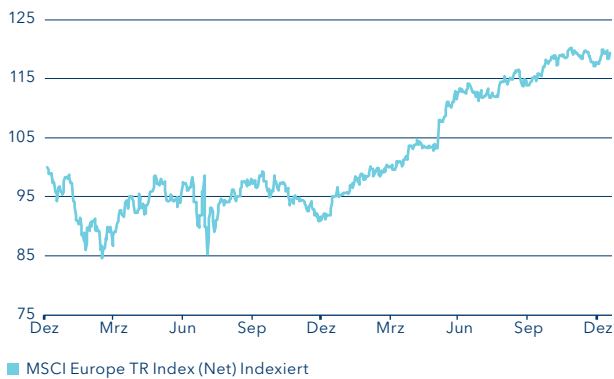
Schweiz: Kursentwicklung seit Dezember 2015 (indexiert)



Pazifik: Kursentwicklung seit Dezember 2015 (indexiert)



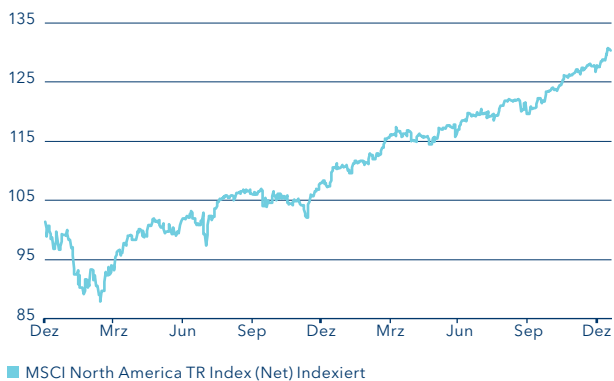
Europa: Kursentwicklung seit Dezember 2015 (indexiert)



Schwellenländer: Kursentwicklung seit Dezember 2015 (indexiert)



Nordamerika: Kursentwicklung seit Dezember 2015 (indexiert)



Grossbritannien: Kursentwicklung seit Dezember 2015 (indexiert)



# In der Ruhe liegt die Kraft

2017 ERWIES SICH ALS EIN SEHR GUTES BÖRSENAHR FÜR DIE AKTIONÄRE, WOBEI SICH VOR ALLEM ASIEN UND DER TECHNOLOGIESEKTOR HERVORHOBEN. DIE WIRTSCHAFTLICHEN VORAUSSETZUNGEN FÜR SOLIDE RENDITEN IM JAHR 2018 SIND GUT, JEDOCH WIRD DER WEG STEINIGER.

Die seit 2009 bestehende Aufschwungphase ist für viele Investoren ungewohnt, und bereits 2017 wurde warnend der Zeigefinger gehoben. In der Tat verzeichnet vor allem der amerikanische Aktienmarkt historisch hohe Bewertungen, und eine Bereinigung ist wohl nur eine Frage der Zeit. Jedoch zeigte gerade das Jahr 2017 deutlich auf, dass der Zeitpunkt und auch der etwaige Umfang einer «Korrektur» nur schwer zu ermitteln sind. Es ist sinnvoll, dem neuen Jahr mit klarem Blick auf fundamentale Fakten zu begegnen und weiterhin einer vernünftigen Anlagestrategie zu folgen.

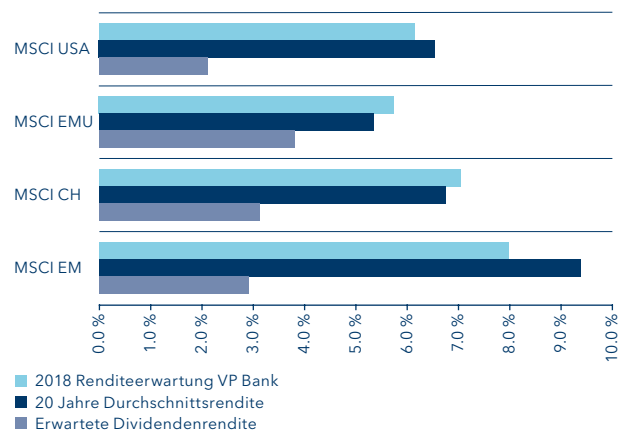
## Solide Renditen auch im neuen Jahr

Für 2018 wird für das weltweite Bruttoinlandprodukt ein Wachstum von 3.7 % erwartet. Hierzu steuern alle G20-Staaten einen positiven Beitrag bei. Die globalen Wirtschaftsaktivitäten haben deutlich zugenommen, verfestigten sich und führten zu einem weiterhin starken Investitionswachstum. Die daraus resultierenden Auftragseingänge beflügelten die Gewinnerwartungen in gleichem Masse wie der schrittweise ansteigende Binnenkonsum in den Entwicklungsländern. Das neue Börsenjahr wird an diese Entwicklung anknüpfen, die Dynamik dürfte jedoch abnehmen.

