



Editorial

Bemerkenswert, wie stark sich die geopolitische Lage in den vergangenen Jahren veränderte. Die neue, multipolare Welt ist wahrlich instabiler geworden. Umso erfreulicher steht es um die Wirtschaftsaussichten. Was eine intakte Konjunktur für Sie als Anleger bedeutet, beleuchten wir in diesem Check-Up.

Die technologische Entwicklung wälzt eine Branche nach der anderen um. Interessant, dass der Indexanbieter MSCI ab Herbst 2018 bisherige Technologieunternehmen neu den Branchen mit dem jeweiligen Grundgeschäft zuteilt. Die Digitalisierung wird auch in Zukunft bisherige Geschäftsmodelle umpflügen. Das verfolgen wir intensiv. Gleichzeitig sind wir überzeugt, dass für Sie als Kunde Stabilität und Kontinuität entscheidend sind. Gerade dafür stehen wir als inhabergeführtes Familienunternehmen.



Jörg Staub,
unbeschränkt haftender Gesellschafter

ALLER GUTEN DINGE WAREN DREI Wende bei Zinsen, Inflation und Risikoprämien

Nach einer Dekade ist die Finanzkrise endlich überwunden – die Wirtschaft brummt weltweit. Starke Konjunkturzahlen sind gute Nachrichten, die Arbeitslosigkeit sinkt und Arbeitnehmer erfreuen sich vermehrt an grösseren Lohntüten.

Es findet also eine Normalisierung der wirtschaftlichen Lage statt. Der Ausblick für die Realwirtschaft bleibt positiv, was bedeutet das aber für die Anleger? Ist die starke Konjunktur auch für sie von Vorteil?

Sachte Normalisierung des Geldkleides

Im letzten Quartal 2018 dürfte die europäische Zentralbank (EZB) ihr Anleihenkaufprogramm auslaufen lassen. Sie folgt quasi dem Drehbuch der US-Notenbank Fed, welche bereits im Oktober 2014 mit der quantitativen Lockerung, also Käufen von Anleihen gegen neues Geld, stoppte und nur noch Fälligkeiten reinvestierte. Die EZB wird nach der US-Fed und der Bank of England die dritte, grosse Zentralbank sein, die mit dem Gelddrucken zum Kauf von (Staats-)Anleihen aufhört. Die Bank of Japan ist noch nicht soweit – sie druckt weiterhin. Eine rasche Normalisierung des Geldkleides wird es aller-

dings nicht geben. Denn keine Notenbank macht Anstalten, ihre übergrossen Bilanzen mittels Anleihenverkäufen wieder auf Vorkrisenniveau zurückzufahren.

Wende bei den Leitzinsen

Schritt zwei im Drehbuch ist die Erhöhung der Leitzinsen, also der kurzfristigen Zinssätze. In den USA folgte der erste Zinsschritt rund ein Jahr nach dem QE-Stopp. Inzwischen erfolgten fünf Erhöhungen. Sie liegen nun bei 1.5–1.75%. In Europa dürften die ersten Zinserhöhungen im nächsten Jahr folgen. Über die Richtung besteht keine Unklarheit, sie werden steigen. Nur ein externer Schock oder ein Börsen-Crash könnte dies drehen.

Wende bei den Inflationserwartungen

Auch von Deflationsgefahren ist keine Rede mehr. Die sinkende Arbeitslosigkeit,

Fortsetzung nächste Seite

der gute Konjunkturausblick und die erneut in Mode gekommenen Heimatschutzzölle lassen erahnen, dass die lange Phase sinkender und tiefer Inflation zu Ende ist.

Wende bei den Langfristzinsen

Die Kombination von höheren Leitzinsen, höheren Inflationserwartungen und dem Ausstieg der Zentralbanken aus dem Anleihenkaufprogramm bedeutet, dass sich die langen Zinsen wieder am Markt bilden werden. Es dürfte intuitiv klar sein, dass sich diese nicht bei Null oder im negativen Bereich einpendeln werden. In einem normalen Umfeld sollten die Zinsen für 10-Jahres-Staatspapiere in etwa dem Nominalwachstum entsprechen. Davon sind wir noch weit entfernt. Das Nominalwachstum in den USA liegt bei 5%, die Zinsen bei 2.9%. Das Nominalwachstum in Europa liegt bei 4.2%, die 10-Jahreszinsen in Deutschland z.B. bei 0.6%. Die Schweiz wächst nominal rund 2.7%, die Bundesobligationen rentieren 0.1%. Der Trend dürfte daher für viele Jahre klar sein, auch sie werden steigen.

Wende auch bei Risikoprämien?

