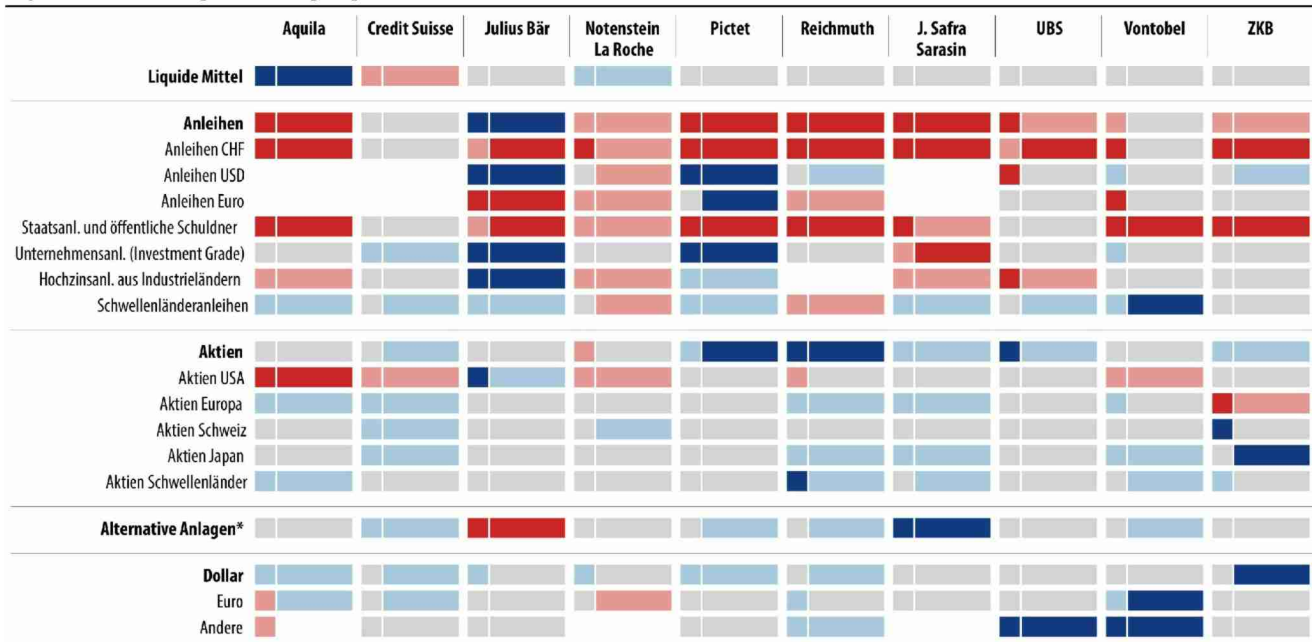


# Die Börsenparty geht weiter

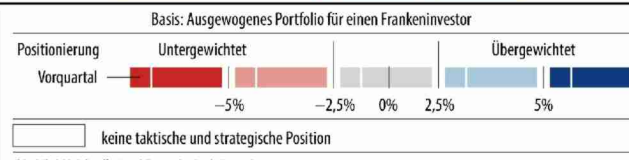
Die von «Finanz und Wirtschaft» befragten Anlageexperten glauben an eine Fortsetzung der Hausse. Den Franken meiden sie.

**Empfohlene Positionierung für einen ausgewogenen Frankeninvestor**

Stand: 05.01.2018



Die Tabelle zeigt die taktische Vermögensaufteilung der teilnehmenden Institute. Je dunkler die Farbe, desto stärker ist die Überzeugung – sowohl positiv wie negativ – für die jeweilige Anlageklasse. Ein dunkelblaues Feld bedeutet ein taktisches Übergewicht von 5% und mehr. Das ist zum Beispiel dann der Fall, wenn die strategische Aktienquote 45% beträgt, die Bank aber 50% oder mehr in Aktien hält. Ein hellblaues Feld zeigt ein Übergewicht zwischen 2,5 und 5% an. Bei den Untergewichten verhält es sich gleich: Dunkelrot ist ein Untergewicht von 5% und mehr, hellrot ein solches zwischen 2,5 und 5%. Grau ist der Bereich dazwischen.



