



Scobag Anlagebrief

JULI 2018

Schwankende Aktienmärkte und ertraglose Anleihen – Zeit für alternative Anlagen?



Nicolas Müller
Vizedirektor

Das vergangene Quartal war geprägt von politischen Diskussionen und Spekulationen. Der Koreagipfel, Wahlen in Italien und der Türkei, Unsicherheiten über die grosse Koalition in Deutschland und die aufkommende Angst vor einem grösseren Handelsdisput zwischen den USA, China und Europa sind nur die wichtigsten Themen, welche für einige Stimmungsschwankungen unter den Anlegern und für Schwankungen an den Börsen sorgten und auch die nächsten Wochen prägen werden. Ab Mitte Juli werden von vielen Unternehmen die Halbjahresergebnisse präsentiert und der Markt wird jedes Wort der Manager zum Einfluss des Handelsdis-

puts auf den Geschäftsverlauf sofort einpreisen. Die Schlüsselfrage bleibt, ob der aktuelle Handelsdisput eskaliert und den guten Konjunkturverlauf und damit die positive Entwicklung der Unternehmensgewinne abwürgt oder nicht. Trotz der Handelsthematik geht die langsame Normalisierung der Zinsen weiter. Nach dem FED beabsichtigt nun auch die EZB das Anleihenkaufprogramm zu beenden. Die US-Notenbank dürfte die Zinsen dieses Jahr noch zweimal erhöhen. Damit reagieren die Notenbanken auf die leicht stärker werdenden Inflationstendenzen. Die Aussichten am Anleihenmarkt bleiben entsprechend schwierig.

Jahresperformance per 29.06.2018

Aktienmärkte (CHF-Rendite in %)

Schweiz Blue Chips	(SMI)	- 9%
Schweiz Mid Caps	(SMIM)	- 0%
Deutschland	(DAX)	- 6%
Euro-Länder	(Euro Stoxx 50)	- 4%
Grossbritannien	(FTSE 100)	- 1%
USA	(S&P 500)	+ 4%
Japan	(Nikkei 225)	+ 2%
Emerging Markets	(MSCI EM)	- 8%
Welt	(MSCI World)	+ 1%

Andere Anlagen (CHF-Rendite in %)

CHF-Geldmarkt		- 0%
CHF-Obligat. Top-Qualität AAA-AA		- 1%
CHF-Obligat. mittlere Qualität BBB		- 1%
EUR-Obligationen Investmentqualität		- 1%
Gold		- 2%
Rohstoffe	(BCOM TR)	- 2%
Hedge Funds	(HFRX GLCHF)	- 3%

Argumente für und gegen Rohstoffe und Hedge Fonds.



Stefan Krämer
Leiter Portfoliomanagement

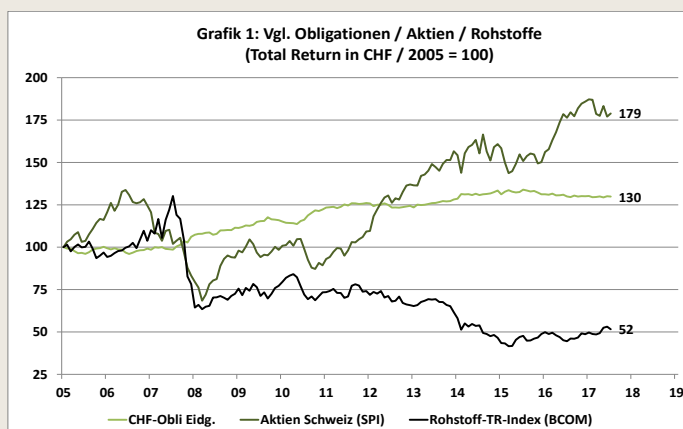
Die Scobag verzichtet im Rahmen der Vermögensverwaltung seit Jahren auf Investitionen in **Rohstoffe**. Einzig Gold wird regelmässig überprüft. Zunächst bremsen Fragen der Ethik und Nachhaltigkeit unseren Investitionsappetit auf Rohstoffe. Rohstoffanlagen werden primär mit guten Renditeaussichten (Stichwort Rohstoff-Superzyklus), dem Schutz vor Inflation und Diversifikationseigenschaften begründet. Das Anlageportfolio soll damit effizienter und stabiler werden. Diese These teilen wir nicht, denn die Vorteile sind in der Realität weniger positiv als

