

2. Quartal 2018

Investment Views



Inhalt

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

Aktuelle Markteinschätzung

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

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

« Zurück zur
Normalität. »



Bernd Hartmann
Leiter Group Investment Research

Liebe Leserin, lieber Leser

Gleich in mehrfacher Hinsicht kann das Marktgeschehen der vergangenen Monate mit «Zurück zur Normalität» beschrieben werden. Dies gilt zum einen für den Zusammenhang zwischen ökonomischer Entwicklung und Anleihenrenditen. Durch die lockere Geldpolitik und die Abwesenheit von Inflation bestand jahrelang kein enges Verhältnis mehr zwischen den beiden Grössen. Gute Konjunkturdaten schlugen sich nicht in höheren Kapitalmarktzinsen nieder, was wiederum primär den Aktienkursen zugutekam. Doch nun scheint es hier wieder zu einer Rückkehr zur früheren Normalität zu kommen, was weitreichende Folgen haben kann und zu Handlungsbedarf für Anleger führt, wie wir in unserem «Thema des Monats» aufzeigen.

Zum anderen kam die Rückkehr zur Normalität jüngst am Aktienmarkt zum Ausdruck: Zwischen November 2016 und Januar 2018 konnte sich der globale Aktienmarktindex Monat für Monat verteuern. Solch eine lange Phase eines gleichmässigen Anstiegs ohne einen negativen Monat ist höchst ungewöhnlich und gab es seit der Auflage dieses Index in den 1970er-Jahren nicht mehr. Insofern stellen die im Februar ausgelöste Korrektur und der Anstieg der Volatilität eine Normalisierung dar. Unser Aktienbeitrag zeigt auf, wie es nun an den Börsen weitergehen dürfte.

Nicht in die Kategorie «Zurück zur Normalität» gehören jedoch die Pläne Donald Trumps, neue Zölle einzuführen. Seit dem Ende des zweiten Weltkrieges profitierte der Welthandel von einem sukzessiven Abbau der Handelshemmnisse. Auch wenn weitere Deregulierungsmassnahmen bereits in den letzten Jahren ins Stocken geraten sind, würde die (Wieder-)Einführung von Zöllen eine Trendwende darstellen. Eine Entwicklung mit vielen Verlierern, aber ohne echte Gewinner. Lesen Sie mehr dazu im «Wirtschaftlichen Ausblick».



1. AKTUELLES

Die schleichende Gefahr steigender Renditen

ÜBER JAHRE HINWEG GALT DER ZUSAMMENHANG ZWISCHEN KONJUNKTUR UND RENDITEN ALS AUSGEHEBELT. DIES HAT SICH NUN SCHLAGARTIG GEÄNDERT.

Die expansive Geldpolitik und die inexistente Inflation haben in den vergangenen Jahren den Zusammenhang zwischen Konjunkturdaten und (Anleihen-)Renditen ausgehebelt. Bereits in unserem Jahresausblick haben wir an dieser Stelle darauf hingewiesen, dass ein durch (zu) gute Konjunkturdaten ausgelöster Renditeanstieg die Börsen belasten könnte. Ein Szenario, das nun eintreten könnte.

Ende des Anleihenbullenmarktes?

Anfang Februar erlebten viele Anleger eine unangenehme Überraschung: Die Aussicht auf höhere Unternehmensgewinne in Folge der US-Steuerreform führte noch im Dezember 2017 zu einer Beschleunigung des Aufwärtstrends. Auf die ausgelassene Stimmung folgte dann im Februar ein böses Erwachen, denn zwischenzeitlich stiegen Leitzinsenerwartungen und Renditen an. Der Zusammenhang zwischen Konjunkturdaten und Zinsen scheint allmählich wieder zurückzukehren und verunsichert die Anleger.

Der jüngste Renditeanstieg wurde primär von einer Veränderung der Realrendite getrieben. Solch ein Anstieg der Nominalrendite nach Abzug der Inflation gilt als Zeichen, dass die Marktteilnehmer einen besseren Konjunkturgang orten. Durch diesen Anstieg hat die Rendite der viel beachteten zehnjährigen US-Staatsanleihe den Abwärtskanal verlassen, in welchem sie sich in den letzten 30 Jahren befunden hatte.

Dementsprechend gross ist nun wieder das Interesse der Anleger am Anleihenmarkt. Mit Argusaugen wird die Entwicklung der US-Teuerung verfolgt. Auch wenn die sehr gute Beschäftigungssituation in den USA bisher nicht wirklich zu Lohndruck geführt hat, werden die Löhne als Preistreiber ausgemacht, was jüngste Daten bestätigen. Allerdings gibt es auch zyklische Faktoren, welche den Druck dämpfen sollten (vergleiche unseren Beitrag «Geldmarkt»). Es gilt auch weiterhin: Strukturelle Gründe wie die Globalisierung, die demografische Entwicklung und die Digitalisierung lasten auf den Renditen.

30-jähriger Anleihenbullenmarkt



Nach dem Anstieg zu Jahrbeginn dürften die Renditen zunächst pausieren. Dennoch sollten diese im Auge behalten werden, denn der Inflationsausblick in den USA ist durch allfällige weitere fiskalische Stimulierungsmassnahmen ungewiss geworden. Mit der Reduktion der monatlichen Wiederanlage von fälligen Anleihen nimmt der Einfluss der US-Notenbank schrittweise ab. Hinzu kommt, dass rekordhohe Wetten auf fallende Renditen bestehen. Im Falle eines Renditeanstiegs wären viele Anleger gezwungen, ihre Positionen glattzustellen. Diese Notkäufe würden den Anstieg verstärken.

Ambivalentes Verhältnis von Anleihen und Aktien

Renditen kommt an den Finanzmärkten eine besondere Rolle zu: Sie gelten als Gradmesser für die relative Attraktivität sämtlicher Anlageklassen. Somit wirken sich Veränderungen nicht nur auf Anleihen, sondern auf alle Anlagen aus. Gemeinhin gilt, dass ein höheres Renditeniveau schlecht für Aktien ist. Empirische Untersuchungen belegen jedoch, dass die Beziehung zwischen den zwei wichtigsten Anlageklassen komplexer ist. So ist beispielsweise relevant, ob ein Renditeanstieg durch Inflation getrieben ist oder ob die Realrenditen zugelegt haben. Vereinfacht kann, basierend auf den historischen Erfahrungen, festgehalten werden, dass ein Renditeanstieg zu einer Bewertungsausweitung am Aktienmarkt führt, wenn er von einem tiefen Niveau aus erfolgt. Ein Anstieg der Bewertungsniveaus geht meist mit Kursgewinnen einher. Sind die Anleihenrenditen jedoch bereits auf einem erhöhten Niveau, tritt der gegenteilige Effekt zutage: Die Aktienkurse fallen. Kann dies nicht durch ein starkes Gewinnwachstum kompensiert werden, bedeutet dies Gegenwind für

Aktien. Somit besteht also eine Art «magischer» Wendepunkt. Wird dieser überschritten, wird der Rücken- zum Gegenwind. In der Vergangenheit lag dieser Punkt für eine US-Staatsanleihe bei einem Renditeniveau von rund 5 %. Aufgrund des schwächeren Potenzialwachstums dürfte heute der kritische Wert deutlich tiefer liegen und somit der Gegenwind für Aktien früher einsetzen. Wir erachten den Bereich von 3.5 bis 4 % als kritisch.

Auch das Segment der Unternehmensanleihen dürfte sich nicht als völlig immun gegenüber einem allfälligen starken Renditeanstieg erweisen. Dies könnte auch am Kreditmarkt eine Neubewertung auslösen. Hinzu kommt eine schleichende Verschlechterung des Risikoprofils über die letzten Jahre hinweg, begründet durch die expansive Geldpolitik und insbesondere durch die Anleihenkaufprogramme. Wegen der Verengung der Kreditaufschläge besteht für Schuldner kaum mehr ein Anreiz für eine solide Bilanz, denn die Finanzierungskosten der verschiedenen Kreditratings unterscheiden sich mittlerweile nur noch sehr geringfügig. Folglich konnten Unternehmen günstig ihre Verschuldung erhöhen. Die Unternehmen nutzten das Tiefzinsumfeld aber auch, um sich möglichst langfristig zu finanzieren. Was aus Sicht des Schuldners sinnvoll erscheint und Sicherheit gibt, erhöht für den Anleger das Zinsänderungsrisiko. Somit können auch kleinere Veränderungen dem Segment der Unternehmensanleihen zusetzen.

Portfolios vorbereiten – Aber wie?

Anleger sollten allmählich damit beginnen, aus Risikoüberlegungen ihr Portfolio für ein Umfeld mit höheren oder steigenden Renditen vorzubereiten. Bei Anleihen gilt es, zu lange Laufzeiten zu meiden. Auch Schuldner mit tiefem Rating dürften Mühe bekunden. Dies gilt auch für Aktien von hoch verschuldeten Unternehmen. Dementsprechend sind Werte von hoher Qualität vorzuziehen.

