

4. Quartal 2017

Investment Views

Inhalt

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

Aktuelle Markteinschätzung

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

	Kurs per 19.09.2017	Aug. 2017	Okt. 2017
Geldmarkt und Währungen (von Seite 6 bis 9)			
Währungen			
EUR/USD	1.199	↘	↘
EUR/CHF	1.155	↘	↘
USD/CHF	0.964	→	→
GBP/USD	1.351	↘	↘
USD/JPY	111.61	↗	↗
AUD/USD	0.800	→	→
USD/SGD	1.349	↗	↗
USD/RUB	58.138	→	→
Leitzinsen			
Schweiz	-0.75 %	→	→
Europa (EWU)	0.00 %	→	→
USA	1.25 %	↗	↗
Anleihen/Renditeentwicklung (von Seite 10 bis 13)			
Investment Grade Staatsanleihen			
Schweiz		↗	↗
Europa		↗	→ Neu
USA		↗	↗
Investment Grade Unternehmensanleihen			
Schweiz		↗	→ Neu
Europa		↗	→ Neu
USA		↗	↗
Anleihen/Total Return (von Seite 10 bis 13)			
Hochverzinsliche Anleihen			
High Yield		↘	↘
Anleihen Schwellenländer			
Hartwährungsanleihen		→	→
Lokalwährungsanleihen		→	→
Aktien (von Seite 14 bis 17)			
Schweiz		→	→
Europa		→	→
Nordamerika		→	→
Pazifik		→	→
Schwellenländer		↗	→ Neu
Alternative Anlagen (von Seite 18 bis 21)			
Rohstoffe		→	→
Rohöl		→	→
Gold		→	↗ Neu
Immobilienaktien		→	→
Private Equity		→	→
Wandelanleihen		→	→
Hedge Fonds		→	→

« Evolution
oder
Disruption? »»



Bernd Hartmann
Leiter Group Investment Research

Liebe Leserin, lieber Leser

Der stetige Wandel ist mittlerweile ein fester Bestandteil unseres Lebens geworden. Die «Investment Views» bilden hier keine Ausnahme. Mit dem neuen, frischen Auftritt entwickeln wir die «Investment Views» im Zuge des Rebranding der VP Bank konsequent weiter. Dabei halten wir bewusst an Bewährtem fest. So etwa am Anspruch, dass wir neben den Marktaussichten für die verschiedenen Anlageklassen auch jeweils ein gerade heiss diskutiertes Thema aufgreifen.

Im aktuellen «Thema des Monats» packen wir genau solch ein «heisses Eisen» an: Die Automobilindustrie steht derzeit besonders im Fokus der Öffentlichkeit. Durch den Dieselskandal ist die Branche – selbstverursacht – in Verruf geraten. Die Erkenntnis, dass mit den bisherigen Dieselmotoren die gesetzlichen Grenzwerte im Fahrbetrieb offenbar nicht eingehalten werden können, stellt nicht nur die Dieseltechnologie selbst, sondern auch die ganze Branche der etablierten Autohersteller in Frage. Zumal mit den Elektroautos und neuen, branchenfremden Anbietern die Alternativen bereits – vermeintlich – ausgemacht sind.

Steht die Automobilbranche also vor einer Disruption? Wird der Technologiesprung vom Verbrennungs- zum Elektromotor den Todesstoss für die bisherigen Platzhirsche bringen? Im «Thema des Monats» analysieren wir, warum ein schneller Wandel hin zur E-Mobilität zwar wünschenswert, aber nicht realistisch ist. Um dennoch die Emissionsbelastungen möglichst rasch zu senken, bedarf es pragmatischer Lösungen. Hierfür sind gerade die zuletzt viel gescholtenen deutschen Premiumhersteller gut gerüstet. Ähnlich wie der Umstieg von der Pferdekutsche zum Automobil könnte auch der Wandel vom Verbrennungs- zum Elektromotor als Disruption in die Geschichtsbücher eingehen. Für die meisten Automobilhersteller sollte sich der Technologiewechsel aber als evolutionärer Schritt erweisen.

1. AKTUELLES



Deutsche Automobilhersteller unter Strom

DIE AUTOMOBILBRANCHE BEFINDET SICH INMITTEN EINER TRANSFORMATION. DIE VON VOLKSWAGEN AUSGELÖSTE DIESEL-AFFÄRE SETZTE EINE HOCHEMOTIONALE DISKUSSION IN GANG. DIE REALITÄT JEDOCH ZEIGT, DASS DIE AUTOMOBILBRANCHE NICHT UNVORBEREITET IST.

Die Kontroverse des Wandlungsprozesses der Automobilbranche zeigte sich auch auf der Internationalen Automobil-Ausstellung (IAA) in Frankfurt. Tesla blieb überraschenderweise der neben dem Internationalen Auto-Salon Genf wichtigsten europäischen Automobilmesse fern. Das Unternehmen sieht sich nicht als traditioneller Autohersteller, und in dieser Sichtweise liegt ein wichtiger Aspekt moderner, individueller Mobilität. Gleichermassen zeigen die klassischen Hersteller grössere und leistungsstärkere Fahrzeuge auf Basis hochtechnologischer Verbrennungsmotoren. Während eine hitzige Debatte um die von Volkswagen ausgelöste Diesellaffäre tobt, liegt darin scheinbar nur ein Affront. Die Realität zeigt, dass einerseits diese Fahrzeuge von einer bedeutenden Käuferschicht weiterhin nachgefragt werden und andererseits Elektrofahrzeuge erst in sieben bis zehn Jahren die erforderliche technologische Reife erreicht haben, um den Massenmarkt zu erschliessen. Damit sich die Elektromobilität durchsetzen kann, sind folgende Faktoren entscheidend:

- Eine ausreichende Nettoreichweite, die mit einer Batterieladung zurückgelegt werden kann
- Der Verkaufspreis
- Eine belastbare Infrastruktur zur mobilen oder stationären Aufladung der Stromspeicher

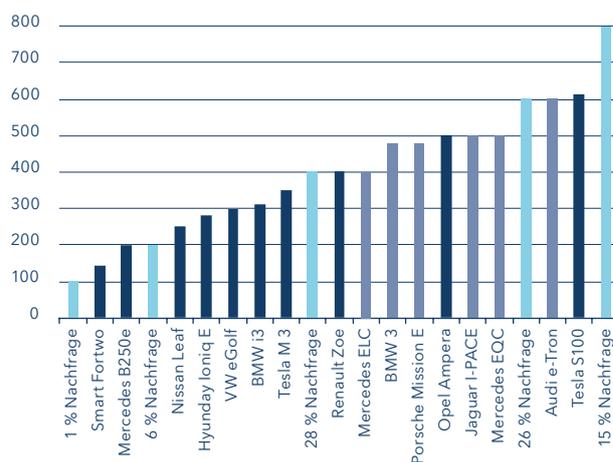
Reichweite: «So weit die Füsse einen tragen ...»

Für einen Wechsel hin zu elektrisch angetriebenen Fahrzeugen ist die Reichweite ein wichtiges Thema. Betrachtet man Nutzungsstatistiken, so liegt die durchschnittliche täglich zurückgelegte Fahrtstrecke in Europa zwischen 28 (Österreich) und 44 (Schweden) Kilometern. In der Kauf- bzw. Nichtkaufentscheidung ist

jedoch die sogenannte Reichweitenangst bedeutend. Diese zeigt sich bei Interessenten für Elektrofahrzeuge bei einer Reichweite von bis zu etwa 300 Kilometern. Jüngste Umfragen zeigen auf, dass 54 % der potenziellen Käufer eine Reichweite von 400 bis 600 Kilometern als wichtiges Kaufkriterium erachten.

Die folgende Tabelle zeigt, dass bereits einige Modelle verfügbar sind, um den grundsätzlichen Bedarf individueller Mobilität in Grossstädten zu bedienen. Die grau markierten Modelle sind bereits fest für die Jahre 2018 und 2019 angekündigt.