angepriesen und entsprechend ernüchternd fiel die Performance in den letzten Jahren aus. (Grafik 1).

- Argument «gute Renditeaussichten»: Um mit Rohstoffen Geld zu verdienen, müssen deren Preise steigen, da keine Zinsen oder Dividenden bezahlt werden. Ein steter Preisanstieg aufgrund der Rohstoffknappheit ist aber nicht garantiert. Eine Steigerung der Nachfrage und des Preises nach einem Rohstoff löst oft eine Angebotserhöhung aus, was die gestiegenen Preise wieder fallen lässt (Beispiel: steigende Förderung von US Schieferöl).

- Argument «Inflationsschutz»: Den langfristig besten Schutz vor Inflation bieten unseres Erachtens nicht Rohstoff-, sondern Aktienanlagen. Aktien solider Unternehmen haben über die Zeit nicht nur das Potenzial, im Rahmen der Gewinnsteigerung an Wert zuzulegen, sondern schütten im Gegensatz zu Rohstoffen auch Dividenden aus.

- Argument «tiefe Korrelation zu Aktien»: Die Korrelations-Vorteile (= wenig Synchronität mit anderen Anlageklassen) sind zu relativieren.



Scobag Privatbank AG

War die Korrelation ursprünglich tatsächlich tief (als noch niemand in Rohstoffe investierte), so ist sie in den letzten Jahren stetig gestiegen. Die Rohstoff- und Aktienpreise entwickeln sich heutzutage zusehends synchron mit dem Wirtschaftszyklus, was auch einer fundamentalen Logik entspricht. In einer Krise verbraucht die globale Wirtschaft weniger Rohstoffe, wodurch die Nachfrage und der Preis gedrückt werden. Auch das Investorenverhalten steigerte die Korrelation. Aus Investorensicht fristeten Rohstoffe lange Zeit ein Schattendasein. Die Warenterminbörsen waren den kommerziellen Nutzern vorbehalten (Produzenten und Verarbeiter), nur wenige Finanzspekulant mischten mit. Vor etwa 15 Jahren wurde aber der Weg via Fonds, ETF's und Zertifikate für Rohstoffe in die Anlegerdepots freigemacht. Jeder Anleger konnte nun ganz einfach ohne den aufwendigen Weg über die Terminbörse auf den Rohstoffzug aufspringen. Die Positionen werden je nach Konjunkturausblick der Banken ge- oder verkauft, was Preisschwankungen auslöst. Die ehemaligen Korrelationsvorteile haben sich damit grösstenteils in Luft aufgelöst.

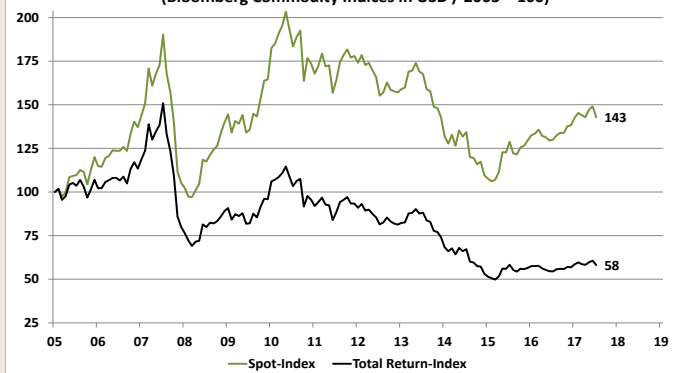
- Gegenargument «Komplexität»: Ein weiteres Problem für den Anleger ist der Investitionsprozess selbst. Investitionen werden nicht direkt in Rohstoffe, sondern nur indirekt in Terminkontrakte (Futures) getätigt. Denn abgesehen von Edelmetallen ist der physische Erwerb von

