

4. Quartal 2018

# Investment Views

# Inhalt

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

# Aktuelle Markteinschätzung

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

	3. Quartal	Aktuell	
<b>Geldmarkt und Währungen</b> (von Seite 6 bis 9)			
<b>Währungen</b>			
EUR/USD	→	→	
EUR/CHF	→	→	
USD/CHF	→	→	
GBP/USD	↗	↗	
USD/JPY	↗	↗	
AUD/USD	↗	↗	
USD/SGD	↗	↗	
USD/RUB	→	→	
<b>Leitzinsen</b>			
Schweiz	→	→	
Europa (EWU)	→	→	
USA	↗	↗	
<b>Anleihen/Renditeentwicklung</b> (von Seite 10 bis 13)			
<b>Investment Grade Staatsanleihen</b>			
Schweiz	→	→	
Europa	→	→	
USA	↗	↗	
<b>Investment Grade Unternehmensanleihen</b>			
Schweiz	→	→	
Europa	→	→	
USA	↗	↗	
<b>Anleihen/Total Return</b> (von Seite 10 bis 13)			
<b>Hochverzinsliche Anleihen</b>			
High Yield	↘	↘	
<b>Anleihen Schwellenländer</b>			
Hartwährungsanleihen	→	→	
Lokalwährungsanleihen	→	→	
<b>Aktien</b> (von Seite 14 bis 17)			
Schweiz	↗	→	Neu
Europa	↗	→	Neu
Nordamerika	↗	→	Neu
Pazifik	↗	→	Neu
Schwellenländer	↗	→	Neu
<b>Alternative Anlagen</b> (von Seite 18 bis 21)			
Rohstoffe	→	→	
Rohöl	→	→	
Gold	↗	↗	
Immobilienaktien	→	→	
Private Equity	→	→	
Wandelanleihen	→	→	
Hedge Fonds	↗	↗	

« Sicher voraus  
gilt auch für das  
Portfolio »»



Bernd Hartmann  
Leiter Group Investment Research

# Liebe Leserin, lieber Leser

Der diesjährige Sommer ist als Rekordsommer in die Klimaaufzeichnungen eingegangen. Kehrseite des sonnigen Wetters waren die grosse Hitze und der ausbleibende Regen, der in Teilen Europas sogar zu einer ungewöhnlichen Dürre geführt hat. Auch an den Finanzmärkten - zumindest verglichen mit den Zugewinnen der Vorjahre - sind die Aussichten weniger üppig.

Eine nachlassende Unterstützung der Geldpolitik, welche auf eine weit fortgeschrittene Rally in praktisch allen Anlageklassen trifft, legt nahe, dass das Marktumfeld herausfordernder wird. Die gestiegenen Bewertungen schmälern gleichzeitig die Renditeaussichten.

Doch wie sieht die Lösung aus? Desinvestieren ist eine schlechte Option. Besser ist es, sein Portfolio zu prüfen und dieses möglichst richtig für ein schwieriges Umfeld zu positionieren. Was das bedeutet und wo wir Risiken und Chancen orten, legen wir in den jeweiligen Beiträgen der vorliegenden «Investment Views» dar. Ganz nach unserem Motto «Sicher voraus».



## 1. AKTUELLES



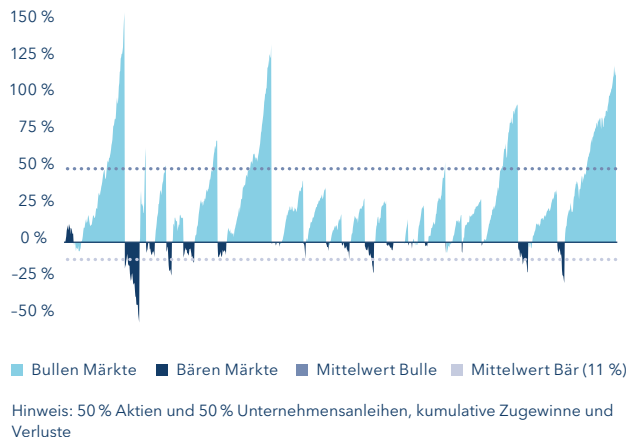
# Machen Sie Ihr Portfolio wetterfest

STARKE TRENDS FÜHRTEN IN DEN VERGANGENEN JAHREN ZU ÜBERDURCHSCHNITTlichen ZUGEWINNEN AN DEN FINANZMÄRKTEN. NUN DÜRFTE JEDOCH DAS UMFELD HERAUSFORDERNDER WERDEN. DAMIT RÜCKT AUCH DER BLICK AUF RISIKEN IN DEN VORDERGRUND. ANLEGER SOLLTEN DIES ZUM ANLASS NEHMEN, UM IHR PORTFOLIO AUF DEN PRÜFSTAND ZU STELLEN.

Seit dem Ende der Finanzkrise war das Umfeld für die Finanzmärkte nahezu ideal. Das moderate Wirtschaftswachstum und der fehlende Inflationsdruck legitimierten die Reflationspolitik der Zentralbanken. Davon profitierten (fast) alle Anlageklassen und es führte zu einem «bull market in everything», wie es das britische Nachrichtenmagazin «The Economist» treffend formulierte. Die als Folge der Anleihenkäufe der Notenbank fallenden Renditen sorgten für enorme Kursgewinne auf Obligationen. Gleichzeitig wurde ein Anlagenotstand geschaffen, der Investoren in Unternehmensanleihen und risikobehaftete Anlagen wie Aktien führte. Im historischen Vergleich hält der Bullenmarkt in US-Aktien bereits besonders lange an. In den letzten 100 Jahren gab es nur eine Phase mit noch stärkeren Zuwächsen. An den Bondmärkten sucht die Aufwärtsbewegung ihresgleichen, in den USA sinken die Renditen seit Anfang der 80er-Jahre, in Europa seit Mitte der 90er-Jahre. Phasen mit überdurchschnittlichen Kursgewinnen gab es in der Geschichte der Finanzmärkte immer wieder. Die Besonderheit der letzten Jahre liegt darin, dass sowohl Aktien als auch Anleihen über eine längere Periode stark zulegen konnten, während die Teuerung – anders als in früheren Boom-Phasen – äusserst moderat ausfiel.

Nicht nur an den Märkten beobachten wir eine anhaltende Hochkonjunktur, auch in vielen Ländern hält diese bereits ungewöhnlich lange an. Dies gilt allen voran für die USA, wo die Wirtschaft seit 2010 jährlich weiter wächst.

Kumulative Wertentwicklung eines gemischten US-Portfolios



## Märkte im Wandel

So erfreulich die Kursgewinne der vergangenen Jahre für Anleger gewesen sind, für die Zukunft erweisen sie sich als Bürde. Der mit den höheren Notierungen einhergegangene Bewertungsanstieg in praktisch allen Anlageklassen reduziert das zukünftige Renditepotenzial.

Doch auch das Kapitalmarktumfeld ändert sich. Federführend ist dabei die US-Notenbank Fed. Nach sieben Zinsschritten nähert sie sich dem neutralen Niveau. Ausserdem hat sie seit Herbst 2017 das Wiederanlagevolumen schrittweise reduziert und verringert somit als erste grosse Notenbank ihre im Zuge der Krisenbekämpfung stark angestiegene Bilanz. Andere Zentralbanken sind in der Normalisierung der Geldpolitik noch weniger weit, doch der Zufluss von Liquidität durch die grossen Notenbanken nimmt sukzessive ab und wird im kommenden Jahr ins Negative drehen.

Dieser allmähliche Kurswechsel hat nicht nur auf die Märkte Auswirkungen, an denen die Notenbanken direkt eingegriffen haben. Seitdem die Fed mit ihrer schrittweisen Bilanzreduktion begonnen hat, hat auch die Volatilität am Aktienmarkt – ausgehend von einem ungewöhnlich tiefen Niveau – zugenommen.

## Den Risiken ins Auge sehen

Angesichts des sich verändernden Kapitalmarktumfelds sollte der Blick vermehrt auf potenzielle Risiken gerichtet werden. Dabei stellt der Rückbau der expansiven geldpolitischen Massnahmen selber eine grosse Herausforderung dar. Zwar verlief die Normalisierung

der US-Geldpolitik bisher problemlos, doch es ist unklar, ob dies auch der Fall ist, wenn andere Zentralbanken folgen und ebenfalls eine restriktivere Haltung einnehmen. Dies könnte zu erheblichen Bremsspuren führen. Fakt ist, hierfür fehlen die Erfahrungswerte. Im Fokus stehen dabei die Anleihenrenditen, welche bisher durch Käufe der Notenbanken beeinflusst werden. Das billige Geld hat aber auch dazu geführt, dass die globale Verschuldung über das Niveau der Finanzkrise angewachsen ist. Dies erhöht die Anfälligkeit der Wirtschaft und des Staates gegenüber steigenden Renditen.

Auch wenn es unmittelbar keine Anzeichen für eine Rezession gibt, steigt mit zunehmender Dauer die Wahrscheinlichkeit einer Konjunkturabkühlung. Ein solcher Rückschlag muss dabei nicht so stark ausfallen wie die Finanzkrise vor zehn Jahren, doch angesichts der höheren Schuldenlast in vielen Ländern und/oder der immer noch expansiven Massnahmen durch die Notenbanken ist der fiskal- und geldpolitische Spielraum für ein Gegensteuern eingeschränkt. Hinzu kommen auch derzeit im Hintergrund schwebende strukturelle Probleme. Beispielsweise könnten die Ungleichgewichte innerhalb der Eurozone in einer wirtschaftlich schwierigen Lage erneut hochkochen.

Die unterschiedliche Einkommensverteilung führt zu einer sukzessiv zunehmenden Unzufriedenheit in weiten Teilen der Bevölkerung und bedroht den gesellschaftlichen Zusammenhalt. Dies begünstigt Politiker am linken und rechten Rand, deren extreme Ideen oftmals wirtschaftsfeindlich sind. Bereits heute sind in vielen Ländern Tendenzen in Richtung Protektionismus und Nationalismus auszumachen.