## GREGOR MAST

Die Börsen sind fulminant ins neue Jahr gestartet – und so soll es auch weitergehen. Das zeigt die vierteljährliche Umfrage der «Finanz und Wirtschaft» unter zehn Schweizer Vermögensverwaltern. Drei haben die Aktienquote erhöht. Anleihen werden dagegen gemieden – mit einer Ausnahme: Schwellenländerbonds sind sehr beliebt.

Gefragt werden die Anlageverantwortlichen nach ihrer taktischen Positionierung (vgl. Grafik

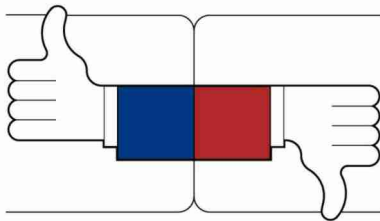
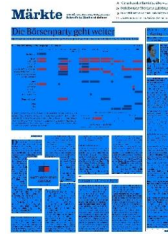
und Glossar). Aus ihren Antworten lassen sich die gegenwärtigen Überzeugungen ablesen. Die Empfehlungen vom Vorquartal sind in der Grafik ebenfalls vermerkt (kleines Quadrat).

Für Aktien spricht die Beschleunigung der globalen Konjunktur bei gleichzeitig verhaltenem Inflationsdruck. «Letzteres ermöglicht den Zentralbanken ein vorsichtiges Vorgehen», sagt Eric Hunzi-

ker von Credit Suisse, die auf den Aktienzug aufgesprungen ist. «Die Unternehmensgewinne steigen», ergänzt Daniel Kalt von UBS, «unterstützt durch die stärkere Konsumnachfrage, die anziehenden Investitionsausgaben und die höheren Rohstoffpreise.»

## US-Aktien sind zu teuer

Auf wenig Gegenliebe stossen US-Aktien. «Andere Regionen bieten mehr Potenzial», gibt Nicolas Peter von Aquila zu bedenken (vgl. Interview rechts). «Der S&P 500 war nur zwei Mal höher bewertet



## ASSET-ALLOCATION-UMFRAGE

Q1 / 2018

als heute: 1929 und 2000», ergänzt er. Zudem straffe die US-Notenbank die Zügel, während die Europäische Zentralbank die Zinsen nicht vor 2019 anheben werde.

Am beliebtesten sind japanische Valoren. Gemäss Dominik Colangelo von der Zürcher Kantonalbank befindet sich das Inselreich im längsten Konjunkturaufschwung seit Mitte der Neunzigerjahre. «Das wird für ein stärkeres Gewinnwachstum sorgen als erwartet», ist er überzeugt. Zudem sei die Bewertung günstig.

Nicht so hoch in der Gunst steht der heimische Aktienmarkt. Nur gerade zwei Institute fahren ein deutliches Übergewicht. Eines ist Notenstein La Roche,

sie hat die Quote angehoben. «Schweizer Unternehmen dürften nicht zu-

letzt vom schwachen Franken profitieren», begründet Matthias

Geissbühler den Schritt.

Das Gros der Umfrageteilnehmer geht von steigenden Zinsen aus, was die Anleihenurse drückt, die sich in die entgegengesetzte Richtung bewegen. Deshalb machen die meisten einen Bogen um die Anlageklasse. Als Gründe werden die Zinserhöhungen der US-Notenbank, das Drosseln der Anleihenkäufe durch die Europäische Zentralbank und ein leichter Anstieg der Inflation aufgeführt.

