

## Märkte im August

Im August schlossen die Wirtschaftsprämien (Aktien und Credit) im Minus. Die Stabilisatoren (Zinsen, Trend, Gold +7.5%, Fluchtwährungen) wurden ihrem Namen gerecht und schlossen klar im Plus. Eine Insel für sich war die Schweiz (Aktien flat, SBI AAA-BBB +2.0%, Immobilien-Aktien +9.0%). Der Pensionskassen-Index BVG-2000 von Pictet mit 25% Aktienanteil ist +1.0%, derjenige mit 40% +0.5%. Für asymmetrische Wandelanleihen (Focus-Index) wirkten sich diesen Monat zwei Effekte negativ aus. Die implizite Volatilität reduzierte sich entgegen dem volatilerem Umfeld und die Aktien der Wandelanleihen schlossen schlechter als der breite Markt (MSCI World -2.2% versus Parity Focus -4.9%).

Bei den Aktienfaktoren waren im August Preismomentum (+5.4%) und Low Risk klar im Plus, Size und Value klar im Minus. YTD ist Preismomentum im Plus, Size und Value sind im Minus.

Die flachen Zinskurven der Staatsanleihen wurden im August noch flacher, die Credit Spreads der Emerging Markets höher, die Aktienmärkte gemessen am PE günstiger.

	August	YTD	Q3	2018	2017	2016	2015
2019-08-30							
Aktien Welt (Hedged EUR)	-2.16%	14.04%	-1.15%	-9.38%	16.79%	7.79%	1.75%
CB Parity Vanilla (Hedged EUR)	-4.23%	11.61%	-2.98%	-10.84%	15.36%	5.75%	3.46%
CB Parity Focus (Hedged EUR)	-4.85%	6.65%	-4.25%	-12.98%	13.24%	1.35%	7.37%
CB Parity Focus IG (Hedged EUR)	-2.21%	6.76%	-3.53%	-14.10%	9.15%	8.06%	7.16%
Aktien Schweiz (SPI)	-0.03%	22.69%	0.70%	-8.57%	19.92%	-1.41%	2.68%
Aktien Europa (MSCI)	-1.44%	14.92%	-1.14%	-10.57%	10.24%	2.58%	2.78%
Aktien US (MSCI)	-1.80%	18.05%	-0.32%	-5.04%	21.19%	10.89%	0.69%
Aktien Japan (MSCI)	-3.23%	3.33%	-2.34%	-15.15%	19.75%	-0.74%	9.93%
Aktien Emerging (USD)	-4.88%	3.92%	-6.04%	-14.58%	37.28%	11.19%	-14.92%
USD/CHF	-0.32%	0.80%	1.56%	0.87%	-4.32%	1.69%	0.71%
EUR/CHF	-1.21%	-3.37%	-1.92%	-3.73%	9.13%	-1.48%	-9.54%
CB Vanilla (Hedged EUR)	-1.39%	8.59%	-0.32%	-4.05%	7.96%	4.52%	2.27%
CB Focus (Hedged EUR)	-1.63%	5.44%	-0.81%	-5.45%	4.39%	0.58%	3.60%
CB Foc IG (Hedged EUR)	-0.49%	2.68%	-0.68%	-5.94%	0.09%	1.27%	2.68%
High Yield (Hedged EUR)	-0.23%	8.60%	0.28%	-4.77%	5.95%	14.33%	-2.50%
CEMBI Broad (Hedged EUR)	-0.13%	7.74%	0.52%	-4.40%	5.96%	7.96%	0.79%
Swiss Gov 7-10 Y	1.77%	6.22%	3.30%	1.18%	0.01%	0.81%	3.38%
Bund 7-10Y	1.86%	7.64%	2.91%	2.73%	-0.81%	4.35%	0.74%
US Treas. 7-10 Y	3.92%	11.42%	3.83%	0.49%	2.52%	0.97%	1.61%
Commo	-2.32%	1.93%	-2.98%	-11.25%	1.70%	11.77%	-24.66%
Gold	7.54%	18.55%	7.86%	-1.56%	13.53%	8.14%	-10.29%
Trend (T-1, USD)	6.27%	19.68%	11.40%	-8.10%	1.93%	-5.90%	0.06%
Immo CHF	1.66%	17.99%	4.18%	-4.43%	7.57%	8.17%	5.65%
	<b>2019-08-30</b>	<b>Dez 18</b>	<b>Jun 19</b>	<b>Dez 17</b>	<b>Dez 16</b>	<b>Dez 15</b>	<b>Dez 14</b>
Spread US HY	486	567	461	404	476	757	571
Spread EU HY	421	575	424	346	410	576	487
Spread EM HY	578	597	482	390	526	928	790
PE Welt AC	15.8	13.9	15.9	17.8	17.5	16.3	15.9
Zins 10-2 CHF	3	44	32	69	70	67	58
Zins 10-2 DE	22	85	42	105	97	97	54
Zins 10-2 US	-1	19	25	52	125	122	150
Impl Volä CB Focus	31.8	32.1	32.6	30.8	31.5	31.1	29.2
Impl Volä VIX	19.0	25.4	15.1	11.0	14.0	18.2	19.2