Elektroautos im Vergleich zum Reichweitenwunsch (in Kilometern)



Der Forderung nach einer ausreichenden Reichweite stehen physikalische Gesetze, betriebsnotwendige Funktionen und das Fahrttempo gegenüber. Die grössten Einflussfaktoren sind hierbei die Wetterbedingungen und das Fahrverhalten. Das von Opel im Internet zur Verfügung gestellte Simulationsmodell für das neue Modell Amperae zeigt auf, dass sich die Reichweite bei mittlerer Geschwindigkeit und in der Temperaturspanne zwischen angenehmen 20 Grad und winterlichen minus 10 Grad um knapp 17 % reduziert. Das heisst, die vom Hersteller angegebenen 527 Kilometer Reichweite sinken auf 439 Kilometer. Berücksichtigt man in den Wintermonaten die Nutzung der Heizung, gehen gut 51 % der ursprünglichen Reichweite verloren. Die Bruttoreichweite kürzt sich somit auf 256 Kilometer – hierbei sind die Wetterbedingungen noch nicht einbezogen. Gegenwind und Regen können für einen zusätzlichen Leistungsschwund von bis zu 25 % sorgen. Über die Zeit hinweg leiden Batterien auch an einem Leistungsschwund, der zwischen 1 und 5 % pro Jahr

beträgt. Tesla gleicht diesen Effekt dadurch aus, dass die eingebaute Batterie zusätzliche Kapazitäten enthält, auf die der Fahrer normalerweise keinen Zugriff hat. Dies zeigte sich bei den Wirbelstürmen im September in Florida. Hier erhöhte Tesla die Leistungsreichweite für ihre Kunden mit Hilfe eines Softwareupdates, indem zusätzlich vorhandene Reserven freigeschaltet wurden.

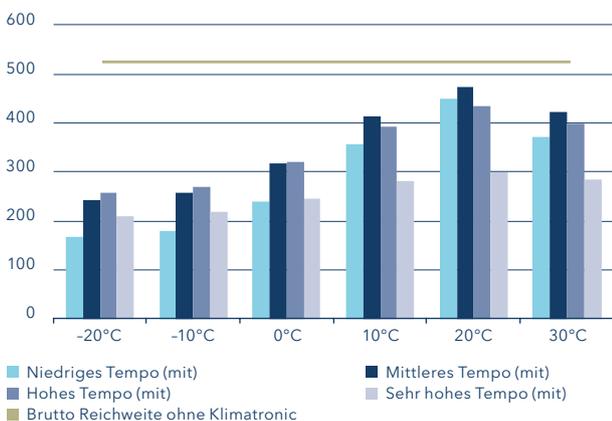
Flaschenhals: Kosten und Infrastruktur

Je grösser die Batterieleistung in einem Elektrofahrzeug ist, desto grösser wird auch die individuelle Mobilitätsfreiheit – jedoch treibt dieses Verhältnis den Preis. In den vergangenen sieben Jahren haben sich die Produktionskosten für Batterien pro Kilowattstunde um über 50 % auf ca. USD 200 reduziert.

Tesla hält fest, dass die derzeitigen Batteriekosten ihrer Fahrzeuge bei etwas unter USD 190 liegen. Im direkten Vergleich zu Verbrennungsmotoren müssten die Herstellungskosten auf unter USD 50 sinken, um für die Käufer die gleichen Kosten zu erzeugen. Als Beispiel: Der Einstiegspreis eines VW e-Golf beginnt bei EUR 34'900, das sind gute 45 % mehr, als für das vergleichbare Dieselmodell aufgewendet werden muss, und das mit dem Wissen einer eingeschränkten Mobilität und einer – bei ganzheitlicher Betrachtung – noch nicht signifikant verbesserten Umweltbilanz.

Bis ins Jahr 2025 werden viele Hersteller mit den gegebenen Möglichkeiten in der Lage sein, wettbewerbsfähige Elektrofahrzeuge anzubieten, die den aktuellen Mobilitäts- und Komfortbedürfnissen entsprechen. Doch wird es bis dahin möglich sein, dass diese Fahrzeuge flächendeckend aufgeladen werden können?

Reichweite Opel Ampera



In Bezug auf die bestehende Infrastruktur der Autohersteller, die Anzahl Aufladestationen und Autobesitzer mit eigener Garage, ja. Auf öffentlichen Parkflächen wird dies jedoch vor allem in Ballungsräumen sehr schwierig. Für ein schnelles Aufladen der Batterien ist Starkstrom erforderlich. Die Gemeinden stehen vor sehr grossen Herausforderungen, besonders in Bezug auf damit verbundene Kosten. Ein Autofahrer, der in einer Mietwohnung in der Stadt wohnt und keinen festen Parkplatz hat, wird noch sehr lange Schwierigkeiten damit haben, sein Fahrzeug kostengünstig über Nacht aufladen zu können.

Fazit: Evolution statt Revolution

Die derzeit propagierte «Disruption» wird es wohl so nicht geben. Während die Autohersteller die wesentlichen Mobilitätsherausforderungen bereits zu lösen beginnen, wird vor allem die Umstellung der Infrastruktur in den Gemeinden über die Schnelligkeit der Ausbreitung von Elektrofahrzeugen entscheiden. Die klassischen Autohersteller werden schrittweise ihre Modelle der Elektromobilität, aber auch modernen Mobilitätskonzepten (unter anderem Carsharing) anpassen.

Im Vordergrund werden zunächst Hybridfahrzeuge stehen. Also Fahrzeuge mit einem Elektro- und Verbrennungsmotor. Dies, da diese Modelle bereits 90 % aller typischen Tagesfahrten elektrisch bewältigen können und gleichermaßen höchste Reichweitenflexibilität ermöglichen. Das lenkt den Investitionsfokus der Anleger wieder auf die traditionellen Autohersteller, die diese wichtige Transformation stemmen müssen.

Betrachtet man die neuen auf den Markt kommenden Modelle, so haben die deutschen Autohersteller wie Opel, Volkswagen, Mercedes-Benz und BMW sehr spannende neue Angebote in den Verkaufsräumen. Mit einer Subvention von EUR 3'000 bis 4'000 (je zur Hälfte vom Staat und den Autoherstellern selbst bezahlt) werden aktuell in Deutschland Hybrid- oder Elektrofahrzeuge unterstützt. Mit der derzeit emotional geführten Diskussion um ein Dieselfahrverbot in deutschen Städten, aber auch um das überdurchschnittliche Alter deutscher Gebrauchtfahrzeuge ist hier mit einer kleinen Sonderkonjunktur für deutsche Premiumhersteller zu rechnen.

Welche Chancen und Risiken sich daraus für Anleger ergeben, haben wir in einer weiterführenden Analyse dargestellt. Gerne berät Sie Ihr Kundenberater.

Süßes oder Saures an den Finanzmärkten

SPÄTESTENS DANN, WENN DIE NÄCHTE WIEDER LÄNGER UND DIE TAGE KÜRZER WERDEN, WISSEN WIR, DASS DER HERBST NUN DIE OBERHAND HAT. DIE KINDER FREUEN SICH AUF DAS ZUNEHMEND AUCH IN MITTEL-EUROPA VERBREITETE HALLOWEEN. «SÜSSES ODER SAURES» HEISST DIE PAROLE, WENN DER NACHWUCHS VON HAUS ZU HAUS ZIEHT. NICHT ANDERS VERHÄLT ES SICH MIT DER SITUATION AN DEN FINANZMÄRKTEN.

Die Politik wie auch die Notenbanken haben das Potenzial, uns im Herbst den einen oder anderen ordentlichen Streich zu spielen. Doch auch die Möglichkeit auf eine Fortsetzung der ruhigen und damit zuckersüßen Entwicklung besteht weiter.

Negative Nachrichten aus den USA ...

Die Sommermonate haben uns nicht nur mit warmen Temperaturen, sondern auch mit einer freundlichen Finanzmarktentwicklung verwöhnt. Der Wind weht nun wieder rauer. In den USA konnte Donald Trump zwar in Anbetracht der Sturmschäden in Texas und Florida eine kurzfristige Anhebung der Schuldenobergrenze erwirken, doch das strittige Thema ist nicht gelöst. Die hitzigen Diskussionen dürften uns den Herbst über begleiten. Doch auch die Notenbanken stehen mit einer Anpassung ihrer Geldpolitik in den Startlöchern. Die Europäische Zentralbank (EZB) wird im kommenden Jahr ihre monatlichen Anleihenkäufe vermutlich langsam drosseln, wie wir auch im Geldmarkt- und Währungsbeitrag auf den Seiten 14 und 15 ausführen. In den USA wird die Notenbank derweil einen weiteren Schritt vollziehen, um sich endgültig von ihrer ultra-expansiven Geldpolitik zu trennen. Die US-Notenbank (Fed) stoppt teilweise die Wiederanlage fällig werden-

Kompakt

- Die Notenbanken dies- und jenseits des Atlantiks schreiten mit einer moderaten geldpolitischen Straffung voran.
- Die Frage ist: Steht nun ein heisser Herbst bevor?
- Vorsicht ist geboten, doch wir rechnen damit, dass es zu keinen grösseren Schockwellen an den Finanzmärkten kommen wird.

der Wertpapiere. Damit soll die Bilanzsumme wieder auf das Vorkrisenniveau gebracht werden.

