

3. Quartal 2018

Investment Views

Inhalt

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

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

« Unerwartete
Überraschung »



Bernd Hartmann
Leiter Group Investment Research

Liebe Leserin, lieber Leser

Ein Blick auf die Börsen zeigt es: Die Verunsicherung an den Finanzmärkten hat seit Jahresbeginn zugenommen. Umso mehr verwundert es, wie lange die Börsen Entwicklungen gelassen hinnehmen, ja sogar ignorieren, um sich dann plötzlich doch sehr überrascht zu zeigen.

Beispiel 1: Im Januar legten die US-Renditen um ganze 40 Basispunkte zu, der Aktienmarkt blickte darüber hinweg und legte selbst gut 7 % zu, ehe dann Zinsängste Überhandnahmen und zu einem Ausverkauf führten.

Beispiel 2: Italiens Börse stieg selbst dann noch an, als klar war, dass die neue Regierung aus europakritischen Kräften bestehen wird. Ende April wies keine andere Börse stärkere Kursgewinne auf als die italienische. Im Mai wurden dann diese Profite wieder ausradiert.

Beispiel 3: Die jüngste Episode ist der schwelende Handelskonflikt, der ebenfalls lange glommt, bevor sich die Märkte besorgt zeigten.

Doch was steckt hinter diesem Muster? Zunächst einmal sind diese Indizien ein Zeichen dafür, dass der Markt eine gewisse Gelassenheit aufweist. Es herrscht eine solide Grundstimmung und Zuversicht; die Anleger haben eine positive Erwartungshaltung. Die Konsequenz daraus ist, dass dies viel Raum für negative Überraschungen lässt, sollten die konstruktiven Annahmen sich nicht bestätigen. Positiv ist, dass der Markt dank seiner inneren Stärke kleinere Rückschläge schnell und gut wegstecken kann.

1. AKTUELLES

118



Das Rätsel Donald Trump

WOHL KEIN ANDERER US-PRÄSIDENT HAT DIE ÖFFENTLICHKEIT SO GESPALTEN WIE DONALD TRUMP. SEINE GEGNER HALTEN IHN FÜR EINEN UNBERECHENBAREN CHAOTEN, DER OHNE STRATEGIE AGIERT. SEINE ANHÄNGER SCHÄTZEN SEINEN UNKONVENTIONELLEN STIL UND VERWEISEN AUF SEINE ZAHLREICHEN DEALS. WIR VERSUCHEN, DAS RÄTSEL TRUMP ZU ENTSCHLÜSSELN.

Wirtschaftspolitische (Schlinger-)Kurs

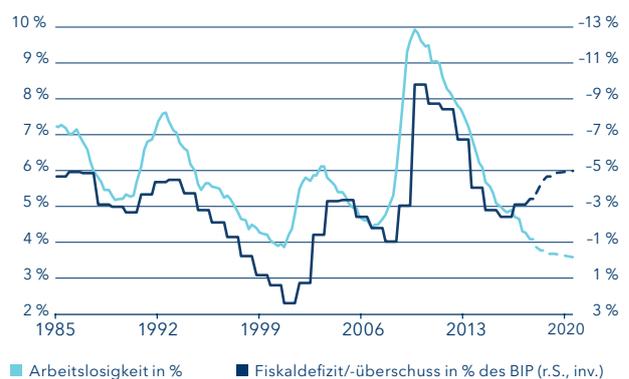
Dem US-Präsidenten kann vieles vorgeworfen werden, aber sicherlich nicht Untätigkeit. Zwar verbrachte – auch dies ein beliebter Vorwurf seiner Gegner – keiner seiner Vorgänger so viel Zeit auf dem Golfplatz wie er, doch die Liste der abgearbeiteten Wahlversprechen ist eininhalb Jahre nach seiner Amtsübernahme bereits lang. Seine Wirtschaftspolitik lässt sich dabei nicht ganz einfach einordnen. Ökonomiefeindlichen Schritten stehen wirtschaftsfreundliche Massnahmen gegenüber. Zu Letzteren zählt die Deregulierung der Finanzmarktvorschriften. Kern der Anpassung ist die Lockerung des Dodd-Frank Act, der vor acht Jahren als regulatorische Antwort auf die Finanzkrise geschaffen wurde. Der Umfang von 541 Artikeln auf 849 Seiten lässt erahnen, wie komplex dieses Gesetzeswerk ist. Allerdings ändert sich daran zunächst nicht viel, denn die Vorschriften werden nicht grundsätzlich gelockert oder gar gestrichen. Die Liberalisierung erfolgt vielmehr durch eine Adaption der Grenze, ab wann eine Bank als systemrelevant gilt und somit besonders strikte Regeln einhalten muss. Die bisherige Schwelle wurde von USD 50 Mrd. auf USD 250 Mrd. erhöht. Während kleinere und mittlere Institute profitieren, ändert sich hingegen für die grösseren kaum etwas. Für sie gilt auch weiterhin die Volcker Rule, welche den Eigenhandel untersagt. Die Administration Trumps hat somit viel Augenmass bewiesen: Die Anpassungen erfolgen zielgerichtet, ohne dabei die Finanzmarktstabilität zu gefährden oder den Anlegerschutz auszuhöhlen.

Prozyklische Fiskalpolitik

Andere, ebenfalls wirtschaftsfreundliche Massnahmen sind hingegen weniger zielführend. Hierzu zählt die Steuerreform. Angesichts der im internationalen Vergleich hohen Unternehmensabgaben ist diese zwar grundsätzlich positiv zu werten. Die Ausgestaltung der Steuerreform erfolgte jedoch nicht aufwandsneutral. Das heisst, die geringeren Einnahmen im Zuge von Steuersenkungen werden nur teilweise durch höhere Einnahmen anderenorts oder Einsparungen kompensiert. Somit handelt es sich auch um eine fiskalische Stimulierungsmassnahme. Diese kommt allerdings zur Unzeit, denn die US-Wirtschaft wächst bereits über ihr Potenzial.

Üblicherweise folgt die Fiskalpolitik antizyklisch der Konjunktur und versucht so, die Entwicklung auszugleichen und gezielt zu steuern. Nun aber sinkt die Arbeitslosigkeit bereits seit Längerem – ein klares Indiz für eine prosperierende Wirtschaft. Gleichzeitig belebt der Staat das ökonomische Umfeld auf Kosten seines Haushaltes. Den kurzfristig positiven Wachstumseffekten stehen mittel- und langfristige Risiken gegenüber. Da die US-Konjunktur bereits boomt, steigt durch den zusätzlichen Anreiz die Inflationsgefahr. Die Vereinigten Staaten müssen sich selbst in dieser Boomphase stärker verschulden. Im Falle einer Wirtschaftsabkühlung oder Rezession droht das Bilanzdefizit auszufern.

Untypische Divergenzen



Chaot oder Strategie?

Von der Öffentlichkeit wird Trump als äusserst impulsiv und emotional wahrgenommen. Seine Gegner schliessen daraus, dass er unberechenbar ist und keine Strategie verfolgt. Fakt ist, der US-Präsident ist kein Dogmatiker. Dies hat er bereits mit zahlreichen Meinungs-

änderungen bewiesen. Vielmehr sieht er sich selbst in der Rolle des «Dealmakers». Seine Position ist dabei abhängig davon, ob ein Geschäft für ihn stimmt. Dementsprechend liebt er es, über Verträge und Abkommen zu verhandeln. Geht es darum, ein solches Übereinkommen abzuschliessen, gilt es zunächst, die richtige Verhandlungsposition einzunehmen. Für Trump besteht dies in der Maximierung der Verhandlungsmacht. Je grösser dabei das Machtungleichgewicht zugunsten der USA ist, desto besser. Dies erklärt auch, warum er grosse, multilaterale Organisationen ablehnt und lieber mit einzelnen Staaten Vereinbarungen trifft. Dass er als irrational und impulsiv wahrgenommen wird, macht seine Drohungen umso gefährlicher. Dies dürfte dabei ebenso zu seiner Strategie gehören wie der immer wieder beobachtbare Ablauf von Verhandlungen. Zunächst gilt es, die eigene Macht zu demonstrieren, dann folgt eine Drohung, dem anderen etwas wegzunehmen. Aus der Position der Stärke werden dann, für das Gegenüber etwas überraschend, Verhandlungen angeboten. Durch diese unkonventionelle und wenig diplomatische Art soll der Kontrahent irritiert werden, um ihm so viel als möglich abringen zu können. Diese Auffassung zeigt sich auch im Handelskonflikt.