In unseren Renditeerwartungen für das neue Jahr ist eine Mässigung der bereits hohen Bewertungen berücksichtigt. Gleichermassen bereinigten wir den Umstand, dass Gewinnerwartungen in der Regel zu hoch angesetzt werden. Im Basisszenario führt das Ergebnis bei allen Hauptregionen zu einem Gesamtrenditepotenzial, das zwischen 5.7 % (Europa) und 7.9 %

(Schwellenländer) liegt. Für die Schweiz liegt es bei 7 %, hier haben wir jedoch das geringste Vertrauen. Grund hierfür sind aussergewöhnlich hohe Gewinnerwartungen, die in der Vergangenheit in dieser Art noch nie erfüllt werden konnten.

## Renditeerwartung 2018



Dividenden tragen in der Schweiz mit mindestens 3 % zur Renditeerwartung bei. Die erwarteten Kursgewinne sollten somit deutlich geringer ausfallen als im Vorjahr, das Kursschwankungsrisiko dürfte allerdings höher sein.

## Risikoprämien müssen verdient werden

Die Grundstimmung an den Aktienmärkten ist positiv, jedoch nicht euphorisch. Es herrscht eine gewisse Frustration über bereits hohe fundamentale Bewertungen. Dies lenkt den Blick stark auf mögliche negative Marktszenarien, die mit einer höheren Wahrscheinlichkeit eintreten können, deren Auswirkungen jedoch unklar sind. Neben sich verschärfenden geopolitischen Risiken sind dies vor allem die sehr starke globale Wirtschaft und die Frage der künftigen Geldpolitik der Notenbanken. Die US-Notenbank strebt bereits eine Normalisierung an, jedoch weiten unter anderem Japan und Europa ihre Bilanzen weiter aus. In einem Umfeld, das von starkem Wirtschaftswachstum geprägt ist, stellen sich die Fragen, warum das so ist und wie lange dies wohl noch anhalten wird.

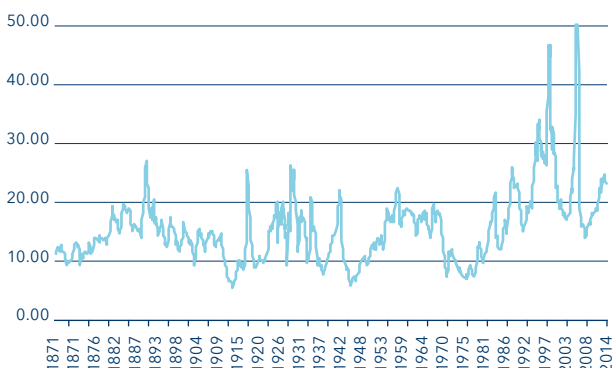
Die Marktteilnehmer wissen, dass die sehr experimentelle Geldpolitik nicht nur die Zinsen künstlich tief hält, sondern auch die Aktienbewertungen nach oben treibt. Gleichermassen verursachen niedrige Zinsen zunehmend aggressiveres Investitionsverhalten, sowohl bei

den Investoren als auch bei Unternehmen. Die logische Schlussfolgerung der Anleger ist somit, dass sich dies bei einer Veränderung der Zentralbankstrategien umkehren oder bereinigen könnte. Höhere Kursschwankungen sollten daher mit in die Aktienstrategien einberechnet werden. Insgesamt werden die Aktienmärkte durch das sehr robuste und synchrone Weltwirtschaftswachstum jedoch weiterhin unterstützt, und für alle Regionen sollten sich positive Renditen erwirtschaften lassen.

### Produktivität bleibt der treibende Faktor

In Kombination mit den Bestrebungen zur weiteren Automatisierung und Digitalisierung prägen länderspezifische, aber auch überregionale Infrastrukturprogramme das Wirtschaftsgeschehen. Der Aufschwung gewinnt hierdurch an Breite. Aus regionaler Sicht sollte sich dies für die Länder, die sich bis anhin nur langsam entwickelt haben, als günstig erweisen. In Europa sind dies vor allem die Länder im Süden. Beste Voraussetzungen mit einem hohen Gewinnwachstum, aber auch starken Gewinnmargen sehen wir bei Spanien. Innerhalb der Schwellenländer sollte die wirtschaftliche Stabilisierung in Osteuropa aber auch in Lateinamerika weiter Form annehmen. Unter den Industrieländern sehen wir Deutschland, Japan und Südkorea, aber auch die USA bestens positioniert, da diese die industriellen Trends teilweise im Kern auslösen, aber auch beschleunigen. Regionen, deren Wirtschaft zu einseitig strukturiert ist oder die von den wirtschaftlichen Umbrüchen härter erfasst werden, müssen mit grösseren Herausforderungen rechnen. In der Eurozone sind dies Portugal und Griechenland, aber auch Australien und Eng-

S&P langfristiges KGV



■ S&P 500 Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)

### Kompakt

- Die synchron wachsende Weltwirtschaft spricht weiterhin für Anlagen in Aktien. Lenken Sie hierbei Ihren Fokus auf Bilanzqualität und Nachhaltigkeit mit folgenden Anlagethemen:
  - Energieeffizienz - Umweltschutz einmal anders
  - Trend zur Automatisierung durch Robotik
  - Infrastruktur: Eine Investition in die Zukunft
  - China im Wandel
- Anlagetaktische Vorteile erkennen wir im aktuellen Marktumfeld bei amerikanischen Banken und dem Automobilssektor

land kämpfen mit ernststen Strukturproblemen. Chinas Wirtschaftswachstum sollte sich auf moderatem Niveau bewegen, die Qualität dürfte jedoch zunehmen, und die schrittweise steigenden Margen dürften ein geringeres Wachstum kompensieren.