... werden nicht von Dauer sein

Die Mischung einer nur schwer kalkulierbaren US-Politik und einer restriktiveren Geldpolitik bergen grundsätzlich das Risiko grösserer Schockwellen. Allerdings fällt Letzteres aus unserer Sicht unter die Rubrik «Worst-Case-Szenario». Die Notenbanken schiessen mit ihrer veränderten Geldpolitik nicht einfach aus der Hüfte. Bereits in den zurückliegenden Monaten wurden die Finanzmärkte auf bevorstehende Veränderungen eingeschworen. Die Aussicht auf ein saches Anziehen der geldpolitischen Zügel durch die EZB hat bereits deutliche EUR-Aufwertungen nach sich gezogen. Die Finanzmärkte haben also angefangen, die veränderte Wetterlage einzupreisen. Das grösste Überraschungspotenzial herrscht deshalb sicherlich auf der USD-Seite. Das Zurückfahren der Fed-Bilanzsumme kann über die kommenden Monate hinweg durchaus beträchtliche Auswirkungen auf den Staatsanleihenmarkt haben. Darüber hinaus gilt: Die US-Politik wird derzeit in äusserst dunklen Farben gemalt. Kommt es auch nur zu kleinen Erfolgen der US-Regierung, etwa der Verabschiedung einer kleinen Unternehmenssteuerreform, würden die Finanzmärkte vermutlich auf dem falschen Fuss erwischt werden.

Fazit

Halten die Finanzmärkte nun «Süßes» für uns bereit oder gibt es «Saures»? Das «Süße» dürfte wohl überwiegen, denn an den Finanzmärkten wurde bereits eine veränderte Wetterlage bei den Notenbanken eingepreist. Das Überraschungspotenzial ist auf der US-Seite am grössten. Kommt es in Washington auch nur zu kleinen Erfolgen, könnte der Pessimismus in den USA weichen und dem USD nochmals Flügel verleihen.



2. ANLAGEKLASSEN

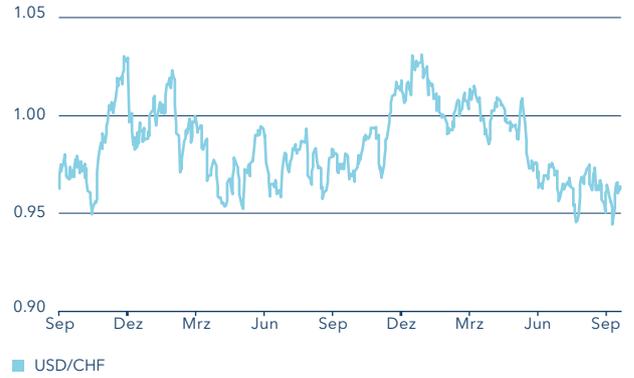
Geldmarkt und
Währungen

Markte im Überblick

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



USD/CHF: Kursentwicklung seit September 2015



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



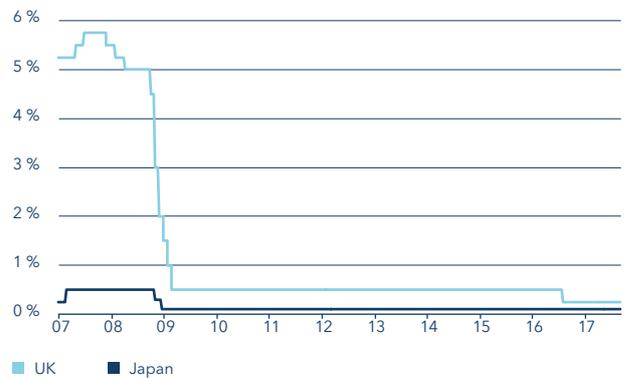
USD/JPY und USD/AUD: Kursentwicklung seit September 2015



Leitzinsen Schweiz, Eurozone, USA: Zinsentwicklung seit Januar 2007



Leitzinsen UK und Japan: Zinsentwicklung seit Januar 2007



Mario Draghi dirigiert die Märkte

WÄHREND IN DEN VERGANGENEN JAHREN VOR ALLEM DIE US-NOTENBANK DIE FINANZMÄRKTE DIRIGIERTE, NIMMT NUN DIE EZB MIT MARIO DRAGHI DEN TAKTSTOCK IN DIE HAND. JEDENFALLS SORGT DER NOTENBANK-CHEF MIT OPTIMISTISCHEN TÖNEN FÜR EINEN STIMMUNGSWANDEL.

An den Finanzmärkten herrscht Zuversicht, dass die EZB schon bald einen restriktiveren Kurs einschlagen wird. Ablesbar ist dies unter anderem an einem deutlich stärkeren EUR. Der oberste Währungshüter des Euroraumes, Mario Draghi, war es, der mit optimistischen Tönen einerseits Spekulationen über einen Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik auslöste und andererseits Zinsfantasien weckte. Mario Draghis Rede auf der Konferenz der EZB im portugiesischen Sintra Ende Juni bildete dabei den Auftakt. Alle Zeichen würden auf eine Festigung und Vertiefung der Erholung in der Eurozone hindeuten, so der EZB-Chef. Auch durch die aktuell schwache Inflationsentwicklung könne die Notenbank «hindurchschauen». Der EUR nahm daraufhin kräftig Schwung und wertete breitflächig auf.

Handelsgewichteter EUR



■ Euro-Index handelsgewichtet

In Anbetracht der Marktbewegung scheinen die Notenbanker nun aber weiche Knie zu bekommen. Immerhin belaufen sich die Kursgewinne des EUR seit Jahresbeginn von einem handelsgewichteten Blickpunkt aus per Saldo auf 7 %.

Die Währungsstärke ist nicht nur eine Bürde für die Exportwirtschaft, sondern steht auch dem von der EZB so sehr gewünschten Anstieg der Inflationsraten im Weg. Ein stärkerer EUR verbilligt nämlich Importe – wie etwa die ohnehin schon günstigen Ölpreise – und konterkariert somit die expansive Geldpolitik. Zuletzt war nun deshalb ein «verbales Abrüsten» erkennbar. So betont die Notenbank unverändert ihre Bereitschaft, bei Bedarf ihre Anleihenkäufe nicht nur zu verlängern, sondern auch auszuweiten. An den Finanzmärkten war erwartet worden, dass dieser Passus verschwindet.

Währungshüter haben ihre Ziele nicht erreicht

Auch wenn die Frankfurter Währungshüter zuletzt etwas zurückruderten, bleibt die Wortwahl per Saldo im Vergleich zu Jahresbeginn optimistischer, was darauf schliessen lässt, dass die Anleihenkäufe von aktuell EUR 60 Mrd. im Jahr 2018 sukzessive reduziert werden dürften. Damit läuft die Notenbank aber Gefahr, sich selbst zu widersprechen. Bei Auflegung des Anleihenkaufprogramms zu Jahresbeginn 2015 hiess es, dass die Käufe solange getätigt werden, bis die Inflationsrate nahe der 2%-Marke liegt. Von diesem Teuerungsziel ist man aber noch weit entfernt.

Eurozone: Inflation



■ Entwicklung der Konsumentenpreise in der Eurozone

Ein signifikanter Anstieg der Konsumentenpreise zeichnet sich für die nähere Zukunft auch nicht ab. Warum schwenkt dann aber die EZB in Richtung Ausstieg? Wir betonen schon seit Langem, dass die von der Notenbank gesetzte Ankaufsobergrenze von 33 % je Emittent aus unserer Sicht die wichtigste Restriktion darstellt.

Die EZB hat die Obergrenze damit begründet, dass sie die Funktionsfähigkeit der Märkte sowie die Preisbildung sicherstellen möchte. Zudem will die EZB das Risiko mindern, dass sie zu einem Hauptgläubiger der Staaten im Euroraum wird, um so den Bedenken bezüglich einer monetären Staatsfinanzierung entgegenzuwirken. Tatsächlich geht es der EZB also darum, rechtlichen Vorwürfen entgegenzutreten, sie überschreite mit dem Anleihenkaufprogramm ihr geldpolitisches Mandat.

Regularien zwingen zum Handeln

Aufgrund der vorhandenen Restriktionen gehen wir davon aus, dass die EZB im Herbst beschliessen wird, das monatliche Kaufvolumen ab Anfang 2018 zu verringern. Das deutsche Bundesverfassungsgericht hat Mitte August mitgeteilt, dass die EZB aus ihrer Sicht mit ihrem Kaufprogramm für Staatsanleihen (PSPP) ihr Mandat überschreiten könnte, und deswegen den Europäischen Gerichtshof (EuGH) um eine Beurteilung gebeten. Gerade auch die Anrufung oberster Gerichte macht nochmals deutlich, dass man im Frankfurter Eurotower darauf bedacht sein wird, selbst gesetzte Grenzen auch einzuhalten. In ihrer Kommunikation wird die EZB natürlich nicht auf die sich nähernde 33%-Grenze, sondern auf das ordentliche Wirtschaftswachstum verweisen, um die Verringerung der Anleihenkäufe als fundamental gerechtfertigt zu verkaufen.