Anlageklassen mit geringen Parallelen zu den herkömmlichen Wertpapieren, wie beispielsweise Insurance-linked Securities, stellen eine interessante Portfoliobeimischung dar. Zwar hat auch hier der Anlagentotstand die Renditen deutlich geschmälert, doch der Reiz dieser Anlageklasse liegt in den Renditetreibern, welche weitestgehend unabhängig von ökonomischen Entwicklungen sind. Nach der Hurrikansaison sollten die zuletzt unter Druck geratenen Versicherungsprämien wieder anziehen. Ein weiterer Vorteil ist, dass

die Sicherheiten am Geldmarkt angelegt werden, die Anlageklasse profitiert damit von steigenden Zinsen.

In einem schwierigeren Marktumfeld ohne klaren Trend sollten sich auch hedgefondsähnliche Strategien gut behaupten können. Diese mittlerweile liquid handelbaren Lösungen weisen ein tieferes Marktrisiko auf und schwanken somit weniger stark als der breite Markt. Dabei profitieren diese Strategien davon, dass sie über ein breiteres Instrumentenset verfügen. So lässt sich beispielsweise auf die unterschiedliche Attraktivität zweier ähnlicher Anlagen setzen, indem die eine gekauft und die andere (leer-)verkauft wird. Allerdings ist der Anlageerfolg bei solchen Strategien deutlich stärker vom Geschick seines Managers abhängig, als es bei klassischen Anleihen- und Aktienfonds der Fall ist.

Innerhalb des Kreditmarktes stellt eine Investition in Private Debt eine interessante Alternative zu klassischen Unternehmensanleihen dar. Dabei handelt es sich um bilaterale Kreditvereinbarungen ausserhalb des Banken- und Anleihenmarktes. Somit fehlt der liquide Anleihenhandel. Anleger müssen bereit sein, über einen längeren Zeitraum investiert zu bleiben. Der fehlende Handel führt aber auch dazu, dass diese Finanzinstrumente nicht Teil der Anleihenkaufprogramme der Notenbanken sind. Somit sind ihre Kreditaufschläge nicht direkt verzerrt, was für den Anleger von Vorteil ist, denn sie werden so besser entschädigt. Ebenso erhalten Anleger für die fehlende Liquidität eine Prämie in Form von höheren Zinszahlungen. Auswertungen zeigen, dass im Falle eines Kreditausfalls dank abgetretener Sicherheiten und Kreditklauseln höhere Wiederbringungsraten als bei herkömmlichen Anleihen zu verzeichnen sind. Vorteilhaft ist auch, dass sich trotz längerer Kreditlaufzeit die Zinszahlungen an einem kurzfristigen Zins (EURIBOR oder LIBOR) orientieren. Anleger profitieren somit direkt von allfälligen Zinserhöhungen. Wichtiger als bei üblichen Anleihen ist jedoch eine ausreichende Diversifikation. Diese ist – mit Ausnahme von sehr grossen Vermögen – nur mit Hilfe eines Fonds zu erreichen.

Fazit

Ausgehend von den USA haben Konjunkturdaten wieder einen verstärkten Einfluss auf Zinsen und Renditen. Auch wenn kurzfristig nicht mit einer Fortsetzung des Renditeanstiegs zu rechnen ist, sollten Anleger die Zinsabhängigkeit ihres Portfolios analysieren. Die aufgezeigten Lösungen stellen interessante Beimischungen dar.

Trump spielt mit dem Feuer

DAS GESPENST DES HANDELSKRIEGES GEHT UM. DOCH GERADE DIE USA PROFITIEREN MIT STARKEN UNTERNEHMEN UND MARKEN VON EINER LIBERALEN HANDELSORDNUNG.

Für den Freihandel war 1817 ein wichtiges Jahr. Zum damaligen Zeitpunkt veröffentlichte der Brite David Ricardo ein bis heute wichtiges Werk, das den Namen «On the Principles of Political Economy and Taxation» trägt. Darin analysierte der ökonomische Autodidakt, der nie eine Universität besucht hatte, die Verteilungskonflikte im heraufziehenden Industriezeitalter und bewies, dass freier Handel den Wohlstand der Nationen erhöht. Seither ist der Nutzen eines möglichst zollfreien Handels wissenschaftlich attestiert. Mittlerweile schreiben wir das Jahr 2018, und die USA führen Strafzölle auf Stahl- und Aluminiumimporte ein. US-Präsident Donald Trump sieht diese Massnahmen als Teilstück seiner Amerika-zuerst-Politik. Gerade aber die US-Wirtschaft profitiert von einer liberalen und offenen Weltwirtschaftsstruktur. Apple, McDonald's, Starbucks und Google sind nur einige wenige Beispiele des globalen Siegeszuges US-amerikanischer Unternehmen. Donald Trump spielt also mit dem Feuer, wenn er sich am Kerngehäuse der US-Wirtschaft zu schaffen macht. Die Stahlindustrie repräsentiert noch das «alte Amerika» des 19. und frühen 20. Jahrhunderts. Zum damaligen Zeitpunkt war die Schwerindustrie noch eine treibende Kraft. Seither ist die Stahlindustrie in der Krise und verliert immer mehr an Bedeutung. Ende 2017 beschäftigten Stahl- und Eisenerzeuger gerade noch 86'000 Arbeitende, die lediglich 0.7 % der Beschäftigten im verarbeitenden Gewerbe entsprachen. Auf die gesamte US-Wirtschaft bezogen, ist die Stahlbranche damit schlichtweg vernachlässigbar.

Negative indirekte Effekte für die USA selbst

Die Stahl und Aluminium verarbeitenden Industrien sind deutlich wichtiger. Für diese – beispielsweise für die Autoindustrie – würden die Strafzölle die Kosten der Vorprodukte erhöhen. Dadurch könnten in diesen Branchen mehr Stellen verloren gehen, als in der Stahl- und Aluminiumbranche durch den Zollschutz gesichert werden können. Diese Entwicklung war im Übrigen

Kompakt

- Von einer liberalen Handelsordnung profitieren besonders die USA.
- Ein eskalierender Zollstreit würde die USA selbst hart treffen.
- Wir rechnen nicht mit einem Handelskrieg. An den Finanzmärkten dürfte aber die Ruhe vorerst vorbei sein.

schon im Zusammenhang mit früheren sektoralen Strafzöllen zu beobachten, wo die negativen indirekten Effekte überwogen haben. Für die Verbraucher sind derartige Massnahmen nachteilig. So drohen etwa höhere Preise für Getränkedosen und Autos. Damit tut sich die US-Regierung selbst keinen Gefallen.

Gefährliche Spirale

Zwar ist die EU nun von den Strafzöllen vorerst ausgenommen, doch die Kuh ist aufgrund des vorläufigen Charakters noch nicht vom Eis. Das Gefährliche ist: Die EU drohte ihrerseits, Zölle, unter anderem auf US-amerikanische Motorräder und Whisky, einzuführen. Diese Kontermassnahme hätte in Anbetracht der volkswirtschaftlich unbedeutenden Produktkategorien zwar lediglich einen symbolischen Charakter, doch die Gefahr einer gefährlichen Spirale aus Reaktion und Gegenreaktion ist gross. Entscheidend ist, ob es bei den von den USA geplanten Strafzöllen auf Stahl- und Aluminium bleibt, nach dem Motto «ein Zeichen ist gesetzt, das war es jetzt aber», oder ob es zu weiteren Handelsbarrieren kommt. Vor allem China kommt nun ins Visier, schliesslich verbuchen die USA gegenüber dem Reich der Mitte das grösste Handelsbilanzdefizit. Der Negativsaldo beläuft sich hier auf USD 375 Mrd. Ein Handelsstreit der zwei grössten Volkswirtschaften der Welt ist alles andere als wünschenswert.

Kein Handelskrieg, aber nervöse Märkte

Wir rechnen nicht damit, dass sich ein handfester Handelskrieg entwickelt. Zu viel steht auf dem Spiel. Die USA profitieren von einer liberalen Handelsordnung mit starken globalen Unternehmen und Marken. Mittlerweile begehren selbst ranghohe Republikaner gegen die Zollmassnahmen aus dem Weissen Haus auf. Die aktuelle Diskussion zeigt jedoch einmal mehr, dass die ruhigen Zeiten an den Finanzmärkten vorerst vorbei sein dürften.

