

## Märkte per Ende Januar

Gegen Ende Monat wurden die Märkte nervöser. Die impl. Volas sind in allen Anlageklassen ausser dem VEuro gestiegen. Der VIX stieg von 22.8% auf 33.1% (Median 17.6%), VSilber von hohen 47% auf sehr hohe 73% (angeschoben durch das Diskussionsforum Reddit).

Die Wirtschaftsprämien haben den Januar nahe am Nullpunkt geschlossen (Aktien Welt -0.8%, Wandelanleihen +1.1%, Wandelanleihen Investment Grade -1.7%, High Yield +0.1%). Die Stabilisatoren sind negativ ins 2021 gestartet (US Gov -1.2%, Gold -2.7%, Trend -0.8%). Immobilien Schweiz fielen -3.2%, wobei sich die Aktien (-2.3%) besser als die Fonds (-3.5%) hielten. Bei den Emerging Markets sind die Bonds leicht im Minus, aber die Aktien klar im Plus (+3.1%).

Bei den Bewertungen wurden die Credit Spreads mit Ausnahme der Emerging Markets enger und die Analysten haben die Gewinnerwartungen für 2020 und 2021 leicht erhöht. Die Zinskurven wurden steiler, sind aber mit Ausnahme der US immer noch flach.

29.01.2021	Jan	Q1	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Aktien Welt (Hedged EUR)	-0.84%	-0.84%	11.86%	24.58%	-9.38%	16.79%	7.79%	1.75%
Aktien Schweiz (SPI)	-1.01%	-1.01%	3.82%	30.59%	-8.57%	19.92%	-1.41%	2.68%
Aktien Europa (MSCI)	-0.75%	-0.75%	-3.32%	26.05%	-10.57%	10.24%	2.58%	2.78%
Aktien US (MSCI)	-0.96%	-0.96%	20.73%	30.88%	-5.04%	21.19%	10.89%	0.69%
Aktien Japan (MSCI)	0.39%	0.39%	8.76%	18.48%	-15.15%	19.75%	-0.74%	9.93%
Aktien Emerging (USD)	3.07%	3.07%	18.31%	18.44%	-14.58%	37.28%	11.19%	-14.92%
USD/CHF	0.67%	0.67%	-8.56%	-1.62%	0.87%	-4.32%	1.69%	0.71%
EUR/CHF	-0.06%	-0.06%	-0.24%	-3.71%	-3.73%	9.13%	-1.48%	-9.54%
CB Global 300 (Hedged EUR)	1.07%	1.07%	30.28%	11.14%	-2.42%	11.36%	7.25%	3.78%
CB Global 300 IG (Hedged EUR)	-1.66%	-1.66%	8.72%	12.75%	-2.49%	13.69%	9.24%	3.45%
High Yield Global (Hedged EUR)	0.11%	0.11%	4.78%	11.27%	-4.77%	5.95%	14.33%	-2.50%
High Yield Emerg. (Hedged EUR)	-0.68%	-0.68%	7.23%	10.23%	-4.96%	6.75%	15.50%	2.62%
Fallen Angels (Hedged EUR)	-0.24%	-0.24%	12.12%	11.67%	-4.40%	7.78%	17.62%	-0.35%
Swiss Gov 7-10 Y	-0.43%	-0.43%	0.37%	1.65%	1.18%	0.01%	0.81%	3.38%
Bund 7-10Y	-0.20%	-0.20%	2.69%	3.18%	2.73%	-0.81%	4.35%	0.74%
US Treas. 7-10 Y	-1.18%	-1.18%	9.96%	8.85%	0.49%	2.52%	0.97%	1.61%
Gold	-2.74%	-2.74%	25.10%	18.31%	-1.56%	13.53%	8.14%	-10.29%
Trend (T-1, USD)	-0.75%	-0.75%	6.28%	9.20%	-8.10%	1.93%	-5.90%	0.06%
Immo CHF	-3.16%	-3.16%	5.53%	25.30%	-4.43%	7.57%	8.17%	5.65%