Gar nicht gefragt sind wegen der Negativzinsen Frankenpapiere. Beliebter sind Anleihen in Dollar. «Die Renditen sind vergleichsweise attraktiv», sagt Christoph Nadler von Julius Bär, die als Einzige auf Obligationen setzt. Wirklich gefragt sind nur Schwellenländeranleihen. Vontobel hat ihre Gewichtung abermals erhöht. Lars Kalbreier setzt auf Bonds in Lokalisierung. Besonders angetan haben es ihm indische Papiere. «Sie bieten eine attraktive Realrendite und profitieren von politischen Reformen», erklärt er.

### Beliebte Alternative

An Beliebtheit gewonnen haben alternative Anlagen. Frank Härtel von J. Safra Sarasin hält Alternative als Anleihenersatz. «Wir setzen auf möglichst unkorrelierte Anlagen.» Dazu zählen marktneutrale Strategien wie Long-Short und Equity Hedged. «Dieses Segment hat im Jahr 2017 deutlich besser abgeschnitten als klassische Regierungsanleihen und dürfte auch 2018 eine Mehrrendite bringen», ist Härtel überzeugt.

Die Gewichtung der Alternativen erhöht haben Pictet, Reichmuth und Vontobel. Kalina Moore von Pictet verweist auf die Normalisierung der Geldpolitik und den erwarteten Anstieg der Volatilität – beides unterstütze entsprechende Hedge-Fund-Strategien.

Wenig gefragt ist derzeit der Franken – zum Euro wie auch zum Dollar. Vontobel hat das Gewicht der Gemeinschaftswährung weiter erhöht. Lars Kalbreier erklärt: «Der Euro hat auf zwölf Monate Potenzial bis 1.20 Fr./€, sofern die EZB ihre Geldpolitik normalisiert und die politischen Risiken in der Eurozone nachlassen.» Reichmuth geht den umgekehrten Weg. «Wir haben nach dem guten Abschneiden den Euro auf neutral zurückgestuft», erklärt Marcel Schnyder. «Dafür sehen wir nach der Korrektur kurzfristig wieder mehr Potenzial im Dollar.»

## Glossar und Lesebeispiel

Ausgangspunkt jeder Vermögensberatung ist das Abklären der Risikofähigkeit und der Renditeerwartung des Investors. Sie definieren die Höhe des optimalen Aktien- und Anleihenanteils. Banken unterscheiden in der Regel zwischen defensiven, ausgewogenen und aggressiven Anlagestrategien. Wie der Name schon suggeriert, **halten sich die beiden Anlageklassen in einem ausgewogenen Mandat ungefähr die Waage.**

Das typische Balanced-Mandat enthält 0 bis 5% liquide Mittel, 30 bis 40% Anleihen, 40 bis 50% Aktien und 10 bis 20% alternative Anlagen wie Hedge Funds oder Private Equity. Diese Vermögensaufteilung wird auch als strategische Allokation bezeichnet. Sie wird

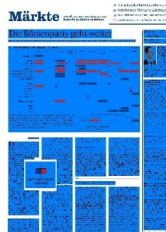
selten und meist nur marginal angepasst.

Hat der Kunde der Bank ein aktives Vermögensverwaltungsmandat erteilt, versucht sie, die Performance der strategischen Allokation durch gezielte Abweichungen zu übertreffen. Schätzt sie beispielsweise die Aussichten für Aktien für die nächsten Monate besser ein als für Anleihen, wird sie ein Übergewicht in Aktien und ein Untergewicht in Anleihen fahren. Diese Abweichungen werden als taktische Vermögensaufteilung bezeichnet.

**Um diese taktischen Abweichungen geht es bei der Umfrage der FuW. Sie zeigt die Überzeugungen der Vermögensverwalter auf einen Blick,** denn je stärker die Überzeugung, desto grösser die Abweichung. Je

höher das Ertragspotenzial einer Anlageklasse eingeschätzt wird, desto grösser fällt auch das Übergewicht aus – und umgekehrt.