2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Aug-2019
MSCI Switzerland Net 23.02	MSCI Switzerland Net 23.79	Managed Futures 19.70	SXI Real Estate Fonds 4.17	Global High Yield 13.47	MSCI Switzerland Net 22.14	Govt. Bond CHF 0.53	MSCI Switzerland Net 22.59
Global High Yield 17.83	MSCI World TR Net 23.56	MSCI World TR Net 16.95	CB Global Focus 2.78	Gold CHF 9.97	MSCI World TR Net 17.11	Gold CHF -0.70	Managed Futures 19.68
MSCI World TR Net 13.31	CB Global Focus 12.75	SXI Real Estate Fonds 14.99	CB Global Focus IG 1.87	MSCI World TR Net 9.32	Gold CHF 8.63	Glob. Infl. Linked 1-10Y -2.75	Gold CHF 19.50
CB Global Focus 10.75	CB Global Focus IG 7.89	MSCI Switzerland Net 12.92	Govt. Bond CHF 1.69	Glob. Infl. Linked 1-10Y 7.73	SXI Real Estate Fonds 6.60	Global High Yield -5.14	MSCI World TR Net 16.08
CB Global Focus IG 8.85	Global High Yield 6.64	Gold CHF 9.84	MSCI Switzerland Net 1.17	SXI Real Estate Fonds 6.85	Global High Yield 5.62	SXI Real Estate Fonds -5.32	SXI Real Estate Fonds 13.96
Glob. Infl. Linked 1-10Y 6.66	Managed Futures 2.67	Glob. Infl. Linked 1-10Y 9.16	Managed Futures 0.04	CB Global Focus IG 0.84	CB Global Focus 3.99	CB Global Focus -5.74	Glob. Infl. Linked 1-10Y 9.30
SXI Real Estate Fonds 6.27	Govt. Bond CHF -0.99	CB Global Focus 4.58	MSCI World TR Net -0.16	CB Global Focus 0.15	Managed Futures 2.20	CB Global Focus IG -6.23	Global High Yield 8.36
Gold CHF 4.73	SXI Real Estate Fonds -2.76	Govt. Bond CHF 2.97	Glob. Infl. Linked 1-10Y -2.31	Govt. Bond CHF 0.00	Glob. Infl. Linked 1-10Y 1.02	MSCI World TR Net -7.92	CB Global Focus 5.22
Govt. Bond CHF 1.40	Glob. Infl. Linked 1-10Y -5.16	CB Global Focus IG 2.09	Global High Yield -3.45	Managed Futures -6.14	CB Global Focus IG -0.29	MSCI Switzerland Net -8.03	Govt. Bond CHF 3.00
Managed Futures -3.52	Gold CHF -30.04	Global High Yield 2.03	Gold CHF -9.77	MSCI Switzerland Net -8.68	Govt. Bond CHF -0.62	Managed Futures -8.11	CB Global Focus IG 2.44

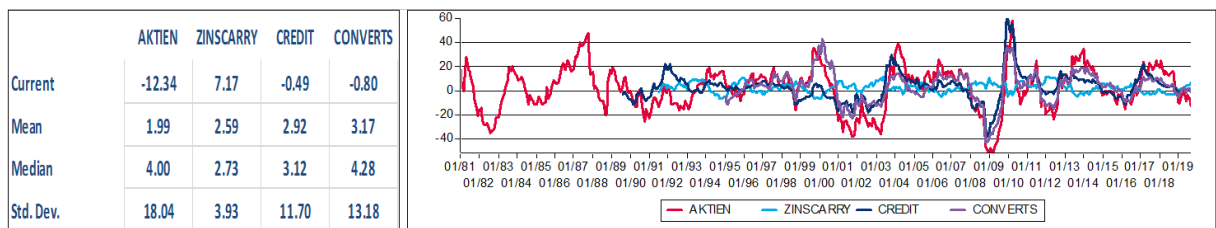
Quelle Asset Allocation Expert (Zahlen in CHF, ausser Managed Futures in USD)

## Faktorrenditen

Faktoren beschreiben Portfolios, deren Titel ähnliche Eigenschaften haben und darum ähnlich performen. So verhalten sich bspw. Value-Titel ähnlich, aber anders als Growth-Titel oder zyklische Titel unterschiedlich zu defensiven. Wir suchen Risikoprämien, das heisst Faktoren welche fundamental begründet eine Prämie erwirtschaften sollten und dies in der langen Frist auch getan haben. Insbesondere interessieren Faktoren, die nach deren Publikation einen Mehrwert generiert haben. Um zu beurteilen, ob eine Risikoprämie in der langen Frist einen Mehrwert schafft, wurden je Faktor Portfolios gebildet. Monatlich beschreiben wir das Verhalten einer Auswahl dieser Portfolios. In den Tabellen und Grafiken verwenden wir die rollenden 12-Monatsrenditen von jeweils vier aus unserer Sicht interessantesten Faktoren.