2. ANLAGEKLASSEN

Geldmarkt und
Währungen

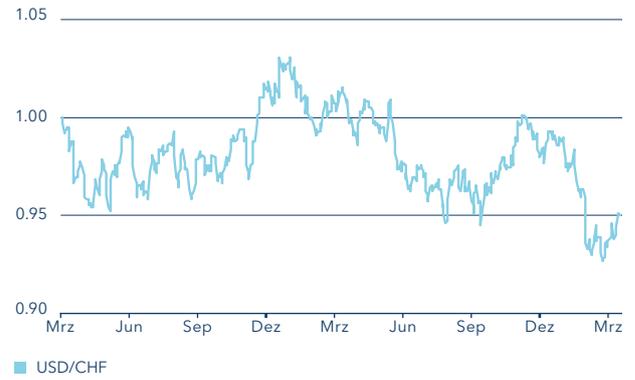


Märkte im Überblick

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



USD/CHF: Kursentwicklung seit März 2016



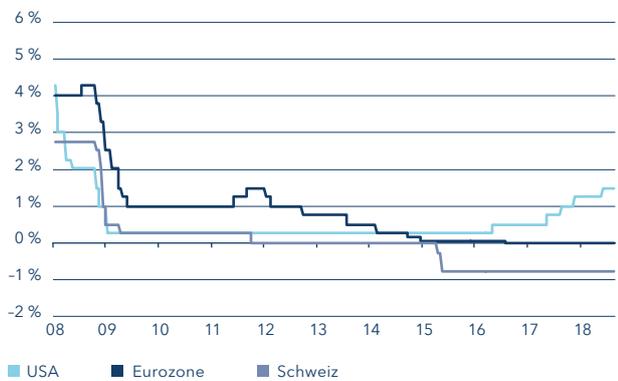
GBP/CHF und GBP/USD: Kursentwicklung seit März 2016



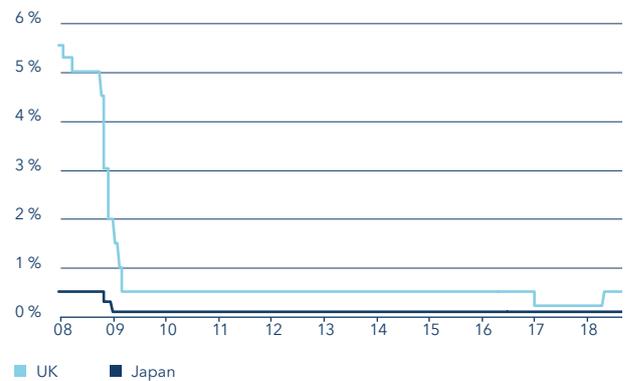
USD/JPY und USD/AUD: Kursentwicklung seit März 2016



Leitzinsen Schweiz, Eurozone, USA: Zinsentwicklung seit Januar 2008



Leitzinsen UK und Japan: Zinsentwicklung seit Januar 2008



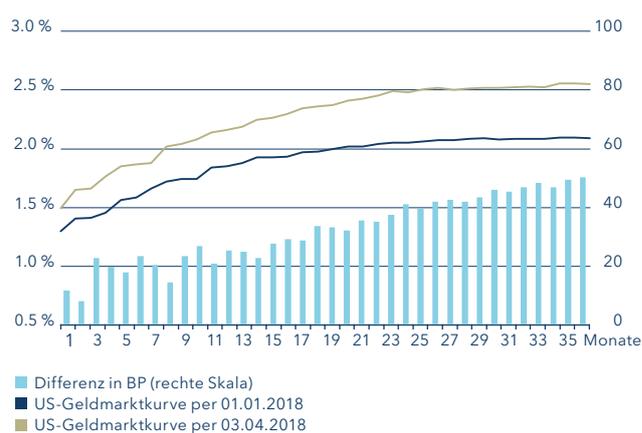
Es blühen Zinsfantasien

GUTE US-KONJUNKTURDATEN UND STEIGENDE LEITZINSEN – DOCH DER FUNKE WILL AUF DEN USD NICHT SO RICHTIG ÜBERSPRINGEN. AUS UNSERER SICHT SOLLTE SICH DIES ABER IN DEN KOMMENDEN MONATEN ÄNDERN. DER BLICK WIRD WIEDER VERMEHRT AUF DIE ZINSDIFFERENZEN GERICHTET. DER GREENBACK WIRD DAVON PROFITIEREN.

In den vergangenen Wochen ging es an den Finanzmärkten turbulent zu. Einerseits wurden die Aktienmärkte durchgerüttelt, andererseits kamen die Kurse von Staatsanleihen unter Druck. Hintergrund dieser Kurskapiolen war eine Neueinschätzung an den Zinsmärkten. Auf den ersten Blick ist dies nicht ersichtlich. Man muss schon etwas tiefer bohren, um die Zusammenhänge zu verstehen. Dazu begeben wir uns zu den Terminmärkten für kurzfristige US-Gelder: Die Federal Funds Rate ist derjenige Zinssatz, zu dem sich US-Banken untereinander Geld leihen. Es handelt sich dabei um einen Übernachtskredit. Mit dem geliehenen Geld können die Kreditinstitute ihre Mindestreserveverpflichtungen bei der US-Notenbank (Fed) ausgleichen. Für die Federal Funds Rate gibt es auch einen gut funktionierenden Terminmarkt. An diesem wird ersichtlich, wie viele Zinserhöhungen die Marktakteure erwarten. Noch zu Jahresbeginn verlief die entsprechende grafische Kurve für die Jahre 2019 und 2020 grösstenteils flach. Das heisst: Es wurde davon ausgegangen, dass die Fed im laufenden Jahr noch an der Zinsschraube dreht, anschliessend aber weitgehend stillhält. Relativ abrupt änderte sich dies dann Ende Januar. Erstmals wurde, seitdem die Fed die Zinsschraube im Dezember 2015 in die Hand nahm, ein vollständiger Zinserhöhungszyklus eingepreist. Um es konkret zu machen: An den Terminmärkten rechnet man nun mit fortgesetzten Zinserhöhungen auch in den Jahren 2019 und 2020. Genau diese veränderte Marktaussicht war dann auch

verantwortlich für die turbulenten Börsenwochen. Denn steigende Zinsen machen zukünftig festverzinsliche Anlagen im Verhältnis zu Aktien attraktiver.

US-Terminkurve für Geldmarktsätze



US-Steuerreform schürt Konjunkturoptimismus

Die Neueinschätzung der Märkte war getrieben von den durch die US-Steuerreform von Donald Trump entfalteten Konjunkturoptimismen. Auch die Fed sieht die weitere wirtschaftliche Entwicklung in einem günstigen Licht. Unser noch zu Jahresbeginn optimistischer Jahresausblick 2018 für die US-Wirtschaft scheint sich damit zu bewahrheiten. Ein Wachstum von 2,6 % ist im laufenden Jahr möglich. Erstaunlich ist allerdings, dass der USD von den Entwicklungen nur in begrenztem Umfang profitieren konnte. Die Schwäche des Greenbacks nimmt dabei fast schon rätselhafte Ausmass an. Häufig wird das zu erwartende höhere US-Zwillingsdefizit angeführt. Ein Zwillingsdefizit liegt vor, wenn sowohl die Leistungsbilanz als auch der öffentliche Haushalt einen negativen Saldo ausweisen. Dies ist in den USA bereits der Fall – da es aber aufgrund der Steuerreform zu Einnahmeausfällen kommen wird, verschärft sich die Zwillingsdefizitsituation weiter. Grund genug also, den USD auf Talfahrt zu schicken – so zumindest das Kalkül an den Finanzmärkten. Allerdings greift diese Argumentation nur bedingt.

Parallelen zu «Reaganomics»

Die aktuelle Konstellation erinnert an die Ära von Ronald Reagan. Dessen Wirtschaftspolitik, die sogenannten «Reaganomics», bestand aus einem Mix von deutlichen Steuersenkungen und Ausgaben-

erhöhungen. Parallelen zur Politik von Donald Trump sind unübersehbar. Unter Ronald Reagan stieg das Haushaltsdefizit auf über 5 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP), die Leistungsbilanz verbuchte gleichzeitig ein Minus von 3 % des BIP. Gleichzeitig stand der USD unter einem massiven Aufwertungsdruck, denn die Fed erhöhte den Leitzins deutlich, während auf dem europäischen Kontinent der Rückwärtsgang eingelegt wurde. Die Deutsche Bundesbank und auch die französische Zentralbank, die Banque de France, senkten den Leitzins. Was damals für die USD-Aufwertung eine Rolle spielte, war also die sich weitende Zinsdifferenz zugunsten der USA. Erst das sogenannte Plaza-Abkommen (benannt nach dem damaligen Treffen im Hotel The Plaza in New York) im Herbst 1985 bereitete der USD-Aufwertung ein Ende. Die G-5-Staaten (Frankreich, Deutschland, Japan, Grossbritannien, USA) beschlossen konzertierte Interventionen zur Schwächung des USD. Die Devisenmarkt eingriffe zeigten dann in der zweiten Hälfte der 1980er-Jahre deutlichen Erfolg mit einer länger anhaltenden Schwäche der US-Valuta. Zurück zur aktuellen Situation: Während im Moment Risiken aufgrund der laxeren US-Haushaltspolitik hervorgehoben werden, fällt der Zinseffekt scheinbar nicht ins Gewicht - bislang jedenfalls.