### Fazit

Wichtig für 2018 ist, dass man sich durch die zu erwartenden Preiskorrekturen nicht aus seinem Anlagekonzept bringen lässt. Preisbereinigungen erkennen wir vor allem bei Technologiewerten sowie bei asiatischen Konsumaktien. Zudem erwarten wir für alle Regionen eine Reduktion der Gewinnerwartungen - dies könnte bereits mit der Bekanntgabe der Gewinnausschüttung für das erste Quartal der Fall sein. Stärkere Verluste würden wir jedoch zum Anlass nehmen, die Positionierung in langfristigen Anlagethemen aufzubauen. Ein Fokus auf Bilanzqualität, nachhaltige Geschäftsmodelle und stabile Dividendenausschüttungen wird den Unterschied in der Anlageperformance im Jahr 2018 ausmachen.

MSCI-Benchmark	Januar 2018	% YTD <sup>1</sup>
Schweiz	→	16.86 %
Europa	↗	23.13 %
Nordamerika	→	19.12 %
Pazifik (inklusive Japan)	→	21.87 %
Emerging Markets	↗	32.67 %

Bandbreite für unsere absoluten Performanceeinschätzungen auf drei bis sechs Monate:

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

<sup>1</sup> Daten per 05.12.2017, Nettorendite mit Dividende in lokaler Währung

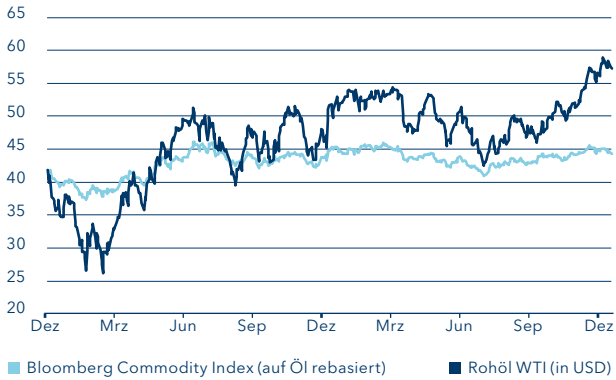


## 2. ANLAGEKLASSEN

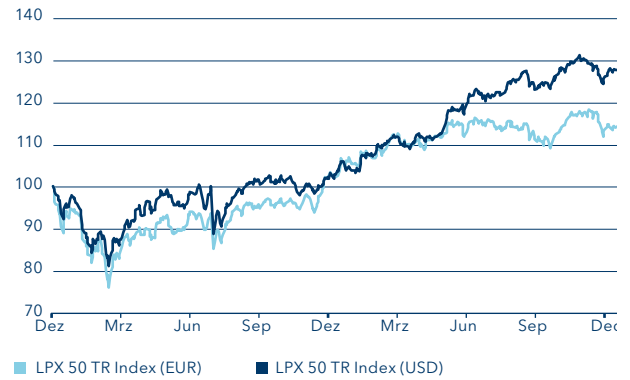
Alternative  
Anlagen

# Überblick Alternative Anlagen

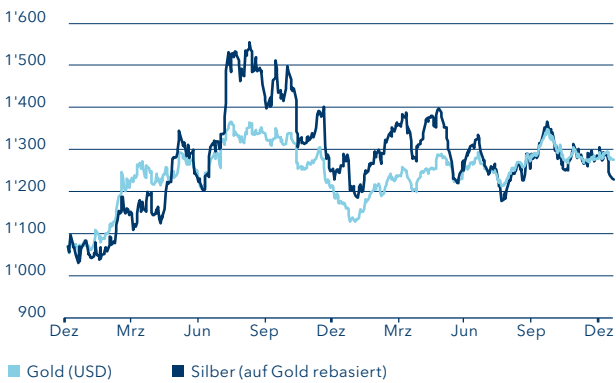
Rohstoffe: Kursentwicklung seit Dezember 2015



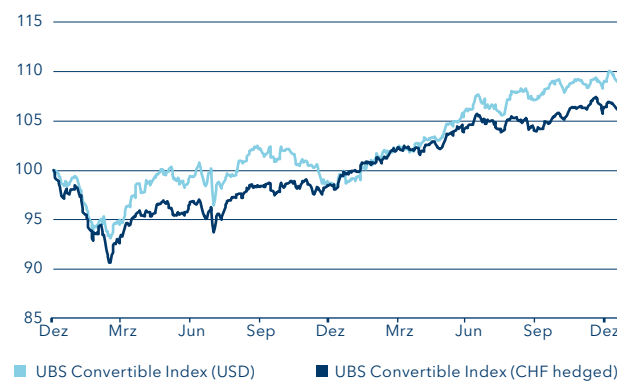
Private Equity: Kursentwicklung seit Dezember 2015 (indexiert)