## Multi Asset

Im Abschnitt Multi Asset betrachten wir die sechs Portfolios Aktienprämie (Aktien minus die Laufzeiten-Prämie bzw. Staatsanleihen), Zins-Carry (10-jährige Staatsanleihen minus 2-jährige), Credit (High Yield minus Staatsanleihen gleicher Laufzeit), Wandelanleihen (Wandelanleihen minus 4-jährige Staatsanleihen), FX-Carry (Währungen mit hohen Zinsen minus Währungen mit tiefen Zinsen) und Trend (Multi-Asset Timeseries-Momentum, d.h. Trend-Index minus Geldmarkt). Die Risikoprämie für Aktien war über die letzten 40 Jahre 2.0%, über die letzten 50 Jahre liegt der Wert gemäss Dimson/Marsh/Staunten bei 1%. Credit und Wandelanleihen haben eine hohe Korrelation zu Aktien, aber ein besseres Rendite-Risikoverhältnis. FX-Carry hat bei Krisen eine sehr hohe Korrelation zu Aktien und Credit. Zins-Carry und Trend haben eine leicht negative Korrelation zu Aktien und Credit. Dazu weisen sie ein klar besseres Rendite-Risikoverhältnis auf als Aktien.



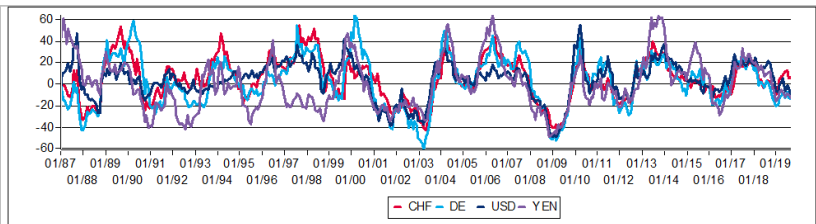
Quelle Asset Allocation Expert

Über die letzten 12 Monate waren die Prämien uneinheitlich: Die Wirtschaftsprämien im Minus: Aktien -12%, Wandelanleihen -1% und Credit -0.5%. Die Stabilisatoren waren im Plus: Trend +9% und die Zinsen +7%. FX-Carry schloss mit -1%.

## Aktien Regional

Über die letzten 50 Jahre lag die globale Aktienprämie gemäss Dimson/Marsh/Staunten bei 1%. Sie entspricht der Performance globaler Aktien minus die Performance von Staatsanleihen. Je nach Region fiel diese Prämie sehr unterschiedlich aus. In der Schweiz war die Prämie rund doppelt so hoch wie in Deutschland und in Österreich sogar negativ. Dies erklärt zum Teil die länderspezifische Vorliebe für Aktien. Der heute grösste Markt, die USA, hat eine im globalen Vergleich hohe Prämie erzielt. Zur Erinnerung, vor 30 Jahren war Japan der grösste Markt, sein Gewicht ist von über 40% auf unter 10% gefallen. Um 1900 war UK der grösste Markt und Russland lag an vierter Stelle.

	CHF	DE	USD	YEN
Current	6.18	-13.53	-10.76	-12.94
Mean	4.86	2.39	3.62	0.25
Median	4.85	3.49	5.60	-1.82
Std. Dev.	19.88	23.43	16.88	24.01



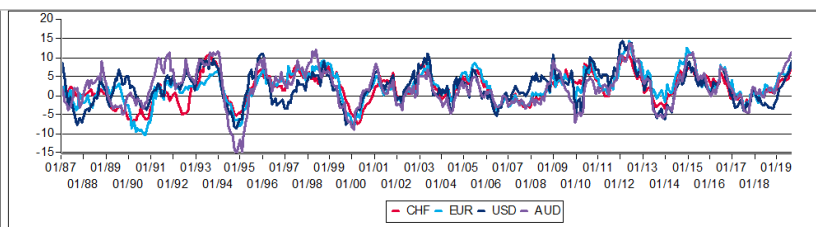
Quelle Asset Allocation Expert

Über die letzten 12 Monate fällt die Insel Schweiz positiv auf, bzw. die anderen negativ.

## Zins-Carry Regional

Zins-Carry, d.h. das Halten von lang im Gegensatz zu kurz laufenden Staatsanleihen, weist über die letzten knapp 40 Jahre ein hohes Rendite-Risikoverhältnis auf. In der langen Frist war die Strategie in allen Regionen klar positiv und dies mit einer hohen Sharpe Ratio.

	CHF	EUR	USD	AUD
Current	7.04	8.54	8.95	11.50
Mean	1.85	2.24	1.71	2.11
Median	1.84	2.27	1.66	2.04
Std. Dev.	3.81	4.22	5.35	4.94



Quelle Asset Allocation Expert

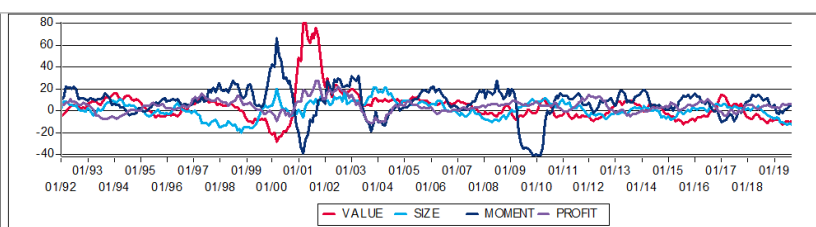
Über die letzten 12 Monate war die Strategie entgegen den Erwartungen der meisten Strategen in allen Regionen klar positiv.

## Aktien Fama/French

Im Bereich Aktien wurden die verschiedensten Faktoren beschrieben, wobei McLean/Pontiff (2016) zeigen, dass die meisten Faktoren nach deren Publikation klar schlechter funktioniert haben und Linnainmaa/Roberts (2016) veranschaulichen, dass dies auch vor dem untersuchten Zeitraum der Fall war. Hou/Xue/Zhang (2017) replizieren 447 publizierte Anomalien und zeigen, dass 85% der Anomalien auch im untersuchten Zeitraum nicht signifikant waren (T-Wert unter 3 bzw. 65% unter 1.96).