### **Nicht investiert zu sein, ist eine schlechte Option**

Die am Horizont erkennbaren Risiken verleiten mitunter Anleger, sich aus den Märkten komplett zurückzuziehen. Noch ist jedoch unklar, ob, wann und in welcher Form sich diese materialisieren. Gestiegene Risiken und höhere Volatilitäten führen nicht direkt zu negativen Renditen, zumal derzeit das fundamentale Umfeld mit einem robusten Wirtschaftswachstum und starkem Gewinnanstieg auf soliden Beinen steht. Die Aktienbewertungen sind zwar historisch teuer, haben aber noch kein Extremniveau erreicht. Dies gilt nur sehr bedingt für die Anleihenrenditen, hier werden sich die Notenbanken aber nicht zu schnell zurückziehen.

Zahlreiche Studien belegen, dass es sich langfristig auszahlt, investiert zu sein, denn der Anleger bekommt für das Tragen der Risiken eine Entschädigung in Form einer Rendite. Ein zu früher Ausstieg aus dem Markt birgt das Risiko nicht unerheblicher Opportunitätskosten in Form von entgangenen Erträgen. Gerade in reifen Börsenphasen führt ein zunehmender Optimismus zu satten Kursgewinnen. Eine lange Cashhaltung bringt aber auch eine schleichende Enteignung mit sich. Die – wenn auch derzeit tiefe – Inflation führt bei in vielen Währungen fehlenden Zinsen zu einer Abnahme der realen Kaufkraft des Vermögens.

### **Was sollen Anleger machen?**

Wir empfehlen Anlegern folglich, grundsätzlich investiert zu bleiben, jedoch einen noch genaueren Blick auf die Portfoliorisiken, die Allokationsgewichte sowie die einzelnen Positionen zu richten. Durch die starken Zugewinne der letzten Jahre kann sich die Zusammensetzung eines Portfolios deutlich verändert haben. Investoren sollten somit stärker auf das Risikomanagement achten. Es gilt jedoch auch, Opportunitäten wahrzunehmen. Wird das Marktgeschehen zumindest zeitweise ruppiger, bietet dies aber auch Chancen. So können Gegenbewegungen für den taktischen Zukauf von Aktien genutzt werden oder ein Anstieg der Volatilität erhöht die Attraktivität von bestimmten strukturierten Produkten. In Phasen hoher Zuversicht und tiefer Schwankungsbreiten empfiehlt sich eine (Teil-)Absicherung. Auch systematisches Verschreiben von Aktien kann genutzt werden.

### **Fazit**

Nach einer langen Phase starker Kursgewinne wird die Luft an den Finanzmärkten dünner und die zu erwartenden Zuwächse kleiner. Die dominierende Reflationspolitik der Notenbanken läuft allmählich aus. Gleichzeitig ziehen am Horizont allmählich Risiken auf, auch wenn vorerst das fundamentale Umfeld konstruktiv bleibt.

Anleger sollten investiert bleiben, aber sicherstellen, dass ihr Portfolio auch schwierigere Marktphasen überstehen kann. Dabei gilt es, Risiken zu identifizieren und zu kalibrieren sowie Opportunitäten des fortgeschrittenen Zyklus zu nutzen. Die VP Bank hilft gerne bei der Analyse des Portfolios. Gerne unterbreiten wir Ihnen Vorschläge, damit Ihr Portfolio für die Zukunft gerüstet ist.



# Der Wind bläst rauer

ES WIRD UNGEMÜTLICHER.  
DIE EINSCHLÄGE AN DEN  
FINANZMÄRKTEN NEHMEN  
ZU. DIE TÜRKEI STECKT BEREITS  
IN EINER HANDFESTEN KRISE.

Passend zu den nun beginnenden Herbstmonaten weht jetzt auch an den Finanzmärkten ein rauerer Wind. Die jüngsten Krisensignale aus der Türkei machen deutlich, dass der ein oder andere Sturm bevorstehen kann. Nicht zuletzt manifestieren sich darin erste Anzeichen einer gewissen Knappheit an USD. Dies erschliesst sich nicht unbedingt auf den ersten Blick. Warum soll der Greenback knapp sein, wenn man die Währung überall zum jeweilig gültigen Wechselkurs kaufen kann? Die US-Notenbank ist inmitten eines Bilanzsummenabbaus. Das will heissen: Aus der ehemaligen «quantitativen Lockerung» (engl.: «Quantitative Easing») ist nun genau das Gegenteil geworden, also eine sogenannte «quantitative Straffung» (engl.: «Quantitative Tightening»). Die Fed ist also dabei, das in den Krisenjahren «gedruckte Geld» wieder einzusammeln. Die Aktiva und Passiva werden dabei nun monatlich um USD 50 Mrd. reduziert.

## Fed-Bilanzsumme schrumpft

In einem einfachen Konstrukt haben wir hierzu eine reale Dollar-Weltgeldmenge berechnet. Dazu gehören das von der Fed direkt kontrollierbare Zentralbankgeld und die bei ihr gehaltenen USD-Reserven ausländischer Notenbanken. Dieses monetäre Aggregat haben wir schliesslich noch mit Hilfe der Inflationsrate der Vereinigten Staaten in eine reale Grösse überführt. Zugegeben, das mag nun etwas technisch klingen, doch das Ergebnis ist einfach: Die um Preiseffekte bereinigte USD-Geldmenge nimmt im Jahresvergleich deutlich ab. Die Rückabwicklung der expansiven US-Geldpolitik ist also in vollem Gange. All diejenigen Länder, die nun aufgrund einer hochdefizitären Leistungsbilanz (Letztere spiegelt vor allem ein Handelsbilanzdefizit wider) auf einen stetigen Zufluss von USD angewiesen sind, kommen dabei in Schwierigkeiten. Dies sieht man derzeit in der Türkei oder auch in Argentinien. Spiegelbildlich ist dies an einer hohen Auslandsverschuldung ablesbar. Die bei beiden Nationen hierzu geringen Devisenreserven verschärfen die Lage zusätzlich.

## Kompakt

- Aus den Schwellenländern kommen derzeit Alarm-signale. Dabei steht vor allem die Türkei im Fokus.
- Für die Emerging Markets insgesamt gilt: Die Situation ist wesentlich heterogener als in den 80er- oder auch 90er-Jahren.
- Die gute Nachricht aber ist: Die Weltwirtschaft präsentiert sich insgesamt relativ wetterfest.

## Droht nun eine generelle Schwellenländerkrise?

Um es auf den Punkt zu bringen: Die Schwellenländer lassen sich nicht über einen Kamm scheren. Im Vergleich zu den 80er- oder auch 90er-Jahren ist die Situation zwischen den jeweiligen Volkswirtschaften wesentlich heterogener. Asien ist mittlerweile zum Zuhause wichtiger Zukunftstechnologien geworden. Viele Länder in der dortigen Region weisen satte Leistungsbilanzüberschüsse aus. Und mit Blick auf den südamerikanischen Kontinent gilt: Selbst das in diesen Tagen ebenfalls vielgescholtene Brasilien verzeichnet mittlerweile Handelsbilanzüberschüsse mit einer im historischen Vergleich verhältnismässig geringen Auslandsverschuldung. Ein Flächenbrand in den Emerging Markets ist deshalb unwahrscheinlich. Das Risiko eines Zahlungsausfalls innerhalb des türkischen Bankensektors bleibt indessen hoch. Argentinien schloss bereits im Juni dieses Jahres ein Kreditabkommen mit dem Internationalen Währungsfonds (IWF) ab und hat deshalb schon einen finanziellen Rettungsring.

## Weltwirtschaft präsentiert sich wetterfest

Die gute Nachricht ist, dass sich die Weltwirtschaft als Ganzes zuletzt sehr wetterfest präsentiert hat. Die Sturmfront über den Schwellenländern rüttelt zwar auch am Gebälk der Industrienationen, doch bildlich gesprochen kommt deshalb das Haus nicht zum Einsturz. Die US-Ökonomie holt Schwung und auch die Eurozone wird einen soliden BIP-Zuwachs im laufenden Jahr verbuchen können. Für die Schweiz gilt: Das Wachstum wird ein vierjähriges Hoch markieren. Das aktuelle Gesamtbild bleibt also ein zerrissenes: Einerseits läuft die globale Wirtschaft im Grossen und Ganzen vergleichsweise rund, andererseits sind an der einen oder anderen Stelle deutliche Verspannungen ersichtlich. Anleger tun jedenfalls gut daran, Klumpenrisiken zu meiden und auf einen breiten Mix an Assetklassen zu setzen.

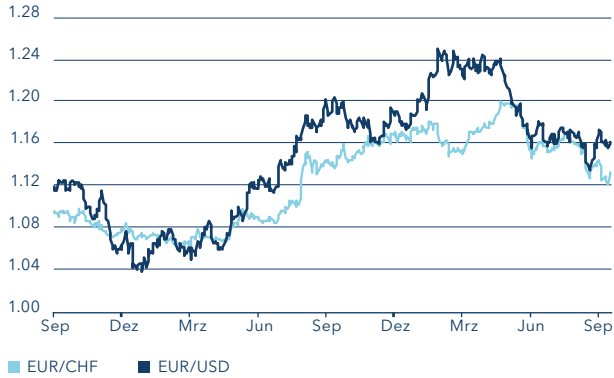
## 2. ANLAGEKLASSEN

Geldmarkt und  
Währungen



# Märkte im Überblick

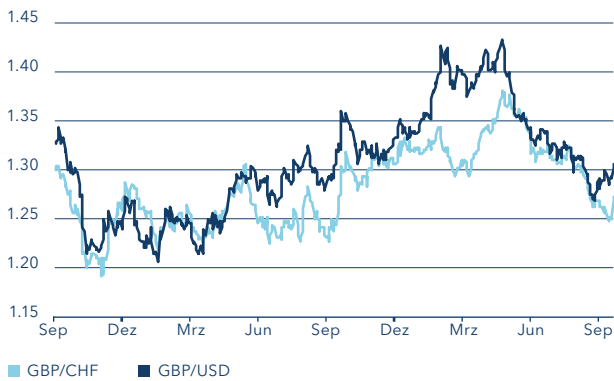
EUR/CHF und EUR/USD: Kursentwicklung seit September 2016



