



teiiCO

Vorsorge. Bank. Immobilien.

Marktüberblick

April 2019



*Ein Blick auf die Märkte
und aktuelle Themen*

MARKTÜBERSICHT

Thema 1

Der Frühling kommt: Der Volatilitätsindex erreicht einen Tiefstand, die US-Aktien erhalten weiter Auftrieb.

Seite 02

FIXED INCOME

Thema 2

Das Niedrigzinsumfeld wird zementiert und die Government Bondrenditen sind am Boden.

Seite 03

ALTERNATIVE ANLAGEN

Thema 3

Hedge Funds mit First Loss-Strukturen bieten eine Kapitalgarantie ohne das Risiko von Verlusten. Das dient sowohl dem Investor als auch dem Portfolio Manager.

Seite 04

Marktübersicht: Die ersten zarten Pflänzchen spriessen

Während sich die Weltkonjunktur leicht abkühlt – jedoch nicht in eine Rezession abrutschen sollte – und die politischen Risiken allerorts hoch sind, handelt der Volatilitätsindex auf dem niedrigsten Stand seit März 2018. Schwinden die Sorgen? Steigt die Hoffnung? Konjunkturell sahen wir jedenfalls die ersten zarten Pflänzchen spriessen. In den vergangenen Wochen haben zwar sowohl die Ökonomen der OECD als auch ihre Kollegen bei der Europäischen Zentralbank (EZB) die Wachstums- und Inflationsprognosen deutlich gesenkt. Der Handel und die Produktion im verarbeitenden Gewerbe sind unter Druck, doch es gibt durchaus Sektoren, die gut abschneiden. In zahlreichen Ländern, darunter die USA, Grossbritannien, Deutschland und Japan, liegen die Arbeitslosenquoten auf oder nahe dem niedrigsten Stand seit Jahrzehnten. Und die wirtschaftlich fundamentalen Daten sind nach wie vor solide. Wie schon erwähnt, sollten aber die politischen Risiken nicht vergessen werden: Trumps Handelskrieg, Hard-Brexit und andere politische Unfälle wie in Italien oder Frankreich.

Auch die US-Aktien spüren den Frühling

In den letzten Tagen gaben positive Signale im Zollstreit zwischen den USA und China der Wallstreet und auch dem Schweizer Aktienmarkt weiter Auftrieb. Aber die US-Aktien stossen nach dem stärksten Jahresstart seit vier Jahrzehnten an wichtige Widerstandslinien. Nichtsdestotrotz zeigen die Trendindikatoren der Börsen weiterhin aufwärts: Die amerikanische Advance/Dcline-Linie erreichte ein neues historisches Hoch. Dies macht deutlich, dass der Aufschwung vom breiten US-Markt getragen wird, nicht nur von wenigen Titeln wie den zuletzt wieder gestiegenen Technologieaktien. Das ist ein sehr gutes Zeichen. Dass die Indizes weiterhin neue Höchstkurse erreichen werden, ist allerdings angesichts technischer Widerstände eher unwahrscheinlich. Am besten stehen die Chancen dazu im späteren Frühjahr – besonders dann, wenn Trump und Notenbank-Chef Powell keine grossen Fehler machen.

Aktien erholen sich weiter

Im Februar setzte sich die starke Erholung der Aktienmärkte vom Vormonat fort, sodass die Bewertungen mittlerweile wieder auf fairen Niveaus angelangt sind. Ende 2018 kämpften wir noch mit einer klaren Baisse, die durch eine Reihe von Befürchtungen (mögliche Rezession, Handelskonflikt, Brexit- und Zinserhöhungen der FED) ausgelöst wurden. Inzwischen sind die Sorgen abgeklungen, die Kurse an den globalen Aktienmärkten seit dem 1. Januar zwischen 9 – 11% gestiegen. Der Chinesische Index CSI 300 stieg sogar um rund 22%.