Die Renditen der globalen Portfolios für die Faktoren Value, Size, Momentum, Profitability und Investment entnehmen wir der Homepage von Fama/French. Die Zeitreihen verdeutlichen, dass Value und Momentum über die letzten 27 Jahre gut funktioniert haben und eine negative Korrelation zueinander aufweisen. Der Faktor Size hat mit einer Rendite von lediglich +1.2% gemäss den Originaldaten von Fama/French eine enttäuschende Rendite erzielt und mit Value wurde über die letzten 10 Jahre keine Mehrrendite erreicht.

	VALUE	SIZE	MOMENT	PROFIT
Current	-9.39	-12.02	5.34	5.92
Mean	4.10	1.20	7.70	4.19
Median	3.81	1.56	8.87	4.04
Std. Dev.	14.45	7.36	14.11	6.20



Quelle Asset Allocation Expert

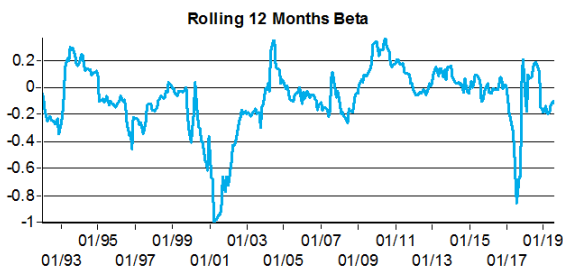
Die Homepage von French wird meistens mit einem Lag von rund einem Monat aktualisiert. Über die letzten 12 Monate haben drei von fünf Faktoren eine negative Rendite erzielt. Size (-9%) und Value (-12%) waren klar negativ, Profitability (+6%) und Momentum (+5%) im Plus. Im August schlossen Preis-Momentum und Low Risk klar im Plus, Size und Value im Minus. YTD ist Preismomentum im Plus, Size und Value sind im Minus.

Die zwei von Fama/French 2015 zusätzlich eingeführten Faktoren Investment und operative Profitabilität haben wie zu erwarten historisch gut abgeschnitten. Profitabilität hat vor allem in Europa und US hohe Renditen erzielt. In Japan und Asien war die Strategie über die letzten 15 Jahre weniger erfolgreich. Der Faktor Investment war über die letzten 15 Jahre ausser in Asien wenig überzeugend. Die folgende Grafik zeigt, dass sich Value und Investment bis 2004 ähnlich verhalten haben und die Performance dann abflacht:



Quelle Asset Allocation Expert

Bei den einzelnen Faktor-Portfolios von Fama/French fällt auf, dass diese über die Zeit nicht nur einen gewünschten Tilt zum Faktor haben, sondern zusätzlich diverse sich im Zeitablauf verändernde Tilts zu anderen Faktoren. So geht das Value Portfolio nicht nur Titel mit tiefer Ausprägung short und solche mit hoher Ausprägung long, sondern es weist bspw. auch ein stark schwankendes Marktrisiko auf (Beta gegenüber MSCI World):



Quelle Asset Allocation Expert

Ungewünschte Exposures zu reduzieren und das Risiko bzw. die Diversifikation zu steuern wird empfohlen. Carvalho/Lu/Soupe/Dugnolle (2017) zeigen, dass sich dadurch das Information Ratio des Momentum Faktors von 0.35 auf 0.82 mehr als verdoppelt. Die Steuerung dieser impliziten bzw. versteckten Risiken sollte aus Sicht des Autors nicht an einen Index- bzw. ETF-Anbieter delegiert werden. Amenc/Goltz/Lodh (2018) zeigen, dass beispielsweise das Marktrisiko bei den meisten Smart Beta-Publikationen „vergessen“ ging. Amenc/Goltz/Esakia/Sibbe (2019) illustrieren, dass den Indexanbietern der historische Backtest bei der Lancierung der Produkte sehr wichtig ist:

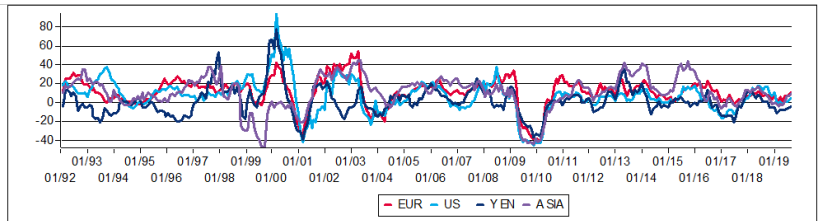
Table 3: Definitions of Value factor by MSCI across time

Definitions of Value Factor by MSCI	Value 1997	Value Weighted 2010	Enhanced Value 2014	Value in MSCI FaCS 2018
Variables	<ul style="list-style-type: none"> <li>Price-to-Book</li> <li>Price-to-Forward Earnings</li> <li>Dividend Yield</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sales</li> <li>Book Value</li> <li>Historical Earnings</li> <li>Historical Cash Earnings</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Price-to-Book</li> <li>Price-to-Forward Earnings</li> <li>Enterprise Value-to-Cash Flows</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Price-to-Book</li> <li>Earnings Yield</li> <li>Long-Term Reversals</li> </ul>
Weights	Equal weights	Equal weights	Equal weights	<ul style="list-style-type: none"> <li>30%</li> <li>60%</li> <li>10%</li> </ul>
Sector-relative scoring	x	x	✓	x

## Aktien Momentum Regional

Global wies Momentum gemäss Fama/French langfristig ein hohes Rendite-Risiko-Verhältnis auf. Differenzierter sieht es bei den Regionen aus. Japan bestätigt seine Ausnahmestellung mit der tiefen Rendite des Portfolios. Amerika weist eine klar tiefere Rendite als Europa und Asien auf.

