



# teIICO

Vorsorge. Bank. Immobilien.

## *Marktüberblick*

Dezember 2018



*Ein Blick auf die Märkte  
und aktuelle Themen*

### **MARKTÜBERSICHT**

#### Thema 1

Die EZB-Zinserhöhung wird nach hinten geschoben, Italien sinkt weiter und die Credit Spreads erleben ein Comeback.

Seite 02

### **AKTIEN**

#### Thema 2

Der Handelskonflikt weitet sich aus, aber die Aktienmärkte könnten sich zum Jahresende hin ein wenig erholen.

Seite 03

### **ALTERNATIVE ANLAGEN**

#### Thema 3

Was versteht man eigentlich unter Hedge Funds? Hier werden oft Äpfel mit Birnen verglichen. Wir zeigen, wie man es besser macht.

Seite 04

## Marktübersicht: Anhaltend hohe politische Risiken

Enttäuschende Konjunkturdaten aus Deutschland konnten den Bundesanleihen keinen stärkeren Auftrieb verleihen: Im dritten Quartal ist die Wirtschaftsleistung erstmals seit Anfang 2015 wieder gesunken. Ausserdem war der Rückgang des Bruttoinlandsproduktes im Quartalsvergleich etwas stärker als erwartet ausgefallen. Die Rendite der 10-jährigen Bunds ist leicht unter die 0,4 Prozent gefallen. Im Hinblick auf die inzwischen nachgebenden Aktienmärkte ist der Renditerückgang ebenso überschaubar wie die Spread-Ausweitung von BTPs gegenüber den Bunds. Die 10-jährigen Bundrenditen loten die Untergrenze aus, da die Sicherheitsnachfrage zunimmt und EZB-Zinserhöhungen nach hinten geschoben werden.

### Italien sinkt tiefer

Die Bondmärkte zeigen sich weiter nervös, sodass sich BTP-Spreads gegenüber Bunds wieder um etwa 300 Bps geweitet haben. Die Nachrichten- und die Datenlage deuten auf anhaltend hohe politische Risiken hin. Dies ist besonders heikel, da das Risiko einer Flucht ausländischer Investoren noch immer real ist. Ausländische Investoren waren auch im November wieder Netto-Verkäufer italienischer Anleihen. Selbst der italienische Haushaltswächter sieht es als ambitioniert an, ein Wirtschaftswachstum von 1,5 Prozent im kommenden Jahr zu erreichen. Zugleich geht er von einem Haushaltsdefizit gemessen am Bruttoinlandsprodukt von 2,6 Prozent aus, während die Regierung gemäss eingereichter Planung 2,4 Prozent erwartet. Nutzniesser dieser unübersichtlichen Lage, die von einem "bear flattening" der italienischen Zinskurve (steigende Zinsen kombiniert mit einer flacher werdenden Zinskurve für langfristige Laufzeiten) begleitet wird, sind vor allem die Staatsanleihen der Kernländer. Bei den Budget-Verhandlungen zwischen Italien und der EU-Kommission gibt es hingegen keine Gemeinsamkeiten: Die Kommission erachtet, genauso wie der IWF in seiner veröffentlichten Länderbeurteilung, die Wachstumserwartungen der italienischen Regierung als zu optimistisch. Diese hält jedoch an ihren Annahmen fest und provoziert damit die Eröffnung eines Defizitverfahrens. Die Regierung hält die geplante Defizitenausweitung für unerlässlich, um das Wachstum anzukurbeln. Allerdings hat man wohl die Chance dafür bereits vertan. Die Risikoprämie für italienische Staatsanleihen dürfte für längere Zeit auf einem erhöhten Niveau bleiben, was sich negativ auf die Wachstumsdynamik auswirken wird. Zudem sind die Instrumente der Regierung wenig zielführend. Ein Aufholspurt der italienischen Wirtschaft ist damit nicht in Sicht.