Die EZB wird aber äusserst behutsam vorgehen. Denkbar wäre es, die Anleihenkäufe im ersten Halbjahr von derzeit monatlich EUR 60 Mrd. auf EUR 40 Mrd. zu senken. Alleine die Reduktion um monatlich EUR 20 Mrd. würde die Flexibilität deutlich erhöhen, da das Erreichen der 33%-Grenze weiter in die Zukunft verschoben werden würde. Im Notfall - bei enttäuschender Inflationsentwicklung - könnten die Währungshüter im weiteren Verlauf des Jahres beschliessen, auch im zweiten Halbjahr am Kaufvolumen von EUR 40 Mrd. festzuhalten.

Kompakt

- Die EZB wird sich aus den Anleihenkäufen schrittweise zurückziehen.
- Die selbst gesteckten Ziele sind aber nicht erreicht.
- Es kommt deshalb zu einem vorsichtigen Ausstieg, der am Niedrigzinsumfeld nichts ändern wird.

Fazit

An den Finanzmärkten richtet man derzeit das Augenmerk auf die EZB. Die Notenbank wird ihre monatlichen Anleihenkäufe ab dem kommenden Jahr wohl reduzieren. Die damit verbundene, weniger restriktive Geldpolitik beruht aber nicht darauf, dass die Frankfurter Notenbank ihre Ziele erreicht hat, sondern ist auf regulatorische Gründe zurückzuführen. Mario Draghi wird deshalb sehr vorsichtig vorgehen. Am generellen Niedrigzinsumfeld wird sich nichts Grundlegendes ändern.

Leitzinsen	Oktober 2017
Schweiz	→
Europa (EWU)	→
USA	↗

Bandbreite für unsere Zinsprognose auf drei bis sechs Monate:

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

2. ANLAGEKLASSEN

Anleihen



Renditen im Überblick

Schweiz: Renditeentwicklung seit September 2015



Schwellenländer (Hartwährung): Renditeentwicklung seit September 2015



Europa: Renditeentwicklung seit September 2015



Schwellenländer (Lokalwährung): Renditeentwicklung seit September 2015



USA: Renditeentwicklung seit September 2015



Hochverzinsliche Anleihen: Renditeentwicklung seit September 2015



Die Fed macht Ernst

US-STAAANLEIHEN WAREN WÄHREND DER SOMMERMONATE GEFRAGT. EINE HINTER DEN ERWARTUNGEN ZURÜCKBLEIBENDE INFLATIONSRATE, DAS POLITISCHE CHAOS IM WEISSEN HAUS UND SCHLIESSLICH DIE ÜBER DEM GOLF VON MEXIKO WÜTENDEN HURRIKANS LIESSEN DIE NACHFRAGE NACH SICHERHEIT MERKLICH STEIGEN.

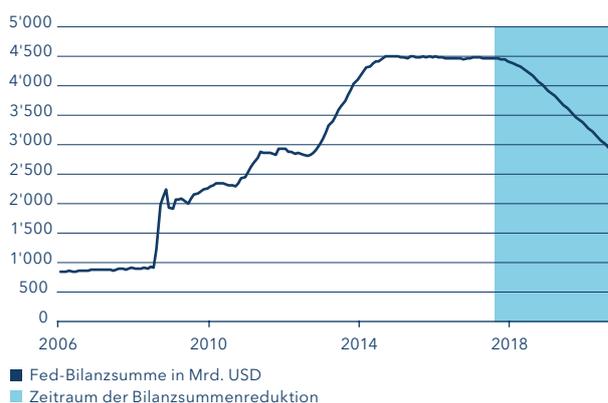
Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen fiel infolgedessen auf ein Jahrestief. Dabei wurde weitgehend missachtet, dass die Fed einen beachtlichen Schritt vollziehen möchte. Es geht dabei um die Reduktion ihrer aufgeblähten Bilanz. Im Zeitraum von 2012 bis 2014 erwarben die US-Währungshüter Wertpapiere im Umfang von USD 1.6 Bio. Damit liegt die Bilanzsumme bei insgesamt knapp USD 4.5 Bio. Dieser historisch hohe Bestand ist den Notenbankern in Anbetracht der solide laufenden US-Wirtschaft zunehmend ein Dorn im Auge. Die Washingtoner Geldpolitiker werden deshalb ab Oktober Wertpapiere und Zinszahlungen im Gegenwert von monatlich rund USD 10 Mrd. nicht mehr anlegen. Dieser Betrag wird aller Voraussicht nach jeden dritten Monat um USD 10 Mrd. erhöht, bis USD 50 Mrd. erreicht sind. Wird diese Wegweisung eingehalten, hätte die Fed innerhalb von gut zwei Jahren ihren Wertpapierbestand auf das Niveau des Jahres 2012 abgeschmolzen.

Zweifel werden laut

In Anbetracht der schleppenden Inflationsentwicklung kamen zuletzt nun aber generelle Zweifel auf, ob die Fed überhaupt eine weitere geldpolitische Straffung in Betracht ziehen kann. Diese Diskussion fand nicht nur an den Finanzmärkten, sondern auch innerhalb der Notenbank, statt. Mitglieder des geldpolitischen Aus-

schusses sprachen gar davon, dass aufgepasst werden müsse, nicht den gleichen Fehler wie nach der Grossen Depression in den 1930er-Jahren zu begehen.

Abschmelzen der Fed-Bilanzsumme



Nach dem Wall Street Crash 1929 stürzte die US-Wirtschaft bekanntlich in eine tiefe Rezession. Im Zeitraum von 1933 bis 1937 kam es dann zu einer bemerkenswerten wirtschaftlichen Erholung. Die Fed zog schliesslich die geldpolitischen Daumenschrauben wieder an und löste im Jahr 1937 eine der massivsten Rezessionen in der US-Geschichte aus. Auch wenn sich die Situation nicht eins zu eins auf die heutige Zeit übertragen lässt, sitzt dieser Stachel bei der durchweg sehr geschichtsbewussten Fed noch sehr tief. Eine weitere Zinserhöhung im Dezember gilt in Anbetracht dieser Ängste nicht mehr als so wahrscheinlich wie noch vor einigen Monaten. Aber dennoch sollte die Tür für eine Anhebung des Libor-Zielbandes um 25 Basispunkte noch nicht völlig verschlossen sein. Die Fed-Offiziellen halten in ihren abgegebenen Prognosen jedenfalls an einer Straffung zum Jahresende fest. Unabhängig davon herrscht breite Einigkeit auf den Fluren der Fed, dass an der geplanten Bilanzsummenreduktion festgehalten werden soll. Schreitet die Fed damit voran, dürften langlaufende Renditen sowohl in den USA als auch auf dem europäischen Kontinent in moderatem Umfang steigen.

Unternehmen nutzen Niedrigzinsumfeld

UNTERNEHMEN NUTZEN DAS NIEDRIGZINSUMFELD DERZEIT FÜR GÜNSTIGE FINANZIERUNGEN. DIE «ZU» TIEFE VERZINSUNG KÖNNTE FÜR ANLEGER, ABER AUCH FÜR UNTERNEHMEN ZU NACHTEILEN FÜHREN.

Mit Amazon, Netflix und Tesla sind gleich drei Börsenlieblinge aus dem Technologiebereich jüngst mit milliardenschweren Schuldpapieren an den Anleihenmarkt herantreten. Amazon erfindet den Lebensmittelhandel neu, Netflix revolutioniert das TV-Geschäft, und Tesla möchte den Verbrennungsmotor verdrängen. Für die Finanzierung von solchen Projekten wird üblicherweise Venturecapital (Risikokapital) oder frisches Eigenkapital herangezogen. Während Amazon finanziell solide aufgestellt ist, handelt es sich bei Netflix und Tesla um spekulative Papiere mit entsprechend hohen Ausfallwahrscheinlichkeiten. Hedgefonds investieren trotzdem in solche Anleihen, weil sie sich mit Leerverkäufen in den Aktien absichern können. Sollte sich der Geschäftsgang verschlechtern, werden einfach noch mehr Aktien des Schuldners verkauft. Bei einem Konkurs des Unternehmens würden sie somit Gewinne auf den leerverkauften Aktien erzeugen und könnten von der besseren Konkursklasse der Anleihe profitieren. Die Aktienkurse könnten so durch die Ausgabe neuer Anleihen negativ beeinflusst werden. Für den gewöhnlichen Anleger sind diese Anleihen weniger interessant. Sollten sich die Projekte durchsetzen und bisherige Geschäftsmodelle der Konkurrenz ablösen, wird der Anleger mit einem mageren Coupon abgespeist – die Aktien dürften in diesem Fall deutlich mehr Gewinne abwerfen.