	EUR	US	YEN	ASIA
Current	10.38	4.46	-3.51	9.87
Mean	11.65	7.24	1.50	10.47
Median	12.72	7.89	0.48	12.24
Std. Dev.	14.91	17.52	15.43	18.06



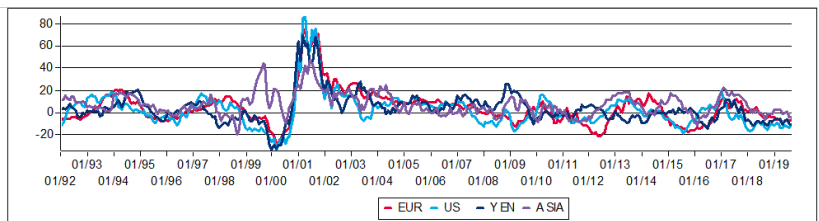
Quelle Asset Allocation Expert

Über die letzten 12 Monate hat Momentum ausser in Japan gut funktioniert.

## Aktien Value Regional

Global hat Value gemäss Fama/French eine positive Rendite erzielt, aber in den letzten 10 Jahren nicht mehr. Differenzierter sieht es bei den Regionen aus. Asien weist klar die höchste Rendite auf und hat auch in den letzten 10 Jahren eine klar positive Rendite erzielt. In der Mitte liegen Europa und Japan. Amerika hat vor allem in den letzten 10 Jahren einen negativen Beitrag geliefert.

	EUR	US	YEN	ASIA
Current	-6.16	-10.64	-9.84	-4.08
Mean	4.50	2.43	4.05	7.70
Median	3.10	1.90	2.27	5.93
Std. Dev.	15.32	15.62	13.85	10.17



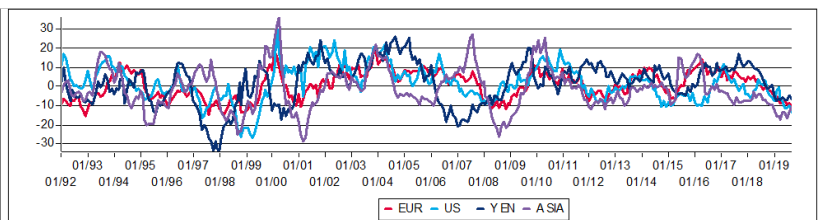
Quelle Asset Allocation Expert

Über die letzten 12 Monate hat Value in allen Regionen negative Renditen erzielt, speziell in US und Japan.

## Aktien Size Regional

Global hat das Size-Portfolio gemäss Fama/French auch über die lange Periode eine relativ tiefe Rendite erzielt. In Asien hat Size über die lange Frist negativ rentiert.

	EUR	US	YEN	ASIA
Current	-10.18	-13.51	-6.37	-10.38
Mean	0.87	1.79	1.79	-1.34
Median	1.64	1.22	3.85	-2.58
Std. Dev.	7.31	9.32	11.07	10.90



Quelle Asset Allocation Expert

Über die letzten 12 Monate hat Size in allen Regionen klar negativ abgeschnitten.

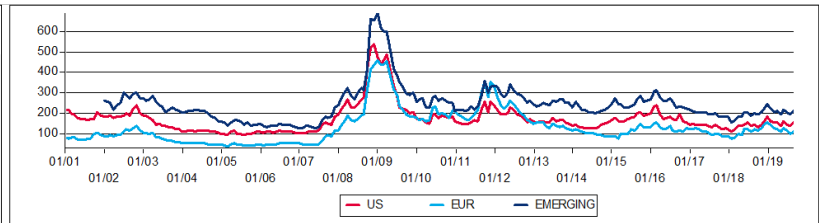


## Stand der Risikoprämien

### Entschädigung für Kreditrisiken

Die Credit Spreads geben an, wie gut der Anleger für das Bonitätsrisiko entschädigt wird. 209.10 Basispunkte Credit Spread für Emerging Markets Investment Grade bedeuten, dass der Anleger 2.1% mehr Zins erhält als für US-Staatsanleihen.

	US	EUR	EMERGING
Current	154.60	109.00	209.10
Mean	171.41	121.62	242.16
Median	160.00	102.00	228.98
Std. Dev.	71.46	84.00	89.88

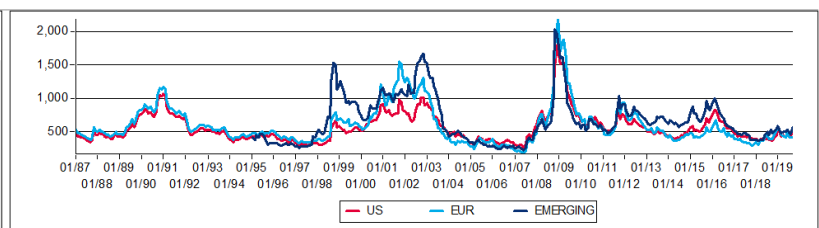


Quelle Asset Allocation Expert

Im August haben sich die Spreads in allen Regionen leicht ausgeweitet und liegen YTD um 0.3-0.4% tiefer. Die Werte liegen nahe am Median.