Divergenter Kurs der Notenbanken

Der seit Februar amtierende neue Fed-Chef Jerome Powell könnte den Blick für die auseinanderklaffende transatlantische Zinsdifferenz wieder schärfen. In der turnusgemässen Anhörung vor dem Finanzausschuss des Repräsentantenhauses hinterliess Powell einen forschenden Eindruck als seine Vorgängerin Janet Yellen. Dies entfachte neue Zinsfantasien. Unter anderem kamen Spekulationen auf, wonach die Fed nun im laufenden Jahr viermal an der Zinsschraube drehen könnte. Vermutlich gilt jedoch hierbei, dass die Rechnung ohne den Wirt gemacht wurde. Steigende Leitzinsen setzen eine anziehende Inflation voraus. Die Teuerungsraten bleiben aber - trotz einer moderat steigenden Tendenz - noch unter dem Ziel der Fed von 2 %. Aus unserer Sicht ist es für einen klaren Anstieg noch zu früh. Erst müssen die Löhne deutlicher zulegen, ehe dann die Inflation nachzieht. Die Fed wird deshalb im laufenden Jahr wohl eher an ihrem moderaten Zinsanhebungskurs festhalten. Wengleich wir also im Verhältnis zu den Markterwartungen für das laufende Jahr zurückhaltend sind, ändert dies nichts an der

Kompakt

- An den Zinsmärkten drehte sich der Wind: Erstmals wird mit einem vollen Zinserhöhungszyklus der Fed gerechnet.
- Der USD konnte aber bislang nur in begrenztem Umfang von den höheren Zinserwartungen profitieren.

Feststellung, dass die Märkte wieder vermehrt auf die bereits grosse Zinskluff zwischen den USA und der Eurozone blicken werden. Die Notenbanken dies- und jenseits des Atlantiks werden auch in den kommenden Monaten einen divergenten Kurs fahren. Während die Fed ihre expansive Geldpolitik der vergangenen Jahre rückgängig macht, wird die EZB aufgrund der schleppenden Inflationsentwicklung weiterhin expansiv bleiben müssen. Die EZB hat den Auftrag, Preisstabilität zu gewährleisten. Als Preisstabilität wiederum ist eine Teuerungsrate von rund 2 % definiert. Solange also die Inflationsrate nicht nachhaltig auf diesem Niveau liegt, bleibt der EZB nichts anderes übrig, als eine expansive Geldpolitik zu forcieren. Würde EZB-Präsident Mario Draghi einen restriktiveren Kurs fahren, würde er seinem Auftrag nicht gerecht werden.

Fazit

Der USD sollte in den kommenden Wochen wieder zulegen - dies gilt sowohl gegenüber dem EUR als auch gegenüber dem CHF. Der Blick wird wieder vermehrt auf die Zinsdifferenzen gerichtet. Während die Fed weiter an der Zinsschraube drehen wird, bleibt die EZB auf einem sehr lockeren geldpolitischen Pfad.

Leitzinsen	Aktuell
Schweiz	→
Europa (EWU)	→
USA	↗

Bandbreite für unsere Zinsprognose auf drei bis sechs Monate:

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



2. ANLAGEKLASSEN

Anleihen

Renditen im Überblick

Schweiz: Renditeentwicklung seit März 2016



Schwellenländer: Renditeentwicklung seit März 2016



Europa: Renditeentwicklung seit März 2016



Inflationsgebundene Anleihen: Renditeentwicklung seit März 2016



USA: Renditeentwicklung seit März 2016



Hochverzinsliche Anleihen: Renditeentwicklung seit März 2016



Ab wann würgen Zinsen die Wirtschaft ab?

DIE FRAGE NACH DEM MAXIMAL ZU ERREICHENDEN RENDITENIVEAU IST MIT DER FRAGE VERBUNDEN, AB WANN EIN ZINSNIVEAU DIE WIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNG BELASTET. WIR GEBEN DAZU EINEN KURZEN ÜBERBLICK.

Jüngst kam es zu einem merklichen Anstieg langlaufender Kapitalmarktzinsen. Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen lag Ende Februar nur knapp unter der 3%-Marke. Das ist durchaus bemerkenswert, denn noch im September 2017 waren es gerade einmal knapp über 2 %. In den vergangenen Wochen wurde an den Geldmärkten erstmalig ein länger andauernder Zinsanhebungszyklus der US-Notenbank (Fed) eingepreist. Dies hatte entsprechende Auswirkungen auf das Renditeniveau von Staatsanleihen. Die Frage ist nun: Wie weit können die Renditen noch steigen? Empirisch feststellbar ist, dass in den vergangenen Zinsanhebungszyklen der Fed das Zinsniveau zehnjähriger US-Staatsanleihen relativ träge reagiert hat. Und es sollte auch bedacht werden, dass die Zinsstrukturkurve ab einem gewissen Punkt invers wird, das heisst, in diesem Fall liegt das Niveau der Geldmarktzinsen über dem Niveau der Renditen zehnjähriger Staatsanleihen.

Wo liegt das neutrale Zinsniveau?

Dreh- und Angelpunkt der Kapitalmarktzinsen bleibt also die weitere Entwicklung der Leitzinsen. Da die USA als Leitmarkt für die globale Zinsentwicklung gilt, bedarf es eines gründlichen Blickes auf die Fed. Konkret stellt sich dabei die Frage, wie viele Zinserhöhungen jenseits des Atlantiks noch folgen werden. In den Wirtschaftswissenschaften wird hierbei die Frage nach dem neutralen Zinssatz aufgeworfen. Der neutrale Zinssatz wird definiert als jener Geldmarktzins, der mit einem voll ausgelasteten Produktionspotenzial und einer konstanten Inflationsrate vereinbar ist. Vereinfacht gesprochen stellt der neutrale Zins jenen Leitzins dar, bei welchem von der Geldpolitik weder eine stimulierende noch eine bremsende Wirkung auf den Konjunk-

turverlauf ausgeht. Der neutrale Zins ist nicht direkt ablesbar und muss daher geschätzt werden.

Schätzungen wiederum sind von Annahmen abhängig, sodass die Meinungen zum neutralen Zinssatz auseinanderklaffen können. Die Mitglieder des geldpolitischen Ausschusses der Fed geben in regelmässigen Abständen ihre Meinung dazu kund, indem sie ihre Einschätzung für einen Leitzins auf längere Sicht abgeben. Dieser kann als neutraler Zins verstanden werden. Die Median-Schätzung der Fed-Offiziellen zeigt einen längerfristigen Leitzins von 2.875 % an. Der Fed-Volkswirt Thomas Laubach und der Präsident der regionalen Fed von San Francisco, John Williams, haben sich der Frage nach dem realen natürlichen Zins (also unter Herausrechnung der Inflationsrate) aus theoretischer Sicht genähert. Das «Laubach-Williams-Modell» zeigt aktuell einen neutralen realen Leitzins von 0.45 % an. Geht man von einem Anstieg der Kerninflationsrate (also von der Inflationsrate ohne die volatilen Energie- und Nahrungsmittelpreise) auf rund 2 % im zweiten Halbjahr aus, ergäbe sich ein neutraler Zins von 2.5 %, was damit auch in der Nähe der Schätzungen der Fed-Offiziellen liegt.

Wohin geht die Reise der Kapitalmarktzinsen?

Da aber ein neutraler Zins noch nicht restriktiv wirkt und die Fed mit ihren Zinserhöhungen einer Überhitzung der US-Volkswirtschaft vorbeugen möchte, muss der Leitzins über das neutrale Zinsniveau hinausgehen. Der historische Zusammenhang zeigt, dass hierbei rund 100 Basispunkte als Aufschlag zum neutralen Zins vorgesehen werden sollten. Das würde bedeuten, dass im aktuellen Zinserhöhungszyklus ein US-Leitzins von rund 3.5 % veranschlagt werden sollte. Dieses Niveau wäre dann auch eine Richtschnur für die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen. Wenngleich diese Höhe durchaus plausibel erscheint, sollte dies nicht als richtungsweisend für die kommenden Monate angesehen werden. Hierzu geht die Inflationsentwicklung nach wie vor zu schleppend voran. Die an den Finanzmärkten bereits geäusserten Gefahren eines raschen Anstiegs der Inflationsraten sehen wir für die kommenden Monate nicht. Damit bleibt ein weiterer zügiger Renditeanstieg vorerst begrenzt. Dies gilt übrigens auch für die europäischen Pendanten – wie etwa für eidgenössische Staatstitel und deutsche Bundesanleihen.

Risiken überwiegen

DANK POSITIVEM KONJUNKTURAUSBLICK ZEIGEN SICH DIE KREDITMÄRKTE VON DER AKTIENMARKTKORREKTUR UNBEEINDRUCKT.