Vorsicht bei Hochzinsanleihen

Allgemein betrachtet sind Hochzinsanleihen derzeit überbeuert und entschädigen Anleger nicht ausreichend für mögliche Anlagerisiken. In den vergangenen zwölf Monaten fielen in diesem Segment 3.5 % aller Anleihen aus – im Energiesektor waren es sogar 18.6 %. Dieses Risiko wird derzeit lediglich mit einem Renditeaufschlag von 3.7 % abgegolten. Im Rahmen der Konkursabwicklung werden derzeit bei einem Ausfall nur

Kompakt

- Die Fed beginnt im Oktober mit einem historischen Schritt: Es werden keine Wertpapiere mehr angelegt.
- Damit besteht die Aussicht auf zumindest moderat steigende langlaufende Renditen.
- Unternehmen mit schwacher Bonität nutzen das Zinsumfeld, um neue Schulden aufzunehmen.
- Anleger werden jedoch bei Hochzinsanleihen nicht adäquat für die Risiken entschädigt

durchschnittlich 23 % des Nominalwerts wieder eingebracht. Dadurch stehen die aktuellen Kreditaufschläge in keinem Verhältnis zum eingegangenen Risiko. Auch wenn der Konjunkturmotor derzeit weltweit solide läuft, wird die nächste Rezession wieder zu zweistelligen Kreditausfällen bei Hochzinsanleihen führen.

Aber auch wenn man eine Rezession ausklammert, führt der Konkurrenzdruck in einzelnen Industrien immer wieder zu Ausfällen und Abstufungen – jüngstes Beispiel ist Air Berlin. Besorgniserregend ist derzeit die Situation des Einzelhandels, der durch den Onlinehandel immer mehr unter Druck gerät. Die USA erlebt zurzeit eine Welle von Filialschliessungen – seit Jahresbeginn mussten bereits 18 Einzelhändler Konkurs anmelden. Sollte das neue Konzept «Amazon Go» von Amazon erfolgreich sein, stehen weitere Ausfälle und Rückstufungen bei Schuldner aus dem Einzelhandel an. Mit der angekündigten Kooperation zwischen Google und Walmart wird die Onlinevormacht von Amazon jedoch nicht kampflos aufgegeben. Zu den Gewinnern dieser Entwicklung gehören zweifellos die Konsumenten.

Benchmark	Oktober 2017	% YTD ¹
Staatsanleihen Schweiz ²	→	-1.19 %
Staatsanleihen Europa (EUR) ²	→	-0.39 %
Staatsanleihen USA ²	→	2.62 %
Inv. Grade-Unternehmensanleihen Schweiz ²	→	0.24 %
Inv. Grade-Unternehmensanleihen Europa (EUR) ²	→	1.19 %
Inv. Grade-Unternehmensanleihen USA ²	→	5.13 %
High-Yield-Anleihen ³	→	5.84 %
Anleihen Emerging Markets (Hartwährungen) ³	→	9.17 %
Anleihen Emerging Markets (Lokalwährungen) ³	→	16.70 %

¹ Daten per 19.09.2017

² Rendite

³ Total Return



2. ANLAGEKLASSEN

Aktien

Aktienindizes im Überblick

Schweiz: Kursentwicklung seit September 2015 (indexiert)



Pazifik: Kursentwicklung seit September 2015 (indexiert)



Europa: Kursentwicklung seit September 2015 (indexiert)



Schwellenländer: Kursentwicklung seit September 2015 (indexiert)



Nordamerika: Kursentwicklung seit September 2015 (indexiert)



Grossbritannien: Kursentwicklung seit September 2015 (indexiert)



Das globale Wachstum trotz den Bären

DIE SOMMERMONATE BOTEN DEN INDUSTRIELÄNDERN WIE DEN USA, EUROPA UND JAPAN MAGERE BIS NEGATIVE RENDITEN. UNKLARHEITEN ZUR NOTENBANKPOLITIK IN DEN USA UND EUROPA SETZEN DIE WÄHRUNGEN IN BEWEGUNG.

Die globale Wirtschaft jedoch wächst weiterhin. Erwartungsgemäss setzte sich in Europa die Konsolidierung fort, aber auch in den USA und Japan verlangsamten sich die Aktienrenditen. Sehr gut hingegen entwickelten sich wieder die Schwellenländer. Neben Asien nahm vor allem Lateinamerika ab Juni nochmals Fahrt auf und sorgte ebenso dafür, dass die Zugewinne der Schwellenländermärkte den globalen Markt übertrafen. Eine von uns erwartete starke Binnenkonjunktur und ein starkes privates Konsumverhalten unterstützte dies gleichermaßen wie starke Infrastrukturinvestitionen. Wie geht es nun zum Jahresende hin weiter?

Relatives Gewinnwachstum forciert die Rendite

Betrachtet man die zurückliegenden sechs Monate, so konnte der MSCI World Index um über 8 % zulegen. Relativ wurde das nur von Schwellenländern in Asien und von China übertroffen. England ist hierbei sogar das einzige Industrieland, das über diese Zeit hinweg eine negative Rendite von knapp 1 % ausweist. Ein wichtiger Grund hierfür sind die Gewinnerwartungen. Für das nun fortgeschrittene, laufende Geschäftsjahr fallen die Prognosen zwar weiterhin zuversichtlich aus, der Blick wendet sich jedoch bereits hin zum neuen Geschäftsjahr 2018. Während die Zuversicht auf höhere Unternehmensgewinne für die Schweiz und die Schwellenländer weiter steigen, sinken die Gewinnerwartungen bezüglich Europa um 1.5 auf 8.4 % - massgeblich begründet durch einen erstarkten EUR. Dieser führt zu einem härteren Wettbewerb europäischer Güter und Dienstleistungen an den Weltmärkten. Vor allem europäische Grossunternehmen sind betroffen, kleinere und mittlere Unternehmen rentieren hingegen sehr gut und erreichten auch im September neue Höchststände.

EUR/USD-Wechselkurs gegenüber europäischen Grossunternehmen



Die alleinige Schuld dem Wechselkurs zuzuschreiben, wäre allerdings zu kurz gegriffen. Währungen folgen in der Regel wirtschaftlichen Gegebenheiten. Wichtig hierbei ist, den Blick auf die Treiber des globalen Wachstums zu richten.

Globaler Produktivitätsfortschritt dominiert

Die aktuelle Weltwirtschaft löst sich langsam, aber bestimmt aus den Fesseln der Finanzkrise und generiert ihr eigenes Profil. Das wichtige Paradigma hierbei ist der Produktivitätsfortschritt. Angela Merkel prägte den Begriff «Industrie 4.0», im angelsächsischen Jargon spricht man von «Digitalization». Ein Grossteil der Automatisierungsprozesse findet über die Anwendung moderner Technologien und die immer stärkere Einbringung digitaler Wertschöpfung statt. Seit dem Jahr 2008 rentieren dadurch Wachstumswerte stärker als sogenannte «Value-Stocks». In früheren Wirtschaftszyklen fand der Produktivitätsfortschritt massgeblich über mechanische Verbesserungen statt. Dem ist heute nicht mehr so. Dies erklärt die starke Entwicklung des Technologiesektors, aber auch die kleineren und mittleren Unternehmen in Europa. Asien profitiert gleichfalls stark von den wichtigen technologischen Trends wie auch von den wieder erstarkten wirtschaftlichen Interaktionen zwischen den USA und Europa.

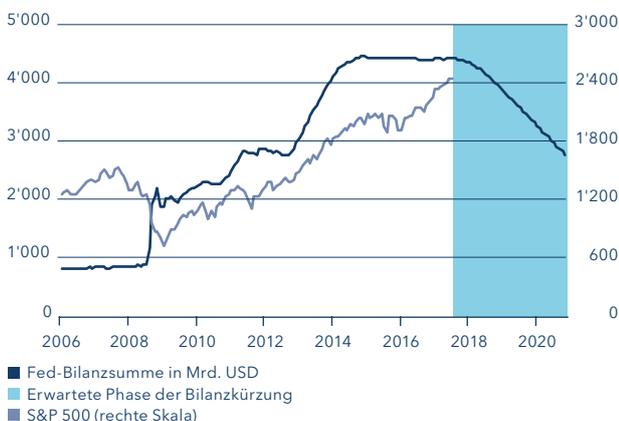
Das aktuelle globale Wirtschaftsumfeld ist somit geprägt von der Wertschöpfung neuer Technologien. Alle G20-Regionen weisen dieses Jahr ein positives BIP-Wachstum auf, das sich den aktuellen Erwartungen entsprechend im Jahr 2018 fortsetzen sollte.

Notenbanken streben Normalisierung an

Diese positiven Entwicklungen bewegen die Fed dazu, ihre Geldpolitik wieder auf ein Normalmass zurückzuführen. Dies jedoch, ohne stark störenden Einfluss auf die Kapitalmärkte auszuüben. Die Marktteilnehmer wissen um die äusserst manipulativen Effekte der Notenbankpolitik. Mit dem Ausweiten ihrer jeweiligen Bilanzen wurden Zinsen und Kreditrisiken deutlich gesenkt, wobei die Aktienmärkte über diese günstigen Finanzierungskonditionen beeinflusst wurden.