### Credit Spreads erreichen Niveau von Mitte 2016

Im Gegenzug sank die Eidgenossen-Rendite bei einer Laufzeit von zehn Jahren nur noch vergleichsweise leicht um 0,10 Prozentpunkte auf -0,11 Prozent. Die anhaltende Risikoaversion unter Investoren hat dazu geführt, dass diesen Monat praktisch keine Emission von Anleihen am Primärmarkt stattfand. Sowohl im Senior- als auch im Sub-Segment haben die Credit Spreads ein Niveau erreicht wie zuletzt Mitte 2016. Nach einer mehr als zweijährigen „Dürrephase“ werfen die gegenwärtigen Bewertungen die Frage auf, wann die Zeit für den Wiedereinstieg und mehr Risiko gekommen ist. Vor allem, wenn erwartet wird, dass sich das

Wachstum stabilisiert und sich die temporäre Schwächehypothese bestätigt. Dennoch halten wir den Zeitpunkt für eine Risikoerhöhung noch für verfrüht. Denn zum einen sehen wir noch keine überzeugenden Anzeichen dafür, dass der Ausverkauf von Risikoanlagen zum Erliegen gekommen ist. Zum anderen ist schon fast der Dezember angebrochen, heisst, dass demnächst die Jahresultimo-Dynamik zum Tragen kommt. Wir halten bis Ende Jahr an unserer defensiven Positionierung in Corporate-Sektoren fest.

## **Aktien: Handelskonflikt weitet sich aus**

Die Bilanzsaison für das 3. Quartal 2018 läuft aus. Bislang haben sich die Gewinne im S&P 500 gut behauptet: Die Gewinne je Aktie stiegen um 27% gegenüber dem Vorjahr, da die Unternehmen weiterhin von den Steuersenkungen profitieren. Aber die Besorgnis über die potenziellen Folgen der Einfuhrzölle wächst: Die Unternehmensgewinne würden wahrscheinlich unter höheren Zöllen leiden. Die weltweiten Handelskonflikte haben dieses Jahr für erhebliche Marktbullen gesorgt. Im Mittelpunkt stand da in erster Linie China, gefolgt von Europa. Anfangs Dezember wird es noch Gespräche zwischen den USA und China auf höchster Regierungsebene geben – sie könnten wichtige Anhaltspunkte dafür liefern, ob der Streit um den Welthandel in den nächsten Quartalen beigelegt wird oder weiter eskaliert.

## **Weltweite Konjunktur bremst ab**

Vorerst weitet sich der Handelskonflikt aus, die Auswirkungen werden allmählich konkreter. Rund 2,5% der globalen Importe sind bereits betroffen, und bei einer weltweiten Konjunkturverlangsamung geraten stark vom Handel abhängige Länder stärker unter Druck. Der jüngste, weltweite Rückgang der Exportorders für Güter des verarbeitenden Gewerbes deutet auf weiteren Gegenwind hin. Die Verlangsamung ist eine der Ursachen für den Ölpreisrückgang, daneben sind aber auch die höhere OPEC-Förderung im Vorfeld von Sanktionen gegen den Iran, überraschende Ausnahmen von den Sanktionen, steigende US-Lagerbestände, eine höhere US-Förderung sowie der stärkere US-Dollar zu nennen. Aus ökonomischer Sicht dämpfen niedrigere Ölpreise die Inflation und die Investitionen im Energiesektor und stützen damit die Konsumausgaben. Doch bei der OPEC-Sitzung am 6. Dezember könnte es um Förderkürzungen gehen.

## **Neues Gleichgewicht zwischen Konjunktur und Zinsen**

Die aktuellen Turbulenzen an den Aktienmärkten mit dem Test der Oktober-Tiefs, sind im Gegensatz zum vergangenen Januar keine reine markttechnische Korrektur, sondern eine Anpassung der Märkte an ein neues Gleichgewicht zwischen etwas weniger Konjunkturwachstum und gleichzeitig höheren Zinsen. Derartige Anpassungen sind zeitlich etwas schwieriger einzugrenzen als technische Marktkorrekturen. Eine langfristige Baisse oder Rezession ist aber zumindest im Augenblick nicht wahrscheinlich. Bei etwas besseren monetären Perspektiven ist eine markttechnische US-Aktienmarkterholung bis Jahresende nach wie vor möglich. Zwar zeigen viele technische Indikatoren keinen Extrem-Pessimismus, aber doch so grosse Vorsicht, dass der sonst übliche Saisonrhythmus mit etwas freundlicheren

Kursen nach Thanksgiving realistisch erscheint. Die Europäischen Aktien steuern auf ihr schlechtestes Jahr seit 2011 zu, was zum Teil auf den von US-Präsident Donald Trump ausgelösten Handelskonflikt zurückzuführen ist.