Die Zusatzrendite zu Geldmarkt- oder Staatspapieren wird Risikoprämie genannt. Aufgrund des Anlagenotstands wurden fast alle Prämien für die verschiedenen Risiken auf historisch tiefste Niveaus gedrückt. Mit der Normalisierung dürfte der Anlagenotstand bald zu Ende gehen. Dies, zusammen mit den durch US-Präsident Trump geschürten Unsicherheiten, lässt uns wieder höhere Risikoprämien erwarten.

Steigende Diskontsätze – tiefere Bewertungen

Aller guten Dinge waren drei. Jetzt drehen die Zinsen, die Inflationserwartungen und die Risikoprämien, dadurch steigen die Diskontsätze mit den entsprechenden Auswirkungen auf die Bewertungen. Wenn z.B. stark vereinfacht, die 10-Jahreszinsen in den USA von 2% auf 3% steigen, und wir eine noch stabile

Risikoprämie von 3% für Aktien annehmen, dann erhöht sich die geforderte Rendite der Anleger von 5% auf 6%. Bei gleichbleibenden Erträgen, sprich Gewinnen, würden die Bewertungen dadurch rund 17% tiefer liegen. Dass dies in den USA dieses Jahr noch nicht passierte, ist Donald Trumps Steuerreform zu verdanken. Sie erhöht die Gewinnerwartungen um +25% und kann den Zinsanstieg kompensieren. Allerdings ist dieser Steuereffekt auf das Gewinnniveau einmalig; die Kräfte von Zinsen, Inflation und Risikoprämien dürften hingegen einige Jahre anhalten.

Anlagen für ein inflationäres Umfeld

Wir sehen noch keine Anzeichen, dass wir in eine Hochinflationszeit wie jene in den 70er Jahren eintreten. In einem eher inflationären Umfeld dürften wertorientierte Aktien, meist solche von zyklischen Firmen mit hohen Fixkosten, eine gute Entwicklung verzeichnen. Den bisherigen Technologie-Leadern, die Quasi-Monopole geschaffen haben, weht hingegen ein rauherer Wind entgegen – nicht zuletzt von politischer Seite. Die Rahmenbedingungen für sie dürften schwieriger werden.

Und wie wird das Staatsschuldenproblem gelöst?

Die hohe Staatsverschuldung ist ein bekanntes Problem und daher in der kurzen Frist wenig relevant. In unseren Augen zeichnen sich drei unterschiedliche Lösungswege ab:

1. Unter Präsident Trump dürften die USA die überhöhte Verschuldung auf herkömmliche Art reduzieren wollen; über Inflation und einen schwächeren USD.
2. In Europa ist das schwieriger, weil es unterschiedliche Staaten mit einer Gemeinschaftswährung sind. Sofern der EUR nicht auseinanderbricht – und hierfür gibt es aktuell keine Anzeichen – dürfte es hier auf erhöhte Umverteilung, gepaart mit dem *japanischen Weg* hinauslaufen.

3. Als *japanischen Weg* bezeichnen wir die Versenkung der Staatschulden in der Zentralbankbilanz. Ob es gar zum «Reset» kommt, also zur Abschreibung der Staatschulden in der Zentralbankbilanz, wird man sehen. Vielleicht werden sie zu Endlospapieren umgewandelt, also ohne Fälligkeit. Ob der Zinssatz dabei bei 0% oder höher ist, ist weniger relevant, denn die Gewinne kommen ja den Zentralbankeigentümern, also wieder dem Staate zugute.

Cash wird wieder zur Anlageklasse

Wir meiden Staatspapiere mit Abschreibungsrisiken, also solche aus Japan oder Südeuropa. Im festverzinslichen Bereich halten wir vorwiegend Unternehmensanleihen mit kurzer Duration und dadurch tiefen Zinsrisiken. Mit dem sich abzeichnenden Ende der unseligen Negativzinsen, dürften wir die nach wie vor sehr hohe Aktienallokation reduzieren und etwas Cash aufbauen. Bei attraktiveren Zinsen werden wir wieder Obligationen kaufen. Und natürlich wollen wir die Chancen nutzen, die das absehbar schwankungsanfälliger Börsenumfeld bieten wird.