Wie in der unteren Grafik gut sichtbar ist, haben sich die Credit Spreads für High Yield seit 2016 klar eingengt und sind 2018 wieder angestiegen. Der Anleger erhält für US-Hochzinsanleihen 4.9% mehr Rendite als für Staatsanleihen. Dieser Wert liegt beim Median von 5.1% über die letzten gut 30 Jahre.

	US	EUR	EMERGING
Current	485.92	421.00	578.00
Mean	568.39	604.50	673.65
Median	513.00	509.03	603.50
Std. Dev.	218.94	298.80	340.61

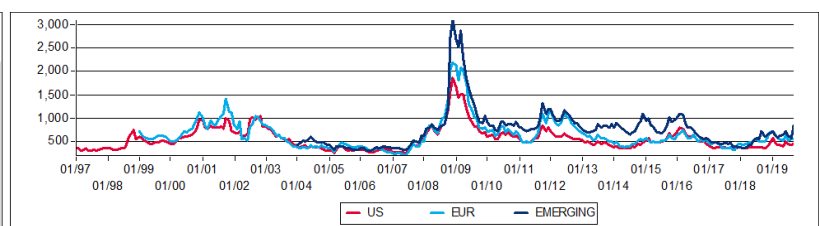


Quelle Asset Allocation Expert

Im August haben sich die Spreads speziell in den Emerging Markets um 1.1% ausgeweitet. 2019 haben sich die Spreads in US um 0.8% reduziert, in den Emerging Markets um 0.2% und in Europa um 1.5%. Zur Erinnerung, 2018 haben sich die Spreads in US um 1.6% erhöht, in Europa um 2.3% und in den Emerging Markets um 2.1%.

Die Teilindizes mit nur B-Ratings sind besser als die breiten Indizes für Vergleiche geeignet, aber natürlich haben die Regionen auch hier verschiedene Branchengewichte. Ein Blick auf die Durations dieser Teilindizes zeigt, dass sich auch hier ein zweiter Blick lohnt. Die Duration für Europa hat sich im 2018 von 2.6 auf 3.8 erhöht und liegt jetzt wieder bei 2.2, für die Emerging Markets von 3.8 auf 3.1 reduziert und jetzt bei 2.9. Beispielsweise haben sich die Spreads im Mai 2017 in EUR klar von 4.38% auf 3.54% reduziert. 0.28% der Veränderung liessen sich mit der geänderten Indexzusammensetzung erklären. 2017 haben sich die Spreads für Emerging Markets stark von 5.3% auf 3.7% reduziert, 2018 auf 7.3% erhöht und liegen jetzt wieder bei 8.5%, d.h. alleine im August eine Steigerung um 2.9%.

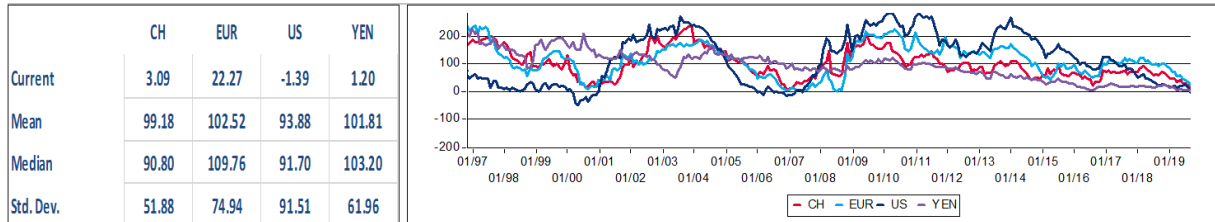
	US	EUR	EMERGING
Current	441.00	543.00	853.00
Mean	550.79	652.09	762.11
Median	490.00	564.00	725.00
Std. Dev.	246.44	328.61	446.60



Quelle Asset Allocation Expert

## Entschädigung für längere Laufzeiten

Für das Halten von Anleihen längerer Laufzeit will der Anleger entschädigt werden. Hier wird die Differenz zwischen 10-jährigen und 2-jährigen Anleihen betrachtet. In der langen Frist betrug die Entschädigung über alle Märkte rund 1% p.a.