Die Fed hat hier bereits einen ersten Fahrplan vorgelegt, die geplante Bilanzsummenkürzung ist im blauen Feld der obigen Grafik dargestellt. Sorgt nun eine Kürzung der Bilanzsumme für eine Talfahrt an den Börsen? Wir meinen nicht. Bei dem aktuell robusten Wirtschaftswachstum kann auch der Aktienmarkt solide Renditen erzeugen. Steigende Finanzierungskosten können durch eine erwartete höhere Produktivität kompensiert werden.

Fed-Bilanz und US-Aktienmarktrendite



Das Risiko liegt in einer ungeordneten Geldpolitik, die über hohe Zins- und Kreditrisiken auch zu Korrekturen an den Aktienmärkten führen kann. Diese Angst zeigt sich vor allem in Europa und der derzeit starke EUR/USD-Wechselkurs ist teilweise die Folge von Spekulationen eines früher als erwartet restriktiveren Agierens der EZB. Dieser Herausforderung ist sich der Chef der EZB, Mario Draghi, bewusst.

Kompakt

- Das global synchrone Wirtschaftswachstum gestaltet weiterhin ein solides Umfeld für Aktienanlagen.
- Folgende Anlagethemen widmen sich dem Schwerpunkt des aktuellen Wirtschaftsgeschehens:
 - Trend zur Automatisierung durch Robotik
 - Globale Infrastrukturinvestitionen
 - China im Wandel
- Finanzwerte, insbesondere Banken sind attraktiv bewertet und lassen solide Dividenden erwarten.
- Die Sonderkonjunktur im Automobilsektor kann sich zu einem zyklischen Trend entwickeln.

Fazit

Das wirtschaftliche Umfeld stützt derzeit den Aktienmarkt. Die Aussichten auf eine restriktive Notenbankpolitik muss zwar nicht zum Ende der Hausse führen, wird aber eine Bewährungsprobe darstellen. Wir empfehlen Anlegern, sich nach den jüngsten Kursgewinnen nicht zu aggressiv aufzustellen. Mit unserer neutralen Haltung halten wir uns die Möglichkeiten offen, allfällige Rückschläge zu nutzen. Der globale wirtschaftliche Gleichlauf wirkt sich positiv auf die Haushaltseinkommen und somit den Konsum aus. Hierbei wie auch in der Industrie haben die Unternehmen eine robuste Preisdurchsetzungskraft, und durch ansteigendes Produktionsvolumen werden auch industrielle Rohstoffpreise begünstigt. Unsere Anlagethemen widmen sich diesen Aspekten, wobei unser Fokus auf Infrastrukturinvestitionen, einer anhaltenden Konsumstärke in China sowie der Produktivitätssteigerung durch Automatisierung liegt. In diesem Zusammenhang bleibt der Technologiesektor ein wichtiger Bestandteil einer ausgewogenen Aktienallokation. Eine Sonderkonjunktur erkennen wir im Automobilsektor. Dieser wird durch nachhaltige regulative Veränderungen stark beeinflusst und bietet spannende Anlagemöglichkeiten. Lesen Sie hierzu mehr im «Thema des Monats».

MSCI-Benchmark	Oktober 2017	% YTD ¹
Schweiz	→	13.27 %
Europa	→	22.11 %
Nordamerika	→	13.07 %
Pazifik (inklusive Japan)	→	14.80 %
Emerging Markets	→	31.41 %

Bandbreite für unsere absoluten Performanceeinschätzungen auf drei bis sechs Monate:

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

¹ Daten per 19.09.2017, Nettorendite mit Dividende in lokaler Währung

2. ANLAGEKLASSEN

Alternative
Anlagen



Überblick Alternative Anlagen

Rohstoffe: Kursentwicklung seit September 2015



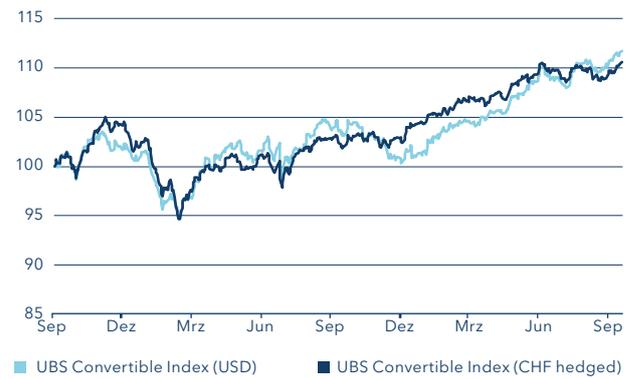
Private Equity: Kursentwicklung seit September 2015 (indexiert)



Edelmetalle: Kursentwicklung seit September 2015



Wandelanleihen: Kursentwicklung seit September 2015 (indexiert)



Immobilien: Kursentwicklung seit September 2015 (indexiert)



Hedgefonds: Kursentwicklung seit September 2015 (indexiert)



Edelmetalle - Kommen die goldenen Zeiten zurück?

DIE LETZTEN MONATE WAREN FÜR DIE GOLDANLEGER WIEDER ETWAS ERBAULICHER. SEIT JAHRESBEGINN VERZEICHNETE DAS EDLE GELBE METALL PREISZUWÄCHSE VON ÜBER 12 % (IN USD). DOCH DER SCHEIN TRÜGT: DAS GROS DER PERFORMANCE GEHT AUF EINEN DEUTLICH SCHWÄCHEREN USD ZURÜCK.

Portfolios mit EUR als Referenzwährung beispielsweise erzielten eine vergleichsweise magere Performance von rund 2 %. Doch warum verhält sich der Goldpreis gegenüber der US-Valuta überhaupt so konträr, und ist eine Währungsabsicherung, wie sie viele Produkte derzeit bieten, überhaupt sinnvoll? Eine gängige Erklärung für den negativen Zusammenhang zwischen dem Goldpreis und USD stützt sich auf die Goldförderung. Während die Minenbetreiber ihren Verkaufserlös in USD erzielen, fällt der Grossteil der Kosten in einer Fremdwährung an, beispielsweise im südafrikanischen Rand oder im AUD.

Steigt der USD gegenüber diesen Währungen im Wert, so kann der Preis (in USD) gesenkt werden, ohne dass die Gewinnmarge geschmälert wird. Im Prinzip bietet der Goldpreis durch diese Eigenschaft bereits eine Art

natürlicher Absicherung. Folgt man der Logik, so ergibt eine zusätzliche Währungsabsicherung aus Risikoüberlegungen wenig Sinn. Dieser Effekt lässt sich grundsätzlich bei allen Rohstoffen beobachten, ist aber bei Gold, das oftmals als Währungsersatz gilt, am stärksten ausgeprägt.

Was steckt eigentlich hinter dem Goldpreis?

Die Bewertung von Gold erweist sich als schwierig. Wie alle Rohstoffe verfügt Gold über keine Ertragskomponente. Im Gegensatz zu Rohöl oder Weizen wird Gold nie wirklich verbraucht. Einmal gefördert, bleibt es bestehen. Bei vielen Leuten gilt Gold als Wertaufbewahrungsmittel und sollte damit im Gegensatz zu den gängigsten Papierwährungen zumindest mittelfristig die Teuerung kompensieren können. Doch selbst dieses verbreitete Paradigma ist nicht in Stein gemeißelt, denn letztlich bleibt der Goldpreis schlicht eine Funktion von Angebot und Nachfrage. Rund 30 % des Goldangebots von jährlich rund 4'500 Tonnen stammen aus dem Recycling. Recycling wirkt als eine Art natürlicher Preisstabilisator. Ist der Goldpreis hoch wie beispielsweise in den Jahren 2010 bis 2012, so entsteht ein monetärer Anreiz, Schmuck oder Altgold einzuschmelzen. Auch kostspieligeres Recyceln von Gold - beispielsweise aus Computern - kann sich auf einmal lohnen. Während das Angebot aus Minen relativ träge und zeitverzögert zur Preisentwicklung läuft, wirkt das Angebot aus Recycling wie ein natürlicher Regulator.