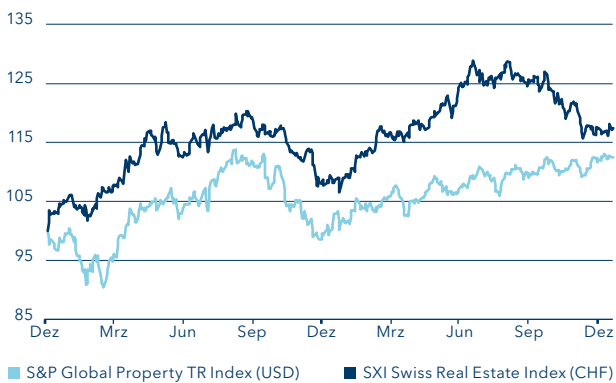
Edelmetalle: Kursentwicklung seit Dezember 2015



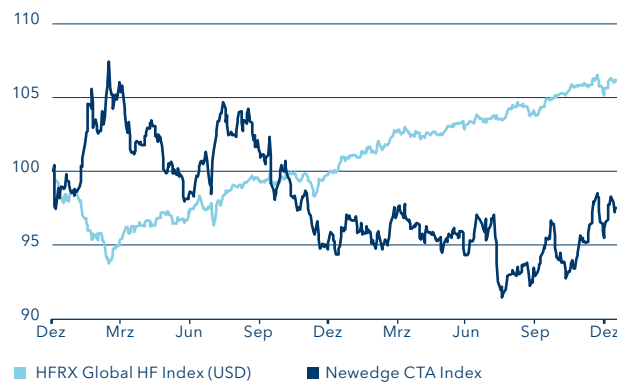
Wandelanleihen: Kursentwicklung seit Dezember 2015 (indexiert)



Immobilien: Kursentwicklung seit Dezember 2015 (indexiert)



Hedgefonds: Kursentwicklung seit Dezember 2015 (indexiert)



# Rückkehr der Volatilität 2018?

DAS ABGELAUFENE JAHR WAR VON VIELZÄHLIGEN REKORDEN AN DEN FINANZMÄRKTEN GEPRÄGT. NEBEN DEN HÖCHSTSTÄNDEN SIND VOR ALLEM DIE BEWERTUNGEN UND DIE VOLATILITÄT ZU NENNEN.

## Konsequenzen für Anleger

Für Anleger, die mit Marktkorrekturen rechnen, ist der Zeitpunkt gekommen, um sich Gedanken darüber zu machen, wie man der fortgeschrittenen Entwicklung an den Finanzmärkten begegnen soll. Grundsätzlich stehen vier Handlungsmöglichkeiten zur Verfügung:

- a) Verkaufen
- b) Absichern
- c) Alternative Renditequellen nutzen (Diversifikation)
- d) Risiko tragen und nicht agieren

Die Auflistung macht bereits deutlich, dass der Handlungsbedarf vom persönlichen Risikoappetit abhängt.

### a) Verkaufen oder d) Risiko tragen und nicht agieren

Grundsätzlich sollte an der längerfristigen Strategie, welche auf die individuelle Risikofähigkeit abgestimmt ist, festgehalten werden. Sofern es hier keine Abweichungen gibt, ist der Verkauf keine nachhaltige Option. Sollte man falsch liegen, und sollten die Märkte weiter steigen, müsste zu höheren Kursen wieder eingekauft werden – womöglich kurz bevor die Korrektur doch noch erfolgt. Wer zu lange nicht investiert hat, läuft Gefahr, sein Anlageziel nicht zu erreichen.

Nicht zu handeln, obwohl man von der längerfristigen Strategie abweicht, kann eigentlich nicht als Strategie bezeichnet werden. Der Anleger riskiert, dass sein Anlageerfolg vom Zufall getrieben wird.

### b) Absichern

Wie bei Versicherungen ist eine Absicherung mit Kosten verbunden. Ein wesentlicher Kostentreiber ist hier die implizite Volatilität (erwartete Kursschwankung), welche derzeit günstig ist. Das Absichern des Aktienindex Dax

mit Hilfe von Optionen kostet auf dem aktuellen Niveau bis März 2018 beispielsweise 3 %. Bei Anleihen lässt sich das Zinsänderungsrisiko mit Terminkontrakten (Futures) absichern. Allerdings liegt die Mindestgrösse der Kontrakte hier in der Regel bei CHF 100'000.

### c) Alternative Renditequellen nutzen (Diversifikation)

Ziel dieser Strategie ist es, Verluste einzudämmen, um damit die Zeit für eine Erholung des Portfolios zu verkürzen.

Das Paradebeispiel für diese Strategie ist Gold. Eine Beimischung hat sich in der Vergangenheit vor allem in Stressphasen und während Inflationsschocks bewährt. Verliert ein Aktienportfolio dank Beimischung nur 25 statt 50 %, braucht es zur vollständigen Erholung nur einen Marktanstieg von 33 statt 100 %. Dadurch verkürzt sich die Zeit bis zur vollständigen Kompensation der Verluste erheblich. Dies ist der wichtigste Nutzen der Diversifikation.