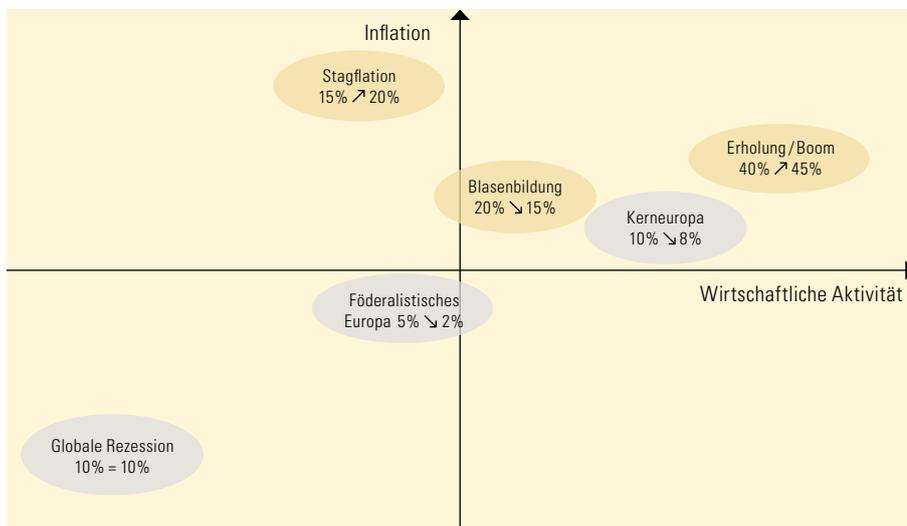
Bis dahin bleibt unser Rat: Diversifizieren Sie Ihr Portfolio breit und so, dass es mit Ihren individuellen Zielen und Ihrer Erwartungshaltung übereinstimmt. Unser Investmentteam erarbeitet wöchentlich mögliche taktische Massnahmen, mit denen wir zu den heute relativ tiefen Renditeerwartungen etwas Zusatzperformance zu generieren versuchen. Auf die persönlichen Gespräche mit Ihnen freuen wir uns.



Christof Reichmuth,
unbeschränkt haftender Gesellschafter

NEUE INVESTITION DANK GUTEM WACHSTUM

Politisches Taktieren um Schutzzölle gefährdet solide Wachstumsdynamik



Gelb = beschriebene Szenarien

Fazit

- Infrastrukturprojekte und Schutzzölle könnten Inflation bei engem Arbeitsmarkt befeuern.
- Weiterhin keine Schwäche bei globalen Wachstumsimpulsen sichtbar.
- Europa nach Wahlen vorläufig stabilisiert aber auch blockiert mit schwacher Regierung in Deutschland und langwieriger Regierungsbildung in Italien.

Erholung / Boom – neue Zuversicht fördert Investitionsprojekte

Viele Unternehmen überraschen positiv und vermelden bessere Bestelleingänge und Wachstumsaussichten. Die Zuversicht der Unternehmen und bessere Visibilität münden in neuen Investitionsprojekten. Dank guter Konsumentenstimmung kann die FED die Zinsnormalisierung fortsetzen. Die Löhne steigen, aber dank Effizienzgewinnen durch Automatisierung & Digitalisierung nur langsam, und die Inflation bleibt unter Kontrolle. In China wird die Macht von Xi Jinping weiter gestärkt. Die notwendigen Reformen bei Staatsbetrieben & Privatisierungen werden resolut vorangetrieben. Im Windschatten der starken Entwicklung in den USA und Asien gewinnt auch die wirtschaftliche Erholung in Europa an Fahrt.

Anlageideen

- Aktien übergewichten (vermehrt Zyklischer)
- Festverzinsliche meiden
- Fremdwährungen sind attraktiv
- Alternative, tief korrelierte Renditequellen wie Infrastruktur oder ILS

45%
Wahrscheinlichkeit
3 – 6 Monate

Stagflation – Fiskalstimulus und Schutzzölle zum falschen Zeitpunkt

Die FED geht Zinserhöhungen trotz Wachstumsbeschleunigung nur zögerlich an. Expansive Fiskalpolitik zum Zeitpunkt der Vollbeschäftigung in den USA führen zu Lohndruck und einer Überhitzung des Arbeitsmarktes. Schutzzölle auf ausländische Güter befeuern den Inflationsdruck zusätzlich. Die Realzinsen fallen ins Negative. Der schwächere USD und anziehende Rohstoffpreise wirken sich positiv auf einzelne Schwellenländer aus. Europa kämpft weiterhin mit Wettbewerbsproblemen, und der stärker werdende EUR (gegenüber dem USD) bringt neuen Druck, vor allem auf südeuropäische Länder mit schlechten Kostenstrukturen.

Anlageideen

- Aktien von Industrieländern untergewichten
- Hedge Funds übergewichten
- USD untergewichten
- Gold übergewichten

20%
Wahrscheinlichkeit
3 – 6 Monate

Blasenbildung – die FED stoppt den geplanten Bilanzrückbau

Die Wachstumsbeschleunigung ist schwächer als erwartet. Der Inflationsdruck in den USA entpuppt sich als Strohhalm und die disinflationären Kräfte gewinnen die Oberhand. Schwache Lohnentwicklung und steigende Zinskosten belasten den US-Konsum und somit das Wachstum. Die FED stoppt den Bilanzrückbau und senkt die Erwartungen für weitere Zinserhöhungen, während die japanische und auch die europäische Zentralbank weiterhin expansiv agieren. Die Zinsen bleiben global tief oder gar im negativen Bereich. Die Blasenbildung verschiebt sich vom Obligationen- in den Aktienmarkt. Die Angst vor Schuldenmonetarisierung und die Zweifel an der Werthaltigkeit von Nominalanlagen steigen.