Deutlich dynamischer verhält sich die Nachfrage. Anders als bei Silber oder Platin wird fast die Hälfte des nachgefragten Goldes für Schmuck verwendet. Im Jahr 2012 überholte China erstmals Indien als wichtigster Schmuckmarkt. Jährlich werden in China rund 630 Tonnen Gold zu Schmuck verarbeitet. Die globale Schmucknachfrage ist seit dem Jahr 2014 wieder leicht rückläufig, hauptsächlich aufgrund der tieferen Nachfrage aus dem Mittleren Osten. Die Kaufkraft im Mittleren Osten leidet zusehends unter dem tiefen Rohölpreis. Als die kurz- und mittelfristig preistreibende Kraft gilt die Investitionsnachfrage. Exchange-traded Funds (ETFs) in Gold, aber auch physische Goldbarren und Münzen dienen sowohl als Spekulationsobjekt als auch zur Absicherung möglicher politischer oder inflationärer Risiken. Insgesamt schien Gold allerdings einen Teil seines Nimbus als sicherer Hafen verloren zu haben. Selbst die Wahl von Donald Trump oder das Brexit-Votum Grossbritanniens führten zu keinem

Gold in verschiedenen Währungen (indexiert)



namhaften Anstieg der Goldbestände von physisch hinterlegten ETFs. Aktuell werden von sämtlichen physisch hinterlegten Gold-ETFs weiterhin rund 20 % weniger Gold gehalten als zu Höchstzeiten der europäischen Schuldenkrise Ende 2012.

Sind Goldaktien eine Alternative?

Um längerfristig in Gold investieren zu können und gleichzeitig von den steigenden Aktienmärkten profitieren zu können, setzten viele Anleger auf Goldminenaktien statt auf eine traditionelle direkte Goldanlage. Um die relative Attraktivität einzuschätzen, lohnt sich meist ein Blick auf spezifische Bewertungskennzahlen oder das Verhältnis zwischen den Minenunternehmen und dem Goldpreis. Bewertungstechnisch sind Goldminen aktuell nicht besonders teuer, weisen aber auch keinen wirklichen Abschlag auf. Gemäss der Nachrichtenagentur Bloomberg beliefen sich die effektiven Förderkosten (all-in) pro Feinunze Gold im ersten Quartal 2017 auf USD 917. Andere für die Industrie bedeutende Kennzahlen wie beispielsweise die geologischen Reserven im Vergleich zum Unternehmenswert deuten ebenfalls auf eine vergleichsweise faire Bewertung hin.

Goldanleger müssen sich aber bewusst sein, dass Minenaktien meist mit einem deutlich höheren Risiko verbunden sind. Gerade sogenannte «Junior Miners», also verhältnismässig kleine Unternehmen, die hauptsächlich in der Exploration und Erschliessung neuer Goldvorkommen tätig sind, bergen erhebliche Risiken. Einerseits reagieren sie extrem sensitiv auf Veränderungen des zugrunde liegenden Goldpreises, andererseits kann ihre Liquidität auch zum Problem werden. Das jüngste Beispiel des bekannten VanEck Vectors Junior Gold Miners ETF verdeutlicht dies. Zusammen mit seinem grösseren Bruder, dem VanEck Vectors Gold Miners ETF, erreichte die Fondsgesellschaft in den relativ kleinkapitalisierten Unternehmen plötzlich Beteiligungen von beinahe 20 %, was mit entsprechenden regulatorischen Auflagen verbunden gewesen wäre. Als VanEck eine Anpassung des ETF-Referenzindex ankündigte, folgte eine Verkaufswelle, unter der besonders die kleineren «Junior Miners» entsprechend litten. Das Beispiel verdeutlicht, dass ETFs und Indexfonds gerade in kleineren Märkten durchaus Risiken mit sich bringen, die auf den ersten Blick kaum ersichtlich sind. Aktienanleger, die von einem steigen-

Kompakt

- Eine Währungsabsicherung bei Gold ist wenig sinnvoll und kann das Gesamtrisiko sogar erhöhen.
- Kurz- und mittelfristig bleibt die Nachfrage nach Gold-ETFs sowie nach spekulativen Terminkontrakten die treibende Kraft hinter dem Goldpreis.
- Der Goldpreis präsentiert sich aktuell etwas erbaulicher. Insbesondere die höheren Inflationserwartungen und geopolitische Risiken wirken unterstützend.

den Goldpreis profitieren möchten, sollten deshalb auf ausgesuchte Einzelwerte setzen.

Fazit: Weiterer Preiszuwachs wahrscheinlich

Nach einer langen Zeit der relativen Schwäche spricht aktuell wieder einiges für Gold. Besonders die höheren erwarteten Inflationsraten in der Eurozone, aber auch die Furcht vor einem Anstieg der Marktvolatilität aufgrund von geopolitischen Risiken haben zu einem Umdenken geführt. Sowohl bei den ETF-Beständen als auch bei den spekulativen Terminkontrakten zeichnet sich eine zumindest kurzfristige Trendumkehr ab. Obwohl wir für den Goldpreis mittelfristig durchaus Potenzial sehen, empfehlen wir, Goldanlagen eher langfristig zu halten, und raten vor einem spekulativen Einsatz ab. Aufgrund der negativen Korrelation mit dem USD sollten Anlagen ohne Währungsabsicherung bevorzugt werden.

Benchmark	Oktober 2017	% YTD ¹
Rohstoffe	→	-2.04 %
Rohöl	→	-11.92 %
Gold	↗	13.55 %
Immobilienaktien	→	8.01 %
Private Equity	→	8.50 %
Wandelanleihen	→	9.99 %
Hedgefonds	→	4.14 %

Bandbreite für unsere absoluten Performanceeinschätzungen auf drei bis sechs Monate:

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

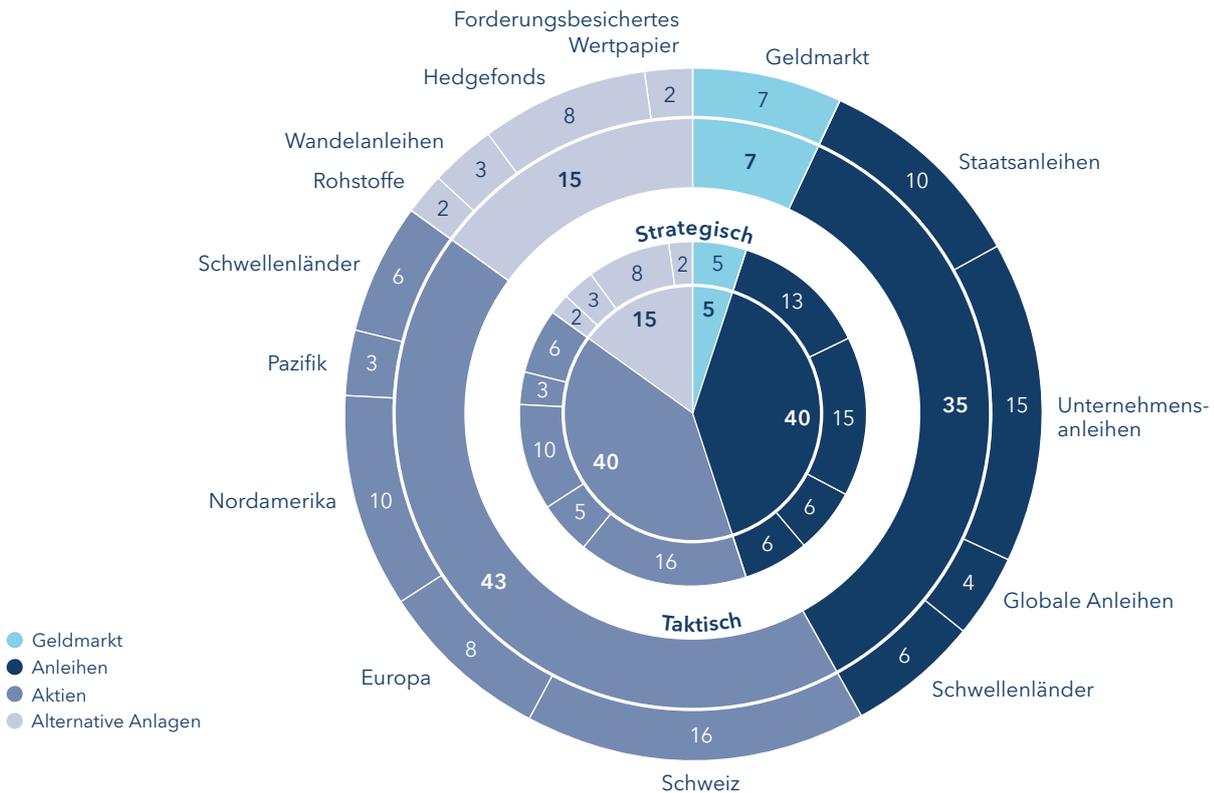
¹ Daten per 19.09.2017



3. INVESTMENT MANAGEMENT

Vermögensverwaltung

Strategische und taktische Allokation - Ausgewogen CHF (in %)