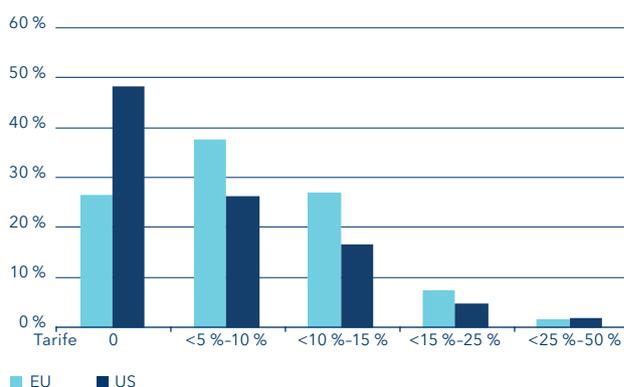
Lässt sich ein Staat wie ein Unternehmen führen?

Trump agiert als Politiker gleich wie als Unternehmer. Zwischen Volkswirtschaften und Unternehmen macht er keinen Unterschied. Für ihn ist der Handel ein Nullsummenspiel, bei dem nicht beide Seiten gewinnen können. Bekommt eine Partei ein grösseres Stück des Kuchens ab, verbleibt für sein Gegenüber ein kleineres. Dies mag vielleicht für die Immobilienbranche gelten, in der der US-Präsident gross geworden ist, nicht aber für die Politik. Seine Denkweise widerspricht der in der Wirtschaftswissenschaft seit 200 Jahren gängigen Auffassung der komparativen Vorteile. Der Ökonom David Ricardo hat aufgezeigt, dass es sich selbst für ein Land, das sämtliche Güter günstiger herstellen kann, lohnt, mit anderen Staaten Handel zu betreiben. Denn durch gemeinsame Geschäfte steigt der Wohlstand – in allen Ländern, nicht nur in denen, die über einen Kostenvorteil verfügen. Auch mit seiner Ansicht, dass ein Handelsdefizit mit einem Unternehmensverlust gleichzusetzen ist und daher der Welthandel für die USA negativ sei, sorgt Trump für Unverständnis.

Dabei würde die grösste Volkswirtschaft der Welt über durchaus stichhaltige Argumente gegenüber ihren

Handelspartnern verfügen: Während sich in den USA 48 % aller nicht landwirtschaftlichen Güter zollfrei einführen lassen, sind es in der EU lediglich 28 %. Letztere ist somit protektionistischer. Hinzu kommen andere, nicht tarifäre Hindernisse, die sich in Europa unter dem Deckmantel des Konsumentenschutzes verstecken. In den Vereinigten Staaten wird hierfür oft und gerne die nationale Sicherheit herangezogen. Im Endeffekt handelt es sich in beiden Fällen um nichts anderes als protektionistische Massnahmen. In den Schwellenländern greift man gerne zu offensichtlicheren Hilfsmitteln, wie einseitigen Marktzugangsbeschränkungen oder dem mangelnden Schutz des intellektuellen Eigentums. Auch diese führen dazu, dass die Spiesse im Welthandel unterschiedlich lang sind und dadurch einige Länder potenziell über Wettbewerbsvorteile auf Kosten anderer verfügen.

Nicht landwirtschaftliche Güter nach Zollhöhe (in %)



Suche nach der richtigen Antwort

Viele langjährige Partner haben Schwierigkeiten, mit dem 45. Präsidenten zu verhandeln, und hadern mit der richtigen Antwort auf seinen unkonventionellen Stil. Das Beispiel des globalen Zollstreits zeigt, wie gross die Gefahr ist, in eine bedrohliche Spirale von Massnahmen und Vergeltungsaktionen zu geraten, die am Ende nur Verlierer kennt. Vielleicht sollte die Lösung dafür ebenso aussergewöhnlich sein: Anstelle trotziger Gegenreaktionen wäre es ratsamer, sich darauf zu verständigen, die bestehenden Handelshemmnisse abzubauen. Zwar mag dies in Zeiten von um sich greifendem Protektionismus und Populismus nicht die naheliegendste Antwort sein, doch warum nicht vom US-Präsidenten lernen und mit genauso unkonventionellen Massnahmen antworten?

Geht der Weltwirtschaft die Luft aus?

DIE KONJUNKTURMELDUNGEN FALLEN GEMISCHT AUS. DIE FURCHT VOR EINEM ENDE DES SYNCHRONEN WIRTSCHAFTLICHEN AUFSCHWUNGS IST ABER UNGERECHTFERTIGT.

Die Euphorie war gross. Mit Blick auf die Wachstumsprognosen ging es in den vergangenen Quartalen stetig nach oben. Doch vielerorts schoss man weit über das Ziel hinaus. Der konjunkturelle Ausblick war stellenweise zu sehr in rosaroten Farben gemalt. Jetzt geht es zurück auf den Boden der Tatsachen. Vor allem mit Blick auf die Eurozone fielen zuletzt wichtige Konjunkturvorlaufindikatoren schlechter aus als erwartet. Auch der BIP-Zuwachs des gemeinsamen Währungsraumes musste in den ersten drei Monaten des Jahres 2018, gegenüber den Vorgaben des Schlussquartales 2017, Federn lassen. Es stand ein Plus von 0.4 % zu Buche, was gegenüber den zuvor gemessenen 0.7 % eine durchaus wahrnehmbare Abkühlung markiert. Zwar spielten hierbei auch Wettereffekte eine Rolle, doch unabhängig davon ging dem Aufschwung etwas die Puste aus.

Kein Grund zur Sorge - Trotz politischer Unruhen

Für Sorgenfalten besteht bislang kein Grund. Es ist lediglich eine nachlassende Expansionsdynamik angesagt. Der gemeinsame Währungsraum wird kleinere Wachstumsbrötchen backen - Rezessionsgefahren bestehen trotz den politischen Turbulenzen in Italien und den Zolldiskussionen keine. Erbaulich ist derweil, dass die US-Wirtschaft einerseits mit 0.6 % im ersten Quartal anständig zulegen und andererseits zurzeit weiteren Schwung holt. Die Steuerreform von Donald Trump zeigt Wirkung: Das Investitionswachstum legt zu. Der private Konsum in den USA zeigte sich hingegen in den ersten drei Monaten verhältnismässig schwach. In Anbetracht der guten Beschäftigungssituation und der Steuerentlastungen sollten die Verbraucher in den nächsten Quartalen ihre Ausgaben erhöhen. Gesellt sich zum ohnehin soliden Investitionswachstum auch noch ein stärkerer Anstieg des privaten Verbrauchs, hat die US-Wirtschaft gute Voraussetzungen, im weiteren Jahresverlauf noch einen Zahn zuzulegen. Auch in den Schwellenländern lassen sich bislang

Kompakt

- Vor allem aus der Eurozone kam es zuletzt zu enttäuschenden Konjunkturmeldungen.
- Grund zur Sorge besteht aber nicht. Im gemeinsamen Währungsraum stehen lediglich etwas geringere Wachstumsraten auf der Agenda.
- Der synchrone globale wirtschaftliche Aufschwung hält an.

keine Alarmzeichen erkennen. Die chinesische Volkswirtschaft gibt zwar derzeit ebenfalls nach, aber im ersten Quartal expandierte das Reich der Mitte mit 6.8 % gegenüber dem Vorjahreszeitraum, was sich durchaus sehen lassen kann. Und auch in den übrigen aufstrebenden Ökonomien lassen sich mit einigen wenigen Ausnahmen keine deutlichen Ermüdungszeichen ableiten.

Geldpolitik aber alles andere als synchron

Der synchrone wirtschaftliche Aufschwung ist also noch intakt - allerdings mit unterschiedlicher Expansionsgeschwindigkeit. Mit Blick auf die Inflationsentwicklung ist indes die Situation zwischen den verschiedenen Weltregionen sehr divergent. In den USA ist der Trend zu einer höheren Teuerungsrate unübersehbar. Die Fed wird deshalb weiter an der Zinsschraube drehen. In der Eurozone ist die Lage eine andere: Trotz einer deutlich verbesserten Beschäftigungssituation bleibt die Arbeitslosenquote mit 8.6 % auf einem hohen Niveau. Die Verhandlungsposition der Arbeitnehmer ist somit schwach, was einen Lohnauftrieb verhindert. Ohne höhere Arbeitnehmerentgelte kommt aber auch kein nennenswerter Inflationsdruck zustande. Unter Herausrechnung der volatilen Energie- und Nahrungsmittelpreise bleibt die Teuerungsentwicklung in der Eurozone deshalb äusserst schleppend. Die EZB muss aus diesem Grund weiterhin an ihrer expansiven Geldpolitik festhalten, wenngleich zumindest die monatlichen Anleihekäufe zum Jahresende eingestellt werden. Die Zinsen bleiben nach eigenem Bekunden der Frankfurter Währungshüter aber noch mindestens bis zum Ende des Sommers 2019 unangetastet. Die Schweizerische Nationalbank wird sich an die Vorgaben der EZB halten, um eine Aufwertung des CHF zu verhindern. Kurzum, der synchrone Aufschwung hält weiter an, während die Inflations- und Zinsentwicklung wiederum alles andere als gleichgerichtet ist.