Anlageideen

- Aktien übergewichten, Fokus auf Dividendenpapiere
- Immobilien übergewichten
- Cash untergewichten

15%
Wahrscheinlichkeit
3 – 6 Monate

FORTGESCHRITTENER KONJUNKTURZYKLUS

Langsamer Entzug der expansiven Geldpolitik



Patrick Erne,
Leiter Research

Trotz der aktuellen Handelsstreitigkeiten zwischen den USA und China bleiben die globalen Konjunkturaussichten intakt. Die Inflationszahlen steigen vorerst nur moderat und die Notenbanken können sich weiterhin für einen Rückzug aus der expansiven Geldpolitik Zeit lassen. Nach der Korrektur der euphorischen Marktstimmung zu Beginn des Jahres sind wir für die nächsten Monate konstruktiv für die Aktienmärkte, auch wenn die Marktschwankungen mit fortschreitendem Konjunkturzyklus und politischen Interventionen hoch bleiben dürften.

Guter US-Konjunkturausblick

Unser globaler Konjunkturausblick für die nächsten Monate bleibt positiv. Das Wirtschaftswachstum scheint insbesondere in den USA breit abgestützt. Die USA werden auf absehbare Zeit von den grossen Wirtschaftsblöcken die expansivste Fiskalpolitik fahren. Steuersenkungen und Infrastrukturausgaben befeuern die Realwirtschaft zusätzlich. Der Handelsstreit zwischen den USA und China scheint sich oberflächlich betrachtet zuzuspitzen. Aber Trump steht unter politischem Erfolgsdruck, um die republikanische Mehrheit im Kongress zu halten. Und die chinesische Führung will soziale Spannungen vermeiden. Ein eskalierender Handelskrieg wäre kaum zielführend für beide Lager. Deshalb deuten wir die aktuellen Entwicklungen als Positionsbezug für zukünftige Verhandlungen. Denkbar wäre eine Abwertung der chinesischen Währung, um US-Strafzölle auf chinesischen Exportgütern zu kompensieren.

Europa braucht offene Exportmärkte

In Europa bleibt das Wachstum insgesamt solide, auch wenn sich die Stimmung zuletzt etwas abgekühlt hat. Gründe dafür

sind der stärkere EUR sowie die Unsicherheiten aus der US-Handelspolitik, welche das durch Exporte dominierte, europäische Wirtschaftswachstum negativ beeinflussen. Auch wenn in den Kernländern Europas die politischen Risiken durch Populisten und Extremparteien etwas abgenommen haben, fehlen klare, politische Mehrheiten, welche wichtige Reformen durchbringen könnten. Die Schweizer Wirtschaft befindet sich weiter auf Erholungskurs und profitiert von einer wachsenden europäischen Binnenwirtschaft sowie einer schwächeren Währung.

GDP Wachstums- erwartungen	GDP Wachstum aktuell	Wachstums- erwartung 2018
USA	2.6%	2.5 – 3.0%
Europa	2.8%	2.0 – 2.5%
Schweiz	1.9%	1.5 – 2.0%
Japan	2.0%	1.5 – 2.0%
China	6.8%	6.0 – 6.5%

Gestiegene US-Zinserwartungen

Für 2018 werden mindestens zwei weitere Leitzins-Erhöhungen erwartet. Dies erscheint anhand des aktuellen Wachstums von fast 3% und des zusätzlichen Fiskalstimulus nicht besonders restriktiv. Das Risikoszenario für die Finanzmärkte wäre ein deutlich schnellerer Anstieg bei der Inflation, welcher die Zinserwartungen nach oben drücken würde. Trotz Vollbeschäftigung sind die Anzeichen für höhere Löhne aber nach wie vor unklar. Falls die Löhne in den nächsten Monaten stärker ansteigen, wäre das eine Bestätigung des spätzyklischen Aufschwungs in den USA und würde die US-Notenbank zu einer restriktiveren Geldpolitik zwingen. Handelsbeschränkungen wie Strafzölle verteuern Produkte und wirken zusätzlich preistreibend. Trotz gestiegener Inflationsrisiken gehen wir in unserem Basisszenario

für die nächsten 3–6 Monate von einem moderaten Anstieg bei der US-Inflation und den Leitzinsen aus.