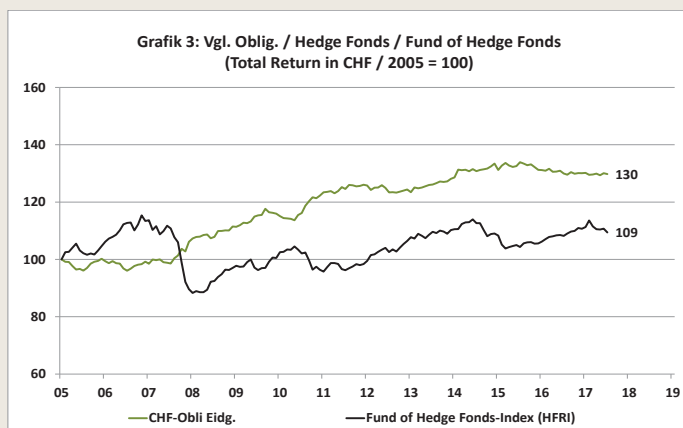
Rohstoffen komplex und teuer. Zu hoch wären die Kosten für Lager und Transport. Vielen Investoren ist kaum bewusst, dass das Performance-Resultat von Rohstoffanlagen nicht nur von der Preisentwicklung der Rohstoffe selbst bestimmt wird, sondern primär von den Verlängerungsmöglichkeiten am Terminmarkt abhängt. Die Terminkontrakte müssen bei Verfall wiederkehrend in neue Kontrakte mit längeren Laufzeiten verlängert werden. Wenn die Terminkurse höher sind als die Spotpreise, entstehen sogenannte Rollverluste, die das Anlageresultat negativ beeinflussen. Diese Rollverluste wirken sich seit über 10 Jahren negativ auf die Rendite aus. Das Total Return-Resultat der Rohstoffanleger weicht massiv von der Spotpreis-Entwicklung ab. Absicht und Resultat stimmen überhaupt nicht überein (Grafik 2)!

Einzelfall Gold: Physisch gehaltene Edelmetalle, insbesondere das Gold, weisen eine etwas attraktivere Charakteristik auf als beispielsweise Öl oder Gas. Gold hat, obwohl ebenfalls ertraglos, seit jeher eine Funktion als Tausch- und Werterhaltungsmittel und weist damit nicht nur Rohstoff-, sondern auch Währungscharakter auf. Traditionell wird Gold als «Versicherung» und defensive Anlage für unruhige Zeiten und als Inflationsschutz empfohlen. Die Scobag prüft Goldengagements laufend, ist aber auch hier der Meinung, dass zumindest der Inflationsschutz mit Aktien ausreichend gegeben ist.

Hedge Fonds sind Fondsgesellschaften, die mit unterschiedlichen Strategien eine möglichst ansprechende und schwankungsarme Performance anstreben. Die Beliebtheit bei den Anlegern hält unvermindert an, das weltweite Anlagevolumen wird mittlerweile auf über USD 3000 Mrd. beziffert. Viele Finanzinstitute empfehlen das Halten eines Hedge Fonds-Anlagebausteins aus ähnlichen Gründen wie bei den Rohstoffen: Eine ansprechende, marktneutrale Performance sowie gute Diversifikations- und Risikoeffekte sollen das Anlageportfolio effizienter machen. Zudem werden Hedge Fonds-Anlagen oft als

Grafik 2: Rohstoff-Spotpreise vs. Rohstoff-Total Return
(Bloomberg Commodity Indices in USD / 2005 = 100)