Fixed Income: Niedrigzinsumfeld wird zementiert

Die EZB hat die Leitzinsen unverändert gelassen, gleichzeitig aber ihre „Guidances“ für Inflation und Wirtschaftswachstum reduziert. Die Zinsen sollen nun zumindest bis Ende 2019 unverändert bleiben. Zudem kündigte sie die Ausgabe von neuen langfristigen Refinanzierungsinstrumenten für Banken (TLTRO-III) an. Diese starten ab September 2019 und dauern bis März 2021. Sie haben eine Laufzeit von jeweils 2 Jahren. Damit hat die EZB auf ihre schlechteren Wachstums- und Inflationsprognosen reagiert. Die Investoren reagierten ihrerseits auf das Massnahmenbündel – mit einem Sell-Off von Risikoanlagen. Dies liess die Renditen der Staatsanleihen zurückgehen, womit das Niedrigzinsumfeld zementiert sein dürfte. Das kommt vor allem der Peripherie zugute: Der Spread zwischen den italienischen BTP und deutschen Bund verengte sich bis auf 240 Basispunkte. Im Hinblick auf die Bewegung der BTPs sollte die italienische Politik nicht aus den Augen verloren werden. Ob die Outperformance der Peripherie in dem Masse anhält, ist jedoch zu bezweifeln. Mit einer deutlichen Abschwächung des Wachstums dürfte das Thema langfristige Schuldentragfähigkeit an Bedeutung gewinnen, obwohl die niedrigen absoluten Renditen für eine starke Entlastung der fiskalischen Situation sorgen. Die Ratingagentur S&P liess diesen Monat das Rating Italiens unverändert, hat aber das Rating Portugals um einen Notch auf BBB angehoben. Als Begründung wurde unter anderem die sich sukzessive verbessernde fiskalische Position des Landes genannt. Die Erhöhung der Bonitätseinstufung erfolgte relativ schnell, denn S&P Global hatte das Rating Portugals erst am 14. September 2018 mit einem positiven Ausblick versehen.

Auch FED korrigiert nach unten

Die FED hat bei ihrer monatlichen Sitzung ihre „dovische“ (akkomodative) Geldpolitik bekräftigt. Die US-Notenbanker gehen von einer längeren Zinspause aus. Für dieses Jahr erwarten sie aktuell keine Zinserhöhung mehr, denkbar ist lediglich eine Anhebung im Jahr 2020. Die Notenbanker haben bei dieser Gelegenheit früher als bislang erwartet auch ihre Pläne für ein Ende des Bilanzabbaus konkretisiert. Darüber hinaus hat die FED die Inflationsprognose für 2019 von 1.9% auf 1.8% reduziert. Das BIP-Wachstum für 2019 wurde ebenfalls nach unten revidiert, und zwar von 2.3% auf 2.1%.

Renditen der Government Bonds am Boden

Die Renditen der Government Bonds sind am Monatsende auf ihren historischen Tiefstand gesunken. Die jüngsten Ankündigungen der EZB bestärken die Marktteilnehmer in ihrer Einschätzung, dass in diesem Konjunkturzyklus nicht mehr mit nennenswerten Leitzinserhöhungen zu rechnen ist. Eine Gegenbewegung und eine wieder steiler werdende Zinskurve setzt zum einen voraus, dass das Wachstum wieder ausreichend Fahrt aufnimmt, um auch die Inflation zunehmen zu lassen. Zum anderen müssten Unsicherheiten, insbesondere im Zusammenhang mit den globalen Handelskonflikten und dem Brexit, nachhaltig zurückgehen, um die Flucht in risikoarme Asset-Klassen umzukehren. Die als sicher geltenden deutschen Anleihen profitierten zusätzlich von der etwas gestiegenen Verunsicherung. Starke Impulse aus den Konjunkturdaten

gab es ansonsten nicht. Deshalb dürften sich die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen erst im späteren Jahresverlauf nach oben bewegen. In dieser Konstellation würden wir einen geringeren Renditeanstieg langlaufender Bundesanleihen und „Eidgenossen“ erwarten. Vor dem Hintergrund der Wachstumsbedenken werden wohl zyklische Unternehmensanleihen dem breiteren Bondmarkt weiterhin hinterherhinken.

First Loss: Hedge Funds mit Kapitalgarantie

Hedge Funds unterscheiden sich in verschiedene Dimensionen von traditionellen Anlageformen: Eine flexiblere Strategie, die Art und Weise des Risikomanagements oder auch ein Gebührenmodell, das eine bessere Interessenangleichung zwischen Investor und Manager sicherstellen soll. Bezüglich letzterer Dimension wird bei Hedge Funds nach wie vor häufig von „2 and 20“ gesprochen, d.h. der Manager erhält eine fixe jährliche Gebühr (2% des verwalteten Vermögens) sowie eine variable Vergütung (20% des jährlichen Gewinnes). Während diese Form – mit unterschiedlichen prozentualen Ansätzen – immer noch weit verbreitet ist, bieten sich dem Hedge Fund-Investor eine ganze Palette an alternativen, innovativen Vergütungsformen. Ein Beispiel sind sogenannte First Loss-Strukturen („FL“).