In der Tabelle äussern sich die Überzeugungen in der Farbcodierung. Beträgt die strategische Quote für Aktien bspw. 45%, gewichtet der Vermögensverwalter sie aber mit 50% oder mehr, resultiert in der Tabelle ein dunkelblaues Feld. Beträgt die Aktienquote indes 40% oder weniger, wird ein dunkelrotes Feld gezeigt. Ein hellblaues Feld zeigt ein Übergewicht von 2,5 bis 5%, ein hellrotes ein ebenso grosses Untergewicht. Grau ist der neutrale Bereich dazwischen.



## «Nicht auf Zug aufspringen»

Nicolas Peter von Aquila erwartet bald bessere Kaufgelegenheiten.



**Herr Peter, geht die Rekordjagd an den Börsen weiter?**

Wir sind grundsätzlich optimistisch, die Fundamentaldaten stimmen. Die Wirtschaft wächst, die Unternehmensge-

winne steigen. Auf den Zug aufspringen würden wir aber nicht. In den USA beginnt die Quartalsberichtssaison, in Italien stehen Wahlen an. Rücksetzer sind deshalb möglich, und das eröffnet Kaufgelegenheiten.

**Ist es angesichts des starken Kursauftriebs nicht riskant, auf eine Korrektur zu warten?**

Die Investoren sind bereits in Aktien positioniert. Gemäss Umfrage der US-Kleinanlegervereinigung AAII ist die Cashquote vieler Investoren niedriger als vor der Finanzkrise. Das limitiert den Neugeldzufluss in die Aktienmärkte. Zudem hebt die US-Notenbank die Zinsen an, und die Bewertung insbesondere in den USA ist hoch. Das zyklisch adjustierte Kurs-Gewinn-Verhältnis von Robert Shiller für den S&P 500 war nur zwei Mal höher: 1929 und 2000.

**Sind die Zinsschritte nicht eingepreist?**

Wegen des Stimulus durch die Steuerreform gehen wir von vier Zinsschritten des Federal Reserve aus, während der Markt nur zwei Erhöhungen erwartet und das Fed drei angekündigt hat. Zudem hinkt die Volatilität dem Zinszyklus rund eineinhalb Jahre hinterher. Es ist deshalb nur eine Frage der Zeit, bis die Kursschwankungen zunehmen.

**Wie hoch steigen die langen Zinsen?**

Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen könnte Richtung 3% oder leicht höher steigen. Auf diesem Niveau werden Treasuries attraktiv.

**Ist der Zinsdeckel bei 3% erreicht?**

Der neutrale Zins liegt wegen der Demografie tiefer als früher. Der Aufwärtsdruck ist also beschränkt, was auch durch die Verflachung der Zinskurve angedeutet wird. Nach vier Zinsschritten könnte die Luft vorerst draussen sein.

**Warum meiden Sie US-Aktien?**

Der Economic Surprise Index von Citigroup steht auf Höchst – das heisst, die Erwartungen sind hoch. Andere Regionen bieten mehr Potenzial. In der Eurozone überzeugt das Wachstum, das auch die Peripherie erfasst hat. Die Bewertung ist niedriger, die Dynamik höher.

**Europa hat immer wieder enttäuscht – so auch letztes Jahr. Was ist diesmal anders?**

Die Europäische Zentralbank agiert extrem vorsichtig. Sie lässt die Anleihekäufe nur langsam auslaufen und wird die Zinsen nicht vor 2019 erhöhen, während das Fed die Zügel anzieht.

**Sie haben Engagements in Euro angehoben. Ist es dafür nicht etwas spät?**

Unsere Modelle prognostizieren einen Eurokurs von 1.21 Fr./€, vielleicht sogar 1.26 Fr./€. Wir glauben nicht, dass es in Italien zu einem Unfall kommt, und die Schweizerische Nationalbank wird die Zinsen erst nach der EZB erhöhen.

**Lastet der starke Euro nicht auf den Unternehmensgewinnen?**

Das denken wir nicht, denn das Aufwertungspotenzial ist limitiert, und das anziehende Wirtschaftswachstum sollte den stärkeren Euro kompensieren.

**INTERVIEW: GM**