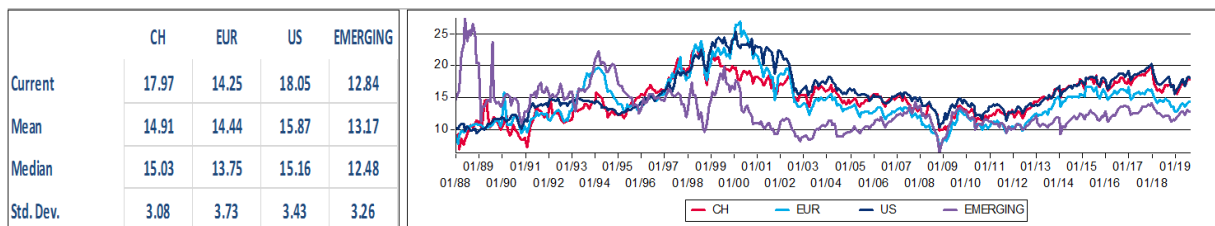


Quelle Asset Allocation Expert

Die Steilheit der Zinskurven hat sich im August weiter reduziert. 2019 wurden vor allem die deutsche (-0.6%) und die UK/CHF-Kurven (-0.4%) flacher, die US-Kurve um -0.2%. Im 2018 wurde die US-Zinskurve um 0.3% flacher, CH/D/GBP um 0.2%. Der Median über die letzten 35 Jahre liegt für alle Märkte bei rund 1%. Aktuell sind alle Kurven flach.

## Entschädigung für das Aktienmarkt-Risiko

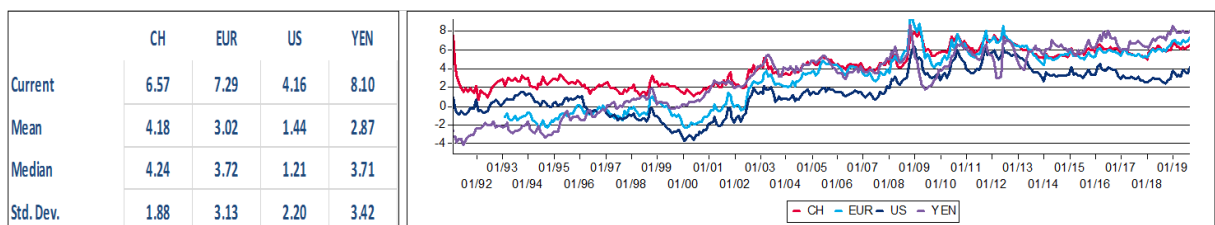
Eine Kennzahl zur Beurteilung von Aktien ist die P/E-Ratio (Kurs-Gewinn-Verhältnis). Die P/E-Ratio besagt, wie oft der für das Kalenderjahr geschätzte Gewinn im aktuellen Preis enthalten ist.



Quelle Asset Allocation Expert

Gemessen am PE hat sich der globale Aktienmarkt 2017 von 18.1 auf 18.4 verteuert, ist per 1.1. 2019 auf 13.1 gefallen und liegt jetzt bei 15.8. Vom 31.12. auf den 1.1. ist das PE von 13.9 auf 13.1 gefallen (jährliche Basiseffekt lässt grüssen). 2019 haben sich die PEs erhöht, da die Aktienpreise gestiegen und die Gewinnschätzungen gesunken sind.

Das FED-Modell vergleicht die relative Attraktivität von Aktien (Gewinn-Rendite bzw. inverse PE-Ratio) mit Staatsanleihen (10-jährige Staatsanleihen).

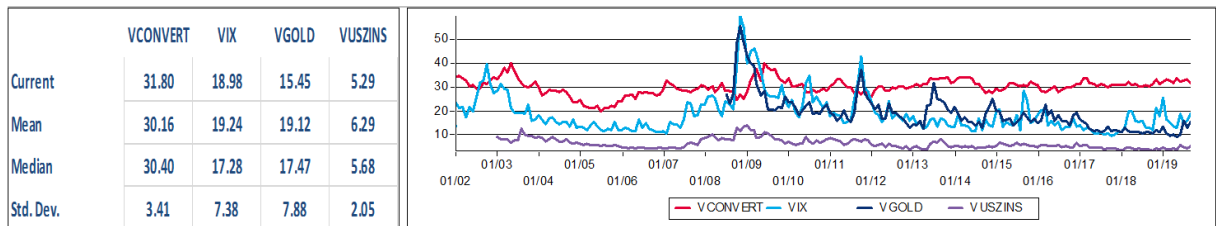


Quelle Asset Allocation Expert

Weiterhin fällt der grosse Unterschied der US zu den anderen Märkten mit tieferen Zinsen auf.

## Wandelanleihen

Um beurteilen zu können, ob Wandelanleihen günstig oder teuer sind, wird die implizite Volatilität der Wandelanleihen (Global Focus-Index) mit ihrer Historie verglichen. Der Mean liegt bei 30.2%. Die hohe Differenz des Wandelanleihen-Index zu den gängigen Aktienindex-Werten wie VIX/VDAX usw. ist darauf zurückzuführen, dass für Aktien die impl. Vola des Index gemessen wird und für Wandelanleihen der Durchschnitt der einzelnen Unternehmen. Das durchschnittliche Wandelanleihenportfolio hat ein Vega von 0.3% - 0.4%. Das heisst, reduziert sich die impl. Vola um 1%, reduziert sich der Preis des Portfolios um 0.3% - 0.4%.