A low-angle, upward-looking photograph of a modern skyscraper with a glass and metal facade. The building's structure is composed of repeating horizontal and vertical lines, creating a strong sense of height and architectural rhythm. The sky is not visible, as the building fills the frame.

2. ANLAGEKLASSEN

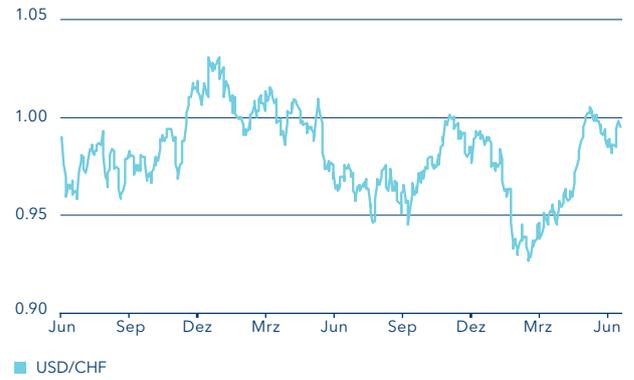
Geldmarkt und
Währungen

Märkte im Überblick

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



USD/CHF: Kursentwicklung seit Juni 2016



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



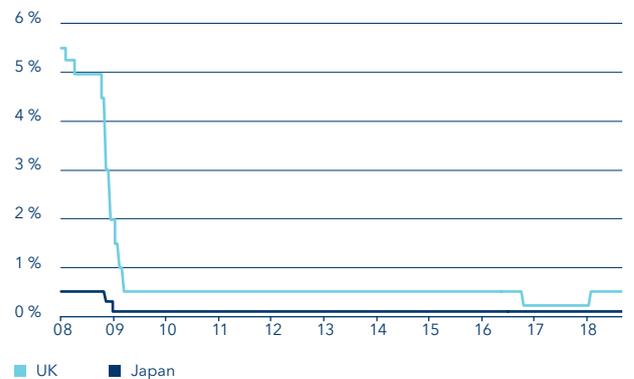
USD/JPY und USD/AUD: Kursentwicklung seit Juni 2016



Leitzinsen Schweiz, Eurozone, USA: Zinsentwicklung seit Januar 2008



Leitzinsen UK und Japan: Zinsentwicklung seit Januar 2008



Brexit: Der Showdown beginnt

GROSSBRITANNIEN EINIGTE SICH MIT DER EU AUF DIE AUSTRITTS-MODALITÄTEN. OFFEN IST NOCH, WIE DAS KÜNFTIGE POLITISCHE UND WIRTSCHAFTLICHE VERHÄLTNIS AUSSEHEN WIRD. ES WIRD SPANNEND, DENN DIE STIMMUNG IN DER BRITISCHEN BEVÖLKERUNG HAT GEDREHT.

Die Brexit-Gespräche nahmen in den vergangenen Monaten Fahrt auf und gewannen an Kontur. Grossbritannien einigte sich mit der Europäischen Union auf eine 21-monatige Übergangsphase nach dem geplanten EU-Austritt 2019. Diese Schonfrist soll mögliche negative Folgen für die Inselökonomie abfedern. Ohne diese Zwischenphase droht ein sogenannter «Klippeneffekt»: Würden gewohnte zollfreie Lieferketten plötzlich gekappt, könnte dies einen abrupten wirtschaftlichen Absturz für das Königreich bedeuten. Aber auch für eine Reihe von europäischen Unternehmen bestünden erhebliche ökonomische Risiken. Während also nun der Prozess des formalen Austritts Grossbritanniens aus der EU an Kontur gewinnt, bleibt das künftige politische und vor allem wirtschaftliche Verhältnis zwischen dem Festland und der Insel noch völlig unklar. Die Zeit drängt, da für das Königreich im März 2019 eigentlich die offizielle Zugehörigkeit zur EU endet. Vermutlich müssen die Verhandlungen verlängert werden, denn die Positionen könnten unterschiedlicher kaum sein. Theresa May liebäugelt immer noch mit einem barrierefreien Zugang zum europäischen Binnenmarkt. In Brüssel sieht man dies wiederum anders: «Rosinenpickerei darf es nicht geben», so das einhellige Credo der Mitgliedstaaten. Diese bieten London ein Freihandelsabkommen an. Das würde zwar einen zollfreien Warenaustausch garantieren, Dienstleistungen wären aber wohl nicht Bestandteil der Vereinbarung. Diese anzubieten soll demnach nur im Rahmen dessen umsetzbar sein, was für Drittländer möglich ist. Damit wäre das Herzstück der britischen Ökonomie, das Londoner Finanzzentrum, von der EU abgeschnitten.

An der Politik Mays wird immer offener und deutlicher Kritik geübt – auch in den eigenen Reihen. Der ehemalige konservative Premierminister John Major spricht sogar von einer unrealistischen Brexit-Strategie der Regierung. Er plädiert für eine (von Parteizwängen) freie Abstimmung im britischen Parlament über die Abhaltung eines zweiten Referendums. Tatsächlich ist es so, dass viele Briten entweder mit dem Ergebnis der ersten Abstimmung vom Juni 2016 hadern oder mit der Verhandlungstaktik ihres Landes nicht einverstanden sind. In einer Ende Januar 2018 von der britischen Tageszeitung «The Guardian» in Zusammenarbeit mit dem Meinungsforschungsinstitut ICM durchgeführten Umfrage sprach sich eine Mehrheit für ein zweites Referendum über den Austrittsvertrag aus. Die Bevölkerung fürchtet sich vor einem zu starken Bruch mit der europäischen Staatengemeinschaft. Damit wird aber immer deutlicher, dass Theresa May dem britischen Volk am Ende der Verhandlungen keinen «harten Brexit» präsentieren kann. In diesem Fall wäre wohl mit erheblichen Protesten zu rechnen – auch im britischen Parlament. Ein «weicher Brexit», bei dem für Grossbritannien ein weitgehender Zugang zum Binnenmarkt möglich wäre, bleibt deshalb, gemessen an der aktuellen Stimmungslage der Briten, ein gangbarer Weg. Das Vereinigte Königreich müsste dabei allerdings erhebliche Zugeständnisse machen. Ob dies unter Theresa May geschieht, bleibt indes fraglich. Vermutlich kommt es also am Ende zum grossen Finale, bei dem inhaltlich und auch personell nochmals Bewegungen zu erwarten sind. Kurzum: Da die Stimmung innerhalb der britischen Bevölkerung mittlerweile nicht mehr vergleichbar ist mit derjenigen zum Zeitpunkt des EU-Referendums, erscheint uns ein glimpflicher Ausgang der Brexit-Verhandlungen möglich. In diesem Fall wird das GBP weiter zulegen können.

GBP geriet unter Druck

In den vergangenen Wochen geriet das GBP indes unter Druck – vor allem gegenüber dem USD. Dies liegt einerseits an der generellen Stärke des Greenbacks, andererseits wurden die Markterwartungen infolge weiterer Zinserhöhungen der britischen Notenbank enttäuscht. Die Bank of England hatte Anfang November 2017 den Leitzins um 25 Basispunkte erhöht. Dies weckte Hoffnungen. Doch in Anbetracht nachgebender Konjunkturvorlaufindikatoren und eines schwachen BIP-Zuwachs im ersten Quartal von lediglich 0.1 %

gegenüber dem Schlussquartal 2017 ruderten die britischen Währungshüter zuletzt verbal zurück. Auch die Inflation, die zuvor wegen der GBP-Schwäche in die Höhe geschneit war, sank stärker als erwartet. Eine fortgesetzte Zinsstraffung dürfte damit erst einmal vom Tisch sein. Die verpufften Zinsfantasien belasteten das GBP gegenüber dem USD.