Am langen Ende der US-Zinskurve erwarten wir einen weiteren Anstieg auf über 3%. Die FED wird weniger auslaufende Staatsanleihen reinvestieren und die Neuemission von US-Staatsanleihen steigt aufgrund der höheren Neuverschuldung an. Die aktuellen Renditen (2.8% für 10 Jahre) sind u.E. nicht adäquat für ein Umfeld mit gutem Wachstum und anziehender Inflation und deshalb unattraktiv. Sollten die 10-Jahres-US-Zinsen aber nicht wie erwartet steigen oder gar sinken und die Zinskurve invers werden, wäre dies ein Warnsignal, dass der wirtschaftliche Aufschwung schneller enden könnte als erwartet.

Steigende Zinsdifferenz zwischen USA und Europa

In Europa ist der Inflationsdruck insgesamt tiefer, aber mit dem soliden Konjunkturausblick und steigender Kapazitätsauslastungen bildeten sich auch hier Anzeichen von Lohndruck und möglichen Inflationsfolgen, insbesondere in Deutschland. Die EZB gibt sich weiterhin zurückhaltend, wohl auch, um den EUR nicht unnötig stärker werden zu lassen. Zinserhöhungen in den nächsten 3–6 Monaten sind unwahrscheinlich, und die Zinsdifferenz zugunsten der USA wird weiter ansteigen. Das Anleihenkaufprogramm der EZB dürfte aber im 2. Halbjahr beendet werden und die Zinsen am langen Ende ansteigen.

Der Handlungsspielraum für die SNB ist weiterhin eingeschränkt. Damit bleiben die Leitzinsen vorerst unverändert. Ähnliches gilt für die Geldpolitik in Japan. Die Bank of Japan hält die Zinsen am langen Ende fixiert («Yield Anchoring»). Mit dem guten Konjunkturverlauf und etwas Inflation steigt der Spielraum, die Zinsfixierung etwas anzuheben und die Anleihenkäufe weiter zu reduzieren. Sowohl in Europa, Japan und der Schweiz bleiben festverzinsliche Anlagen unattraktiv.

Zinserwartungen	3 M-Zins (Libor)	Erwartung 3 – 6 M	10 J-Swap	Erwartung 3 – 6 M
USA	2.4%	Steigend	2.9%	Steigend
Europa (D)	–0.4%	Stabil	1.0%	Leicht steigend
Schweiz	–0.7%	Stabil	0.5%	Leicht steigend
Japan	–0.0%	Stabil	0.3%	Leicht steigend

Gewinnsprung bei US-Unternehmen

Die Unternehmensgewinne sollten 2018 in allen Regionen zweistellig ansteigen. In den USA wird, gemessen am S&P 500, für 2018 dank der Steuerreform mit einem Gewinnsprung von fast 30% gerechnet. Dies sind aber Einmaleffekte und zukünftig kaum wiederholbar. Hinzu kommen Gewinnmargen, die in den USA in vielen Sektoren bereits überdurchschnittlich hoch sind. In einem Umfeld mit steigenden Zinsen und anziehender Inflation wird es anspruchsvoller, die Margen zu halten wobei der Markt generell anfälliger für Enttäuschungen wird. Potenzial bei den Margen sehen wir aber nach wie vor in Europa, Japan und den Schwellenländern, insbesondere in Asien.

Im Moment sehen wir aufgrund der guten Konjunkturlage noch kaum Anzeichen für eine Abschwächung bei der Gewinnentwicklung. Zusätzlich sind in den USA mit der Steuerreform seit Jahresbeginn hohe Aktien-Rückkaufprogramme angekündigt worden, welche den Markt kurzfristig unterstützen sollten. Gefragt sind zyklische Sektoren, welche am Wirtschaftsaufschwung primär partizipieren wie Finanzen, Rohstoffe, Energie sowie Industrie. Für Technologieaktien – die grossen Gewinner der Tiefzinsperiode – scheint dagegen der politische Gegenwind rauher zu werden.

Internationale Aktienbewertungen und Erwartungen

Markt	Indexstand (19.04.2018)	Kurs/ Gewinn	Kurs/ Umsatz	Kurs/ Buchwert	Div./ Rendite	Erwartung 3 – 6 Monate
S&P 500	2 693	17.2	2.2	3.3	1.9	Seitwärts
DAX	12 567	13.0	0.9	1.7	2.6	Steigend
SPI	10 434	16.7	1.9	2.1	3.1	Steigend
TOPIX	1 750	13.9	0.9	1.3	1.9	Steigend
China H-Shares	12 240	7.9	1.0	1.1	3.4	Steigend

KURZ & KLAR

Was tun bei steigender Volatilität?