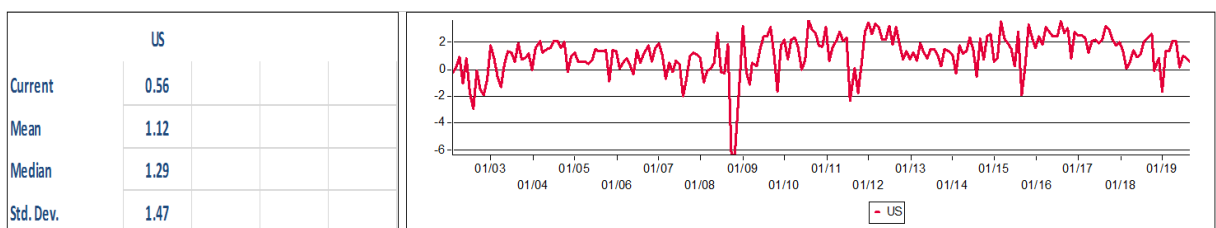


Quelle Asset Allocation Expert

Die durchschnittliche implizite Volatilität der globalen Wandelanleihen hat sich im August um 1.3% auf 31.8% reduziert und liegt über dem historischen Durchschnitt von 30.2%. Im Gegensatz hierzu hat sich die impl. Volatilität des VIX 2019 von 25.4% auf 19.0% reduziert, diejenige des VDAX von 23.4% auf 17.9%, der VOel von 51.9% auf 32.2% und der VEuro von 7.5% auf 6.5%. Der VUSZinsen hat sich von 4.6% auf 5.3% und der VGold von 13.5% auf 15.5% erhöht.

## Entschädigung für die Volatilitäts-Prämie

Volatilität als Anlageklasse erfreut sich einer steigenden Beliebtheit. Dieser Schutz bei Marktstress kann über Wandelanleihen oft günstig eingekauft werden, aber auch direkt über Futures oder Swaps. Als Indikator für die Kosten der Absicherung wird die Differenz zwischen der 30-Tage (VIX) und der 90-Tage (VXV) Volatilität auf den S&P500 aufgezeigt. Je grösser die Differenz, desto teurer ist die Absicherung (Contango). Der Median seit 2002 liegt bei 1.3%.



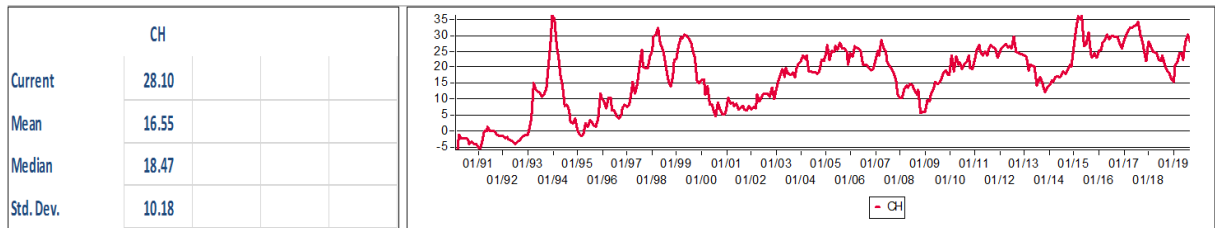
Quelle Asset Allocation Expert

Aktuell ist die Differenz mit +0.6% unter dem Median. Somit ist die Prämie unterdurchschnittlich, sich über Volatilitäts-Produkte gegenüber Marktstress abzusichern.

## Entschädigung bei Immobilien-Fonds

Schweizer Immobilien-Fonds werden nicht zum Nettoinventarwert (NAV) gehandelt, sondern mit einer Prämie (Agio) oder mit einem Discount (Disagio). Das Agio ist von verschiedenen Einflussgrössen abhängig wie bspw. den Konjunkturaussichten, dem Zinsniveau und den latenten Liquidationssteuern. Historisch betrug der Mittelwert rund 16.6%.

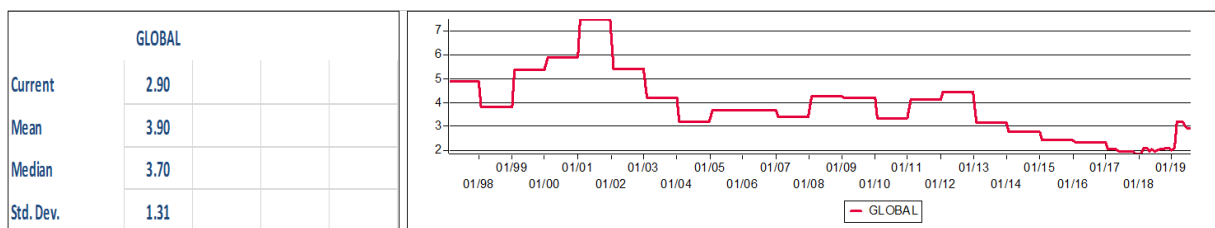




Im August schlossen die Immobilien-Fonds -1.3% (YTD +14.0%) im Minus, die Immobilien-Aktien mit +9.0% (YTD +28.2%) klar im Plus.

## Entschädigung für das Versicherungs-Risiko

Bei Catbonds bzw. ILS bilden wir die Ratio aus dem Yield ohne Schadensereignis zum erwarteten Verlust (Daten von Artemis). Der Median liegt bei 3.7.



Quelle Asset Allocation Expert

Mit einem Wert von 2.9 liegt die Entschädigung für 2019 höher als 2018, aber unter dem historischen Median. Die bis Ende August erfolgten Emissionen über 7.7 Mrd. weisen ein verbessertes Verhältnis von offeriertem Coupon zum erwarteten Verlust auf. Dies hatte aber analog zu einer Zinserhöhung bei Bonds die Folge, dass der Preis der ausstehenden Bonds sank.