Konjunkturausblick überzeugt

Wir zeigen auf, warum die Risiken trotzdem überwiegen. Die jüngste Korrektur an den Aktienmärkten liess die Kreditaufschläge bei Unternehmensanleihen nur geringfügig ansteigen. Bei hochverzinslichen Anleihen (High-Yield-Anleihen) erhöhten sich die Spreads um 30 Basispunkte, im Bereich der soliden Schuldner (Investment-Grade-Anleihen) betrug der Anstieg nur 10 bis 15 Basispunkte. Im historischen Vergleich zum Volatilitätsindex (VIX) hätte der Anstieg durchaus auch 200 bis 300 Basispunkte ausmachen können. Gestützt wird der Markt durch ein global synchrones Wirtschaftswachstum. Dies zeigt sich auch in hohen Margen und Gewinnen. Die Gewinnerwartungen für US-Unternehmen haben sich durch die Steuerreform und die Deregulierung auch deutlich verbessert. Experten schätzen die Kostensenkungen aufgrund der Deregulierung sogar höher ein als die Steuerersparnis.

Risiken: «The known unknowns»

Gleichzeitig lauern etliche Gefahren für Unternehmensanleihen. Zu erwähnen sind:

Zinskurve: In der Vergangenheit hat eine negative Zinsstrukturkurve eine Rezession angekündigt. Die Verflachung der USD-Zinskurve ist schon weit fortgeschritten. Viele Experten erwarten, dass der schon in die Jahre gekommene Aufschwung nur noch zwei bis drei Jahre anhält.

Notenbanken: In den letzten beiden Jahren sind die Bilanzen der grössten Notenbanken um fast USD 2 Bio. angestiegen. Dieses Jahr wird mit einem Anstieg von «nur» noch USD 121 Mrd. gerechnet, ab nächstem Jahr dürften die Bilanzen schrumpfen. Die Notenbanken betreten damit Neuland.

China: Angesichts der explodierenden Verschuldung der Staatsbetriebe ändert China die Wachstumsstrategie. Der Fokus wird neu auf qualitatives und strategisches Wachstum gelegt. Unabhängig von den publizierten Wachstumsraten wird das effektive Wachstum somit kleiner ausfallen. Es wird zu vermehrten Kreditausfällen kommen.

Kompakt

- Wie weit Renditen steigen (können), hängt entscheidend mit der Frage nach dem «natürlichen Zins» zusammen.
- Für die USA gilt: Der natürliche (nominale) Zins dürfte im Bereich von 2.5 % liegen.
- Bei Investment-Grade-Anleihen erwarten wir bestenfalls eine Seitwärtsbewegung, bei Anleihen tieferer Qualität sind wir vorsichtig.

«Liquidity Mismatch»: Die zehn grössten ETFs halten heute High-Yield-Anleihen von über USD 50 Mrd. Sie versprechen, aus illiquiden Anleihen ein liquides Instrument zu schaffen. Sollten eines Tages zu viele Anleger gleichzeitig verkaufen, dürfte dieses Versprechen auf den Prüfstand gestellt werden.

Hebel: Aufgrund des Tiefzinsumfelds und der hohen Gewinnmargen haben Unternehmen das Fremdkapital im Verhältnis zum Eigenkapital erhöht. Die Wahrscheinlichkeit von Rückstufungen und Kreditausfällen hat damit zugenommen.

Fazit

Trotz erfreulicher Konjunkturdaten sind wir zurückhaltend bei Unternehmensanleihen. Neben den erwähnten Risiken gilt es, auch das unternehmensspezifische Risiko zu berücksichtigen. In letzter Zeit geraten immer mehr Schuldner aufgrund von Fehlinvestitionen in Probleme. Im Investment-Grade-Segment erwarten wir bestenfalls eine Seitwärtsentwicklung der Spreads, bei Anleihen tieferer Qualität drohen Verluste.

Benchmark	Aktuell	% YTD ¹
Staatsanleihen Schweiz ²	→	-2.25 %
Staatsanleihen Europa (EUR) ²	→	0.19 %
Staatsanleihen USA ²	↗	-1.98 %
Inv. Grade-Unternehmensanleihen Schweiz ²	→	-0.42 %
Inv. Grade-Unternehmensanleihen Europa (EUR) ²	→	-0.20 %
Inv. Grade-Unternehmensanleihen USA ²	↗	-2.85 %
High-Yield-Anleihen ³	↘	-0.55 %
Anleihen Emerging Markets (Hartwährungen) ³	→	-2.11 %
Anleihen Emerging Markets (Lokalwährungen) ³	→	3.99 %

¹ Daten per 12.03.2018

² Rendite

³ Total Return

2. ANLAGEKLASSEN

Aktien



Aktienindizes im Überblick

Schweiz: Kursentwicklung seit März 2016 (indexiert)



Pazifik: Kursentwicklung seit März 2016 (indexiert)



Europa: Kursentwicklung seit März 2016 (indexiert)



Schwellenländer: Kursentwicklung seit März 2016 (indexiert)



Nordamerika: Kursentwicklung seit März 2016 (indexiert)



Grossbritannien: Kursentwicklung seit März 2016 (indexiert)



Das Wachstum wird herausgefordert

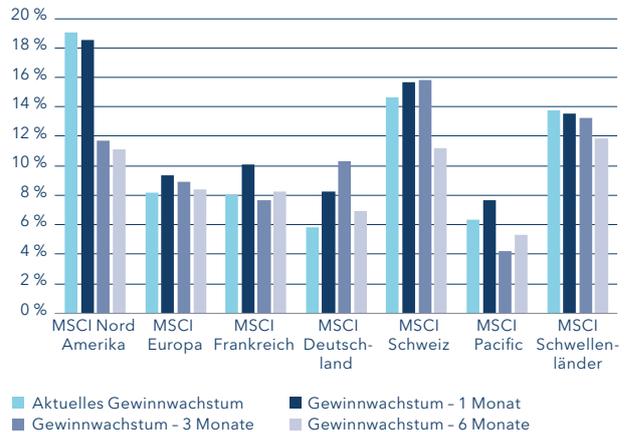
DIE AKTIENMÄRKTE LIEBEN DAS DRAMA. TROTZ STARKER KURSSCHWANKUNGEN, TEILWEISE ABKÜHLENDER KONJUNKTURINDIKATOREN UND SCHRITTWEISE STEIGENDER ZINSEN IN DEN USA UND IN EUROPA BLEIBT DIE STIMMUNG AN DEN KAPITALMÄRKTEN DEUTLICH POSITIV.

Das solide Weltwirtschaftswachstum unterstützt diesen Optimismus jedoch nur zum Teil. Im Februar 2018 erlebten die Aktienmärkte die erste signifikante Korrektur seit dem Jahr 2016. Starke US-Konjunkturdaten überraschten die Marktteilnehmer und führten zu einer raschen Veränderung der Zinserwartungen für 2018 und 2019. Auslöser hierfür waren neben positiven Arbeitsmarktdaten auch ein Lohnwachstum, das dementsprechend stärker ausfiel als erwartet, vor allem aber auch das durch die US-Steuerreform ausgelöste zusätzliche Gewinnwachstum. Letzteres sorgte bereits ab Herbst 2017 für eine zusätzliche Beschleunigung der ohnehin schon hohen Kursdynamik, sodass eine klare Überhitzung erkennbar war. Bereits im Januar empfahlen wir diesbezüglich, die damals günstigen Optionspreise zum Anlass für entsprechende Absicherungspositionierungen bis zum Jahresende hin zu nutzen.

Starkes, aber differenziertes Gewinnwachstum

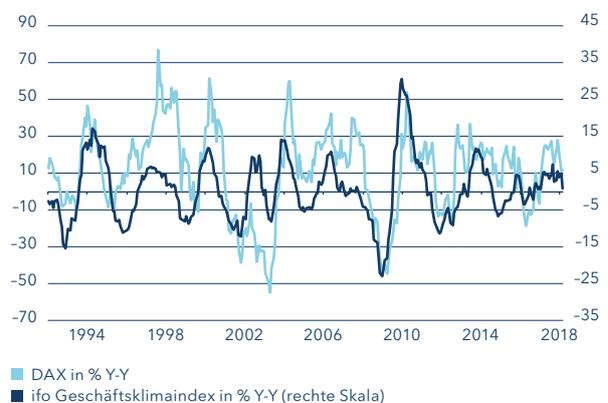
Die Ankündigung der US-Steuerreform sorgte für einen sprunghaften Anstieg der Gewinnerwartungen und führte auch die KGV-Bewertung des US-Aktienmarktes von 18,7 auf nunmehr 17,4 zurück. Die Marktteilnehmer haben diese erfreuliche Entwicklung zunächst mit neuen Höchstständen honoriert, ebenfalls bewähren sich US-Aktien in der aktuellen Konsolidierungsphase besser als jene der meisten anderen Regionen. Während der vergangenen vier Wochen wiesen lediglich die Schwellenländer ebenfalls ein positives (Unternehmens-) Gewinnmomentum aus. Im Gegenzug erlitt Europa eine zum Teil drastische negative Revision. Alle Länder mit geringem Gewinnwachstum rentierten in den letzten Handelswochen schwächer als der Gesamtmarkt.