	29.01.2021	Dez 20	Dez 19	Dez 18	Dez 17	Dez 16	Dez 15	Median
Spread Global HY	404	410	375	540	349	434	694	506
Spread EM HY	531	524	494	586	348	514	882	651
Zins 10-2 DE	21	14	41	85	105	97	97	105
Zins 10-2 US	96	79	34	19	52	125	122	87
Impl Vola VIX	33.1	22.8	13.8	25.4	11.0	14.0	18.2	17.6

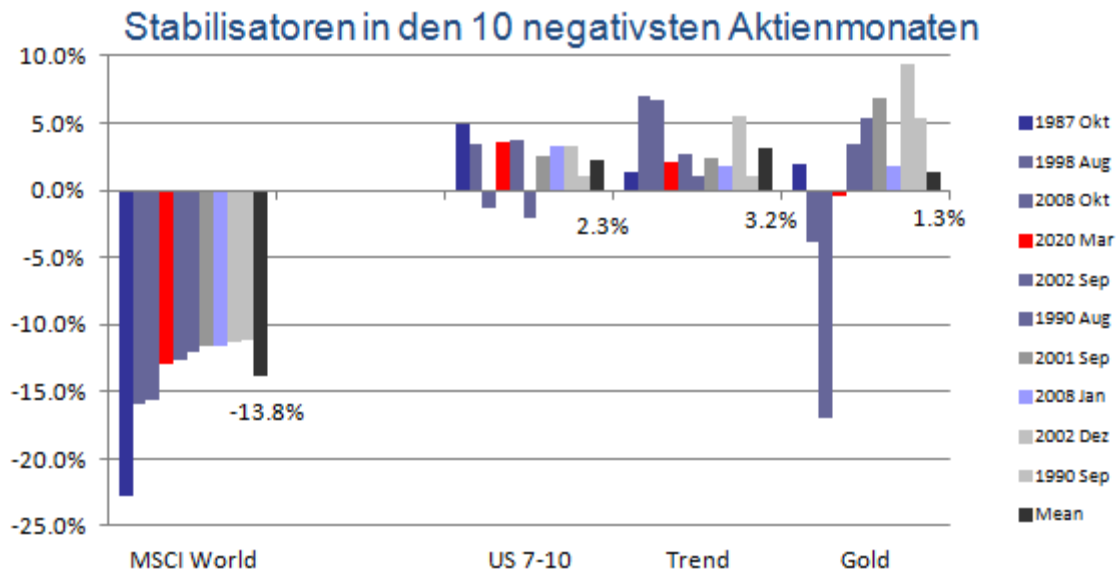
2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Jan-2021
Managed Futures 19.70	SXI Real Estate Fonds 4.17	Global High Yield 13.47	MSCI Switzerland Net 22.14	Swiss Gov 7-10 1.18	MSCI Switzerland Net 29.98	Convert Global Focus 21.41	Convert Global Focus 0.24
MSCI World TR Net 16.95	Swiss Gov 7-10 3.38	Gold CHF 9.97	MSCI World TR Net 17.11	Gold CHF -0.70	MSCI World TR Net 25.60	Gold CHF 14.40	Global High Yield 0.09
SXI Real Estate Fonds 14.99	Convert Global Focus 2.78	MSCI World TR Net 9.32	Gold CHF 8.63	Glob. Infl. Linked 1-10Y -2.75	SXI Real Estate Fonds 20.67	SXI Real Estate Fonds 10.81	MSCI World TR Net -0.38
MSCI Switzerland Net 12.92	Convert Global Focus IG 1.87	Glob. Infl. Linked 1-10Y 7.73	SXI Real Estate Fonds 6.60	Global High Yield -5.14	Gold CHF 16.39	Glob. Infl. Linked 1-10Y 7.99	Swiss Gov 7-10 -0.43
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	Global High Yield 10.87	Managed Futures 6.28	Managed Futures -0.59
Glob. Infl. Linked 1-10Y 9.16	Managed Futures 0.04	Convert Global Focus IG 0.84	Convert Global Focus 3.99	Convert Global Focus -5.74	Convert Global Focus 9.77	MSCI World TR Net 5.99	Glob. Infl. Linked 1-10Y -0.87
Swiss Gov 7-10 7.35	MSCI World TR Net -0.16	Swiss Gov 7-10 0.81	Managed Futures 2.20	Convert Global Focus IG -6.23	Managed Futures 9.23	Convert Global Focus IG 5.83	Convert Global Focus IG -1.11
Convert Global Focus 4.58	Glob. Infl. Linked 1-10Y -2.31	Convert Global Focus 0.15	Glob. Infl. Linked 1-10Y 1.02	MSCI World TR Net -7.92	Glob. Infl. Linked 1-10Y 4.61	Global High Yield 4.60	MSCI Switzerland Net -1.42
Convert Global Focus IG 2.09	Global High Yield -3.45	Managed Futures -6.14	Swiss Gov 7-10 0.01	MSCI Switzerland Net -8.03	Convert Global Focus IG 3.94	MSCI Switzerland Net 1.91	Gold CHF -2.13
Global High Yield 2.03	Gold CHF -9.77	MSCI Switzerland Net -8.68	Convert Global Focus IG -0.29	Managed Futures -8.11	Swiss Gov 7-10 1.65	Swiss Gov 7-10 0.37	SXI Real Estate Fonds -3.45