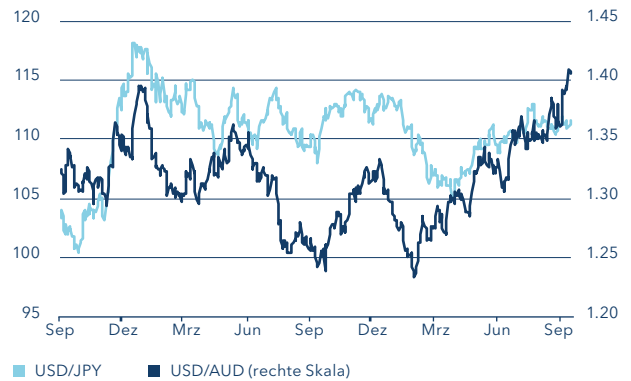
USD/CHF: Kursentwicklung seit September 2016



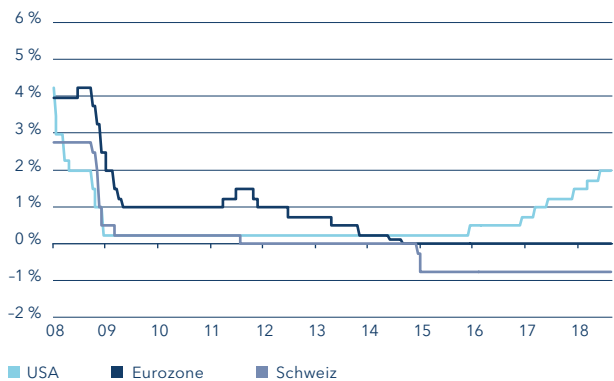
GBP/CHF und GBP/USD: Kursentwicklung seit September 2016



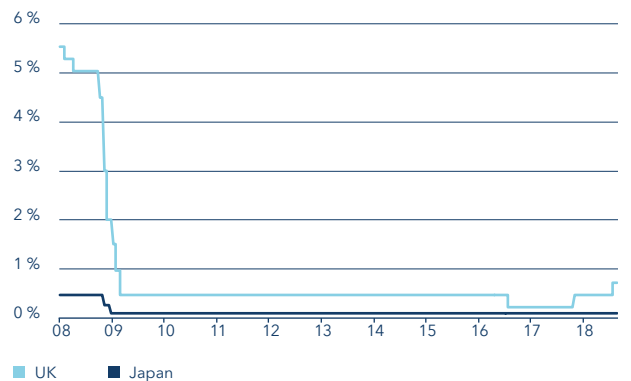
USD/JPY und USD/AUD: Kursentwicklung seit September 2016



Leitzinsen Schweiz, Eurozone, USA: Zinsentwicklung seit Januar 2008



Leitzinsen UK und Japan: Zinsentwicklung seit Januar 2008





# Der US-Dollar ist die Krisenwährung Nummer eins

DIE WIRTSCHAFTLICHE SITUATION IN DER TÜRKEI BLEIBT BIS AUF WEITERES KRITISCH. DIE HOHE AUSLANDSVERSCHULDUNG IST DER STOLPERSTEIN. DABEI ZEIGT SICH, DASS DER USD IN KRISENSITUATIONEN EINE GEFRAGTE WÄHRUNG IST.

Dass der USD im Falle einer Krise als Fluchtwährung Nummer eins fungiert, zeigte die Furcht vor einem Zahlungsausfall in der Türkei während des Monats August. Der Greenback wertete breitflächig auf. Der Hintergrund dieses Verhaltens liegt nicht etwa darin, dass die USA mit einem herausragend guten makroökonomischen Datenkranz glänzen (und auch die USA weisen eine verhältnismässig hohe Staatsverschuldung aus), sondern liegt alleine in der Liquidität und der allgemeinen Akzeptanz als Zahlungsmittel begründet. In Krisensituationen trocknen viele Kapitalmarktbereiche aus – schlichtweg, weil dabei kein Handel mehr stattfindet. Der USD ist selbst in äusserst turbulenten Finanzmarktphasen in ausreichender Menge verfügbar, das heisst, die Währung ist liquide. Die Vereinigten Staaten sind nicht nur die grösste Volkswirtschaft der Welt, sondern verfügen mit ihrer Valuta zudem über eine konvertible Währung. Diese Eigenschaft ist einmalig auf dem Planeten und führt zu einem auf den ersten Blick vielleicht paradoxen Verhalten: Auch wenn eine Krisensituation in den USA selbst begründet liegt, gewinnt der Greenback an Stärke. So geschehen im September 2008: Die Pleite der Investmentbank Lehman Brothers erschütterte das Finanzsystem des Landes, doch der USD wertete im Anschluss daran um knapp 30 % gegenüber dem EUR auf: Was zum damaligen Zeitpunkt allein zählte, war der Liquiditätsaspekt.

## Türkei: Schwierigkeiten am Bosphorus

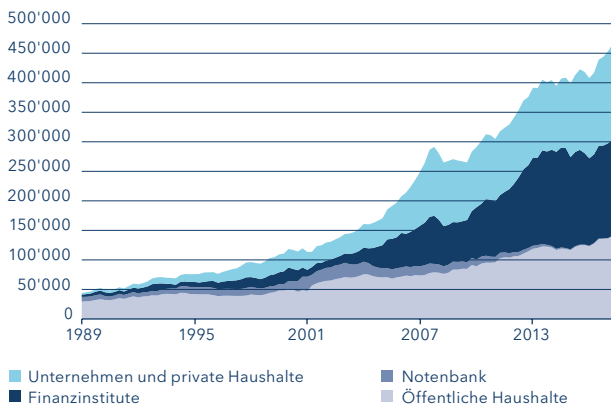
Nun aber zur aktuellen Situation am Bosphorus: Die türkische Wirtschaft tanzt derzeit bildlich gesprochen auf dem Vulkan. Die ausgeprägte Währungsschwäche zusammen mit einer hohen Auslandsverschuldung ergibt einen explosiven Mix. Aber der Reihe nach: Die Türkei galt noch vor wenigen Jahren in den Augen

vieler Schwellenländeranalysten als neuer Tigerstaat. Eigentlich war diese Auszeichnung den schnell wachsenden Volkswirtschaften Südkorea, Taiwan, Singapur und Hongkong vorbehalten, doch Wachstumsraten von über 10 % liessen das Land in den Olymp der erfolgreichsten Emerging Markets aufrücken. Der Fortschritt war massgeblich auf den damaligen Minister- und heutigen Staatspräsidenten Erdogan zurückzuführen. Während seiner Amtszeit begannen die Europäische Union und die Türkei mit Beitrittsverhandlungen. Gleichzeitig trieb er die Liberalisierung der Wirtschaft weiter voran und verschrieb sich einer strengen Haushaltsdisziplin. Die Türkei lag gerade wegen der Politik Erdogans in der Gunst internationaler Unternehmen ganz weit vorne. Entsprechend sprudelten ausländische Direktinvestitionen in das Land. Mittlerweile hat sich die Situation in das Gegenteil gekehrt. Der zunehmende autokratische Führungsstil Tayyip Erdogans stiess nicht nur die EU, sondern auch die Finanzmärkte vor den Kopf. Das Resultat ist: Die EU-Beitrittsverhandlungen stehen in Brüssel auf dem Prüfstand und die Lira ist auf Talfahrt. Letztere beschleunigte sich, als Erdogan in seiner Rolle als Staatspräsident die Unabhängigkeit der Notenbank in Frage gestellt hat. Dies mündete im August in einen jähen Absturz der türkischen Valuta, als sich die Bankenaufsicht der EZB besorgt über mögliche Ansteckungseffekte des europäischen Finanzsektors zeigte. Schliesslich gossen dann noch zusätzliche Zollmassnahmen der USA gegenüber der Türkei Öl ins Feuer.

## Fremdwährungsverbindlichkeiten als Genickbruch

Die Abwertungen der Lira machen die Bedienung der Fremdwährungsverbindlichkeiten schwieriger. Dabei stehen weniger die öffentlichen Kredite im Fokus als vielmehr diejenigen des privaten Sektors. Die staatliche Auslandsverschuldung beläuft sich gerade einmal auf 14 % des BIP, im privaten Sektor sind es hingegen 45 %. Das Zahlenmaterial der türkischen Notenbank zeigt, dass dabei die meisten Verbindlichkeiten in USD denominated sind. In absoluten Zahlen belief sich die gesamte Auslandsverschuldung zuletzt auf knapp USD 467 Mrd. Auf den privaten Sektor entfielen dabei USD 325 Mrd. Die restlichen USD 142 Mrd. betreffen die öffentliche Hand, also die Verpflichtungen des Zentralstaates und der Lokalregierungen. Hierzu fallen die Devisenreserven des Landes mit knapp USD 80 Mrd. verhältnismässig gering aus.

Auslandsverschuldung der Türkei (in Mio. USD)



Die Konstellation aus Auslandsverschuldung und Devisenreserven macht zwar einen Ausfall der öffentlichen Fremdwährungsverbindlichkeiten unwahrscheinlich, doch die Finanzmarktkrise 2008 lehrte, wie schnell aus privaten Verpflichtungen öffentliche Schulden werden können. Würde nämlich eine türkische Bank Gefahr laufen, zahlungsunfähig zu werden, würde vermutlich ein staatlicher Beistand gewährleistet. Im Handumdrehen wechseln damit die Schulden die Seite. Deshalb gilt: Die Unterscheidung zwischen den Verbindlichkeiten des Staates und derjenigen des Finanz- und Unternehmenssektors ist de facto nicht von Relevanz.

Eine akute Notsituation könnte nun entstehen, wenn der Devisenzufluss in den türkischen Bankensektor ins Stocken gerät. Finanzinstitute stellen sich gegenseitig Liquidität zur Verfügung. Dabei handelt es sich um kurzfristige Kredite. Drosseln nun internationale Banken jenen am Bosphorus USD- oder EUR-Kredite, könnte die Bedienung fällig werdender Verbindlichkeiten ins Stocken geraten, was schliesslich einen Zahlungsausfall im Finanzsektor provozieren würde. Dank den Massnahmen der türkischen Bankenaufsicht, den von Katar zur Verfügung gestellten Geldern und der Zinserhöhung der türkischen Notenbank beruhigte sich die Lage nun etwas. So verschärfte die obersten Finanzaufsicht die Bedingungen für Währungsabsicherungen. Die Notenbanken des Emirats Katar und der Türkei einigten sich auf ein wechselseitiges Abkommen, das den Zugang zur dringend benötigten USD-Liquidität sichert. Doch an der grundsätzlichen Schiefelage ändert sich dadurch nichts - die Situation bleibt deshalb schwierig.