VP Bank Strategiefonds

Produktname	Whg.	ISIN	NAV-Datum	NAV	Ausschüttung	Whg.-gesichert	YTD (in %)
VP Bank Strategiefonds Konservativ (CHF)	CHF	LI0017957502	19.09.2017	1'071.75	nein	ja	3.19 %
VP Bank Strategiefonds Konservativ (EUR)	EUR	LI0017957528	19.09.2017	1'420.98	nein	ja	2.06 %
VP Bank Strategiefonds Konservativ (USD)	USD	LI0100145379	19.09.2017	1'374.22	nein	ja	4.76 %
VP Bank Strategiefonds Ausgewogen (CHF)	CHF	LI0014803709	19.09.2017	1'597.99	nein	ja	5.41 %
VP Bank Strategiefonds Ausgewogen (EUR)	EUR	LI0014803972	19.09.2017	997.74	nein	ja	3.68 %
VP Bank Strategiefonds Ausgewogen (USD)	USD	LI0014804020	19.09.2017	1'548.29	nein	ja	6.89 %

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

Aktuelle Anlagetaktik

Aktuelle Anlagetaktik

Geopolitische Risiken und Kommentare der EZB, die auf ein mögliches Ende der ultralockeren Geldpolitik in der Eurozone deuten, haben die Aktienmärkte lediglich kurz belastet. Vor allem die gute Verfassung der Weltwirtschaft trägt aktuell zur positiven Entwicklung der Aktienmärkte bei. Nur die Eurozone wurde zuletzt von der Aufwertung der europäischen Gemeinschaftswährung beeinträchtigt. Seit Jahresbeginn sind die Renditen in der Eurozone gestiegen, und die Zinsdifferenz zwischen europäischen und US-amerikanischen Anleihen hat in den letzten Wochen abgenommen. Vor allem die abwartende Haltung der Fed in Bezug auf weitere Zinserhöhungen hat zuletzt den USD belastet. Unsere Meinung zur Lage der US-Wirtschaft hat sich allerdings nicht geändert.

Wir gehen weiter davon aus, dass die aktuelle Schwäche lediglich vorübergehend ist. In den kommenden Quartalen dürfte vor allem die Investitionsdynamik zulegen – auch aufgrund der verursachten Schäden in Milliardenhöhe durch die Hurrikans «Irma» und «Harvey». Der Arbeitsmarkt dürfte somit weiter profitieren, und die jüngsten Kommentare der US-Regierung deuten noch immer darauf hin, dass mit der Umsetzung der Steuerreform zu rechnen ist. Dies spricht dafür, dass die aktuelle US-Wachstumsdelle schon bald der Vergangenheit angehören könnte. Die Aktienmärkte bleiben demnach weiter gut unterstützt. Vor allem der europäische Aktienmarkt dürfte von einer stärkeren US-Wirtschaft profitieren.

Die Renditen am US-Anleihe Markt sind seit Jahresbeginn gefallen. Dadurch ist die Zinskurve in den USA flacher geworden. Von einer weiteren Verflachung gehen wir zum jetzigen Zeitpunkt allerdings nicht aus. Der Ausblick für das Wachstum der US-Wirtschaft ist nach wie vor robust.

Anleihen

Die Entwicklung der Renditen war zuletzt zweigeteilt: Sinkende Renditen in den USA – steigende Renditen in Europa.

Unsere Positionierung bleibt durationsseitig in sämtlichen Referenzwährungen weiterhin unter dem jeweiligen Benchmarkniveau. Insgesamt sind wir in Investment-Grade-Anleihen nach wie vor untergewichtet. Schwellenländeranleihen gewichten wir neutral. Diese Anlageklasse ist durch eine attraktive Risikoprämie gekennzeichnet; und die zuletzt fallenden US-Renditen haben diese Anlageklasse unterstützt. An inflationsgeschützten Anleihen halten wir nach wie vor fest.

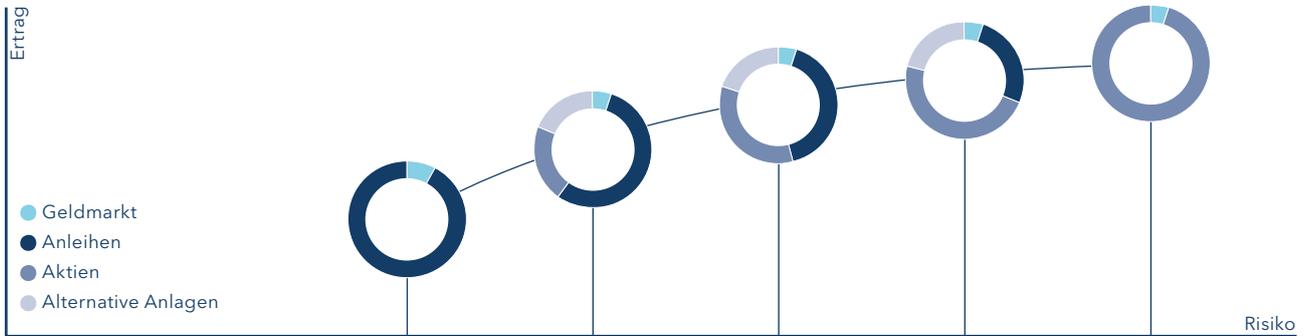
Aktien

Die Belebung der Konjunktur ist vor allem im deutlichen Anstieg der Gewinnerwartung spürbar. Dies kommt in den Befragungen der Unternehmen und vor allem auch in den Schätzungen der Analysten zum Ausdruck. Die Eurozone profitiert im relativen Vergleich zudem von der günstigeren Bewertung gegenüber den USA. Das Nachholpotenzial der Eurozone gegenüber den USA ist nach wie vor gegeben. Zusätzliche Unterstützung kommt von der im Vergleich zu Anleihen noch immer relativ hohen Dividendenrendite. Die Schwellenländer profitieren ebenso vom kontinuierlichen Gewinnwachstum.

Alternative Anlagen und Währungen

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

Unser Angebot



Eigenschaften	Zinsertrag	Konservativ	Ausgewogen	Wachstum	Aktien
Aktienquote	0 %	10-30 %	20-50 %	30-70 %	80-100 %
Anlagehorizont	3 Jahre	5 Jahre	7 Jahre	10 Jahre	15 Jahre
Sicherheitsbedürfnis	●●●●●	●●●●○	●●●○○	●●○○○	●○○○○
Ertragserwartung	●○○○○	●●○○○	●●●○○	●●●●○	●●●●●

Anagelösungen	Zinsertrag	Konservativ	Ausgewogen	Wachstum	Aktien
Strategiefonds ab 1 Anteil		●	●		
Fondsmandat ab CHF 250'000	●	●	●	●	●
Klassisches Mandat ab CHF 1 Mio.	●	●	●	●	●
Spezial- und Nachhaltig- keitsmandat ab CHF 2 Mio.	●●●●●				
Enhanced-Mandat ab CHF 5 Mio.	●●●●●				



4. ANHANG

Ihre Autoren



Bernhard Allgäuer
Senior Investment Strategist



Christoph Boner
Leiter Investment Management



Harald Brandl
Senior Equity Strategist



Thomas Gitzel
Senior Economist



Bernd Hartmann
Leiter Group Investment Research



Rolf Kuster
Senior Investment Strategist



Aurelia Schmitt-Marxer
Leiterin Investment Management
Liechtenstein

Ihr Kontakt – wo immer Sie sind

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

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	Bahnhofstrasse 3 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 · Postfach 2341 Road Town · Tortola VG1110 · Britische Jungferninseln 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 Singapur 018960 · Singapur 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 · Hongkong T +852 3628 99 00 · F +852 3628 99 11 · info.hkwm@vpbank.com
VP Bank AG Repräsentanz Hongkong	33/F · Suite 3305 · Two Exchange Square 8 Connaught Place · Central · Hongkong T +852 3628 99 99 · F +852 3628 99 11 · info.hk@vpbank.com
VP Bank (Schweiz) AG Repräsentanz Moskau	World Trade Center · Office building 2 · Entrance 7 · 5 th Floor · Office 511 12 Krasnopresnenskaya Embankment · 123610 Moskau · Russische Föderation 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 fundsetup@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
Jens Zimmermann, Senior Equity Analyst
Harald Brandl, Senior Equity Analyst
Bernhard Allgäuer, Senior Investment Strategist
Christoph Boner, Leiter Investment Management
Aurelia Schmitt-Marxer, Leiterin Investment Management Liechtenstein
Christina Strutz, Office & Publication Manager

Erscheinungsart

Quartalsweise

Erscheinungsdatum

3. Oktober 2017

Redaktionsschluss

27. September 2017

Schlusskurse

19. September 2017, sofern nicht anders vermerkt

Quelle für Charts und Statistiken

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

Fotos

Roland Korner, Triesen
Rich Stapleton, London

Druck

BVD Druck+Verlag AG, Schaan



MIX
Papier aus verantwortungsvollen Quellen
FSC® C013308

Swiss Climate
**Klimaneutral
gedruckt**
SC2016011404 - 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