GBP gegenüber USD



■ GBP/USD

GBP bleibt eine politische Währung

Die Währung der Inselökonomie wird auf Sicht der kommenden Quartale politisch getrieben werden. Fundamentale volkswirtschaftliche Faktoren rücken aus unserer Sicht in den Hintergrund. Die Entscheidung, wie das Land aus der Europäischen Union austritt, also ob ein harter Bruch vollzogen wird oder ein weitgehend barrierefreier Zugang zum Binnenmarkt gewahrt bleibt, beeinflussen die Richtung des GBP massgeblich. Bei dem von uns erwarteten glimpflichen Ausgang sollte die britische Währung mit deutlichen Aufwertungen reagieren. Da aber kaum mit einer raschen Einigung bei den EU-Austrittsverhandlungen zu rechnen ist, wird noch etwas Geduld nötig sein, ehe sich eine Stärke des GBP gegenüber dem USD materialisieren kann. Anders sieht es derzeit im Vergleich zum EUR und dem CHF aus. Gegenüber dem EUR und dem CHF könnte sich das GBP auch kurzfristig stabilisieren. Von fundamentaler Seite kam es sowohl in der Eurozone als auch in der Schweiz zu Gegenwind. Die Konjunktur entwickelt sich hierzulande weniger dynamisch, als erwartet wurde, und auch die Inflationsentwicklung bleibt gedämpft. Grund genug, dass sowohl die EZB als auch die Schweizerische Nationalbank in absehbarer Zeit sehr expansiv bleiben werden.

Kompakt

- Zwischen der Europäischen Union und Grossbritannien kommt es nun zu den entscheidenden Verhandlungen: Es geht um die Frage des Zugangs zum Binnenmarkt.
- Wir rechnen damit, dass das Königreich am Ende erhebliche Zugeständnisse machen wird, um einen zollfreien Zugang zur EU zu erhalten.
- Für das GBP sind dies mittelfristig gute Aussichten.

Fazit

Die EU-Austrittsverhandlungen zwischen London und Brüssel nahmen zuletzt Fahrt auf. Während die Modalitäten des formalen Austritts weitgehend fixiert sind, bleibt das künftige wirtschaftliche Zusammenspiel zwischen der Inselökonomie und dem europäischen Festland noch weitgehend ungeklärt. Da allerdings mittlerweile grosse Teile der britischen Bevölkerung den Brexit mit grosser Skepsis verfolgen, kann die Regierung in Westminster am Ende der Verhandlungen kaum einen harten Bruch mit der Europäischen Union verkünden. Ein «weicher Brexit» wird somit wahrscheinlicher. Sollte sich unser Szenario materialisieren, würde das GBP davon profitieren.

Leitzinsen	Aktuell
Schweiz	→
Europa (EWU)	→
USA	↗

Bandbreite für unsere Zinsprognose auf drei bis sechs Monate:

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

An aerial photograph of a multi-level highway interchange with several ramps and overpasses. A large, semi-transparent green circle is overlaid on the left side of the image, containing the text '2. ANLAGEKLASSEN' and 'Anleihen'.

2. ANLAGEKLASSEN

Anleihen

Renditen im Überblick

Schweiz: Renditeentwicklung seit Juni 2016



Schwellenländer: Renditeentwicklung seit Juni 2016



Europa: Renditeentwicklung seit Juni 2016



Inflationsgebundene Anleihen: Renditeentwicklung seit Juni 2016



USA: Renditeentwicklung seit Juni 2016



Hochverzinsliche Anleihen: Renditeentwicklung seit Juni 2016



EZB-Sitzung führt zu heftigen Marktreaktionen

DIE EZB BEUGT GERÜCHTEN UM EINE SCHNELLE ZINSERHÖHUNG NACH EINSTELLUNG DER ANLEIHEKÄUFE VOR. DIE LEITZINSEN BLEIBEN NOCH LÄNGERE ZEIT UNANGETASTET. LANGLAUFENDE STAATSANLEIHEN PROFITIEREN DAVON.

Mario Draghi sorgte für klare Fakten. Die Ergebnisse der EZB-Sitzung im Juni fielen für eine Notenbank ungewöhnlich deutlich aus. Vorherrschend bei Zentralbanken ist normalerweise ein verklausulierter Presstext, der breiten Interpretationsspielraum lässt. Nicht aber bei der letzten Medienkonferenz. Die Ergebnisse im Einzelnen: Die Anleihenkäufe werden bis September mit dem bisherigen Volumen von EUR 30 Mrd. fortgesetzt. Ab Oktober geht es dann mit angezogener Handbremse und monatlich EUR 15 Mrd. weiter. Die Reduktion des monatlichen Aufkaufvolumens hängt allerdings vom Datenfluss ab. Das will heissen: Verschlechtert sich der Inflationsausblick, bleibt es vermutlich bei EUR 30 Mrd. Die Wiederanlage der Wertpapiere bleibt indes noch für eine längere Zeit in Kraft. Zum Jahresende 2018 soll dann aber Schluss sein. Die Zinsen, auch hier ist die EZB deutlich, bleiben bis mindestens zum Ende des Sommers 2019 unverändert.

EZB legt Grundstein zum Ausstieg

Die Europäische Zentralbank legt den Grundstein zum Ausstieg just in Zeiten politischer Turbulenzen in Italien und im Umfeld einer nachgebenden Konjunktur. Dies zeigt einmal mehr, dass sich hinter der Entscheidung weniger ökonomische, sondern vielmehr regulatorische Gründe verbergen. Die grösste rechtliche Hürde für die EZB besteht darin, dass sie und die angeschlossenen nationalen Notenbanken maximal 33 % der ausstehenden Anleihen eines Landes halten dürfen. Dies zielt primär darauf ab, die Notenbank vor Anschuldigungen der staatlichen Finanzierung zu schützen und nicht zu stark in den Markt für Staatsanleihen einzugreifen.

Viele Marktteilnehmer wurden kalt erwischt

Vor allem die Aussicht auf länger anhaltende Leitzinsen auf dem gegenwärtigen Niveau erwischte viele Anleger wohl auf dem falschen Fuss – anders lassen sich die deutlichen Reaktionen an den Finanzmärkten nach dem EZB-Entscheid nicht erklären. Einerseits verlor der EUR in den Tagen nach der entsprechenden Zinssitzung insgesamt 2 % an Wert gegenüber dem USD, andererseits zählten deutsche Bundesanleihen zu den grossen Gewinnern. Bleiben die Leitzinsen noch über einen längeren Zeitraum auf sehr tiefen Niveaus, besteht auch nicht die Notwendigkeit, auf unmittelbar steigende Renditen zu setzen. Es sollte in diesem Zusammenhang auch bedacht werden, dass der Fahrplan Mario Draghis auch nur dann zum Tragen kommen wird, wenn die Wirtschaft des Währungsraumes weiter auf ihrem gegenwärtigen Expansionspfad bleibt. Würde hingegen die aktuell beobachtbare geringere Wachstumsdynamik in einen stärkeren konjunkturellen Abschwung münden, bliebe die Zinsschraube noch über einen sehr langen Zeitraum – also vermutlich über weitere Jahre hinweg – unangetastet. Genau dieses Kalkül dürfte deutsche Staatstitel stützen. Gleiches gilt für eidgenössische Schuldtitel, denn die Schweiz fährt sowohl ökonomisch als auch geldpolitisch im Fahrwasser des benachbarten Währungsraumes. Jüngst kamen nun auch Sorgen um einen eskalierenden Handelsstreit hinzu. Die hitzige Diskussion um weitere von den USA erhobene Zölle auf chinesische Waren und mögliche Gegenreaktionen aus dem Reich der Mitte führen zu Befürchtungen, dass die Weltwirtschaft insgesamt grösseren Schaden nehmen könnte. Wäre dies der Fall, müsste auch die US-Notenbank von ihrem Zinserhöhungspfad abrücken.

Der Weg zu höheren Zinsen ist steinig

Die jüngsten Marktbewegungen zeigen einmal mehr, wie schwer es seit der Finanzmarktkrise fällt, zu höheren Renditeniveaus zu gelangen. Grundsätzlich gilt: Der Zinsanhebungszyklus in den USA spricht für eine höhere Verzinsung am langen Ende der Zinskurve – nicht nur in den USA, sondern auch hierzulande. Das allerdings immer unter der Bedingung einer weiterhin robusten Wachstumsdynamik der US- und auch der Weltwirtschaft. Störfeuer, wie etwa ein eskalierender Handelsstreit, sind gegenwärtig noch nicht Bestandteil des Ausblicks der Notenbanken. Anleger sind deshalb gut damit beraten, auf langsam steigende Zinsen zu setzen.