Die Volatilität misst, wie stark die täglichen oder monatlichen Renditen um den historischen Mittelwert schwanken. Als Risikokennzahl ist die Zahl in der Finanzindustrie weit verbreitet. Allerdings macht die Kennzahl nur eine Aussage über die historische Entwicklung und gibt kaum Anhaltspunkte über zukünftige Risiken. Preisschwankungen kann man mit genügend langem Zeithorizont und einem Qualitätsfokus aussitzen. Wichtiger ist

die Vermeidung von permanenten Verlustrisiken. Dazu zählen Insolvenz, Restrukturierungen oder erzwungene Verkäufe. Deshalb meiden wir Anlagen von überschuldeten Staaten und Unternehmen, achten auf übertriebene Bewertungen und diversifizieren unsere Anlagen. Gerade in einem Umfeld mit steigenden Zinsen gilt es, diese Risiken zukunftsgerichtet zu beurteilen und nicht der Rückspiegelbetrachtung zu verfallen.

ANLAGEPOLITIK IM ÜBERBLICK

Taktisches Übergewicht bei Aktien

Anlageklasse	Positionierung							Veränderung seit dem letzten Anlageentscheid
	Min.	--	-	0	+	++	Max.	
Anleihen								Weitere Zinserhöhungen werden in den USA erwartet. Fokus auf US-Unternehmensanleihen mit guter Qualität und kurzer Laufzeit. Europäische und Schweizer Anleihen wenn möglich meiden.
USA								
Europa								
Schweiz								
Emerging Markets								
Aktien								Auflösung der Teilabsicherungen. Auflösung der Absicherung & Erhöhung US-Banken. In Europa nochmals leicht zyklischere Ausrichtung. Rund 1/3 in Swiss Small Caps. Fokus auf Wachstumsmärkte in Asien (China, Indien, Vietnam). Als Ergänzung neu auch Osteuropa.
USA								
Europa								
Schweiz								
Japan								
Asien/Emerging Markets								
Alternative Anlagen								Event Driven- und asiatische Long/Short Equity-Strategien bleiben attraktiv. Umfeld für Makro-Strategien wird positiv. Anhaltendes Re-Pricing im (Rück-)Versicherungsbereich. Edelmetalle profitieren von sinkenden Real-Zinsen. Reduktion der Quote aufgrund Zinssensitivität und hohen Bewertungen.
Hedge Funds								
Insurance-Linked Securities								
Rohstoffe inkl. Gold/Silber								
Immobilien								
Währungen								Keine klaren Währungsfavoriten. USD mit hoher Zinsdifferenz zu CHF & EUR; dementsprechend hohe Absicherungskosten. Momentum im EUR hat abgenommen. Wir erhöhen unsere CHF leicht zu Lasten USD und reduzieren damit das Währungsrisiko weiter.
USD								
EUR								
CHF								
Andere								

Vorher Aktuell Veränderung

Die detaillierte Anlagepolitik-Broschüre mit ausführlichen Markteinschätzungen können unsere Kunden gerne bei ihrer/m Kundenverantwortlichen anfordern bzw. registrieren Sie sich hierfür bei nadine.vonwyl@reichmuthco.ch.

DIE FÜR SIE STIMMIGE MISCHUNG?

Unterschiedliche Ausrichtungen und deren Gründe

Auf die richtige Mischung kommt es an, wie schon Paracelsus sagte. Beim Anlegen ist das sowohl für Rendite als auch für Stabilität entscheidend. Zwei konkrete Beispiele namhafter Institute veranschaulichen dies: Einerseits die Anlagestrategie der Yale University, andererseits jene eines grossen Schweizer Versicherers. Wie sind deren Portfolios konkret ausgerichtet?

Die Grafik rechts zeigt Beachtliches:

- Der Versicherer hält nur rund $\frac{1}{3}$ in Realwerten wie Aktien, Immobilien etc.; Yale hingegen gewichtet Realwerte mit über 93%.
- Die traditionellen Anlageklassen – Anleihen und kotierte Aktien – stellen bei Yale nur noch rund 25% der Allokation.
- Nicht in der Grafik ersichtlich, aber erwähnenswert: Yale hielt im Jahre 2012 noch rund 22% in «Immobilien & Real Assets» und halbierte das seither auf rund 10%. Demgegenüber erhöhte man bspw. «Aktien Ausland» von 8% auf 16% oder Hedge Funds von 14.5% auf 25%.

Der Unterschied ist lehrreich. Er hat seine Gründe.