Eine Kautio für Verluste

Auf den ersten Blick funktionieren FL-Manager ähnlich einem Fund-of-Funds oder einem Multi-Strategie Fund. Der FL-Manager sucht vielversprechende (externe) Portfolio Manager oder bestehende Funds aus und stellt daraus ein Portfolio zusammen. Der grosse und entscheidende Unterschied zu traditionellen Fund-of-Funds ist jedoch die Vergütungsform für diese externen Allokationen: Ein Portfolio Manager (oder Funds), der ein Investment eines FL-Managers erhält, verpflichtet sich, die ersten 10% eines potenziellen Verlustes in seiner Strategie (First Loss) vollständig selber zu tragen. Im Gegenzug erhält er einen höheren Anteil des potenziellen Gewinns als die sonst üblichen 20%. In der Praxis sieht eine typische Struktur folgendermassen aus: Ein externer Portfolio Manager erhält vom FL-Manager eine Allokation von USD 10 Millionen (typischerweise definiert als „Summe aller Long- und Short-Positionen“). Als Sicherheit für diese Allokation und um zukünftige Verluste zu decken, hinterlegt der Portfolio Manager eine Art Kautio von USD 1 Million (10%), auf die lediglich der FL-Manager Zugriff hat. Falls die Strategie nun Verluste erwirtschaftet, werden diese vollständig von dieser Kautio gedeckt und der Investor bzw. der FL-Manager wird komplett schadlos gehalten, d.h. er trägt keine Verluste mit. Als Gegenleistung erhält der Portfolio Manager 50% der Gewinne, die seine Strategie abwirft, aber keine fixe Managementgebühr. Um ein reibungsloses Risikomanagement zu gewährleisten und Verluste für den FL-Manager bzw. den Investor zu verhindern, wird bei solchen Strukturen auch immer ein Stop-Loss eingebaut: Falls die hinterlegte Kautio wegen Verlusten auf unter 50% der ursprünglichen Summe fällt (d.h. 5% Verlust für die Strategie), muss der Portfolio Manager diese wieder bis zu einem gewissen Grad mit neuem, eigenem Geld auffüllen oder seine Allokation wird vollständig liquidiert.

Nur Gewinne für den Investor

Eine adäquate Überwachung und Ausführung vorausgesetzt, bietet sich dem Investor ein überaus attraktives, asymmetrisches Bild: Für eine kleine Gebühr (Management Fees für FL-Manager sind signifikant tiefer als „typische“ Hedge-Fund-Gebühren) partizipiert er ausschliesslich an den Gewinnen der jeweiligen unterliegenden Strategien, keinesfalls aber an den Verlusten; diese werden vollständig von den jeweiligen Portfolio Managern getragen. Das bei traditionellen Fund-of-Funds Investments für den Investor häufig sehr teure „Netting“ (auf Gewinnen wird eine variable Vergütung bezahlt und der verbleibende Betrag wird von Verlusten in anderen Strategien teilweise kompensiert) wird somit bei First Loss-Strukturen eliminiert. Das Upside-Potenzial ist zwar aufgrund der höheren variablen Vergütung an den Portfolio Manager etwas geringer als bei traditionellen Investments, doch kommt dieses ohne investitionsseitiges Verlustrisiko.

Auch der Portfolio Manager profitiert

FL-Strukturen bieten aber nicht nur für den Investor Vorteile, sondern auch für den jeweiligen Portfolio Manager: Er erhält zwar keine fixe Managementgebühr, doch kann er einen höheren Anteil der Gewinne für sich zu behalten. Solche Strukturen sind somit v.a. für Portfolio Manager interessant, die (noch) keine Ressourcen haben, um eine grosse Anzahl externer Investoren zu finden, aber trotzdem einen Track Record und eine gewisse Assetbasis ausweisen möchten. Aber auch für etablierte Fonds, die skalierbare und/oder hohe Sharpe Ratio-Strategien anbieten, sind solche FL-Allokationen interessant, da diese auf ihrer Seite keine zusätzlichen Fixkosten verursachen und das eigene Verlustrisiko begrenzt ist.

Aktienmärkte	Stand 31. März	% März	% YTD
MSCI AC World	250.15	0.80	12.18
SMI	8'429.30	0.70	12.44
SPI	9'830.06	2.16	14.36
DAX	10'558.96	-0.65	9.16
EuroStoxx 50	3'351.71	1.20	11.67
EuroStoxx 600 Price Index	379.09	1.30	12.27
FTSE 100	7'279.19	2.43	8.19
DOW Transportation	10'407.96	-0.52	13.50
S&P 500	2'834.40	1.10	13.07
NASDAQ 100	7'378.77	3.18	16.57
Shenzen-Shanghai CSI300	3'010.65	3.27	28.62
Emerging Market	1'058.13	0.63	9.56
Nikkei	20'014.77	-1.84	5.95
Volatilität	13.71	1.03	-46.07

Rohstoffe	Stand 28.Feb	% März	% YTD
WTI-CrudeOil	60.14	7.78	32.44
Brent Oil	68.39	5.10	27.12
ThomReuters /JefferiesCRB	183.75	1.24	8.22
Gold	1'292.38	-0.08	0.77

LIBOR	Stand 31. März	% März	% YTD
Libor 6M CHF	-0.63	2.75	0.28
Euribor 6M	-0.31	-2.64	-0.75
Libor 6M USD	2.66	-0.84	-7.52