Ein Nachteil von Gold ist, dass es keine laufenden Erträge abwirft. Aus diesem Grund finden heute zusehends alternative Lösungen den Weg in das Portfolio. Dabei handelt es sich nicht nur um Hedgefonds; alternative Lösungen gibt es auch für Aktien und Anleihen, aber auch für Alternative Anlagen. Beispielsweise kann man, statt passiv in Rohstoffe zu investieren, mit einer alternativen Umsetzung die Rollrenditen von Rohstoffen abschöpfen. Damit können unabhängig von der Rohstoffpreisentwicklung positive Renditen erzielt werden. Relativ neu sind «Absolute Return Bond Funds» für Privatanleger. Sie haben mehr Freiheiten als gewöhnliche «Bond Funds» und können daher bspw. eine negative Duration haben. Damit würden sie im Fall von steigenden Renditen nicht nur Verluste vermeiden, sondern sogar Gewinne einfahren.

## Fazit

Sowohl Aktien als auch Anleihen sind nach den Kursanstiegen der letzten Jahre korrekturanfällig. Daher erscheint uns der gegenwärtige Zeitpunkt für eine Portfolioanalyse sehr günstig. Anleger sollten dabei erwägen, Teile ihrer klassischen Anlagen mit alternativen Umsetzungsvarianten zu ersetzen. Ihr Kundenberater hilft gerne bei der Auswahl eines geeigneten Produkts.



# Rohstoffausblick 2018

DAS JAHR 2017 WAR GEPRÄGT VON EINER FULMINANTEN RENDITE AN DEN AKTIENMÄRKTEN. AN DEN ROHSTOFFMÄRKTEN WAR VON DIESER EUPHORIE WENIG ZU SPÜREN.

## Rück- und Ausblick

Im Jahr 2017 vermochten Rohstoffe kaum zu überzeugen. Mit der Ausnahme von Industriemetallen waren die meisten Rohstoffe im zweiten Halbjahr damit beschäftigt, die Verluste des ersten Halbjahres wieder aufzuholen. Für Anleger wirkten zudem Rollverluste von rund 5 % auf Gesamtjahresbasis als Spielverderber. Auch für das Kalenderjahr 2018 sind, von der heutigen Warte aus betrachtet, kaum positive Preistreiber zu finden.

## Für Gold fehlt noch die Verunsicherung

Gold gilt unter Investoren als Rückzugsort im Fall einer Krise oder einer galoppierenden Teuerung. Die Inflationsraten kehren zwar allmählich in den «normalen» Bereich zurück. Um daraus einen Goldpreisanstieg abzuleiten, bleiben sie aber zu gering. Obschon es ohnehin schwierig ist, in der Gegenwart etwas praktisch Unvorhersehbares zu prognostizieren, ist derzeit zumindest für das Jahr 2018 keine Krise am Horizont erkennbar.

Doch selbst ohne Krise bleibt klar, dass es sich bei den aktuell extrem tiefen Volatilitätsraten um eine Ausnahmeerscheinung handelt und diese kaum nachhaltig sein können. Bei Gold gilt wie bei jeder Versicherung – man sollte sie unbedingt vor dem Schadensereignis abschliessen. Im Hinblick auf das Risiko-Rendite-Verhältnis ist Gold daher derzeit attraktiv.

## Elektromobilität und Platinmetalle

Nicht jedes Edelmetall ist als Krisenversicherung geeignet. Edelmetalle wie Platin oder Palladium werden stark in der traditionellen Automobilindustrie eingesetzt. Die Zukunft im Automobilbereich gehört jedoch ganz anderen Metallen wie Kupfer oder Kobalt. Platin und Palladium werden zumindest im Automobilsektor den klassischen Industriemetallen Platz machen müssen.

## Kompakt

- Im Rohstoffbereich gibt es kaum identifizierbare Preistreiber für 2018.
- Gold scheint derzeit die attraktivste Option im Hinblick auf das Risiko-Rendite-Verhältnis zu sein.
- Der Kurswechsel der Notenbanken ist ein möglicher Auslöser für höhere Volatilitäten im Jahr 2018.
- Absolut-Return-Produkte sind eine mögliche Alternative zum Verkauf oder zur Absicherung.

Durchschnittliche und damit tiefere Preise bei Platin wirken auch auf die nach Prestige trachtenden chinesischen Schmuckkäufer eher hemmend.

## Zwischen OPEC und Schieferöl

Auch für das Rohöl scheinen die besten Tage vorbei zu sein. Das einstige schwarze Gold wird uns zwar noch lange begleiten, seine Bedeutung wird jedoch weiter abnehmen.