Die Sicht des Versicherers

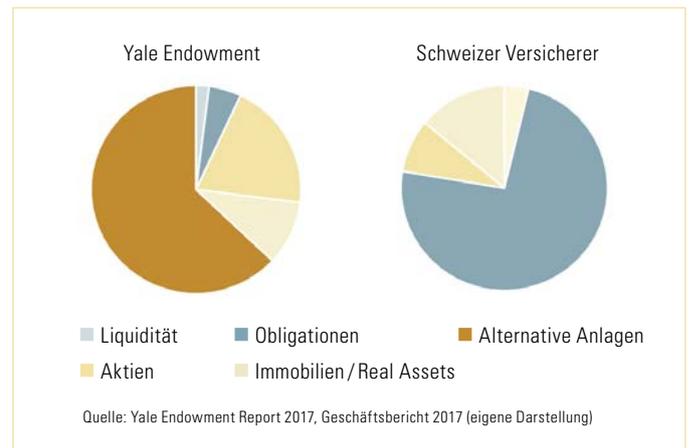
Das Anlageportfolio des Versicherers richtet sich primär nach den bestehenden nominellen Verpflichtungen gegenüber den Versicherten (Lebensversicherungen etc.). Dies gründet mitunter auf regulatorischen Anforderungen wie bspw. dem Solvenztest. Dieser beurteilt die Risikotragfähigkeit einer Versicherung entsprechend der Deckung ihrer Verpflichtungen. Daher stellt sie den nominellen Verpflichtungen auf ihrer Passivseite nominelle Anlagen auf der Aktivseite gegenüber. Das anleihenlastige Portfolio ist anfällig auf steigende Zinsen und Inflation. Da sich aber bei höheren Zinsen auch die diskontierten Verpflichtungen reduzieren, kann und muss dies der Versicherer in Kauf nehmen.

Die Sicht von Yale Endowment

Yale hat quasi einen «unendlichen» Anlagehorizont. Aus den Erträgen und eventuellen Kapitalbezügen soll jährlich ein realer Beitrag an die Akademie geleistet und das Kapital vermehrt werden. Aus dieser Perspektive ist es weniger zentral, ob eine Anlage jederzeit liquidiert werden kann oder ob in der kurzen Frist Buchverluste resultieren. Yale interessiert v.a. der Wert einer Anlage; weniger der von Stimmungen kurzfristig getriebene Preis. Man orientiert sich am langfristigen Risiko/Rendite-Profil und beurteilt dieses zukunftsgerichtet.

Unterschiedliche Rendite-Erwartungen...

...sind die Konsequenz. Die Nominalanlagen mit hohen Zinsrisiken offerieren kaum Renditen. Demgegenüber versprechen die Realwerte langfristig höhere Renditen, sind dafür z.T. vergleichsweise illiquide und der Preis kann stark um den Wert schwanken.



Was heisst das für Sie?

Um die passende Strategie abzuleiten, haben verschiedene Faktoren einen Einfluss: Anlageziel, Anlagehorizont, Risikofähigkeit und -bereitschaft etc. Stehen laufende Ausgaben im Fokus oder wird ein Anlageziel verfolgt, das sich u.a. bereits an den Nachkommen ausrichtet? Letzteres entspricht eher der Ausgangslage von Yale, Ersteres den stark regulierten Anlage-richtlinien eines Versicherers.

Zudem: Renditen sind das Entgelt für eingegangene Risiken. Daher ist es zentral abzuschätzen, welche Prämien man für eingegangene Aktienmarkt-, Zins-, Inflations-, Liquiditäts-, Ausfall-, Eventrisiken etc. erhält. Welche Risiken ist man bereit einzugehen? Wie kombinieren Sie diese, um eine individuell auf Sie abgestimmte Diversifikation zu erzielen und das Portfolio so robust auf Ihre Ziele auszurichten? Wirklich stimmig ist eine Positionierung erst dank integraler Sicht – passend in Ihrem Gesamtvermögen.

Sind Sie mehr «Versicherung» oder mehr «Yale»? Wir freuen uns, dies im gemeinsamen Gespräch mit Ihnen zu erörtern.



Remy Reichmuth,
unbeschränkt haftender Gesellschafter

DIE DYNAMIK IN ASIEN IST ENORM

Interview mit Remo Hegglin, zurzeit in Singapur tätig

Remo Hegglin, Sie sind seit bald 9 Jahren für Reichmuth & Co tätig, wohnen und arbeiten aber aktuell in Singapur – wie kommt das?

Es war mein Wunsch, im Ausland Arbeitserfahrung zu sammeln. Eine globale Sicht ist zentral für eine zukunftsgerichtete Anlagepolitik; auch um Trends frühzeitig zu erkennen.

Wieso fiel die Wahl auf Singapur?