### Kompakt

- Der USD ist die Krisenwährung Nummer eins.
- In Zeiten hoher Unsicherheiten zählt vor allem die Liquidität, also die Handelbarkeit einer Währung.
- Der Greenback profitiert deshalb von Krisen, das zeigen auch die jüngsten Türkei-Turbulenzen.

### Fazit

Die aktuelle Krise in der Türkei macht nochmals deutlich, dass der USD in Krisensituationen die Währung Nummer eins ist. Die Flucht in den Greenback liegt dabei vor allem in der Liquidität der Währung begründet, das heisst, der USD ist in grossen Mengen verfügbar und deshalb auch in angespannten Situationen gut handelbar. Je weiter ein Konjunkturzyklus fortschreitet und je deutlicher Verspannungen an den Finanzmärkten auftreten, desto eher sollten Anleger USD-Positionen halten. Die Schwierigkeiten am Bosphorus sind derweil noch lange nicht ausgestanden. Die Historie zeigt: Länder mit hohen Verbindlichkeiten in einer Fremdwährung landen nicht selten im Zahlungsausfall.

Leitzinsen	Aktuell
Schweiz	→
Europa (EWU)	→
USA	↗

Bandbreite für unsere Zinsprognose auf drei bis sechs Monate:

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

## 2. ANLAGEKLASSEN

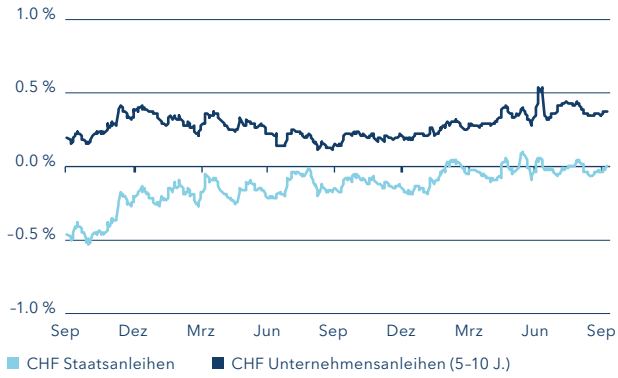
Anleihen





# Renditen im Überblick

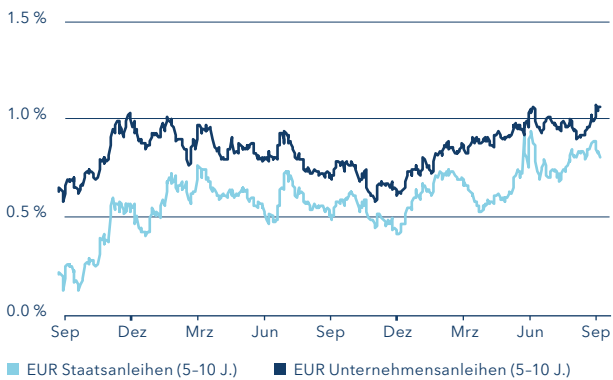
Schweiz: Renditeentwicklung seit September 2016



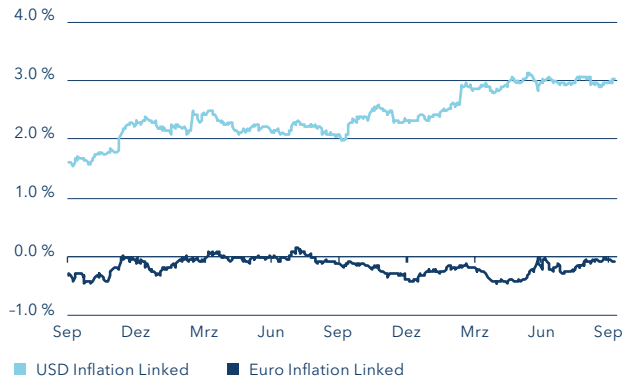
Schwellenländer: Renditeentwicklung seit September 2016



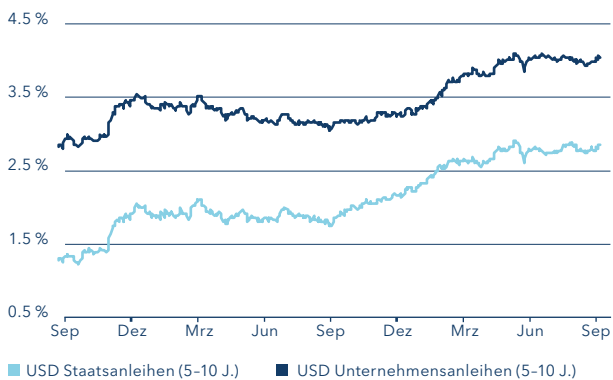
Europa: Renditeentwicklung seit September 2016



Inflationsgebundene Anleihen: Renditeentwicklung seit September 2016



USA: Renditeentwicklung seit September 2016



Hochverzinsliche Anleihen: Renditeentwicklung seit September 2016



# Was, wenn Zinsen steigen?

DIE LUFT WIRD DÜNNER AM ANLEIHENMARKT, DIESES JAHR DROHEN SOGAR VERLUSTE. GRUNDSÄTZLICH FÜHRT AN DEN FINANZMÄRKTEN MEHR RISIKO ZU MEHR RENDITE – AKTUELL TRIFFT BEI OBLIGATIONEN DAS GEGENTEIL ZU.

Sowohl längere Laufzeiten als auch höhere Kreditrisiken werden gar nicht oder kaum entschädigt. Eine Neubewertung kann zu deutlichen Verlusten führen. Wir empfehlen, die Portfolios auf Risiken zu überprüfen. Eine Beimischung von alternativen Anleihenstrategien sollte erwogen werden.

## Stellschraube Duration oder Kreditrisiko

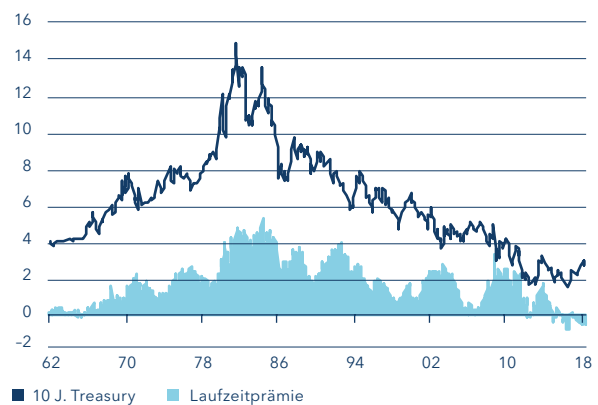
Traditionell lauten die zwei wesentlichen Stellschrauben in der Anleihenstrategie Zinsänderungsrisiko (Duration) und Kreditrisiko (Bonität). Obwohl das Eingehen dieser Risiken zu leicht höheren Verfallrenditen führt, raten wir derzeit davon ab. Steigende risikofreie Erträge und eine Ausweitung der Kreditrisikoprämien können innert kürzester Zeit die Coupons mehrerer Jahre vernichten.

## Duration – Zinsänderungsrisiko

Renditen von Staatsanleihen lassen sich in zwei Komponenten zerlegen: Erwartungen an den künftigen Pfad der Geldmarktzinssätze und an die Laufzeitprämie. Wenn die künftige Zinsentwicklung am Markt für kurzfristige Finanzierungsmittel heute bereits bekannt wäre, könnte die faire Rendite von zehnjährigen Staatsanleihen einfach berechnet werden. Weil aber Rates unerwartet steigen können, bieten festverzinsliche Wertpapiere mit langen Laufzeiten bei «normaler» Zinsstrukturkurve höhere Erträge und damit eine Laufzeitprämie an. Unter den verschiedenen Regionen ist ein Gleichlauf dieser Prämie zu beobachten. Nach der Finanzkrise waren «risikofreie» Staatsanleihen stark gefragt. Einerseits getrieben durch regulatorische Eigenmittelanforderungen für Banken und Versicherungen, andererseits beschleunigte die unorthodoxe Geldpolitik der Notenbank die Nachfrage. Historisch

machte die Laufzeitprämie bis zu zwei Drittel des Gesamtertrages aus, aktuell ist jedoch eine negative Prämie zu beobachten. Die Fed hat bereits 2015 mit Erhöhungen der Federal Funds Rate begonnen und bisher insgesamt sieben Zinsschritte eingeleitet. Am Markt werden bis Ende 2019 weitere drei eingepreist. Die EZB beendet die Anleihenkäufe voraussichtlich im Dezember. Die Aufhebung der unkonventionellen Geldpolitik wirkt sich zweifach aus. Neben den Erwartungen an die künftigen Geldmarktsätze dürften sich mit der Normalisierung der monetären Massnahmen auch die Laufzeitprämien global erholen. Mit einer negativen Prämie und dem Ausblick tendenziell steigender Zinsen ist das Eingehen von langfristigen Durationen aktuell unattraktiv.

Laufzeitprämie im historischen Vergleich



Quelle: VP Bank, Federal Reserve Bank of New York

## Kreditrisiko

Die Politik des billigen Geldes war insbesondere für hoch verschuldete Unternehmen wirksam. Neben dem risikofreien Zins sind vor allem die Credit-Spreads gefallen, weil Anleger einen Renditeaufschlag suchten. Durch die abnehmenden Finanzierungskosten ist der Fremdkapitalanteil (Hebel) in den Bilanzen gestiegen – das Unternehmertum ist damit riskanter geworden. In den USA sind seit dem Jahr 2010 die Firmenschulden von USD 6 auf USD 9 Bio. gestiegen, was weit über dem Wirtschaftswachstum liegt. Mit einer Dauer von schon neun Jahren handelt es sich um den zweitlängsten Aufschwung nach dem zweiten Weltkrieg. Die Arbeitslosigkeit ist in den Vereinigten Staaten in dieser Zeit von 10 auf unter 4% gefallen, was wiederum die Notenbanken auf den Plan gerufen hat. Das daraus resultierende Konjunkturrisiko spiegelt sich auch in der Zins-

kurve wider. Zehnjährige US-Staatspapiere rentierten damals noch um 275 Basispunkte höher als zweijährige, heute sind es gerade noch 20. Die Zinsstrukturkurve dürfte schon bald invertieren, was in der Vergangenheit oft als Indiz für eine bevorstehende Rezession gesehen werden konnte. Ob es dieses Mal anders kommt, wird sich zeigen. Viele Analysten rechnen aber in den nächsten zwei bis drei Jahren mit einer Rezession. Für die hoch verschuldeten Unternehmen wäre dies verheerend. Es drohen Rückstufungen bei den Ratings, was bis zu Insolvenzen führen könnte. Dieses Risiko wird heute nicht eingepreist. Firmen mit schwacher Bonität haben heute einen Kreditaufschlag von 4 %, was ziemlich genau der langfristigen durchschnittlichen Ausfallrate entspricht. Noch sind die Rahmenbedingungen aber gut, wir empfehlen daher, diese Gelegenheit zu nutzen, um das Portfolio auf Risiken zu überprüfen.