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

## Exkurs Stabilisatoren und Wirtschaftsprämien

Wirtschaftsprämien sind Faktoren, welche vom Wirtschaftswachstum profitieren. Prominente Vertreter sind Aktien, Kredit und Liquidität, welche aber bei Marktstress hoch miteinander korreliert sind. Dies im Gegensatz zu den Stabilisatoren. Prominente Vertreter hier sind sichere Staatsanleihen, Trend, Fluchtwährungen und Gold. Fluchtwährungen und Gold sind Faktoren, aber der Investor erhält für das Halten langfristig keine Prämie.

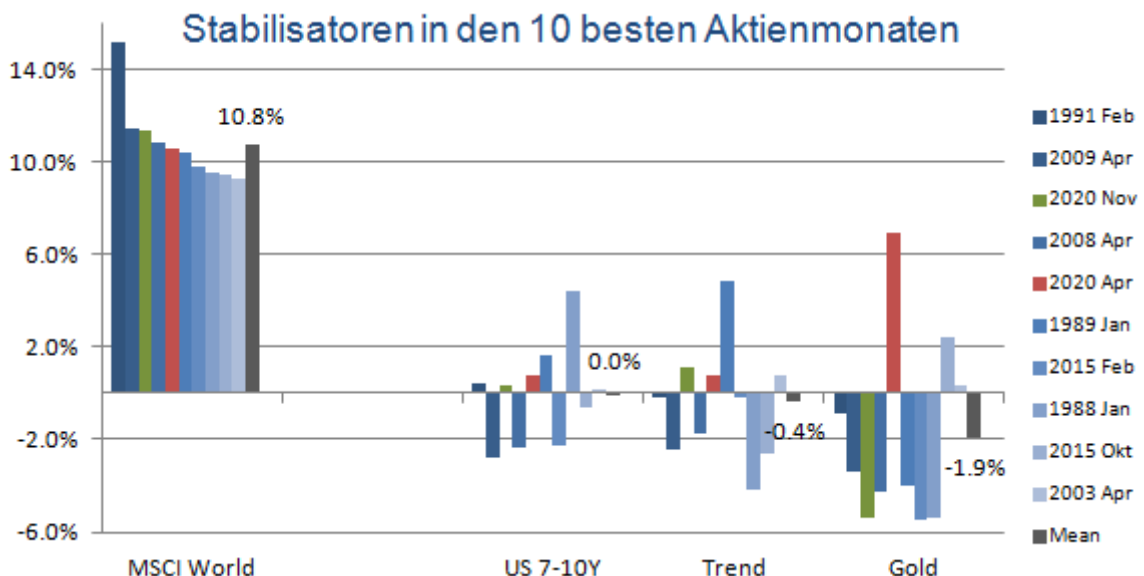
Wie sich die verschiedenen Faktoren historisch und im März bzw. April verhalten haben, wird exemplarisch an den zehn schlechtesten bzw. besten Aktienmonaten illustriert:



Quelle Asset Allocation Expert

Der Aktienwelt-Index in Schweizerfranken hat in den 10 schlechtesten Monaten seit 1987 im Schnitt -13.8% performt. Somit hat es der März 2020 (rot) in die Geschichtsbücher geschafft. Die Stabilisatoren waren in diesen Stressphasen im Schnitt im Plus. Gold war am volatilsten und somit weniger zuverlässig. Diesen Monat beendete Gold knapp im Minus, ist aber für dieses negative Aktien-Quartal (MSCI-World -20%) im Plus (+4%).