## Alternative Anlagen: Es gibt keine Hedge Funds

Was ist die Definition von Hedge Funds? Einige heben den Einsatz von Absicherungsstrategien (Hedge) als gemeinsames Merkmal hervor, andere die Verwendung von Fremdkapital (Leverage) und nicht wenige definieren Hedge Funds an der Art ihrer Gebührenstruktur, die typischerweise eine fixe und eine gewinnabhängige Komponente beinhaltet. Ungeachtet der genauen Definition fassen die meisten Investoren alle Hedge Funds in einer Asset-Klasse zusammen und weisen ihr eine separate Allokation mit einem Benchmark zu. Wir glauben, dass diese Sichtweise nicht den realen Gegebenheiten entspricht und deshalb zu einem suboptimalen Einsatz der verschiedenen Strategien innerhalb dieser Gruppe führt.

### Äpfel nicht mit Birnen vergleichen

Eine Asset-Klasse ist definiert als eine Gruppe Anlagen mit gleichen oder zumindest ähnlichen Charakteristiken in Bezug auf gängige Marktkräfte wie Zinsen, Wachstum oder dem Verhalten gegenüber dem Aktienmarkt. Diese gemeinsamen Charakteristiken sind unabdingbar für die Festlegung von zukünftigen Renditeerwartungen und sinnvollen Benchmarks. Die Definition von Hedge Funds als Asset Klasse setzt also implizit voraus, dass sich alle Strategien innerhalb dieser Klasse ähnlich verhalten, wenn z.B. die Zinsen steigen oder der Aktienmarkt auf breiter Front steigt, bzw. dass sich alle Strategien komplett unabhängig davon bewegen. Ausserdem impliziert diese Vorgehensweise, dass für alle Strategien der gleiche Benchmark herbeigezogen werden kann. Bei der näheren Betrachtung der verschiedenen Strategien, die gemeinhin als Hedge Funds gelten, zeigt sich jedoch schnell, dass die Bedingungen für eine Asset Klasse bei weitem nicht erfüllt sind, wie zum Beispiel der Vergleich der Strategien „Equity Long/Short“ und „Global Macro“ zeigt.

- Equity Long/Short: Diese Strategien investieren (fast) ausschliesslich in Aktien und weisen deshalb eine hohe Abhängigkeit zum Verhalten der Aktienmärkte auf. Im Idealfall rentieren sie über lange Frist besser als ein einfaches Indexinvestment, aber im Allgemeinen halten diese Fonds eine konsistente Netto Long Position in Aktien. In Jahren wie 2008 erleiden solche Strategien mit einer Wahrscheinlichkeit von >90% Verluste, aber in steigenden Märkten erhalten sie entsprechend Rückenwind. Ein sinnvoller Benchmark für solche Strategien sollte deshalb zwingend eine Aktienmarkt-Komponente beinhalten und ein Investor muss die Renditeerwartungen für ein solches Investment abhängig machen von seinen Erwartungen der zukünftigen Aktienrenditen.
- Global Macro: Diese Strategien investieren in verschiedene Instrumente (Währungen, Zinsen, Kredit, Aktien, Rohstoffe) und können sowohl Long als auch Short Positionen einnehmen. So können sie zwar zu einem gewissen Zeitpunkt oder über eine kurze Zeit direktionale Positionen in einzelnen Märkten halten (und somit eine Abhängigkeit

gegenüber diesen aufweisen), doch längerfristig sollten diese Strategien keinerlei Abhängigkeiten zu anderen – generischen – Asset-Klassen aufweisen. Ein Benchmark für solche Strategien darf deshalb keinerlei Marktkomponenten enthalten und darf durchaus als absolute Zahl oder als absolute Überrendite über dem risikofreien Zinssatz definiert werden.