### Alternative Anleihenstrategien

Wird die Risikotoleranz bei einzelnen Anleihen überschritten, stellt sich nach dem Verkauf die Frage, wie weiter.

- Verkaufserlös in Cash parken: Das Problem ist hier das Timing. Ein optimaler Aus- und Wiedereinstieg ist nicht realistisch. Wegen der negativen Realrenditen verliert das Kapital in der Zwischenzeit real an Wert.
- Umschichten in kürzere Anleihen und/oder festverzinsliche Wertpapiere mit weniger Kreditrisiko: Neben den Transaktionskosten liegen die Renditen von defensiven Obligationen tief.
- In alternative Anleihenstrategien investieren.

In den vergangenen Jahren hat die Anzahl und Vielfalt an unterschiedlichen Formen von alternativen Anleihenstrategien deutlich zugenommen. Diese zeichnen sich dadurch aus, dass sie sich nicht an traditionellen Benchmarks orientieren. Benchmarkorientierte Portfolios bergen mehrere Nachteile:

- In den vergangenen Jahren sind die Renditen stark gefallen bei gleichzeitig längeren Laufzeiten (Zinsänderungsrisiko).
- Klumpenrisiken in gewissen Ländern, Sektoren oder bei bestimmten Schuldnern führen zu suboptimaler Diversifikation.
- Die am meisten verschuldeten Unternehmen haben strukturell das höchste Gewicht.
- Indexregeln führen zu unnötigen Transaktionen oder Opportunitätskosten. Anleihen, die beispiels-

weise unter einem Jahr Laufzeit fallen oder das Investment-Grade-Rating verlieren, müssen verkauft werden.

- Tracking-Error-Überlegungen führen dazu, dass die besten risikoadjustierten Anlagen ungenügend berücksichtigt werden. Diese können auch ausserhalb der Benchmark liegen.
- Resultate dürften meist von strategischen Zielen des Anlegers abweichen.

### Fazit

Sowohl lange Laufzeiten als auch das traditionelle Kreditrisiko sind derzeit nicht attraktiv. Das benchmarknahe Investieren im Obligationenbereich birgt viele Nachteile. Wir empfehlen, alternative Anleihenstrategien beizumischen. Diese können das Zinsänderungs- oder auch das Kreditrisiko reduzieren bzw. ganz ersetzen. Ausserdem können sich neue Renditequellen erschliessen. Eine Beimischung wirkt damit automatisch diversifizierend, das Risiko lässt sich somit minimieren.

Benchmark	Aktuell	% YTD <sup>1</sup>
Staatsanleihen Schweiz <sup>2</sup>	→	-1.55 %
Staatsanleihen Europa (EUR) <sup>2</sup>	→	0.11 %
Staatsanleihen USA <sup>2</sup>	↗	-1.15 %
Inv. Grade-Unternehmensanleihen Schweiz <sup>2</sup>	→	-0.66 %
Inv. Grade-Unternehmensanleihen Europa (EUR) <sup>2</sup>	→	-0.51 %
Inv. Grade-Unternehmensanleihen USA <sup>2</sup>	↗	-2.23 %
High-Yield-Anleihen <sup>3</sup>	↘	2.19 %
Anleihen Emerging Markets (Hartwährungen) <sup>3</sup>	→	-5.66 %
Anleihen Emerging Markets (Lokalwährungen) <sup>3</sup>	→	-11.95 %

<sup>1</sup> Daten per 11.09.2018

<sup>2</sup> Rendite

<sup>3</sup> Total Return

## 2. ANLAGEKLASSEN

Aktien



# Aktienindizes im Überblick

Schweiz: Kursentwicklung seit September 2016 (indexiert)



Pazifik: Kursentwicklung seit September 2016 (indexiert)



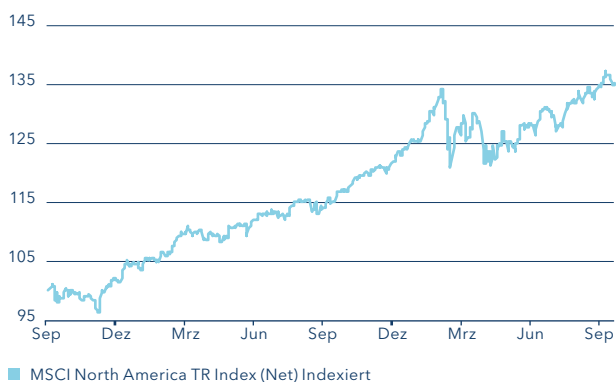
Europa: Kursentwicklung seit September 2016 (indexiert)



Schwellenländer: Kursentwicklung seit September 2016 (indexiert)



Nordamerika: Kursentwicklung seit September 2016 (indexiert)



Grossbritannien: Kursentwicklung seit September 2016 (indexiert)



# Ein Kreislauf ohne Kreis

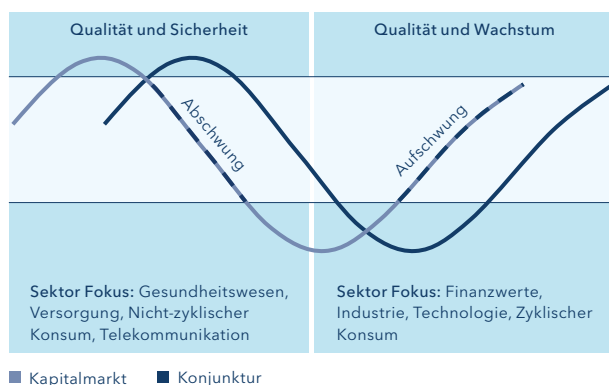
JE LÄNGER EIN BÖRSENTREND ANHÄLT, DESTO LAUTER WIRD DIE FRAGE, WANN ES DENN ZEIT WÄRE AUSZUSTEIGEN. SIND AKTIENVERKÄUFE IN DER AKTUELLEN KONJUNKTURLAGE DIE RICHTIGE ENTSCHEIDUNG? WIR DENKEN NICHT.

Mit anhaltender Dauer einer positiven Wirtschaftsentwicklung steigen auch die Ängste in Bezug auf mögliche Kurskorrekturen an den Aktienmärkten. Gerade in einem Jahr, in dem durchaus viele kontroverse und zum Teil auch kritische ökonomische Ereignisse eintreten, ist dies verständlich. Angst ist menschlich und hierzu gehören auch Befürchtungen, finanzielle Ziele nicht zu erreichen oder gar Vermögensminderungen hinnehmen zu müssen. Die Realität zeigt aber auch, dass wirtschaftliche Krisen weniger gravierende Anlageverluste auslösen, als dies weitläufig angenommen wird. Gleichwohl verschärfen die Rückzugsreflexe der Investoren die unmittelbaren Preisbewegungen an den Märkten.

## Marktrisiken sind nicht gleich Wirtschaftskrisen

Aufgrund dieser Entwicklung unterscheidet man zwischen Markt- und ökonomischen Risiken. Stress, der seitens des Kapitalmarktes durch Unsicherheiten ausgelöst wird, hat meist einen temporären Charakter.

### Generischer Konjunkturzyklus



Das in den fundamentalen Bewertungen enthaltene, zukünftige wirtschaftliche Potenzial wird hinterfragt. Reduzieren sich die Gewinnerwartungen, mündet dies in eine tiefere Neubewertung. Bis sich eine neue Preisstabilität einstellt, sind häufig Überreaktionen zu erkennen. Die Konsolidierungen des Jahres 2011, aber auch die von 2016 zählen hierzu.

Ökonomische Risiken haben oftmals ihre Wurzeln in einem wirtschaftlichen Überschwang, einer Hyperinflation oder Rezessionen. Gerät die Konjunktur eines Landes oder einer Region ins Stottern, sind die Folgen durchaus weitläufiger und langwieriger. Unerwartet schneller steigende Zinsen oder erhöhte Währungsschwankungen wirken zeitverzögert auf das operative Geschäft der Unternehmen ein. Je nachdem, wie gut ein Unternehmen wirtschaftet, werden die Folgen milder oder härter sein. Zentral hierbei ist der Verschuldungsgrad, losgelöst davon, ob es sich dabei um Staaten, Unternehmen oder private Personen handelt.

## Ein Konjunkturzyklus ist kein Kreislauf

All dies lässt sich in dem Begriff «Konjunkturzyklus», als Sinnbild des wirtschaftlichen Geschehens, zusammenfassen. Dieser steht auch im Zentrum jeglicher Erarbeitung von Investmentprognosen. Die Handlungsketten der konjunkturellen Abläufe sind eng verzahnt und sorgen für eine regelmässige Wiederkehr aller Phasen. Die Ausprägung und Dauer hängt von der Intensität der zyklischen Ereignisse ab. Das heisst, welche ökonomische Metapher bestimmt das aktuelle Wirtschaftsgeschehen?

Generisch kann hierbei festgehalten werden, dass zyklische Sektoren während eines konjunkturellen Aufschwungs die operativ stärksten Effekte für sich einnehmen. Das Gewinnwachstum steigt hierbei überproportional, allerdings schwindet dieser Effekt mit einer konsolidierenden oder abschwächenden Wirtschaft. Konjunkturabhängige Unternehmen haben in der Regel eine höhere Ertragsvolatilität als defensive. Diese erzielen meist stabile Erträge, die jedoch deutlich langsamer über die Zeit hinweg wachsen. In einem ökonomischen Aufschwung ist eine zyklische Positionierung somit ratsam. In einem schwierigen Marktumfeld bieten Firmen mit stabiler Gewinnentwicklung einen ruhigeren Hafen, wobei diese häufig das geringere Wachstum mit einer höheren Dividendenzahlung entschädigen. Betrachten wir nun die offene Volkswirtschaft und die internationalen Abhängigkeiten, so wird



die Komplexität dadurch erhöht, dass individuelle Länder auch ihre eigenen konjunkturellen Phasen durchlaufen. Bei historischen Rezessionen, war zu beobachten, dass die USA oftmals vor Europa in eine Rezession schlittern. Während also Amerika bereits wirtschaftlich herausgefordert wurde, lief es woanders womöglich noch rund. Auch reagierten die jeweiligen Aktienmärkte unterschiedlich. Der deutsche Leitindex «DAX» verzeichnete bei fünf von sechs Rezessionen im Jahr davor die stärksten Handelsverluste. Hingegen verlor er nur während zwei Rezessionsphasen in Deutschland.