April und November 2020 haben es in die 10 besten Monate seit 1987 geschafft. Die Stabilisatoren waren in diesen Monaten nahe bei 0%, Gold war negativ, aber nicht im April 2020.



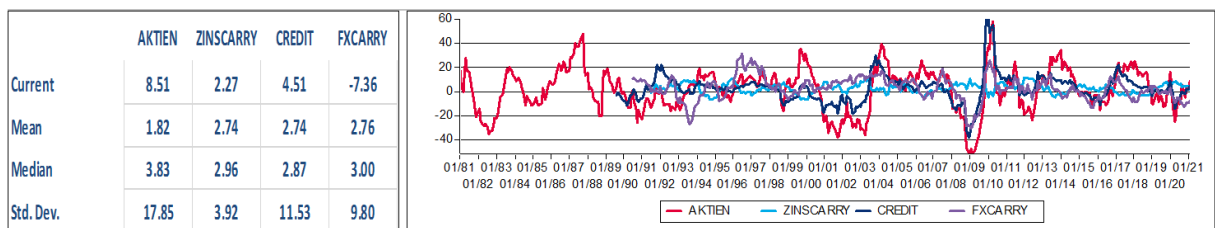
Quelle Asset Allocation Expert

## 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 ausgewählten 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 knapp 2%, 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.

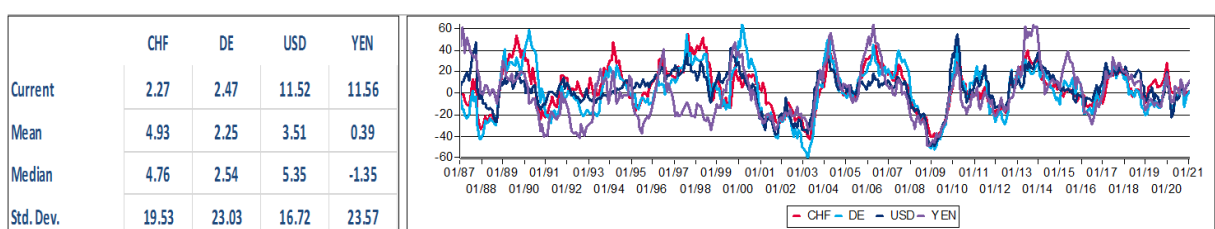


Quelle Asset Allocation Expert

Über die letzten 12 Monate schlossen die Wirtschaftsprämien und die Stabilisatoren im Plus, FX-Carry im Minus.

## 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.

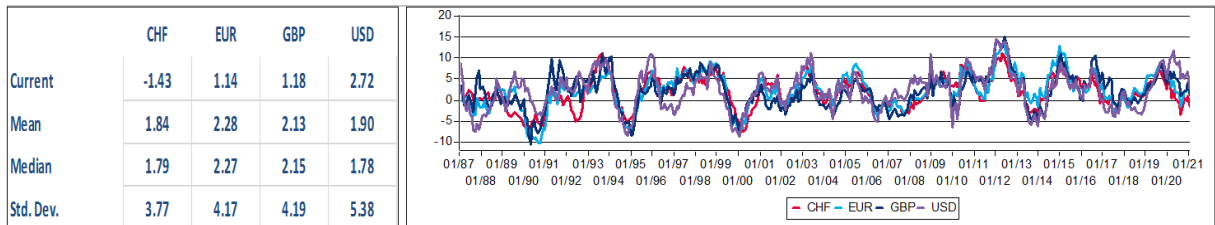


Quelle Asset Allocation Expert

Über die letzten 12 Monate schlossen alle Regionen im Plus.