### Strategien genau definieren

Die Aufzählung könnte noch beliebig weitergeführt werden, aber die Aussage bleibt: Ohne genauer zu spezifizieren, welche Strategien mit „Hedge Funds“ gemeint sind, bleibt jeder Versuch, sinnvolle Rendite- und Risikoerwartungen an ein Portfolio zu formulieren ein hoffnungsloses Unterfangen. In der Vergangenheit wurde trotzdem häufig ein Aktienindex als Vergleich für alle Strategien gewählt, um dann in starken Aktienjahren Schlussfolgerungen zu treffen wie: „Hedge Funds haben underperformat“. Diese Konklusion mag zwar für einige Strategien akkurat sein (z.B. Equity Long/Short), für andere wiederum ist es eine Nullaussage (z.B. Global Macro), weil ihr Portfolio nichts oder nur im Entferntesten mit Aktien zu tun hat (Abbildung 1).

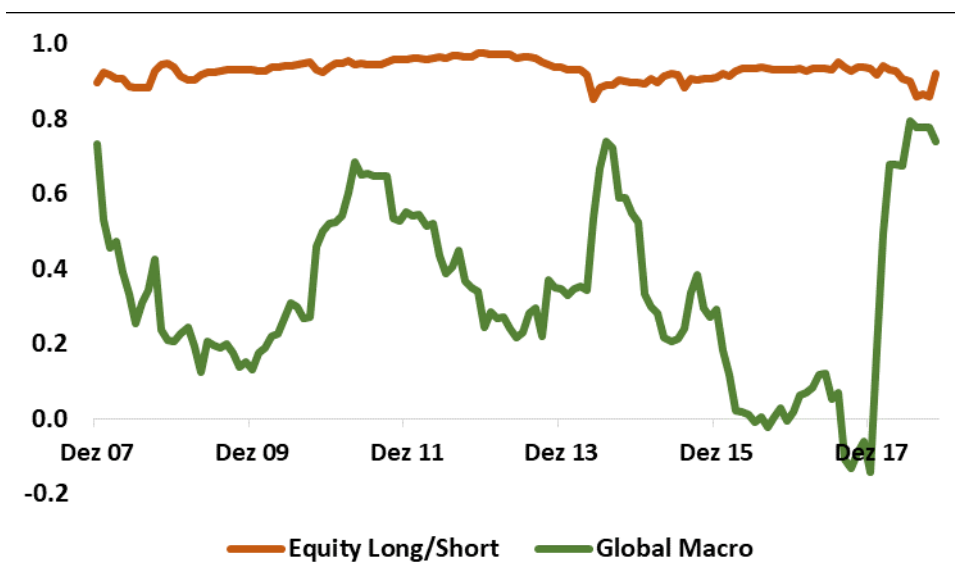


Abbildung 1: Rollende Korrelation (2-Jahre) gegenüber Aktien (MSCI World)

Diese Handhabe der Investoren erstaunt umso mehr, weil an anderen Orten sehr wohl granular unterschieden wird und z.B. eine Aktienallokation unterteilt wird in „Aktien Schweiz“, „Aktien Europa“, „Aktien USA“ oder sogar noch weiter in „Aktien USA Large Cap“, „Aktien USA Mid Cap“, etc. All diese Klassen haben jedoch viel mehr Gemeinsamkeiten als zwei zufällig ausgewählte „Hedge Funds“. Investoren müssen deshalb genau wissen, was sich in ihrem Portfolio unter dem Namen „Hedge Funds“ verbirgt – oder noch besser, sie fassen Investitionen mit ähnlichen Charakteristiken zu einer eigenen Asset Klasse zusammen, die dann entsprechend z.B. „Alternative Aktien“, „Alternative Kredit“ oder eben „Absolute Return“ hiessen und gemäss den Bedürfnissen des einzelnen Investors eingesetzt werden können.