Die USA wiederum zeigen sich tendenziell gemischt und durchleben diese Phasen mehr in Echtzeit. Die anschliessenden zwölf Monate bewiesen sich dabei in den meisten Fällen als aussergewöhnlich stark. Die Krux für den Anleger ist nun zu erkennen, wann der optimale Zeitpunkt gegeben ist, aus Aktien aus- und wieder einzusteigen. Studien des amerikanischen Fondsanbieters Morningstar zeigen auf, dass private Investoren durch den Versuch, das optimale Timing zu finden, einen Grossteil ihrer langfristigen Renditen verlieren. Die Quintessenz daraus ist, dabei zu bleiben und mit Ruhe und Übersicht den Herausforderungen zu begegnen.

### Umsteigen ist besser als Aussteigen

Die bessere Alternative in Zeiten erhöhter Unsicherheit ist, das gesteckte Anlageziel und die getätigten Investitionen zu hinterfragen. Stimmt die Qualität der Investitionen, ist das Geschäftsmodell tragfähig genug, um diese Aktien auch über schwierige Wetterlagen hinweg zu halten? Welche Alternativen werden im aktuellen Marktumfeld geboten?

Werden die Märkte turbulent, erweisen sich oft defensive Sektoren wie das Gesundheitswesen oder Versorgungsunternehmen als stabiler. Der amerikanische Gesundheitssektor erwirtschaftete in bisherigen Rezessionen deutlich bessere Renditen als der Gesamtmarkt in den USA. Dies trifft auch auf alle anderen Regionen zu.

Schwierige Märkte bieten somit durchaus Alternativen. Eine hohe fundamentale Qualität und aussichtsreiche Geschäftsmodelle sind die Basis für Aktieninvestitionen in jeder Marktphase. In schwierigen Zeiten liegt der Fokus dabei mehr auf Unternehmen, die die wirtschaftliche Grundversorgung sicherstellen und stabile

### Kompakt

Bei einer weiterhin robusten Weltwirtschaft mit hohem Gewinnwachstum in allen Regionen nehmen taktische Marktrisiken derzeit zu. Fokussieren Sie sich auf hohe fundamentale Qualität und aussichtsreiche langfristige Anlagethemen. Unser Schwerpunkt:

- Gesundheitswesen - «Gesund investieren»
- Energieeffizienz - «Umweltschutz einmal anders»
- Industrie - «Automatisierung durch Robotik»
- Infrastruktur - «Eine Investition in die Zukunft»
- Konsum - «China im Wandel»

Dividenden ausschütten. Während eines Konjunkturaufschwungs ist es sinnvoll, eine klare zyklische Ausrichtung innerhalb des Aktienportfolios einzunehmen.

### Fazit

Weltweit nehmen die ökonomischen und gesellschaftlichen Herausforderungen zu. Jedoch erkennen wir weiterhin ein sehr robustes Weltwirtschaftswachstum und bleiben den Aktienmärkten gegenüber sehr konstruktiv eingestellt. Mittel- ebenso wie langfristig überwiegen die Chancen deutlich gegenüber den Risiken.

Automatisierung, Digitalisierung und Konsumwachstum in den Schwellenländern nehmen nach wie vor einen hohen Stellenwert ein. Hier erkennen wir, dass das globale Gesundheitssystem gerade in der aktuellen Marktphase eine einzigartige Kombination aus stabilen Geschäftsmodellen und attraktiven Wachstumsimpulsen bietet. Der Fokus liegt hierbei auf Unternehmen, die vom demographischen Wandel, von technologischem Fortschritt und Digitalisierung profitieren.

MSCIBenchmark	Aktuell	% YTD <sup>1</sup>
Schweiz	→	-1.67 %
Europa	→	-4.72 %
Nordamerika	→	8.03 %
Pazifik (inklusive Japan)	→	-4.93 %
Emerging Markets	→	-11.05 %

Bandbreite für unsere absoluten Performanceeinschätzungen auf drei bis sechs Monate:

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

<sup>1</sup> Daten per 11.09.2018, Nettorendite mit Dividende in lokaler Währung

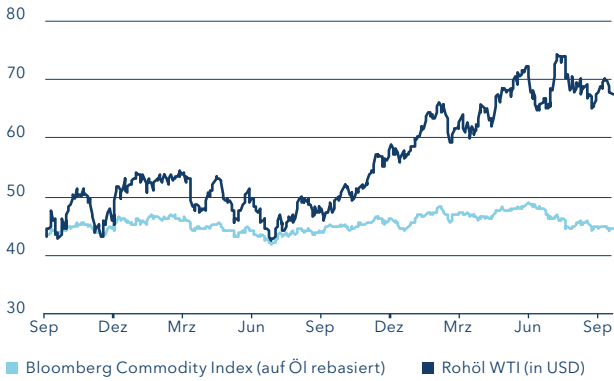
## 2. ANLAGEKLASSEN

Alternative  
Anlagen

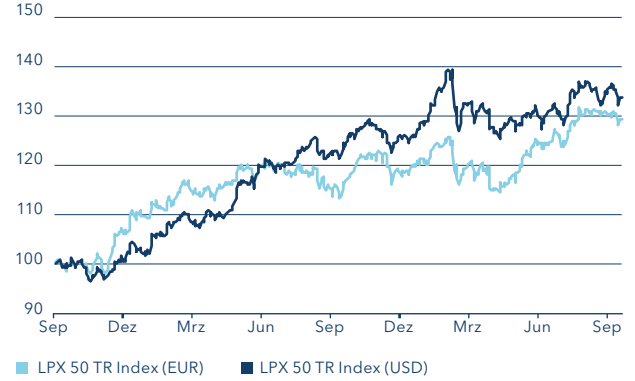


# Überblick Alternative Anlagen

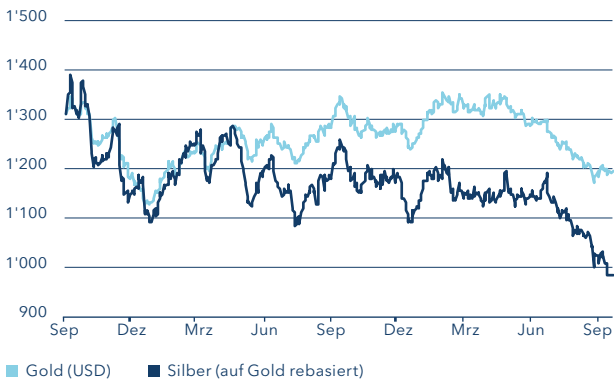
Rohstoffe: Kursentwicklung seit September 2016



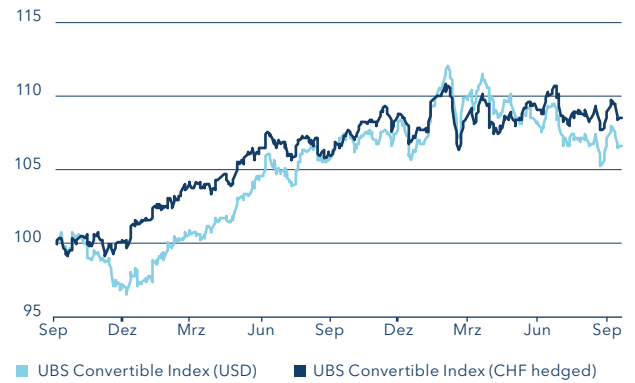
Private Equity: Kursentwicklung seit September 2016 (indexiert)



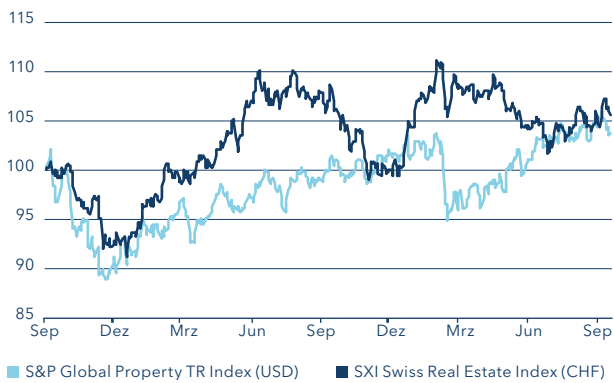
Edelmetalle: Kursentwicklung seit September 2016



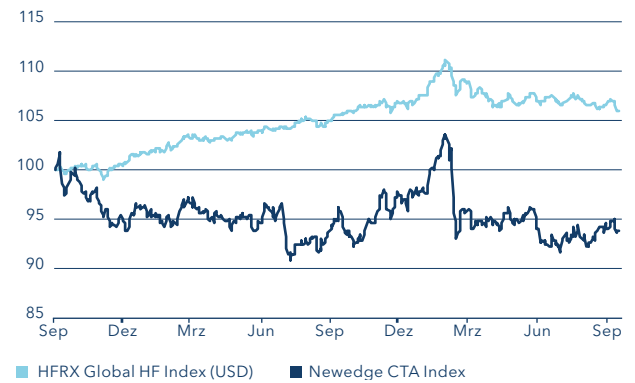
Wandelanleihen: Kursentwicklung seit September 2016 (indexiert)



Immobilien: Kursentwicklung seit September 2016 (indexiert)



Hedgefonds: Kursentwicklung seit September 2016 (indexiert)





# Konjunkturrisiken vermeiden

IN ZEITEN NEGATIVER ZINSEN SIND AKTIEN (FAST) ALTERNATIVLOS. ABER WAS PASSIERT, WENN DIE MÄRKTE ÜBERHITZEN ODER DIE ZINSEN STEIGEN? FÜR DIESES SZENARIO EIGNEN SICH KATASTROPHENANLEIHEN (CAT-BONDS) UND INSURANCE-LINKED SECURITIES (ILS), DENN SIE ENTWICKELN SICH WEITESTGEHEND UNABHÄNGIG VON KONJUNKTUR UND FINANZMÄRKTEN.