Mit aller Kraft versucht Saudi-Arabien derzeit, den Ölpreis hochzuhalten und den mit Schieferöl überfluteten Markt durch Förderkürzungen wieder ins Gleichgewicht zu bringen. Die restlichen OPEC-Staaten folgten dem Beispiel (wenn überhaupt) sehr zaghaft, wodurch die Hauptlast auf den Schultern der Saudis liegt. Es ist nur eine Frage der Zeit, bis einzelne OPEC-Staaten oder auch Russland dem hohen Rohölpreis nicht mehr widerstehen können und ihre eigene Förderung entgegen den Absprachen erhöhen. Die neue Konkurrenz aus den USA dürfte sich diese Gelegenheit jedoch kaum entgehen lassen und ihre Produktion künftig wieder auf das Maximum hochfahren.

Benchmark	Januar 2018	% YTD <sup>1</sup>
Rohstoffe	→	-1.52 %
Rohöl	→	0.46 %
Gold	↗	10.71 %
Immobilienaktien	→	8.69 %
Private Equity	→	10.50 %
Wandelanleihen	→	9.77 %
Hedgefonds	↗	5.15 %

Bandbreite für unsere absoluten Performanceeinschätzungen auf drei bis sechs Monate:

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

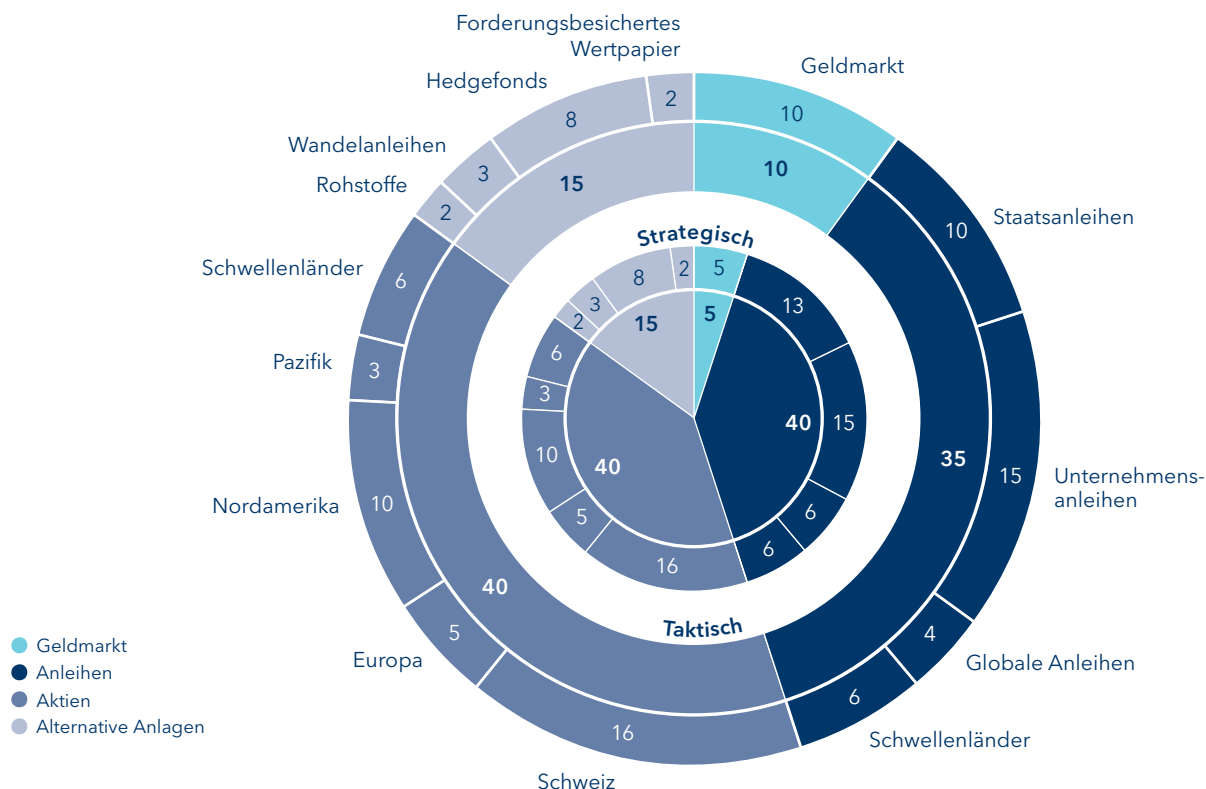
<sup>1</sup> Daten per 05.12.2017

### 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 Strategiefonds Konservativ (CHF)	CHF	LI0017957502	01.12.17	1'081.00	nein	ja	4.09 %
VP Bank Strategiefonds Konservativ (EUR)	EUR	LI0017957528	01.12.17	1'433.74	nein	ja	2.97 %
VP Bank Strategiefonds Konservativ (USD)	USD	LI0100145379	01.12.17	1'382.91	nein	ja	5.43 %
VP Bank Strategiefonds Ausgewogen (CHF)	CHF	LI0014803709	01.12.17	1'617.60	nein	ja	6.70 %
VP Bank Strategiefonds Ausgewogen (EUR)	EUR	LI0014803972	01.12.17	1'007.31	nein	ja	4.67 %
VP Bank Strategiefonds Ausgewogen (USD)	USD	LI0014804020	01.12.17	1'569.55	nein	ja	8.36 %