### Investitionen mit ähnlichen Charakteristiken zusammenfassen

Diesen Ansatz haben wir umgesetzt und investieren ausschliesslich in Zielfonds, die keinerlei konsistente Abhängigkeiten (und somit Risiken) zu gängigen Märkten, insbesondere Aktien, aufweisen (Abbildung 2). Somit können wir diese Fonds in einem Portfolio mit dem Attribut „Absolute Return“ zusammenfassen. Beim Festlegen der Renditeerwartung können wir nun für alle Investitionen bzw. das Portfolio als Gesamtes den gleichen, sinnvollen Masstab anwenden, d.h. eine absolute Zahl ohne Abhängigkeit zu den Aktienmärkten oder anderen Parametern.

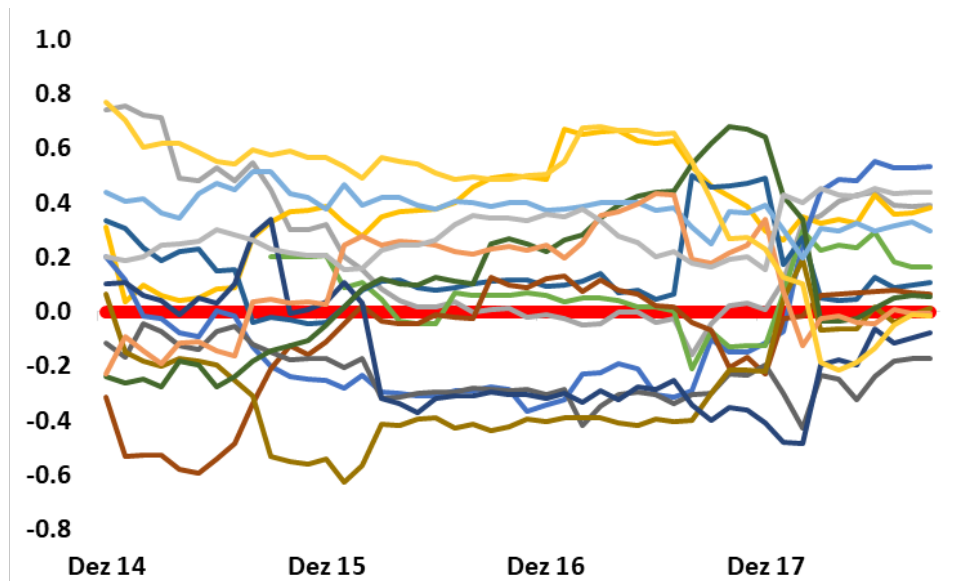


Abbildung 1: Rollende Korrelation (2-Jahre) der Telco Zielfonds gegenüber Aktien (MSCI World)

Die Hedge Fund Industrie offeriert eine breite Palette von Strategien und Zielfonds, die je nach Bedarf des Investors eingesetzt werden können, aber so etwas wie „die Hedge Funds“ als Sammelbegriff im Sinne einer homogenen Asset Klasse gibt es nicht!

<b>Aktienmärkte</b>	Stand 30. November	% November	% YTD
MSCI AC World	239.90	1.46	-2.55
SMI	9'037.76	0.17	-3.67
SPI	10'540.95	-0.89	-1.96
DAX	11'257.24	-1.66	-12.85
EuroStoxx 50	3'173.13	-0.76	-9.44
EuroStoxx 600 Price Index	357.49	-1.14	-8.14
FTSE 100	6'980.24	-2.07	-9.20
DOW Transportation	10'820.20	6.17	1.96
S&P 500	2'760.17	1.79	3.24
NASDAQ 100	6'949.01	-0.26	8.64
Shenzen-Shanghai CSI300	3'172.69	0.60	-21.29
Emerging Market	994.72	4.06	-14.13
Nikkei	22'351.06	1.96	-1.82
Volatilität	18.07	-14.88	63.68