Die Gratwanderung der EZB

NACH DER BEREITS SIEBTEN ZINSERHÖHUNG IN DEN USA KÜNDIGT DIE EZB TAGS DARAUF DAS ENDE DER ANLEIHENKÄUFE AN. DAS RISIKO BEI HOCHZINSANLEIHEN NIMMT DAMIT WEITER ZU.

Grundsolide US-Konjunkturdaten

«America first» spiegelt sich immer stärker in den Konjunkturdaten wider. Die Steuerreform und der angedrohte Handelskrieg scheinen also ihre Wirkung zu entfalten. Die US-Notenbank (Fed) hat bereits im Jahr 2015 mit ihrem Zinserhöhungszyklus begonnen. Da der Anstieg am langen Ende der Zinskurve weniger ausgeprägt war, hat sich diese deutlich verflacht. In den Jahren nach der Finanzkrise lag der Abstand von langfristigen Staatsanleihen zu denen mit kurzer Laufzeit im Bereich von 2.5 bis 3 %, heute liegt die Differenz gerade noch bei 0.4 %. Historisch gesehen folgte einer inversen Zinskurve praktisch immer eine Rezession. Noch ist dies aber nicht der Fall. Die Notenbank könnte theoretisch bereits über das Ziel hinausgeschossen sein und das kurze Ende wieder senken. Dies kommt allerdings sehr selten vor. Es ist auch möglich, dass das Signal der Steilheit der Zinskurve im gegenwärtigen Marktumfeld an Bedeutung eingebüsst hat.

Europa mit unterschiedlichem Tempo

In Europa ist die Ausgangslage komplexer. In Deutschland sind beispielsweise die Lohnstückkosten 16 % tiefer als in Italien. Die Konjunktur in der grössten Volkswirtschaft des europäischen Kontinents ist damit ähnlich solide wie in den USA, Italien hingegen kämpft immer noch mit notleidenden Krediten aus der Finanzkrise. Die hohe Verschuldung, der damit zusammenhängende Sparkurs und die daraus resultierenden politischen Veränderungen bremsen die Wirtschaft im Land zusätzlich. Die Verwerfungen bei den italienischen Staatsanleihen angesichts der Regierungsbildung zeigen die Verwundbarkeit des Finanzsystems.

Kompakt

- Die EZB wird für eine Notenbank ungewöhnlich klar.
- Die Anleihenkäufe sollen demnach zum Jahresende eingestellt werden. Die Leitzinsen bleiben aber noch lange sehr tief.
- Das Risiko für Unternehmensanleihen tieferer Qualität steigt damit weiter.

Die EZB schafft klare Fakten

Dementsprechend schwierig gestaltet sich eine gemeinsame Geldpolitik für die gesamte Eurozone. Vor diesem Hintergrund erstaunt die Entschlossenheit der EZB, die Anleihenkäufe per Ende Jahr einzustellen. Neben 464 Staatsanleihen sind auch 1'905 Unternehmensanleihen betroffen. Die Kreditmärkte haben dies schon vorweggenommen, für europäische Unternehmensanleihen sind die Spreads seit Februar von 85 auf 135 Basispunkte gestiegen. Bei Hochzinstiteln sogar von 266 auf 350 Basispunkte.

Fazit: Vorsicht bei Hochzinsanleihen

Bei Unternehmensanleihen tieferer Qualität drohen damit Verluste. Bei fallenden Renditen wurde in der Vergangenheit zu Titeln mit immer geringerer Bonität gewechselt, um den Gewinn halbwegs halten zu können. Steigen künftig die Renditen von risikofreien Staatsanleihen, wird sich dieser Prozess umkehren. Die Notenbankpolitik bleibt damit in Zukunft eine Gratwanderung.

Benchmark	Aktuell	% YTD ¹
Staatsanleihen Schweiz ²	→	-1.24 %
Staatsanleihen Europa (EUR) ²	→	0.27 %
Staatsanleihen USA ²	↗	-1.56 %
Inv. Grade-Unternehmensanleihen Schweiz ²	→	-0.51 %
Inv. Grade-Unternehmensanleihen Europa (EUR) ²	→	-0.34 %
Inv. Grade-Unternehmensanleihen USA ²	↗	-3.27 %
High-Yield-Anleihen ³	↘	0.98 %
Anleihen Emerging Markets (Hartwährungen) ³	→	-5.79 %
Anleihen Emerging Markets (Lokalwährungen) ³	→	-7.24 %

¹ Daten per 19.06.2018

² Rendite

³ Total Return

2. ANLAGEKLASSEN

Aktien



Aktienindizes im Überblick

Schweiz: Kursentwicklung seit Juni 2016 (indexiert)



Pazifik: Kursentwicklung seit Juni 2016 (indexiert)



Europa: Kursentwicklung seit Juni 2016 (indexiert)



Schwellenländer: Kursentwicklung seit Juni 2016 (indexiert)



Nordamerika: Kursentwicklung seit Juni 2016 (indexiert)



Grossbritannien: Kursentwicklung seit Juni 2016 (indexiert)



Investieren in schwierigen Märkten

IM ZWEITEN QUARTAL VERBESSERTEN SICH DIE GEWINNERWARTUNGEN IN VIELEN REGIONEN UND VERSPRECHEN EINEN GUTEN AKTIENMARKTAUSBLICK. DENNOCH, DIE KAPITALMARKTRISIKEN STEIGEN.

Ein erwartetes anhaltendes globales Wirtschaftswachstum, sich ausweitende Produktionskapazitäten und somit das Schaffen zusätzlicher Arbeitsplätze stellen das Basisszenario unserer aktuellen Aktienstrategie dar. Die fundamentale Bewertung ist nicht überteuert und reflektiert im Wesentlichen das Niveau eines reifen Konjunkturzyklus. Hierbei wächst die USA am stärksten und hat gegenüber anderen Regionen relative Vorteile. Europa und die Schwellenländer weisen weiterhin ein positives Gewinnmomentum aus, wobei die Fundamentaldaten attraktiv erscheinen. Strukturelle Herausforderungen lassen in diesen Gebieten jedoch einen gewissen Risikoabschlag erwarten.

Taktisch präferieren wir eine neutrale Gewichtung. Regionale Vorteile erkennen wir für die USA und China, bei einer Beruhigung der Märkte sollte sich speziell für Europa interessantes Potenzial eröffnen. Im aktuellen Marktumfeld empfehlen wir eine defensive Ausrichtung mit Blick auf hohe fundamentale Qualität.

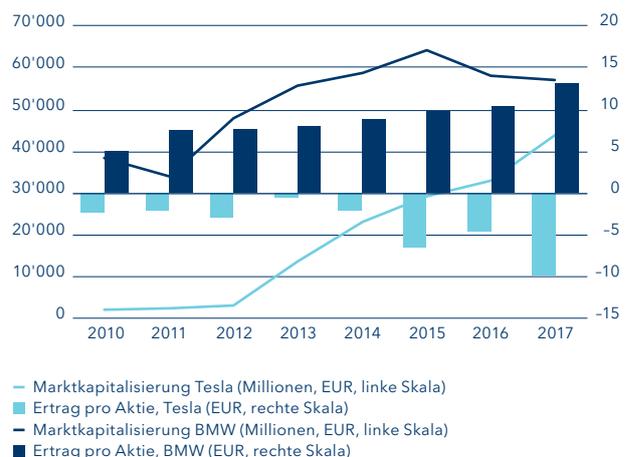
Grund hierfür sind die schrittweise ansteigenden Kapitalmarktrisiken sowohl bei den Aktien als auch bei den Anleihen. Dabei haben sich vor allem im Mai die Kreditrisiken verschärft. Sie spiegeln ein vermehrt verunsichertes Anlegerverhalten wider.

Die Besorgnisse zirkulieren um die steigenden US-Zinsen und somit um die Kapitalkosten, aber auch um die kurz- und mittelfristige Entwicklung der internationalen Handelsbedingungen. Der sich verschärfende Streit um Importzölle ist Gift für den globalen Handel. Zusätzlich weitete sich seit der Finanzkrise die Verschuldung sowohl bei vielen Staaten als auch bei Unternehmen aus. Die Abhängigkeit von Exporten und günstigen Krediten hat merklich zugenommen.