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

# Aktuelle Anlagetaktik

## Aktuelle Anlagetaktik

Konjunkturell könnten die Aussichten gegenwärtig kaum besser sein. Dabei ist insbesondere die Entwicklung in der Eurozone erfreulich. Der Aufschwung ist – anders als in den Vorjahren – in allen europäischen Ländern erkennbar. Viele frühere Krisenstaaten sind in den vergangenen Quartalen auf den Wachstumspfad zurückgekehrt und expandieren kräftig. Auch in den USA zeigt sich eine erfreuliche konjunkturelle Entwicklung. Am Arbeitsmarkt setzt sich die Erholung fort: So konnten im Oktober mehr neue Stellen geschaffen werden als erwartet, und die Arbeitslosenquote beträgt lediglich noch 4.1 %. Die steigenden Auftragseingänge in der US-Industrie und die Unternehmensstimmung geben weiter Anlass zur Hoffnung, dass der konjunkturelle Rückenwind für die grösste Volkswirtschaft der Welt in den kommenden Monaten und Quartalen anhalten wird. Die US-Steuerreform dürfte zusätzlich Impulse liefern und die Investitionen sowie den Konsum erhöhen.

Die Renditen am US-Anleihenmarkt sind durch das Ausbleiben der Reformen unter US-Präsident Donald Trump seit Jahresbeginn mehrheitlich gesunken. Im Hinblick darauf sollte die US-Steuerreform neue Impulse liefern. Höhere Wachstumserwartungen sollten auch zu steigenden Inflationserwartungen führen. Die US-Notenbank wird somit an den graduellen Zinserhöhungen festhalten können, was für leicht höhere US-Renditen spricht.

Trotz des positiven makroökonomischen Umfelds halten wir die Aktienquote auf neutral. Unseres Erachtens dürfte die positive Stimmung zu einem grossen Teil in den Aktienkursen eskomptiert sein. Insgesamt bleibt das Umfeld für Aktien zwar weiter unterstützend, doch leicht steigende Zinsen an den Anleihenmärkten dürften weitere Kursgewinne an den Aktienmärkten begrenzen.

## Anleihen

Die Entwicklung der Renditen war zuletzt zweigeteilt: sinkende Renditen in den USA – steigende Renditen in Europa. Unsere Positionierung bleibt durationsseitig in sämtlichen Referenzwährungen unter dem jeweiligen Benchmarkniveau. Wir gehen davon aus, dass die zuletzt positiven konjunkturellen Daten zu leicht steigenden Renditen in den USA führen. Somit bleiben wir in Investment-Grade-Anleihen nach wie vor untergewichtet. Schwellenländeranleihen gewichten wir neutral. An inflationsgeschützten Anleihen halten wir weiterhin fest.

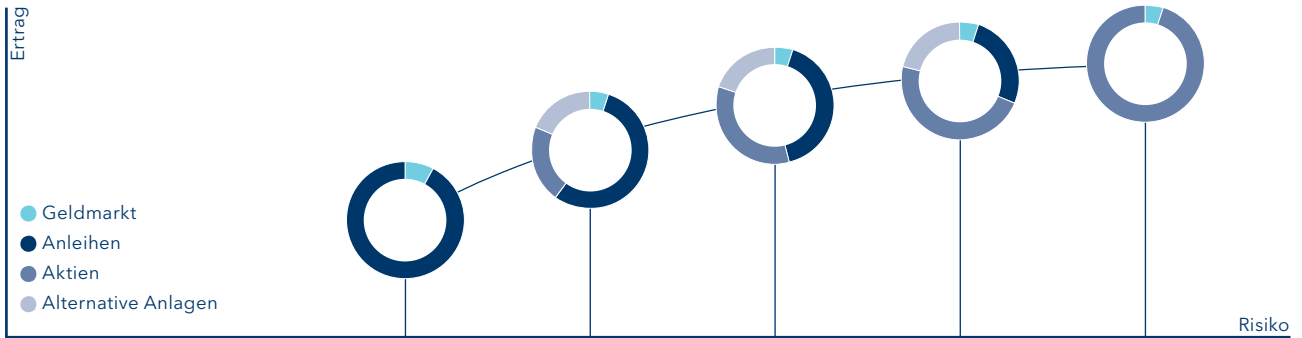
## Aktien

Die Belebung der Konjunktur ist vor allem im deutlichen Anstieg der Gewinnerwartung spürbar. Dies kommt in den Befragungen der Unternehmen und vor allem auch in den Schätzungen der Analysten zum Ausdruck. Ein im Vergleich zur Vergangenheit hohes Bewertungsniveau, vor allem in den USA, und leichte Rückgänge bei den europäischen Gewinnerwartungen veranlassen uns allerdings zu einer defensiveren Positionierung.

## Alternative Anlagen und Währungen

Die Anlageklasse der Alternativen Anlagen wie Rohstoffe, Wandelanleihen und Hedgefonds ist als Beimischung und unter dem Gesichtspunkt der Risikostreuung neutral gewichtet. In unseren EUR-Mandaten halten wir eine offene USD-Position. Ansonsten sichern wir die wichtigsten Industrieländerwährungen weiterhin ab.