Ihre Rendite orientiert sich an den Versicherungsprämien und danach, ob eine Naturkatastrophe eintritt oder nicht. Aus diesem Grund verfügen sie über besondere Diversifikationseigenschaften und eignen sich für jedes gemischte Portfolio.

## Ursprung aus der Schweiz

Im Mai 1861 brannte der Kantonshauptort Glarus in wenigen Stunden zu zwei Dritteln nieder. 600 Gebäude gingen in Flammen auf, der Sachschaden betrug CHF 10 Mio. Die meisten Hausbesitzer waren damals nicht versichert und hatten mit dem Brand alles verloren. Aber selbst für die Assekuraten hatten die Gebäudeversicherungen gar nicht genug Geld. Diese verheerende Tatsache führte schweizweit zur Entstehung verschiedener Feuer- und Sachversicherungen. 1863 wurde mit der heutigen Swiss Re quasi eine Assekuranz für Versicherer eingeführt.

Durch die Urbanisierung werden die Schadenssummen für (Rück-)Versicherungen immer grösser. Der Wirbelsturm Andrew verursachte beispielsweise 1992 einen versicherungstechnischen Schaden von USD 15.5 Mrd. Die daraus resultierende Knappheit von Rückversicherungskapital bewegte Rückversicherer, Banken und Akademiker zur Suche nach neuen Wegen im Transfer von Katastrophenrisiken.

## Transfer von Risiko

1997 wurde der erste CAT-Bond am Kapitalmarkt platziert. Damit können Versicherungen Klumpenrisiken mittels Verbriefung an den Kapitalmarkt abtreten und so die benötigten Eigenmittel optimieren. Die häufigsten transferierten Risiken sind:

- US-Windschäden
- Europäische Sturmschäden
- Erdbeben in Japan

CAT-Bonds haben Laufzeiten von ein bis zwei Jahren. In der Zwischenzeit werden sie wie normale Anleihen je nach Angebot und Nachfrage täglich gehandelt. Allerdings sind die Mindeststückelungen in der Regel mit USD 250'000 hoch. Mit rund USD 30 Mrd. ist das aktuell ausstehende Volumen relativ klein und bei Investoren immer beliebter. Der Anlagenotstand hat damit auch die Versicherungsprämien bei CAT-Bonds gesenkt. Neben Angebot und Nachfrage richten sich die Beiträge aber vor allem nach dem modellierten Risiko oder, anders gesagt, nach dem erwarteten Verlust bzw. der Schadenswahrscheinlichkeit. Bei geringer Eintrittswahrscheinlichkeit sind Prämien im tiefen einstelligen Bereich realistisch, bei höheren erwarteten Schadenshäufigkeiten sind jedoch durchaus zweistellige Beiträge möglich. Bei der Strukturierung wird das Kapital des Anlegers mittels einer Zweckgesellschaft (SPV) auf einem Sperrkonto respektive mittels mündelsicherer Geldmarktpapiere investiert. Im Schadensfall geht der Betrag an den Versicherungsnehmer, anderenfalls fliesst er samt Zins und Prämie zurück an den Investor. Dieser profitiert damit von steigenden Geldmarktzinsen und hat einen impliziten Inflationsschutz. Im Gegensatz zu herkömmlichen Anleihen besteht so de facto kein Zinsänderungsrisiko.

## CAT-Bonds vs. private Transaktionen

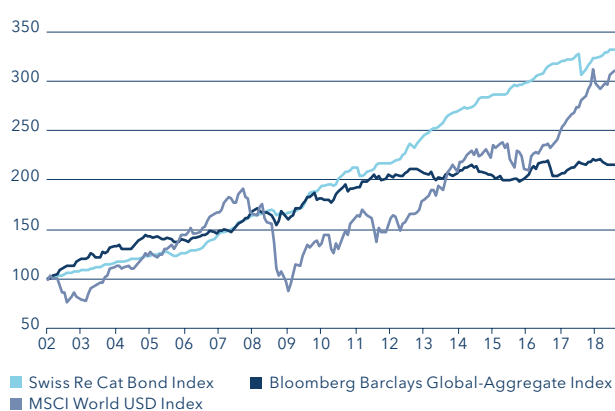
Versicherungstechnische Risiken können sowohl durch verbrieftes CAT-Bonds als auch in unverbrieft Form mittels direkten Rückversicherungsverträgen transferiert werden. Zusätzlich zu Naturkatastrophen werden so folgende Risiken gehandelt:

- Luftfahrt, Seefahrt, Raumfahrt
- Ölplattformen, Energieinfrastruktur
- Ernteauffälle
- Sterblichkeitsrisiko

Mit einem Volumen von USD 400 Mrd. ist der Markt für private Transaktionen (unverbrieft Form) wesentlich

grösser. Aus Anlegersicht ist ein weiterer Vorteil die bessere Diversifikation. Zwischen einer Überschwemmung in Europa und einem Unglück in der US-Raumfahrt besteht kein Zusammenhang. Der Nachteil liegt in der Liquidität, für diese Transaktionen gibt es keinen Sekundärmarkt. Die Laufzeiten sind dafür mit drei bis zwölf Monaten auch kürzer.

CAT bonds vs. Aktien und Anleihen



**Was gibt es beim Investieren zu beachten: Liquidität**

Aus Sicht eines Anlagefonds sind damit die beiden Dimensionen Rendite/Risiko und Liquidität relevant. In der Vergangenheit waren diese Investmentlösungen institutionellen Anlegern vorbehalten. Sie waren für illiquide Produkte offen, weil sie damit eine Prämie für Illiquidität abschöpfen konnten. In den letzten Jahren wurde die Assetklasse immer öfter auch von Privatanlegern gesucht. Diese investieren in Fonds, welche wiederum auf verbrieft Papiere (CAT-Bonds) setzen, um die Liquidität zu steigern. Tendenziell sind damit die Gebühren jedoch höher und die erwartete Rendite ist tiefer.

Investoren, welche unter MiFID als professionelle Anleger gelten bzw. sich als solche klassifizieren lassen, steht ein breiteres Spektrum an Fonds zur Verfügung. Abstriche bei der Liquidität (z. B. längere Kündigungsfristen) erlauben es, bessere Rendite-Risiko-Eigenschaften zu erzielen.

**Was gibt es beim Investieren zu beachten: Risiko**

Die wichtigste Entscheidung aus Sicht des Anlegers ist die Einstufung der Risikoaversion. Viele Fonds geben den Verlust im «Worst Case» für einen Schaden an, welcher gemäss Modell einmal in 30 oder 100 Jahren ein-

tritt. Weil die meisten Fonds noch relativ jung sind, haben sie bisher nur kleinere Verluste erlitten, die dann schnell wieder aufgeholt wurden. Eine grosse Naturkatastrophe im selben Jahr in Europa und den USA oder Japan mussten sie im bisherigen Verlauf noch nie verzeichnen. Noch hatte diese Anlageklasse keinen grossen Stresstest zu verkraften. Der bisherige Verlauf war gekennzeichnet von stabilen Erträgen mit geringeren Rückschlägen als bei Staatsanleihen und gleichzeitig höheren Renditen. Die bisherige Wertentwicklung sollte daher nicht zur Risikoeinschätzung herangezogen werden. Dafür sollten sich Anleger eher am Risiko gemäss dem modellierten «Worst Case» orientieren. Einzelne Fondsgesellschaften halten das modellierte Risiko auf konstantem Niveau, bei fallenden Prämien verringern sich damit die Renditen. Andere gleichen die sinkenden Prämien mit mehr Risiko aus, sie erhoffen sich so, den Ertrag konstant zu halten.

**Fazit**

CAT-Bonds und Insuranced Linked Securities reduzieren die Abhängigkeit von Konjunktur- und Finanzmarktrisiken eines Portfolios. Aus Risiko-/Renditebetrachtung konnte sich die Anlageklasse in der Vergangenheit gegenüber Aktien und Anleihen durchsetzen – der grosse Stresstest blieb bisher jedoch aus. Aus Risikoüberlegungen sollten nicht die historischen Wertentwicklungen herangezogen werden, sondern die modellierten «Worst Case»-Verluste. Angesichts der Zins- und Bewertungsrisiken am Kapitalmarkt empfehlen wir eine Beimischung von CAT-Bonds/ILS. Fragen Sie Ihren Kundenberater nach einem geeigneten Produkt.

Benchmark	Aktuell	% YTD <sup>1</sup>
Rohstoffe	→	-4.61 %
Rohöl	→	15.17 %
Gold	↗	-8.20 %
Immobilienaktien	→	0.68 %
Private Equity	→	7.11 %
Wandelanleihen	→	-0.55 %
Hedgefonds	↗	-1.48 %