Gewinnwachstum 2018



Wir erwarten, dass sich die Aktienmärkte in den kommenden Monaten stärker differenzieren werden. Der Blick der Anleger richtet sich verstärkt auf das Gewinnwachstum und die Erzielung stabiler Unternehmensgewinne. Optisch günstige fundamentale Bewertungen sind somit kein Garant mehr für ein aussichtsreiches Aktienengagement. Europa wird sich hierbei beweisen müssen, zumal Deutschland als treibende Kraft zu erlahmen beginnt. Die Gewinnerwartungen für das laufende Jahr sanken dramatisch, zudem steht Deutschland im Fokus der transatlantischen Handelsauseinandersetzungen. Dies spiegelt auch der sich aktuell abkühlende ifo-Geschäftsklimaindex wider.

Jahresveränderung DAX Index und ifo Geschäftsklima-Index



Die Abhängigkeit des deutschen Leitindex DAX von den Geschäftsklimaerwartungen ist bemerkenswert hoch. Ein Rückgang des wirtschaftlichen Leitindex geht

mit einer Reduktion der rollierenden Jahresrenditen des DAX einher. Unter diesen Umständen ist zumindest kurzfristig nicht an eine überdurchschnittliche Rendite am deutschen Aktienmarkt zu denken. Die Entwicklung des ifo-Geschäftsklimaindex fließt auch in andere, internationale Wirtschaftsindikatoren ein. Rückenwind für Aktionäre sieht anders aus.

Strategischer Gegenwind für Aktien

Die sich normalisierende Notenbankpolitik in den USA zeigt erste Spuren. Mit einem Zehn-Jahres-Hoch notieren zweijährige US-Staatsanleihen knapp doppelt so hoch wie noch vor zwei Jahren, auch erreichen die Prognosen für zehnjährige US-Staatsanleihen nun die 3%-Hürde. Im Wesentlichen bereiten die aktuellen Zinsen für viele Unternehmen noch keine grossen Mühen, jedoch lassen sich die jüngst sinkenden Autoabsatzzahlen in den USA direkt auf steigende Finanzierungskosten zulasten der Autokäufer zurückführen. Zudem ist aufgrund der erhöhten Kursschwankungen an den Aktienmärkten mit sich ausweitenden Kreditrisikoprämien zu rechnen. Durch kleine Effekte, die sich jedoch summieren, erhöhen sich die Fremdkapitalkosten für die Industrie und drücken auf die Profite.

Neu aufkeimende Handelsrestriktionen stellen eine zusätzliche Belastung dar. Donald Trumps Initiative, US-Stahlimporte mit höheren Einfuhrzöllen zu belegen, ergibt rational betrachtet wenig Sinn. Laut einer kürzlich veröffentlichten OPEC-Studie wirken sich internationale Handelsbeschränkungen direkt negativ auf das globale Wirtschaftswachstum aus. Die operativen Effekte können je nach Land und Industrie einschneidende Folgen haben.

Höhere Einfuhrzölle auf Stahl treffen auf eine US-amerikanische Stahlverarbeitung, die eine 50-mal höhere Beschäftigung ausweist als diejenige in der Stahlproduktion. Der Automobilsektor und der Bausektor konsumieren etwa zwei Drittel des im Land produzierten Stahls. Gleichzeitig ist der stärkste Verursacher des US-Handelsdefizits - nämlich China (>45 %) - davon kaum betroffen. Dies, da lediglich 2 % des chinesischen Stahlexports die USA erreichen. Es bleibt zu hoffen, dass die betroffenen Länder besonnen reagieren und sich dieser Handelsstreit schlichten und in Grenzen halten lässt. Eine Eskalation würde sich direkt auf andere Branchen wie Elektronik, Kleidung und Lebensmittel auswirken. Vor allem bei elektronischen Konsumgütern und Lebensmitteln erzielen die USA deutliche Handels-

Kompakt

- Das Aktienumfeld bleibt konstruktiv, wird jedoch schwieriger.
- Der Fokus liegt auf Unternehmen mit starken Bilanzen, gutem Wachstum und stabilen Dividenden. Folgende Themen erachten wir als aussichtsreich:
 - VP Bank Swiss Dividend Basket
 - Allokationsidee Telekomsektor: «Dividende verbindet»
 - Energieeffizienz - Umweltschutz einmal anders
 - Trend zur Automatisierung durch Robotik

bilanzüberschüsse und würden negative Auswirkungen deutlich zu spüren bekommen.

Fazit

Wir bleiben den Aktien gegenüber weiterhin konstruktiv eingestellt, sehen aber die aktuelle Konsolidierungsphase als noch nicht abgeschlossen an. Betrachtet man den S&P 500 als Referenzindex, so dauerten die vergleichbaren Korrekturen (2010, 2011, 2015 bis 2016) drei bis sechs Monate und wiesen ein zwischenzeitiges Verlustpotenzial von 15 bis 21 % aus. Ohne eine Verschärfung des Handelsstreits wäre das negative Kurschwankungsrisiko in den USA noch auf 8 bis 10 % einzuschätzen.

Für das Jahr 2018 bleibt der Blick auf die Optimierung der Gesamtrendite wichtig - im Fokus stehen Unternehmen mit starken Bilanzen und stabilen Dividenden. Hier bieten sich Schweizer Unternehmen mit steuerfreien Dividendenausschüttungen an. Bei europäischen und US-amerikanischen Telekomwerten ist zu beobachten, dass das Gewinnmomentum seit drei Monaten wieder deutlich steigt. Mit sinkenden Investitionsausgaben verbessert sich gleichfalls der freie Cashflow. Die Aktienkurse spiegeln diese Entwicklung noch nicht wider. Der Telekomsektor stellt somit im aktuellen Umfeld eine spannende taktische Anlageidee dar.

MSCI-Benchmark	Aktuell	% YTD ¹
Schweiz	→	-4.20 %
Europa	→	0.09 %
Nordamerika	→	3.96 %
Pazifik (inklusive Japan)	→	1.58 %
Emerging Markets	→	5.73 %

Bandbreite für unsere absoluten Performanceeinschätzungen auf drei bis sechs Monate:

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

¹ Daten per 12.03.2018, Nettorendite mit Dividende in lokaler Währung

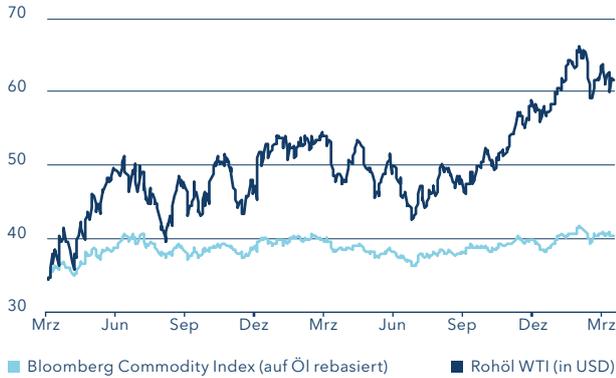
2. ANLAGEKLASSEN

Alternative
Anlagen



Überblick Alternative Anlagen

Rohstoffe: Kursentwicklung seit März 2016



Private Equity: Kursentwicklung seit März 2016 (indexiert)



Edelmetalle: Kursentwicklung seit März 2016



Wandelanleihen: Kursentwicklung seit März 2016 (indexiert)



Immobilien: Kursentwicklung seit März 2016 (indexiert)



Hedgefonds: Kursentwicklung seit März 2016 (indexiert)



Investieren bei teuren Märkten

DER BÖRSENBOOM FEIERT DEN NEUNTEN GEBURTSTAG. DIE JÜNGSTE KORREKTUR ZEIGT ABER, DASS DIE BÖRSE KEINE EINBAHNSTRASSE IST. ALTERNATIVE ANLAGEN KÖNNEN HELFEN, RÜCKSCHLÄGE ABZUFEDERN.

Ein Argument für die Beimischung von alternativen Anlageklassen ist meist der Diversifikationseffekt. Echte Diversifikation entsteht durch Hinzufügung neuer Renditequellen. Im Idealfall steigt die diversifizierende Anlageklasse in Zeiten, in welcher das bisherige Portfolio fällt. Dadurch wird das Portfolio in seinen Wertschwankungen stabiler und effizienter.

Anleihen werden versagen

In der Vergangenheit erfüllten Anleihen die Funktion, Verluste fallender Aktienkurse auszugleichen. Als die Aktienmärkte korrigierten, erfolgte die Flucht in «sichere Häfen», dies wiederum liess die Kurse von (Staats-) Anleihen steigen. Zudem konnte erwartet werden, dass die Notenbank die Geldpolitik lockert. Gemischte Portfolios aus Aktien und Anleihen haben daher in der Vergangenheit gut funktioniert, weil sich mindestens eine Anlageklasse in einer Rally befand. Dieser Zusammenhang dürfte sich im Jahr 2018 ändern. Die Rückkehr der Inflation in den USA könnte zur Folge haben, dass die US-Notenbank schneller und stärker entgegenwirken muss, als bisher angenommen. Dabei würden sowohl

Aktien als auch Anleihen an Wert verlieren. Die Marktkorrektur im Februar war ein Vorgeschmack darauf.