Ich war bisher noch nie in Asien. Zudem haben wir seit Jahren in unserer Anlagestrategie ein hohes Gewicht in dieser Region. Mein Ziele sind unter anderem die Wachstumsdynamik hier vor Ort zu erleben und zu lernen. Meine Wahl fiel schnell auf den Stadtstaat, welcher neben Hong Kong zu den wichtigsten Finanzplätzen in Asien zählt.

Was ist Ihre Tätigkeit in Singapur?

Über unsere Manager-Selektion bieten wir unseren Kunden Zugang zu erstklassigen Spezialisten. Daher pflegen wir ein grosses internationales Netzwerk. Bei einem dieser Manager absolviere ich nun ein zweimonatiges Praktikum. Er ist auf Anlagen in REITs spezialisiert. Ich lerne bei den Treffen mit den Unternehmen viel. Zudem beschäftigen wir uns hier mit Trends im internationalen Immobiliengeschäft und der Bewertung von kommerziellen Immobilien.

Was sind REITs?

Real Estate Investment Trusts (REITs) sind börsenkotierte Immobiliengesellschaften mit spezieller Gesetzgebung. Sie sind v.a. in Asien und den USA verbreitet. REITs investieren in Immobilien aus den Bereichen Büro, Industrie, Logistik, Retail, Wohnen und Datenzentren. Die Rechtsform verpflichtet sie, einen Grossteil ihrer Gewinne (i.d.R. 90%) an die Anleger auszuschütten, dafür profitieren sie im Gegenzug von einer steuerlichen Befreiung auf der Unternehmensebene. Die Gewinnausschüttungen werden daher nur einmal – und zwar beim Anleger – besteuert. Mit dem Kauf eines REIT-Anteils beteiligt man sich an den im Trust gehaltenen Immobilien und erhält als laufende Rendite anteilmässig die Mietzinseinnahmen. Gegenüber Direktanlagen in Immobilien sind REITs aufgrund deren Handelbarkeit an der Börse liquider. Im Vergleich zu Aktien verfügen REITs über höhere Ausschüttungsrenditen und historisch tiefere Schwankungen. Wir investieren u.a. mit unserem Instrument «Reichmuth Himalaja» in asiatische REITs.

Wird das in Ihre Arbeit in Luzern einfließen?

Als Kundenverantwortlicher identifiziere ich mich mit den individuellen Anlagezielen unserer Kunden. Ich bin gefordert und

bestrebt, die Verantwortung optimal wahrzunehmen. Mein derzeitiger Abstecher in die Analyse einer zukunftssträchtigen Anlageklasse gehört dazu. Trotz diesem spannenden Einblick in ein anderes Aufgabengebiet macht mir meine «normale» Aufgabe nach wie vor sehr viel Spass und so freue ich mich, schon bald meine Kunden wiederzusehen.

Was hat Sie bis jetzt in Asien besonders beeindruckt?

Nebst den vielen interessanten Menschen, die ich kennenlernen durfte, bin ich auch nach zwei Monaten noch immer von der «Boomtown» Singapur fasziniert. Die moderne Architektur, Infrastruktur, und der technologische Fortschritt beeindruckten mich stets von Neuem. Auch freue ich mich, den Kontrast zu anderen Regionen in Asien wie z.B. Vietnam zu erleben.

Was ist die Hauptbotschaft, die Sie unseren Kunden geben möchten?

Asien gilt als Wachstumsmotor der Weltwirtschaft. Das sehe ich auch so. Besonders durch die Gespräche vor Ort habe ich miterlebt, wie die Unternehmen in die Zukunft investieren und neue Projekte entwickeln. Eine bedachte Asien-Allokation gehört für mich ganz klar in ein diversifiziertes Anlageportfolio. Vor allem auch, weil die asiatischen Märkte weiterhin mit einem Bewertungsabschlag zu den westlichen Märkten gehandelt werden. Aber auch hier gilt: Qualität vor Quantität!

Wie lange sind Sie noch in Asien?

Ich werde noch bis Anfang Juni in Asien sein. Den Mai nutze ich, um ein Aktienhaus in Ho-Chi-Minh-Stadt zu besuchen und dabei möglichst viel über die schnell wachsende Volkswirtschaft und den Aktienmarkt in Vietnam zu lernen. Danach geht es weiter nach Hong Kong, wo ich unsere beiden Analysten, Patrick Erne und Rolf Rathmayr, auf ihren Managerbesuchen für Reichmuth Himalaja begleite.

Remo Hegglin, 34, Zug, ist Kundenverantwortlicher und seit 9 Jahren bei Reichmuth & Co in Luzern tätig. Nebst Schweizer Privatkunden ist er insbesondere für unsere Kunden in Grossbritannien verantwortlich.



Remo Hegglin,
Kundenverantwortlicher