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

<sup>1</sup> Daten per 11.09.2018

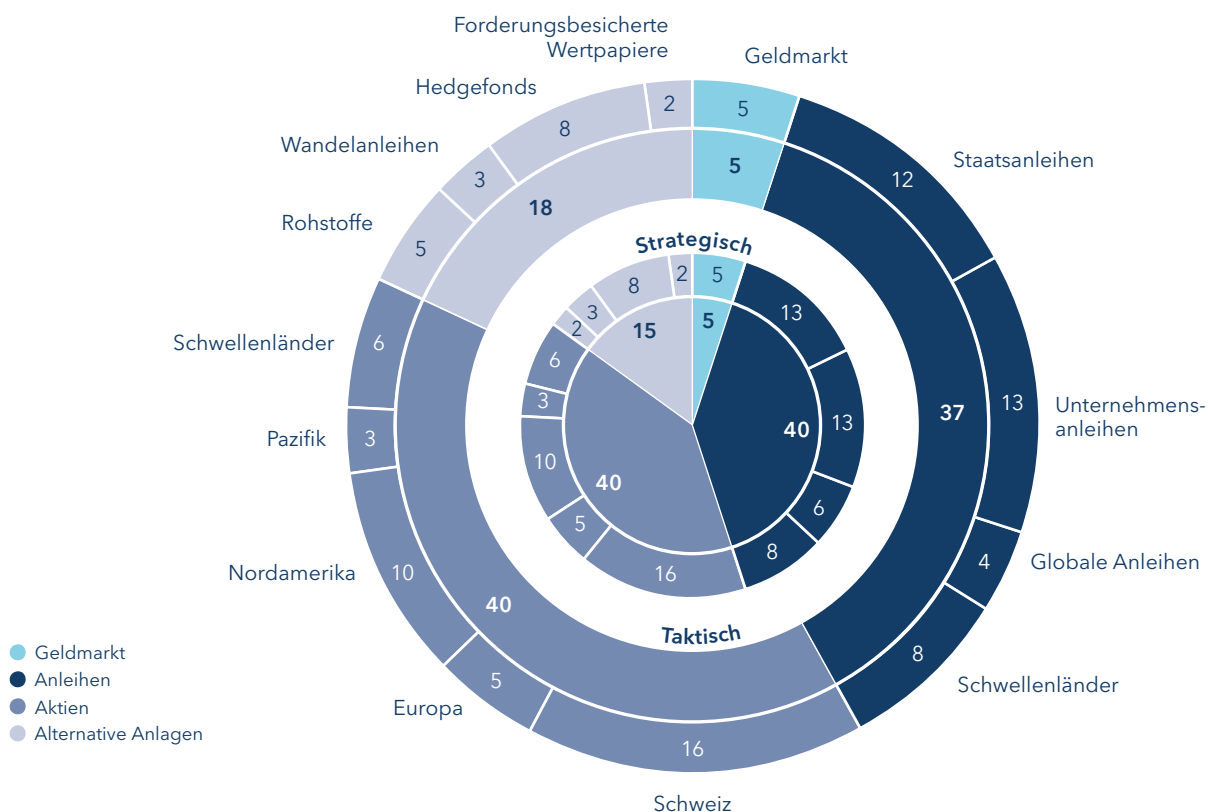


### 3. INVESTMENT MANAGEMENT



# 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	07.09.2018	1'043.84	nein	ja	-3.79 %
VP Bank Strategiefonds Konservativ (EUR)	EUR	LI0017957528	07.09.2018	1'395.92	nein	ja	-2.90 %
VP Bank Strategiefonds Konservativ (USD)	USD	LI0100145379	07.09.2018	1'355.58	nein	ja	-2.69 %
VP Bank Strategiefonds Ausgewogen (CHF)	CHF	LI0014803709	07.09.2018	1'554.03	nein	ja	-4.51 %
VP Bank Strategiefonds Ausgewogen (EUR)	EUR	LI0014803972	07.09.2018	980.93	nein	ja	-3.31 %
VP Bank Strategiefonds Ausgewogen (USD)	USD	LI0014804020	07.09.2018	1'559.40	nein	ja	-1.93 %

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

# Aktuelle Anlagetaktik

Die Dynamik der US-Wirtschaft bleibt hoch. Die Exporte, der private Konsum und die Ausrüstungsinvestitionen sind dabei die Haupttriebkraft. Auch für das zweite Halbjahr stehen die Zeichen gut für eine robuste Zunahme des BIP. Allerdings wird das zweite Quartal kaum zu überbieten sein, denn der starke Zuwachs im Aussenhandel war bereits auf einen Sondereffekt durch die eingeführten Zölle zurückzuführen. Zukünftig dürften vor allem die gestiegenen Leitzinsen und die Handelskonflikte sowie nachlassende fiskalische Impulse die Konjunktur in den Vereinigten Staaten etwas bremsen. Dies zeigt auch der flache Verlauf der US-Zinskurve. Die Eurozone hat in der ersten Jahreshälfte beim Wachstum enttäuscht. Allerdings deuten die gestiegenen Einkaufsmanagerindices nun auf eine leichte Beschleunigung hin. Im Ergebnis wird die Region aber noch immer einen BIP-Zuwachs im laufenden Jahr verzeichnen können. Für die Schweiz gilt: Der Anstieg wird ein vierjähriges Hoch markieren. Dem gegenüber steht die Schwäche in den Emerging Markets. Während sich der Handelskonflikt mit Europa leicht entspannt hat, droht sich die Lage zwischen China und den USA weiter zu verschärfen. Dennoch ist unseres Erachtens die Wahrscheinlichkeit gering, dass es ausgehend von den Schwellenländern zu einer globalen Wachstumsverlangsamung kommt.

Das Bild an den Aktienmärkten bleibt weiterhin zweigeteilt: In den USA befindet er sich in einer deutlichen Hausse und konnte seit Jahresbeginn nahezu 8 % an Wert gewinnen, während die Schwellenländer ein Minus von rund 20 % zu verzeichnen haben. Gerade die Türkei und Argentinien sind aufgrund ihrer Auslandsverschuldung im Scheinwerferlicht der Anleger, wobei wir speziell die Lage in der Türkei als kritisch beurteilen.

Die gute US-Konjunktur hat dazu geführt, dass die Fed seit Jahresbeginn die Federal Funds Rate deutlich anheben konnte, während das Zinsniveau nach Aussagen der EZB zumindest über den 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 durch diese Aussagen begrenzt, weshalb die Zinsdifferenz zwischen europäischen und US-amerikanischen Anleihen weiter gestiegen ist. Die letzten Lohnabschlüsse in der Eurozone deuten nun aber darauf hin, dass der Trend bei den Gehältern nach oben zeigt und die Teuerung zunimmt.

## Anleihen

Unsere Positionierung bleibt durationsseitig in sämtlichen Referenzwährungen weiterhin unter dem jeweiligen Benchmarkniveau. Insgesamt sind wir in Investment-Grade-Bonds wie bisher untergewichtet. Schwellenländeranleihen gewichten wir neutral. Diese Anlageklasse ist durch eine attraktive Risikoprämie gekennzeichnet. An inflationsgeschützten Anleihen halten wir nach wie vor fest.

## Aktien

Das Umfeld für Aktien bleibt herausfordernd. Während sich das konjunkturelle Umfeld stabil zeigt, bleiben die geopolitischen Belastungsfaktoren hoch. Die Eurozone profitiert im relativen Vergleich von der günstigeren Bewertung gegenüber den Vereinigten Staaten. Das Nachholpotenzial zu den USA ist nach wie vor gegeben. Zusätzliche Unterstützung kommt von der verglichen mit Anleihen noch immer relativ hohen Dividendenrendite. Innerhalb der Schwellenländer favorisieren wir weiterhin die stark wachsende und fundamental attraktiv bewertete Region Asien.

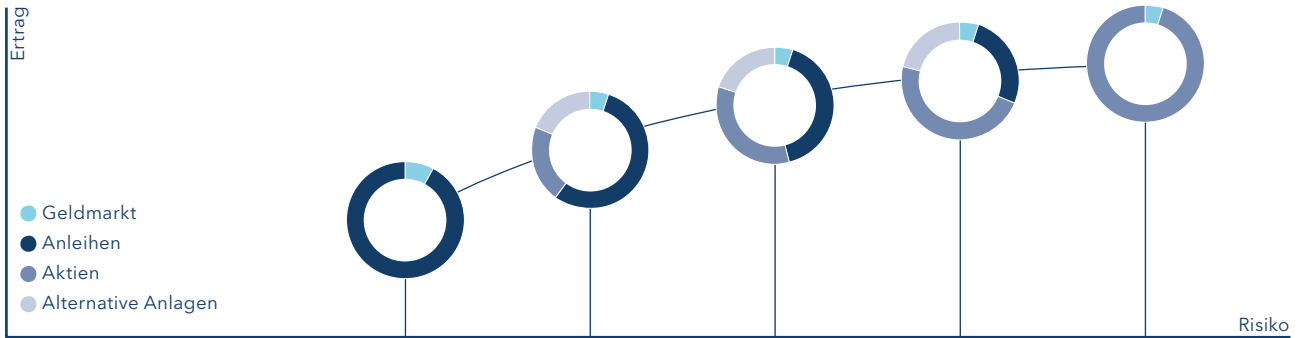
## Alternative Anlagen und Währungen

Bei Alternativen Anlagen halten wir eine Position in Gold, ansonsten sind wir in dieser Assetklasse neutral gewichtet. In EUR-Mandaten halten wir eine offene USD-Position. Wir sichern die wichtigsten Industrieländerwährungen weiterhin ab.

## Ausblick

Verschiedene Divergenzen, die enge Marktführerschaft und die teilweise sehr ausgeprägte Positionierung der Anleger beobachten wir mit einer gewissen Sorge. Der immer noch schwelende Handelskrieg und die Unsicherheiten in gewissen Entwicklungsmärkten sind möglicherweise noch nicht voll in den Finanzmärkten diskontiert. Unsere aktuelle Positionierung reflektiert daher eine defensive Grundhaltung. Wir beobachten die Märkte laufend und sind bereit, uns stärker zu exponieren, sobald wir Anlagemöglichkeiten mit attraktivem Chancen-Risiko-Verhältnis sehen.

# 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](http://www.fma-li.li)

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



#### Redaktion

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

#### Für den Inhalt verantwortlich

Stefan Schwitter, Leiter Group Investment, Product & Market Management  
Bernd Hartmann, Leiter Group Investment Research  
Dr. Thomas Gitzel, Senior Economist  
Rolf Kuster, Senior Investment Strategist  
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

24. September 2018

#### Redaktionsschluss

20. September 2018

#### Schlusskurse

11. September 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, Schätzungen und Aussagen geben die persönliche Auffassung des betreffenden Analysten der VP Bank AG im Zeitpunkt des auf der Dokumentation genannten Datums wieder und können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Dokumentation basiert auf Informationen, welche als zuverlässig eingestuft werden. Diese Dokumentation und die darin abgegebenen Einschätzungen oder Bewertungen werden mit äusserster Sorgfalt erstellt, doch kann ihre Richtigkeit, Vollständigkeit und Genauigkeit nicht zugesichert oder gewährleistet werden. Insbesondere umfassen die Informationen in dieser Dokumentation möglicherweise nicht alle wesentlichen Angaben zu den darin behandelten Finanzinstrumenten oder deren Emittenten.

Weitere wichtige Informationen zu den Risiken, welche mit den Finanzinstrumenten in dieser Dokumentation verbunden sind, zu den Eigengeschäften der VP Bank Gruppe bzw. zur Behandlung von Interessenkonflikten in Bezug auf diese Finanzinstrumente sowie zum Vertrieb dieser Dokumentation finden Sie unter [https://www.vpbank.com/de/rechtliche\\_hinweise](https://www.vpbank.com/de/rechtliche_hinweise).