Welche Alternativen Anlagen kommen in Frage?

Aus diesem Grund werden Alternative Anlagen immer beliebter. In Japan, dem Vorreiter in Sachen quantitative Lockerungspolitik, beinhalten ausgewogene Mandate bis zu 40 % Alternative Anlagen. Der Diversifikationseffekt und das Risiko können aber je nach Anlageklasse und deren Umsetzung stark variieren. Wir geben daher einen kurzen Abriss der einzelnen Anlageklassen und zeigen auf, was es bei Investitionen zu beachten gilt.

Insurance-linked Securities (ILS) und Cat-Bonds

Hierbei handelt es sich quasi um Rückversicherungen für Naturkatastrophen oder andere versicherungstechnische Risiken. Die Anlageklasse ist dadurch weitestgehend unkorreliert mit traditionellen Kapitalmarktanlagen. Neben den verbrieften Cat-Bonds (kleinerer Markt) handelt es sich vor allem um direkte Rückversicherungsverträge mit Laufzeiten von ein bis zwei Jahren. Der Anlagebetrag wird von einer Zweckgesellschaft auf einem Sperrkonto deponiert und am Geldmarkt investiert. Tritt kein Schaden ein, erhält der Anleger sein verzinstes Kapital samt Versicherungsprämie zurück. Der Anleger profitiert damit von steigenden Zinsen und ausgezeichneter Diversifikation gegenüber allen Anlageklassen.

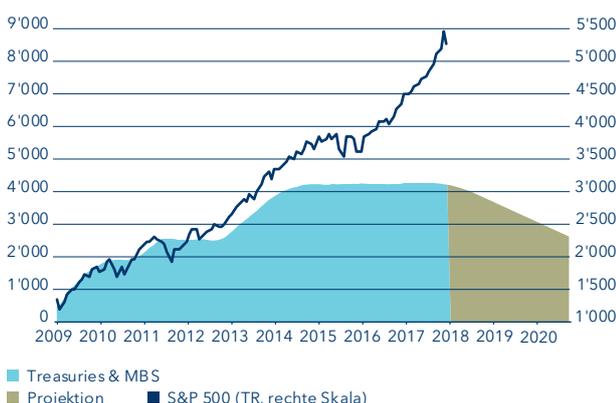
Private Equity

Neben direkten Private-Equity-Anlagen, welche aufgrund ihrer langjährigen Laufzeiten primär von institutionellen Anlegern getätigt werden, kommen für Privatanleger vor allem börsengehandelte Strukturen (Listed Private Equity) in Frage. Da meist auch Fremdkapital zum Einsatz kommt, ist das Risiko höher als am Aktienmarkt. Auch die Diversifikationseigenschaften sind bescheiden. Ein wesentlicher Renditetreiber ist die Transformation von Unternehmen. Hohes Gewinnpotenzial bietet auch der Verkauf von Beteiligungen durch einen Börsengang. Börsengehandelte Unternehmen sind heute rund 30 % höher bewertet als private Unternehmen.

Private Debt

Hierbei handelt es sich um Portfolios von Krediten an kleine und mittelständische Unternehmen. Die professionellen Anlegern vorbehaltenen Fonds springen sozusagen in die Bresche für Banken, die aufgrund von

Notenbankbilanz gegenüber Aktienmarkt



strengeren Kapitalvorschriften weniger Kredite vergeben können. Die Manager sind auf die Sicherstellung der Kredite spezialisiert und können individuelle Kreditklauseln einbauen. Dies führt dazu, dass erstrangig besicherte Kredite eine geringere Ausfallquote vorweisen als spekulative Anleihen (High-Yield-Anleihen) und darüber hinaus deutlich höhere Rückführungsraten (Recovery-Rate) haben. Mit 5 bis 7 % über dem LIBOR-Satz fällt zudem die Rendite höher aus. Die Laufzeiten sind dafür auch deutlich länger.

Immobilien

Das Anlageuniversum bei Immobilien ist sehr breit. Dabei wird zwischen direkten und indirekten Anlagen (Fonds, REITs, Private-Equity-Fonds) unterschieden. Zudem kann sowohl in Eigenkapital als auch in Finanzierungs- bzw. Fremdkapital oder in Mezzanine-Kapital investiert werden. Für Privatanleger kommen meist liquide Immobilienfonds und REITs in Frage. Im Falle von REITs sind die Anlagen mit bis zu 80 % Fremdkapital gehebelt und somit risikoreicher als Aktien. Im Gegensatz dazu verwenden vor allem Schweizer Immobilienfonds wenig bis gar kein Fremdkapital. Dies muss bei einem Performancevergleich bereinigt werden. Der Vorteil von Immobilien besteht darin, dass die Mietrenditen weit über der Rendite der (von den Notenbanken manipulierten) Staatsanleihen liegen. Der Nachteil liegt in der hohen Korrelation mit Aktien und der damit tieferen Diversifikation. Immobilien sind wie Aktien vom makroökonomischen Umfeld abhängig.

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 Bondfloor begrenzt. Als Faustregel gilt: An steigenden Aktienmärkten wird zu 2/3 partizipiert, an fallenden Kursen nur zu etwa 1/3. Wandelanleihen bieten somit eine Möglichkeit, in diesem späten Zyklus am Aktienmarkt zu partizipieren, allerdings mit deutlich geringerem Verlustrisiko.

Rohstoffe

ETFs und Zertifikate bieten heute direkten Zugang zu Rohstoffen. Früher waren es meist nur Edelmetalle. Zu beachten ist hier, dass Rohstoffe, die nur an Termin-

märkten gehandelt werden, immer wieder «gerollt» werden müssen. Der Verkauf des auslaufenden Kontrakts und der Kauf des längeren Kontrakts kann je nach Rohstoffgruppe und Angebot-Nachfrage-Verhältnis zu Rollgewinnen oder -verlusten führen. Über alle Rohstoffgruppen hinweg wurden längerfristig sämtliche Preissteigerungen von Rollverlusten zunichtegemacht. Es gab jedoch immer wieder Rohstoffzyklen, in denen es zu starken Kursgewinnen gekommen ist. Der Diversifikationseffekt von Rohstoffen ist überdurchschnittlich hoch, je nach Ausgangsportfolio und Rohstoff aber sehr unterschiedlich. Rohstoffe aus dem Energiebereich eignen sich beispielsweise ausgezeichnet als Inflationsschutz für ein Anleihenportfolio.

Hedgefonds

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

Fazit

Mit Hilfe von alternativen Anlageklassen kann die verloren gegangene Diversifikation von Anleihen ersetzt werden. Je nach Ausgangsportfolio und Zielsetzung sind unterschiedliche Varianten sinnvoll. Ihr Kundenberater hilft Ihnen gerne weiter.

Benchmark	Aktuell	% YTD ¹
Rohstoffe	→	-0.26 %
Rohöl	→	1.76 %
Gold	↗	1.53 %
Immobilienaktien	→	-4.45 %
Private Equity	→	0.52 %
Wandelanleihen	→	3.93 %
Hedgefonds	↗	0.62 %

Bandbreite für unsere absoluten Performanceeinschätzungen auf drei bis sechs Monate:

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

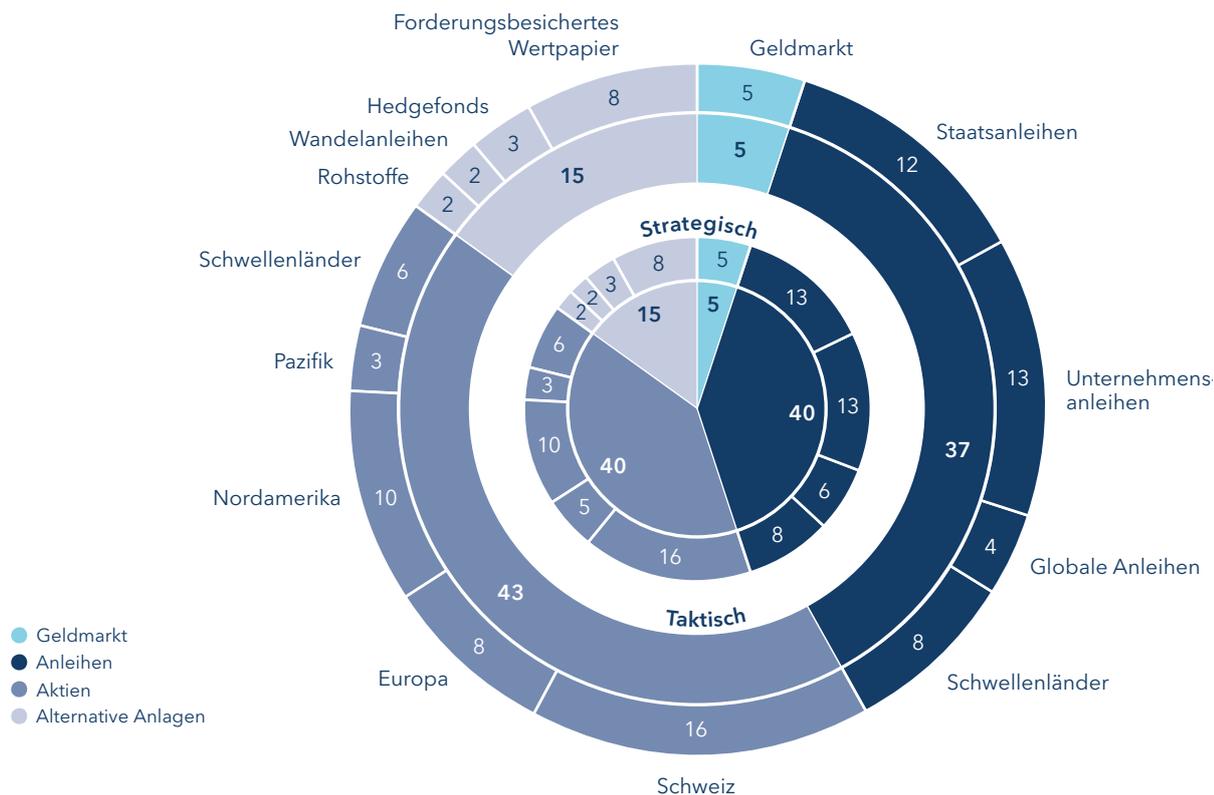
¹ Daten per 12.03.2018

3. INVESTMENT MANAGEMENT



Vermögensverwaltung

Strategische und taktische Allokation - Ausgewogen CHF (in %)



VP Bank Strategiefonds

Produktname	Whg.	ISIN	NAV-Datum	NAV	Ausschüttung	Whg.-gesichert	YTD (in %)
VP Bank Strategiefonds Konservativ (CHF)	CHF	LI0017957502	09.03.2018	1'062.85	nein	ja	-2.04 %
VP Bank Strategiefonds Konservativ (EUR)	EUR	LI0017957528	09.03.2018	1'412.34	nein	ja	-1.75 %
VP Bank Strategiefonds Konservativ (USD)	USD	LI0100145379	09.03.2018	1'375.36	nein	ja	-1.27 %
VP Bank Strategiefonds Ausgewogen (CHF)	CHF	LI0014803709	09.03.2018	1'588.20	nein	ja	-2.42 %
VP Bank Strategiefonds Ausgewogen (EUR)	EUR	LI0014803972	09.03.2018	994.76	nein	ja	-1.94 %
VP Bank Strategiefonds Ausgewogen (USD)	USD	LI0014804020	09.03.2018	1'577.08	nein	ja	-0.82 %

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

Aktuelle Anlagetaktik

Aktuelle Anlagetaktik

Die Ankündigung der USA, Stahl- und Aluminiumprodukte künftig zu besteuern, hat an den Aktienmärkten zu erneuter Verunsicherung geführt. Während die direkten Folgen eher überschaubar sind, wächst die Sorge, dass die Handelspartner ebenfalls mit Strafzöllen reagieren. Dies wiederum hätte wohl neuerliche Massnahmen der USA zur Folge und könnte im Ergebnis einen globalen Handelskonflikt auslösen. Aktuell gehen wir jedoch nicht von einem solchen Szenario aus. Wir bestätigen daher unsere Positionierung und bleiben in europäischen Aktien Übergewichtet, während wir Anleihen nach wie vor untergewichten.

Die Aktienmärkte müssen seit Jahresbeginn einige Hiobsbotschaften verkraften. Während die erste Korrektur durch Zins- und Inflationsängste ausgelöst wurde, haben nun die US-Strafzölle und die möglichen Vergeltungsmassnahmen der Handelspartner zu erneuter Verunsicherung geführt. Wir werten die Kursverluste allerdings nicht als langfristige Trendwende. Trotz einer leichten Eintrübung der Frühindikatoren ist das konjunkturelle Umfeld noch immer robust. Die Dynamik der globalen Wirtschaft bleibt intakt. Das unterstützende Umfeld für die europäischen Aktienmärkte dürfte bestehen bleiben. Die Zinsdifferenz sollte zudem den USD gegenüber dem EUR begünstigen. Bei Anleihen rechnen wir mit moderat steigenden Zinsen, was unsere Untergewichtung rechtfertigt.

Anleihen

Die Entwicklung der Renditen verlief zuletzt synchron: steigende Renditen in den USA – steigende Renditen in Europa.

Zunehmende Inflationserwartungen in den USA führten zu einem spürbaren Renditeanstieg. An den Finanzmärkten werden nun weitere Leitzinsanhebungen für die Jahre 2019 und 2020 eingepreist. Während die Zinssichten in den USA nach oben gerichtet sind,

bleiben sie in der Eurozone und in der Schweiz in Anbetracht der niedrigen Inflationsrate begrenzt. Unsere Positionierung bleibt durationsseitig dennoch in sämtlichen Referenzwährungen unter dem jeweiligen Benchmarkniveau. Insgesamt sind wir in Investment-Grade-Anleihen nach wie vor untergewichtet. Schwellenländeranleihen gewichten wir neutral.

An inflationsgeschützten Anleihen halten wir unverändert fest.

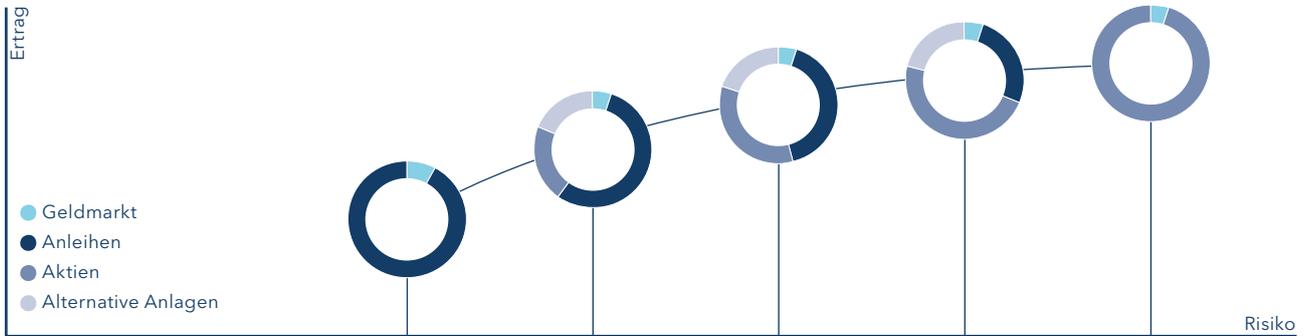
Aktien

Die Belebung der Konjunktur ist vor allem im deutlichen Anstieg der US-Gewinnerwartungen spürbar. Dies kommt in den Befragungen der Unternehmen und vor allem auch in den Schätzungen der Analysten zum Ausdruck. Europäische Aktien profitieren im relativen Vergleich von der günstigeren Bewertung gegenüber den USA. Das Nachholpotenzial der Eurozone gegenüber den USA ist nach wie vor gegeben, auch wenn die Gewinnerwartungen in Europa zuletzt leicht gesunken sind. Zusätzliche Unterstützung kommt von der im Vergleich zu Anleihen noch immer relativ hohen Dividendenrendite. Die Schwellenländer profitieren ebenso vom kontinuierlichen Gewinnwachstum.

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- und CHF-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, 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	26, Avenue de la Liberté · L-1930 Luxembourg · 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 (Singapore) Ltd	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 Bank (Switzerland) Ltd Moscow Representative Office	World Trade Center · Office building 2 · Entrance 7 · 5 th Floor · Office 511 12 Krasnopresnenskaya Embankment · 123610 Moscow · Russian Federation T +7 495 967 00 95 · F +7 495 967 00 98 · info.ru@vpbank.com
VP Fund Solutions (Luxembourg) SA	26, Avenue de la Liberté · L-1930 Luxembourg · Luxembourg T +352 404 770-297 · F +352 404 770-283 fundclients-lux@vpbank.com · www.vpfundsolutions.com
VP Fund Solutions (Liechtenstein) AG	Aeulestrasse 6 · 9490 Vaduz · Liechtenstein T +423 235 67 67 · F +423 235 67 77 vpfundsolutions@vpbank.com · www.vpfundsolutions.com

Redaktion

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

Für den Inhalt verantwortlich

Stefan Schwitter, Leiter Group Investment, Product & Market Management
Bernd Hartmann, Leiter Group Investment Research
Dr. Thomas Gitzel, Senior Economist
Rolf Kuster, Senior Investment Strategist
Marcello Musio, Senior Equity Analyst
Harald Brandl, Senior Equity Strategist
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

26. März 2018

Redaktionsschluss

23. März 2018

Schlusskurse

12. März 2018, sofern nicht anders vermerkt

Quelle für Charts und Statistiken

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

Fotos

Roland Korner, Triesen
Rich Stapleton, London

Druck

BVD Druck+Verlag AG, Schaan



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 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.