<b>Rohstoffe</b>	Stand 30. November	% November	% YTD
WTI-CrudeOil	50.93	-22.02	-15.71
Brent Oil	58.71	-22.21	-12.20
ThomReuters /JefferiesCRB	181.74	-4.83	-6.26
Gold	1'220.52	0.47	-6.32

<b>LIBOR</b>	Stand 30. November	% November	% YTD
Libor 6M CHF	-0.67	-0.45	-3.32
Euribor 6M	-0.33	-1.01	-1.45
Libor 6M USD	2.89	3.37	57.57

<b>Alternative Investments</b>	Stand 30. November	% November	% YTD
S&P Leveraged Loan TR Index	2'886.46	-0.90	3.06
ILS Advisers Index	-	0.00	0.72
Swiss RE Cat Bond TR Index	327.07	-0.94	3.41
HFRX Global Hedge Fund Index	1'213.22	-0.62	-4.89

<b>Währungen</b>	Stand 30. November	% November	% YTD
EUR/USD	1.1317	0.04	-5.73
USD/CHF	0.9979	-1.05	2.42
USD/JPY	113.5700	0.56	0.78
EUR/CHF	1.1309	-0.88	-3.37
GBP/CHF	1.2728	-1.13	-3.34
CAD/CHF	0.7506	-2.07	-3.27
AUD/CHF	0.7288	2.17	-4.23
JPY/CHF	0.8801	-1.43	1.79
BRL/CHF	0.2580	-4.80	-12.24
CNY/CHF	0.1436	-0.69	-4.07
INR/CHF	0.0143	5.15	-6.54
RUB/CHF	0.0149	-2.68	-11.83
TRY/CHF	0.1915	6.07	-25.28
ZAR/CHF	0.072	5.42	-8.51

<b>Länder / BIP</b>	%Q3 17	% Q4 17	% Q1 18	% Q2 18	% Q3 2018	% Q4 2018	% 2018	% 2019
USA	3.00	2.60	2.17	4.20	3.50	2.60	2.90	2.60
Euro Area	2.30	2.50	2.50	2.20	1.70	1.40	1.90	1.60
Japan	1.40	0.50	-0.60	2.80	-1.20	1.90	1.00	1.00
China	6.80	6.70	6.70	6.61	6.50	6.40	6.60	6.20
Schweiz	0.85	1.70	2.30	2.40	2.90	2.40	3.00	1.70

<b>Länder / CPI</b>	%Q3 17	% Q4 17	% Q1 18	% Q2 18	% Q3 2018	% Q4 2018	% 2018	% 2019
USA	2.00	2.10	2.26	2.60	2.60	2.40	2.50	2.30
Euro Zone	1.40	1.40	1.30	1.70	2.10	2.00	1.80	1.70
Japan	0.60	0.50	1.20	0.70	1.10	0.95	1.00	1.10
China	1.70	1.85	2.30	1.95	2.20	2.50	2.20	2.40
Schweiz	0.40	0.80	0.70	0.95	1.15	1.05	1.00	1.00



<b>Zisen</b>	Stand 30. November	in bps November	in bps YTD
10j. USD (Swap)	3.04	-17.41	63.90
10j. EUR (Swap)	0.88	-7.71	-0.64
10j. UK (Swap)	1.56	-3.59	28.46
10j. CHF (Swap)	0.41	-8.70	13.55

<b>Bonds</b>	Stand 30. November	in bps November	in bps YTD
US Govt 10Y	2.99	-15.57	58.24
GER Govt 10Y	0.31	-7.20	-11.17
Swiss Govt 10Y	-0.13	-8.83	5.23
UK Govt 10Y	1.36	-7.39	17.31
IT Govt 10Y	3.21	-21.51	120.45
ESP Govt 10Y	1.50	-4.50	-5.80

<b>Generic iTRAXX</b>	Stand 30. November	in bps November	in bps YTD
Europe Main	80.85	6.76	36.02
Finl Sen	104.31	12.36	60.46
Finl Sub	210.77	24.13	106.23
X-Over	327.91	29.95	94.49

**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](mailto:info@tellco.ch), [www.tellco.ch](http://www.tellco.ch)