Investieren in Qualität

Zeiten erhöhter Unsicherheit bieten eine sehr gute Gelegenheit, eingegangene Investitionen auf den Prüfstand zu stellen. Der Schwerpunkt liegt darin, Positionen mit hoher fundamentaler Qualität zu bevorzugen. Welche Aktien letztlich als qualitativ hochwertig gelten und einer wirtschaftlichen Abflachung gut widerstehen können, ist nicht einheitlich definiert. Die weit verbreitete Einteilung in zyklische und defensive Sektoren gibt zwar ein erstes Indiz für die Konjunktursensitivität, greift aber besonders auf Einzeltitelebene zu kurz. Für eine vertiefte Analyse lohnt es sich, nicht nur auf die Gewinnentwicklung und deren Stabilität zu achten, sondern auch die effektiven Geldmittelflüsse zu beobachten.

Tesla und BMW im Vergleich



Aktieninvestitionen sind immer an eine Zukunftsannahme geknüpft - je nach Informationslage steigt oder fällt die Zuversicht. Solange die Hoffnungen intakt sind, können auch schwache fundamentale Ergebnisse von der Entwicklung des Unternehmenswertes abgekoppelt sein. Tesla konnte seit 2010 in noch keinem Jahr einen Betriebsgewinn ausweisen. Seit 2015 erhöhte sich der Verlust pro Aktie nochmals um gut 53 %, die Marktkapitalisierung allerdings legte im gleichen Zeitraum um 50 % zu. BMW steigerte seit 2015 den Nettogewinn um gut 35 %, der Marktwert sank um knapp 11 %. Vergleichbare Entwicklungen sind immer wieder zu beobachten, nachhaltig sind jedoch nur diejenigen Geschäftsmodelle und Trends, die auf starker innerer Qualität aufgebaut sind.

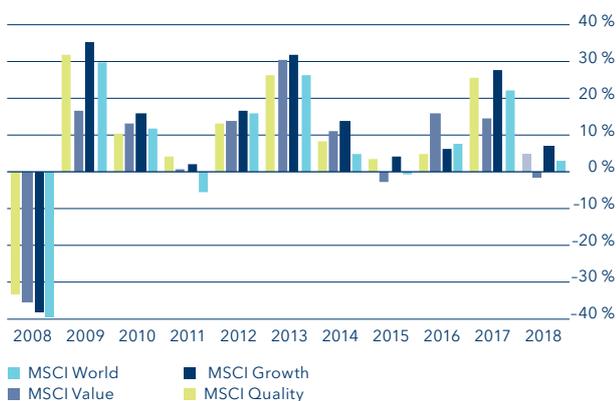
Regelmässig sollten sich Anleger somit zentrale Fragen stellen wie:

- Sind die Geschäftsmodelle noch aussichtsreich?
- Werden Anlagerisiken adäquat entschädigt?
- Ist das Aktienportfolio gut diversifiziert?

Qualitätsfaktoren

Unternehmen müssen auch bei steigenden Zinsen fähig sein, ihre Schulden mit Hilfe eigener Geschäftstätigkeit zu bedienen. Die VP Bank hat hierfür einen mehrstufigen, quantitativen Filter aufgebaut, der sich grob in die Kategorien «Gewinnstabilität», «Cashflow», «Verschuldung» sowie «Kursverhalten bei Marktrückschlägen» unterteilen lässt. Diesem Verfahren unterziehen wir sämtliche Aktien unseres Anlageuniversums.

Anlagestil «Quality Investing»: Jahresrenditen im Vergleich



Um die Ertragsstabilität zu untersuchen, stützen wir uns auf die verwässerten Gewinne aus laufender Geschäftstätigkeit pro Aktie. Ausgesondert wird einerseits aufgrund des absoluten Niveaus (Gewinn oder Verlust), andererseits aber auch anhand der Kontinuität in den letzten zehn Jahren.

Mit der sogenannten «Cash Conversion Rate» wird der Mittelzufluss aus laufender Geschäftstätigkeit ins Verhältnis zum Reingewinn gesetzt. Eine hohe Kennzahl weist darauf hin, dass die Erträge auch durch effektive operative Geldflüsse gedeckt werden und nicht aufgrund buchhalterischer Kunstgriffe.

Für die Beurteilung der Verschuldung existiert in der Finanzindustrie eine Vielzahl von verschiedenen Kennzahlen. Eine der gängigsten setzt den operativen

Kompakt

- Investoren sollten in diesem Umfeld erhöhter Kapitalmarktrisiken ihr Portfolio einem Fitnessstest unterziehen. Verfügen die Aktienpositionen über eine hohe fundamentale Qualität und weiterhin aussichtsreiche Geschäftsmodelle?
- Folgende Allokationsideen erachten wir derzeit als besonders interessant:
 - «Investieren in Qualität»
 - «Telekomsektor: Dividende verbindet»
 - «Energy Efficiency»
 - «Top 10 Baskets»

Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisationen (Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization, EBITDA) ins Verhältnis zur Nettoverschuldung (Net Debt). Die Kennziffer gibt eine Indikation darüber, wie viele Jahre das Unternehmen benötigen würde, um die eigenen Schulden vollständig abzubauen. Ein Wert von drei gilt bereits als kritisch, während ein Ergebnis von unter zwei als unproblematisch erachtet wird.

Historische Preisentwicklungen haben eine trügerische Tendenz. Es ist jedoch gut zu wissen, wie sich eine Aktie in schwierigen Zeiten geschlagen hat. Die Kursverluste durften während dieser Stressperiode diejenigen des länderspezifischen Referenzindex nicht übertreffen.

Fazit

Mit unserer konstruktiven Haltung zu den Aktienmärkten antworten wir auf die aktuellen Herausforderungen mit einem klaren Fokus auf eine ausgewogene Diversifikation und einer starker Selektion qualitativ hochwertiger Unternehmen mit aussichtsreichen Geschäftsmodellen. Dies hilft, in stürmischen Zeiten den Überblick und Ruhe zu bewahren.

MSCIBenchmark	Aktuell	% YTD ¹
Schweiz	↗	-6.19 %
Europa	↗	-2.34 %
Nordamerika	↗	4.31 %
Pazifik (inklusive Japan)	↗	-0.35 %
Emerging Markets	↗	-3.74 %

Bandbreite für unsere absoluten Performanceeinschätzungen auf drei bis sechs Monate:
 ↑ > +5 % ↗ +2 % bis +5 % → -2 % bis +2 % ↘ -5 % bis -2 % ↓ < -5 %

¹ Daten per 19.06.2018, Nettorendite mit Dividende in lokaler Währung



2. ANLAGEKLASSEN

Alternative
Anlagen

Überblick Alternative Anlagen

Rohstoffe: Kursentwicklung seit Juni 2016



Private Equity: Kursentwicklung seit Juni 2016 (indexiert)



Edelmetalle: Kursentwicklung seit Juni 2016



Wandelanleihen: Kursentwicklung seit Juni 2016 (indexiert)



Immobilien: Kursentwicklung seit Juni 2016 (indexiert)



Hedgefonds: Kursentwicklung seit Juni 2016 (indexiert)



Edelmetalle – Alle Wege führen zum Gold

ZUM JAHRESBEGINN KONNTE GOLD NOCH VON EINEM STARKEN MOMENTUM PROFITIEREN, EHE DER KURS IM ZWEITEN QUARTAL WIEDER ETWAS NACHGAB. DABEI HABEN DIE (GEO-)POLITISCHEN RISIKEN NICHT ABGENOMMEN – GANZ IM GEGENTEIL.

So unterschiedlich die Meinungen zu Gold auch sind, in einem Punkt sind sich die Analysten einig: bei der Schwierigkeit der Bewertung. Da es weder über eine Dividende noch über einen Coupon verfügt, scheitern gängige Bewertungsmodelle. Trotzdem können klassische Performancetreiber des goldenen Edelmetalls identifiziert werden. An Attraktivität gewinnt es besonders in Krisenzeiten, als gängiger Barometer hierfür dient meist die Volatilität an den Finanzmärkten. Des Weiteren wirken sich auch die Inflationsrate, das Zinsniveau, die Kreditrisiken und die USD-Kursentwicklung oftmals direkt auf den Goldpreis aus. Weniger stark beachtete Kennzahlen, wie die Goldreserven von Zentralbanken oder der Goldbestand von ETFs, sind ebenfalls zu berücksichtigen. Es ist die Kombination dieser verschiedenen Einflussfaktoren, die den Kurs des Edelmetalls bewegt.

Hält der Goldpreis dem aktuellen Druck stand?

Nach den ersten, vorsichtigen Zinserhöhungen der Fed befinden wir uns mittlerweile in einem zyklischen Zinsanhebungsumfeld. Erst kürzlich wurde der Leitzins um weitere 25 Basispunkte auf 2 % heraufgesetzt. Die US-Inflationsrate zog im Mai von 2.5 auf 2.8 % an. Während das steigende Zinsniveau in den USA die Opportunitätskosten für Goldanleger erhöht, ist die Inflationsrate weiterhin noch zu tief, um für den Kurs des Edelmetalls unterstützend zu wirken.