# 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



**Christoph Boner**  
Leiter Investment Management



**Harald Brandl**  
Senior Equity Strategist



**Thomas Gitzel**  
Senior Economist



**Bernd Hartmann**  
Leiter Group Investment Research



**Rolf Kuster**  
Senior Investment Strategist



**Aurelia Schmitt-Marxer**  
Leiterin Investment Management  
Liechtenstein

## Ihr Kontakt – wo immer Sie sind

Die VP Bank AG ist eine in Liechtenstein domizilierte Bank und untersteht der Finanzmarktaufsicht (FMA) Liechtenstein, Landstrasse 109, Postfach 279, 9490 Vaduz, Liechtenstein, [www.fma-li.li](http://www.fma-li.li)

<b>VP Bank AG</b>	Aeulestrasse 6 · 9490 Vaduz · Liechtenstein T +423 235 66 55 · F +423 235 65 00 <a href="mailto:info@vpbank.com">info@vpbank.com</a> · <a href="http://www.vpbank.com">www.vpbank.com</a> MwSt.-Nr. 51.263 · Reg.-Nr. FL-0001.007.080-0
<b>VP Bank (Schweiz) AG</b>	Talstrasse 59 · 8001 Zürich · Schweiz T +41 44 226 24 24 · F +41 44 226 25 24 · <a href="mailto:info.ch@vpbank.com">info.ch@vpbank.com</a>
<b>VP Bank (Luxembourg) SA</b>	26, Avenue de la Liberté · L-1930 Luxemburg · Luxemburg T +352 404 770-1 · F +352 481 117 · <a href="mailto:info.lu@vpbank.com">info.lu@vpbank.com</a>
<b>VP Bank (BVI) Ltd</b>	VP Bank House · 156 Main Street · Postfach 2341 Road Town · Tortola VG1110 · Britische Jungferninseln T +1 284 494 11 00 · F +1 284 494 11 44 · <a href="mailto:info.bvi@vpbank.com">info.bvi@vpbank.com</a>
<b>VP Bank (Singapore) Ltd</b>	8 Marina View · #27-03 Asia Square Tower 1 Singapur 018960 · Singapur T +65 6305 0050 · F +65 6305 0051 · <a href="mailto:info.sg@vpbank.com">info.sg@vpbank.com</a>
<b>VP Wealth Management (Hong Kong) Ltd</b>	33/F · Suite 3305 · Two Exchange Square 8 Connaught Place · Central · Hongkong T +852 3628 99 00 · F +852 3628 99 11 · <a href="mailto:info.hkwm@vpbank.com">info.hkwm@vpbank.com</a>
<b>VP Bank AG Repräsentanz Hongkong</b>	33/F · Suite 3305 · Two Exchange Square 8 Connaught Place · Central · Hongkong T +852 3628 99 99 · F +852 3628 99 11 · <a href="mailto:info.hk@vpbank.com">info.hk@vpbank.com</a>
<b>VP Bank (Schweiz) AG Repräsentanz Moskau</b>	World Trade Center · Office building 2 · Entrance 7 · 5 <sup>th</sup> Floor · Office 511 12 Krasnopresnenskaya Embankment · 123610 Moskau · Russische Föderation T +7 495 967 00 95 · F +7 495 967 00 98 · <a href="mailto:info.ru@vpbank.com">info.ru@vpbank.com</a>
<b>VP Fund Solutions (Luxembourg) SA</b>	26, Avenue de la Liberté · L-1930 Luxemburg · Luxemburg T +352 404 770-297 · F +352 404 770-283 <a href="mailto:fundclients-lux@vpbank.com">fundclients-lux@vpbank.com</a> · <a href="http://www.vpfundsolutions.com">www.vpfundsolutions.com</a>
<b>VP Fund Solutions (Liechtenstein) AG</b>	Aeulestrasse 6 · 9490 Vaduz · Liechtenstein T +423 235 67 67 · F +423 235 67 77 <a href="mailto:fundsetup@vpbank.com">fundsetup@vpbank.com</a> · <a href="http://www.vpfundsolutions.com">www.vpfundsolutions.com</a>



#### Redaktion

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

#### Für den Inhalt verantwortlich

Stefan Schwitter, Leiter Group Investment, Product & Market Management  
Bernd Hartmann, Leiter Group Investment Research  
Dr. Thomas Gitzel, Senior Economist  
Rolf Kuster, Senior Investment Strategist  
Jens Zimmermann, Senior Equity Analyst  
Harald Brandl, Senior Equity Analyst  
Bernhard Allgäuer, Senior Investment Strategist  
Christoph Boner, Leiter Investment Management  
Aurelia Schmitt-Marxer, Leiterin Investment Management Liechtenstein  
Christina Strutz, Office & Publication Manager

#### Erscheinungsart

Quartalsweise

#### Erscheinungsdatum

18. Dezember 2017

#### Redaktionsschluss

13. Dezember 2017

#### Schlusskurse

5. Dezember 2017, 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**  
SC2017120603 • 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](https://www.vpbank.com/de/rechtliche_hinweise)