Ergänzung oder Ersatz für die aktuell wenig attraktiven Obligationenanlagen getätigt. In der Schweiz sind in der Vermögensverwaltung nur Investitionen in sogenannte Fund of Hedge

Fonds erlaubt - es darf nicht auf einzelne Hedge Fonds gesetzt werden. Fund of Hedge Fonds investieren in verschiedene Hedge Fonds und stellen so ein breites Hedge Fonds-Portfolio zusammen. Dem Vorteil der Diversifikation steht aber der Nachteil hoher Kosten gegenüber. Es gibt sicher viele gute (Fund of) Hedge Fonds-Manager, welche ihre Ziele erreichen und überdurchschnittliche Resultate liefern können - diese sind aber tendenziell eine Minderheit. Die erzielten Durchschnittsrenditen sind denn auch eher enttäuschend, Korrelationsvorteile sind kaum erkennbar. In der Vergangenheit hat die Scobag auf Investments in Hedge Fonds verzichtet und bisher kaum etwas verpasst (Grafik 3).

Ausblick: Weitere Entwicklung im Handelsdisput entscheidend.



Serge Lutgen

Mitglied der
Geschäftsleitung

Wir erwarten, dass die aktuellen Diskussionen und Befürchtungen um den Handelskonflikt auch die nächsten Wochen dominieren werden. Da die globale Wirtschaft sehr stark verwoben ist, dürfte eine Eskalation mit weiteren Zöllen und anderen Schikanen eine negative Auswirkung auf die Dynamik in Europa und Lateinamerika haben. Noch ist es aber nicht soweit. Die Geschichte der Handelsdiskussionen zwischen den USA und China gehen weiter zurück als bis zur Wahl von Donald Trump. Bereits unter Bush und Obama wurden Strafzölle eingeführt und wieder aufgehoben, ohne dass eine Rezession ausgelöst wurde. Auch andere politische Ereignisse lösten in den letzten Jahren Ängste vor einer Konjunkturabkühlung aus (z.B. der Brexit) die bis heute ausgeblieben ist. Es bleibt abzuwarten, ob die aktuellen Drohgebärden zu einer definitiven Eskalation führen, oder ob die gemässigten Stimmen in beiden Ländern weitere Verhandlungen durchsetzen und damit zu einer Beruhigung beitragen können. Die globale Konjunktur befindet sich weiterhin in einer guten Verfassung. Die bisher eingeführten Zölle sind im gesamten Kontext zu wenig relevant, um eine klare Abkühlung der Konjunktur auszulösen. Speziell in den USA wirken das Steuerprogramm und der Abbau verschiedener Regulie-

rungen weiterhin stimulierend. Das Umfeld für weiter steigende Gewinne der Unternehmen und darauf basierend einen positiven Trend an den Aktienmärkten ist damit gegeben. Auf die steigenden Energie-/ Lohn- und Transportkosten dürften viele Firmen mit Preiserhöhungen reagieren. Die Aussagen der verschiedenen Unternehmen anlässlich der Präsentation der Halbjahreszahlen im Juli und August werden von den Investoren sehnlichst erwartet. Bestätigen diese das aktuell positive Bild, so dürften die Aktienmärkte mit Erleichterung reagieren. Eine klare Eintrübung der Situation durch die Unsicherheit würde jedoch kaum goutiert werden.

Das Thema Deflation rückt weiter in den Hintergrund und in den USA dürften weitere Zins-schritte folgen. Unter dem Strich bleiben Aktien durch die Kombination aus gutem konjunkturellem Umfeld und leicht steigenden Zinsen, insbesondere relativ zu den Anleihen, die attraktivste Anlageklasse, auch wenn durch die politischen Diskussionen in den nächsten Monaten mit einer erhöhten Schwankungsanfälligkeit zu rechnen ist.

Freundliche Grüsse
Ihr Scobag Privatbank Team