Alternative Investments	Stand 31. März	% März	% YTD
S&P Leveraged Loan TR Index	2'924.45	-0.22	3.96
Swiss RE Cat Bond TR Index	330.32	0.06	1.58
HFRX Global Hedge Fund Index	1'220.76	-0.32	2.60

Währungen	Stand 31. März	% März	% YTD
EUR/USD	1.1218	-1.29	-2.17
USD/CHF	0.9952	-0.41	1.33
USD/JPY	110.8600	-0.92	1.07
EUR/CHF	1.1164	-1.72	-0.82
GBP/CHF	1.2970	-1.71	3.57
CAD/CHF	0.7455	-0.81	3.48
AUD/CHF	0.7063	-0.16	1.74
JPY/CHF	0.8979	0.58	0.21
BRL/CHF	0.2540	-4.15	0.40
CNY/CHF	0.1483	-0.47	3.92
INR/CHF	0.0143	1.42	1.42
RUB/CHF	0.0151	-0.13	6.69
TRY/CHF	0.1784	-4.01	-3.86
ZAR/CHF	0.0686	-2.28	0.44

Länder / BIP	%Q3 18	% Q4 18	% Q1 19	% Q2 19	% Q3 19	% Q4 19	% 2018	% 2019	% 2020
USA	3.50	2.60	1.50	2.64	2.30	2.09	2.90	2.40	1.90
Euro Area	1.70	1.15	1.10	1.10	1.30	1.40	1.80	1.20	1.40
Japan	-1.20	1.40	0.30	1.45	2.15	-2.30	0.70	0.70	0.50
China	6.50	6.40	6.23	6.20	6.20	6.20	6.60	6.20	6.00
Schweiz	2.90	1.90	1.05	0.80	1.40	1.55	2.60	1.30	1.60

Länder / CPI	%Q3 18	% Q4 18	% Q1 19	% Q2 19	% Q3 19	% Q4 19	% 2018	% 2019	% 2020
USA	2.60	2.20	1.66	1.77	1.89	2.10	2.40	1.90	2.19
Euro Zone	2.10	1.90	1.50	1.30	1.20	1.30	1.70	1.40	1.50
Japan	1.10	1.00	0.40	0.70	0.50	1.10	1.00	0.90	1.25
China	2.20	2.40	1.80	2.10	2.05	2.00	2.10	2.05	2.20
Schweiz	1.10	1.00	0.60	0.50	0.50	0.70	0.90	0.70	1.00

Zisen	Stand 31. März	in bps März	in bps YTD
10j. USD (Swap)	2.41	-35.14	-30.00
10j. EUR (Swap)	0.47	-23.50	-34.00
10j. UK (Swap)	1.20	-29.10	-22.70
10j. CHF (Swap)	0.02	-24.25	-28.00

Bonds	Stand 31. März	in bps März	in bps YTD
US Govt 10Y	2.41	-34.90	-27.92
GER Govt 10Y	-0.07	-25.39	-31.01
Swiss Govt 10Y	-0.41	-15.45	-12.91
UK Govt 10Y	1.00	-29.79	-27.80
IT Govt 10Y	2.49	-24.42	-25.30
ESP Govt 10Y	1.09	-10.18	-31.99

Generic iTRAXX	Stand 31. März	in bps März	in bps YTD
Europe Main	65.08	2.23	-22.29
Finl Sen	79.49	3.72	-29.04
Finl Sub	228.39	5.72	-67.33
X-Over	269.18	-10.89	-83.52

Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument wurde von der Tellco AG (nachfolgende „Tellco“) mit nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Tellco gibt jedoch keine Gewähr hinsichtlich dessen Inhalt und Vollständigkeit und lehnt jede Haftung für Verluste ab, die sich aus der Verwendung dieser Informationen ergeben. Die in diesem Monatsbericht enthaltenen Aussagen der Tellco können sich jederzeit und ohne Mitteilung ändern. Ist nichts anderes vermerkt, sind alle Zahlen und Angaben ungeprüft. Die vorliegende Publikation dient lediglich der Information und stellt keine Anlageempfehlung oder Anlageberatung noch eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder Bankdienstleistungen dar und ersetzt nicht die vor jeder Kaufentscheidung notwendige qualifizierte Beratung, insbesondere auch bezüglich aller damit verbundenen Risiken. Dieses Dokument darf ohne schriftliche Genehmigung Tellcos weder auszugsweise noch vollständig vervielfältigt werden. Es richtet sich ausdrücklich nicht an Personen, deren Nationalität oder Wohnsitz den Zugang zu solchen Informationen aufgrund der geltenden Gesetzgebung verbieten.

Tellco AG

Bahnhofstrasse 4, Postfach 713, CH-6431 Schwyz

t: +41 58 442 12 91, info@tellco.ch, www.tellco.ch