Wenig Rückhalt für das in USD gehandelte Gold kam aus Europa. EZB-Präsident Mario Draghi verkündete unlängst, dass er bis und mit Sommer des nächsten Jahres von Zinserhöhungen absehen wird. Dies hatte zur Folge, dass die US-amerikanische Währung gegenüber dem EUR an Wert zulegen konnte und dem Goldpreis ebenfalls nicht in die Hände spielte.

Doch wie stark wirken sich diese makroökonomischen Faktoren tatsächlich längerfristig auf den Goldkurs aus? Empirisch kann belegt werden, dass eine stärkere US-Valuta meist einen fallenden Goldpreis nach sich zieht. Besonders in den letzten Jahren hat diese negative Abhängigkeit aber wieder etwas abgenommen. Auch die restriktive Geldpolitik der Fed und die dadurch kontinuierlichen Zinserhöhungen sollten dem Goldkurs zu schaffen machen. In den vergangenen Monaten hat diese Korrelation jedoch deutlich an Bedeutung verloren. Das aktuelle Zinsniveau büsst somit gegenwärtig an Aussagekraft ein und wirkt weniger belastend.

Korrelation zwischen Gold und USD



Da Bewegungen des USD bereits Inflationserwartungen wie auch Zinsunterschiede und Handelsbilanzungleichgewichte berücksichtigen, wird der Dollarkurs auch in Zukunft die wichtigste Referenz des Goldpreises bleiben. An dieser Stelle muss darauf hingewiesen werden, dass die Entwicklung dieser Wechselbeziehung nicht symmetrisch verläuft: Der Einfluss eines schwachen USD auf den Anstieg der Goldperformance ist stärker als die Auswirkungen eines starken Greenbacks auf deren Rückgang.

Stabilität durch politische Unsicherheit

Die positive Preisentwicklung im Januar hat das Gold besonders dem vor der Zunahme der Marktvolatilität im Folgemonat schwächeren USD zu verdanken. Eine Reaktion des Kurses des Edelmetalls im Februar blieb, entgegen den Erwartungen, aus. Die bereits erwähnten makroökonomischen Gegebenheiten verhinderten einen Preisanstieg.

Zuletzt waren die Anleger über den Ausgang der Parlamentswahlen in Italien besorgt, auch wenn sich die Lage dann wieder normalisierte. Fakt ist, mit der neuen italienischen Regierung haben die politischen Spannungen innerhalb der EU und somit das Konfliktpotenzial wieder zugenommen. Vor genau zwei Jahren beschloss Grossbritannien, aus der Europäischen Union auszutreten, was einen langwierigen, neuen Prozess auslöste. Status quo: Die beiden Parteien befinden sich weiterhin in den Austrittsverhandlungen, und damit bleibt eine Unbekannte in der Zukunft der EU bestehen. Immer wieder rückt auch US-Präsident Donald Trump in den Fokus. Kürzlich sorgte er mit der Idee, multilaterale NAFTA-Verträge durch bilaterale Abkommen mit Mexiko und Kanada zu ersetzen, für Aufruhr. Diese und noch weitere Reibungspotenziale stützen den Goldkurs und könnten diesen mittelfristig nochmals beflügeln.

Auch die steigende Nachfrage nach physischem Gold bietet dem Edelmetall Rückenwind. Diese setzt sich aus der stärkeren Nachfrage des Schmucksektors sowie dem Goldbedarf seitens physisch hinterlegter ETF und der Notenbanken zusammen. Dass immer mehr Marktteilnehmer an Gold-ETFs interessiert sind, lässt sich insbesondere durch die ansteigende Risikaversion vieler Anleger infolge des drohenden Handelskrieges sowie durch die allgemein zunehmenden geopolitischen Unsicherheiten erklären. Ebenfalls schüren die weiterhin hohen Bewertungen an den Aktienmärkten Angst vor Übertreibungen und lassen das goldene Edelmetall als diversifizierende Anlage wieder attraktiver erscheinen.

Ungefähr 50 % der Gesamtreserven der Notenbanken entfallen alleine auf den USD. In den Jahren vor 2008 verlor Gold die Gunst vieler Zentralbanken. Seit der Finanzkrise hingegen erfreut sich physisches Gold neuer Popularität, da sich das Edelmetall während dieser problematischen Zeit erneut als sicherer Hafen behaupten konnte. Zum elften Mal in Folge stockte Russland auch dieses Jahr wieder seinen Goldbestand auf. Daneben gelten die Türkei und Kasachstan als die momentan grössten Abnehmer. China lässt erneut auf sich warten und hat seit Ende 2016 keine Veränderungen an den Goldreserven vorgenommen. In naher Zukunft können durchaus wieder Zukäufe erwartet werden, zumal Goldbestände im Reich der Mitte nur gerade 2 % der gesamten Devisenreserven ausmachen und der USD als wichtigste Zentralbankreserve an Bedeutung verliert.

Kompakt

- Zinserhöhungen und ein wieder stärker werdender USD haben dem Goldpreis zugesetzt.
- Kleinere Krisen wie zuletzt in Italien stützen den Kurs.
- Die Schmucknachfrage nimmt weiterhin zu; des Weiteren bleibt der Bedarf seitens ETFs und der Notenbanken bestehen.
- Der Goldkurs bietet besonders Neuanlegern die Möglichkeit, das Portfolio mittelfristig mit dem Edelmetall (teilweise) abzusichern.

Fazit: Chance für Neuanleger

Noch zu Jahresbeginn schien die Ausgangslage äusserst vielversprechend, obwohl die Aktienmärkte damals stark waren. Der Goldpreis konnte sich trotz regelmässiger Zinserhöhungen und eines festen Greenbacks behaupten. Einmal mehr bewies das Edelmetall trotz Gegenwind seine Wertbeständigkeit. Nach den Abgaben, welche Mitte April eingesetzt haben, bietet sich besonders für Neuanleger eine gute Chance, um eine Goldinvestition für ihren mittel- und langfristigen Anlagehorizont aufzubauen. Angesichts der weiterhin anhaltenden geopolitischen Unsicherheiten sollte sich das Edelmetall unbeschadet höherer Zinsen halten können. Im Falle wieder aufkeimender oder neuer Probleme scheint Gold als Absicherung heute verhältnismässig günstig. Im langfristigen Vergleich zeigt sich auch, dass es im Portfoliokontext risikoreduzierend wirkt - und dies bereits bei einer kleinen Allokation. Wir sehen Gold als integralen Bestandteil eines Depots und nicht als Spekulationsobjekt.

Benchmark	Aktuell	% YTD ¹
Rohstoffe	→	-0.87 %
Rohöl	→	9.22 %
Gold	↗	-1.70 %
Immobilienaktien	→	-0.65 %
Private Equity	→	4.93 %
Wandelanleihen	→	1.86 %
Hedgefonds	↗	-0.36 %

Bandbreite für unsere absoluten Performanceeinschätzungen auf drei bis sechs Monate:

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

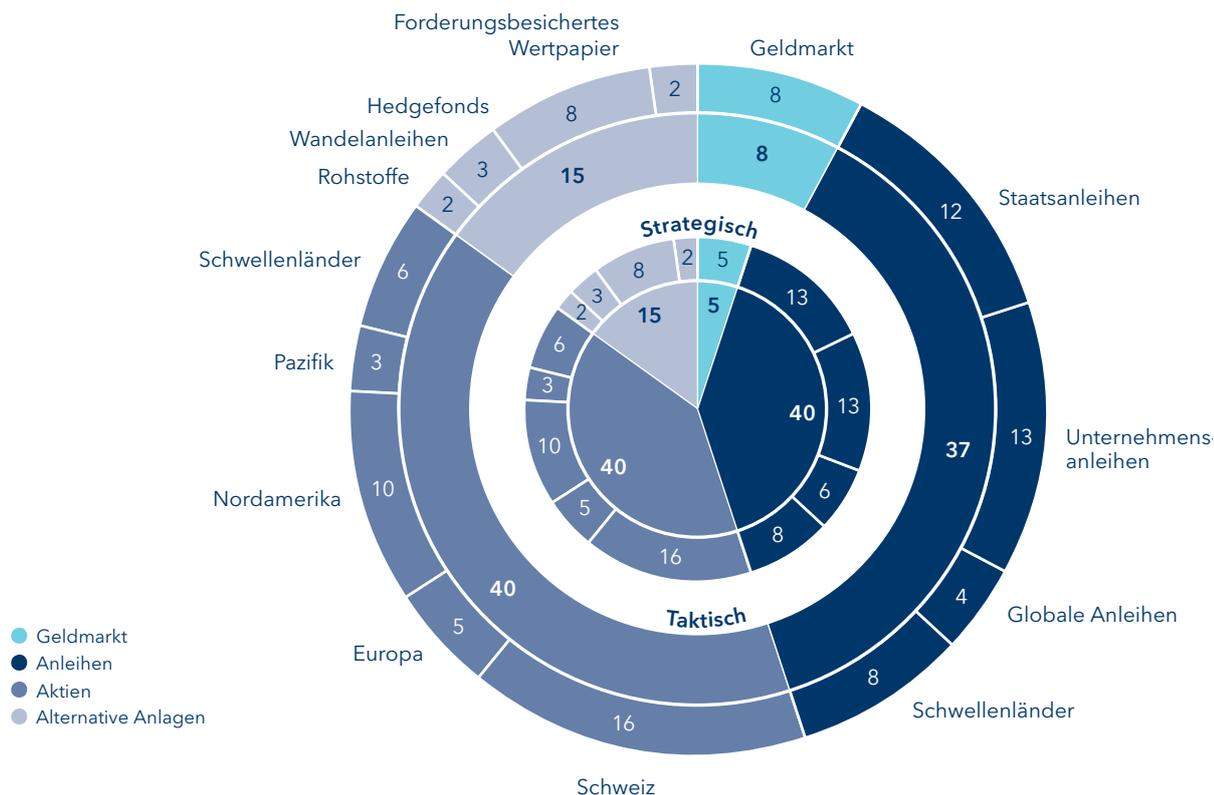
¹ Daten per 19.06.2018

A photograph of a modern building facade featuring a grid of glass windows and concrete panels. The image is used as a background for a document section.

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	15.06.2018	1'061.43	nein	ja	-2.17 %
VP Bank Strategiefonds Konservativ (EUR)	EUR	LI0017957528	15.06.2018	1'418.87	nein	ja	-1.30 %
VP Bank Strategiefonds Konservativ (USD)	USD	LI0100145379	15.06.2018	1'368.41	nein	ja	-1.77 %
VP Bank Strategiefonds Ausgewogen (CHF)	CHF	LI0014803709	15.06.2018	1'585.08	nein	ja	-2.61 %
VP Bank Strategiefonds Ausgewogen (EUR)	EUR	LI0014803972	15.06.2018	1'002.88	nein	ja	-1.14 %
VP Bank Strategiefonds Ausgewogen (USD)	USD	LI0014804020	15.06.2018	1'570.84	nein	ja	-1.22 %

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

Aktuelle Anlagetaktik

Aktuelle Anlagetaktik

Der Handelskonflikt der grössten Volkswirtschaft mit dem Rest der Welt hat sich im laufenden Quartal weiter zugespitzt. Die EU hat für die von den USA erhobenen Zölle auf Stahl und Aluminiumprodukte Gegenmassnahmen angekündigt. Während die direkten Folgen nach wie vor überschaubar bleiben, wächst die Sorge, dass die Spannung zu einer ernststen Bedrohung für den Welthandel wird. Das globale Wachstum könnte dadurch weiter belastet werden. Neben den politischen Risiken haben sich die wirtschaftlichen Daten in der Eurozone verschlechtert. Vor allem die Auslandsnachfrage ist zuletzt stark zurückgegangen. Die Ausweitung des Handelskonflikts könnte diesen Trend zusätzlich verstärken. Vor diesem Hintergrund haben wir unsere Aktienpositionierung geändert. Wir betrachten besonders die Eintrübung der Konjunkturvorlaufindikatoren und die Ausweitung der Kreditrisikoaufschläge mit Sorge. Nach den deutlichen Gewinnen der letzten Wochen positionieren wir uns defensiver.

Unseres Erachtens sind schwächere Wirtschaftsdaten sowie eine Erhöhung der politischen Risiken keine Basis für eine Aufwärtstendenz bei den Kursen. Die Zinsdifferenz sollte den USD gegenüber dem EUR stützen. Bei Anleihen bleiben wir untergewichtet.

Anleihen

Der Anstieg der US-Teuerungsrate geht zu einem guten Teil auf das Konto höherer Energiepreise. Unter Herausrechnung der volatilen Energie- und Nahrungsmittelpreise war lediglich ein Anstieg von 2.1 auf 2.2 % im Juni zu verbuchen. Die Erhöhung der Federal Funds Rate bei der letzten Fed-Sitzung wurde von den Anlegern erwartet. An den Finanzmärkten werden nun weitere Leitzinsanhebungen für die Jahre 2019 und 2020 eingepreist. Im Zuge des letzten EZB-Entscheids wurde kommuniziert, dass die Nettoankäufe zum Ende des Jahres auslaufen. Stärker ins Gewicht fiel jedoch die Aussage, dass das Niveau zumindest bis zum Sommer 2019 hinaus unverändert bleiben soll. 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 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.

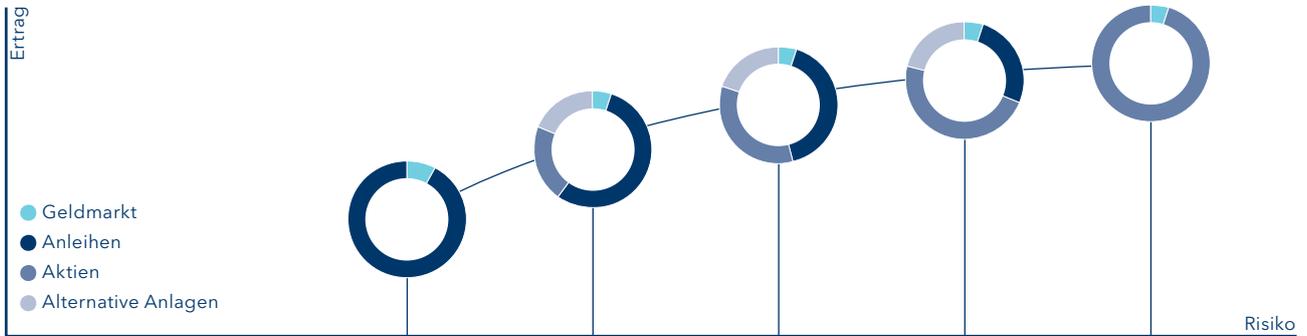
Aktien

Während Technologietitel aus den Vereinigten Staaten im Juni ein neues Allzeithoch markieren, können sowohl Aktien aus der Eurozone als auch der breiter gefasste US-Aktienmarkt nicht mithalten. Die Kurse notieren deutlich unter ihrem Höchststand vom Januar. 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. Allerdings bedarf es unseres Erachtens zunächst sowohl einer Entspannung im Handelskonflikt als auch einer Verbesserung der wirtschaftlichen Daten. Zusätzliche Unterstützung bekommen europäische Aktien von der im Vergleich zu Anleihen noch immer relativ hohen Dividendenrendite. Nach einer starken Eröffnungsphase im Januar verloren die Schwellenländer deutlich, und der Referenzindex MSCI Emerging Markets erreichte im Juni ein neues Jahrestief. Innerhalb der Schwellenländer favorisieren wir weiterhin die stark wachsende und fundamental attraktiv bewertete Region Asien.

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



Aurelia Schmitt-Marxer
Leiterin Investment Management
Liechtenstein



Jérôme Mäser
Junior Investment Strategist

Ihr Kontakt – wo immer Sie sind

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

VP Bank AG	Aeulestrasse 6 · 9490 Vaduz · Liechtenstein T +423 235 66 55 · F +423 235 65 00 info@vpbank.com · www.vpbank.com MwSt.-Nr. 51.263 · Reg.-Nr. FL-0001.007.080-0
VP Bank (Schweiz) AG	Talstrasse 59 · 8001 Zürich · Schweiz T +41 44 226 24 24 · F +41 44 226 25 24 · info.ch@vpbank.com
VP Bank (Luxembourg) SA	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
Jérôme Mäser, Junior Investment Strategist
Aurelia Schmitt-Marxer, Leiterin Investment Management Liechtenstein
Christina Strutz, Office & Publication Manager

Erscheinungsart

Quartalsweise

Erscheinungsdatum

1. Juli 2018

Redaktionsschluss

26. Juni 2018

Schlusskurse

19. Juni 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

Swiss Climate



MIX
Papier aus verantwortungsvollen Quellen
FSC® C013308

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.