## 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.



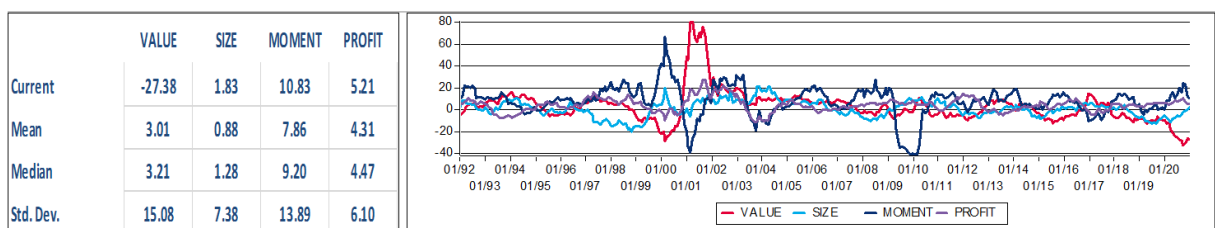
Quelle Asset Allocation Expert

Über die letzten 12 Monate war die Strategie insbesondere in USD klar positiv, aber in der CH und YEN negativ.

## 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).

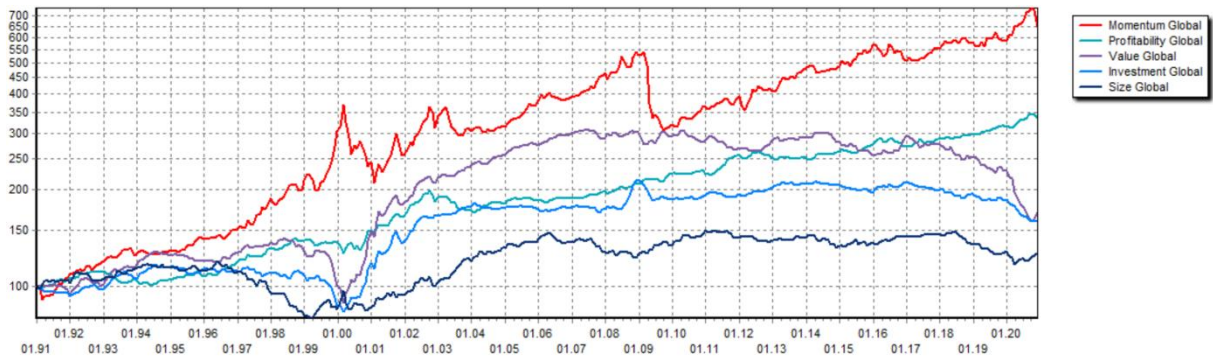
Die Renditen der globalen Portfolios für die Faktoren Value, Size, Momentum, Profitability und Investment entnehmen wir der Homepage von Fama/French. Die Zeitreihen verdeutlichen, dass Value und Momentum über die letzten 27 Jahre gut funktioniert haben und eine negative Korrelation zueinander aufweisen. Der Faktor Size hat mit einer Rendite von lediglich +0.9% gemäss den Originaldaten von Fama/French eine enttäuschende Rendite erzielt und mit Value wurde über die letzten 10 Jahre keine Mehrrendite erreicht.



Quelle Asset Allocation Expert

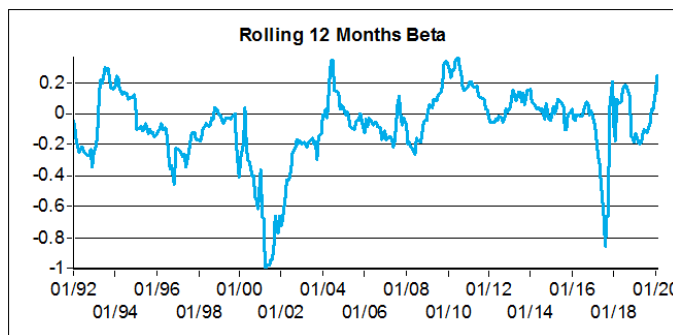
Die Homepage von French wird meistens mit einem Lag von rund einem Monat aktualisiert. Über die letzten 12 Monate haben drei von fünf Faktoren eine positive Rendite erzielt. Investment (-14%) und Value (-27%) waren klar negativ. Momentum (+11%) hat trotz dem Rückschlag im November klar im Plus geschlossen.

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. Die Faktorberechnung wird periodisch angepasst, damit der Backtest wieder das gewünschte Resultat zeigt:

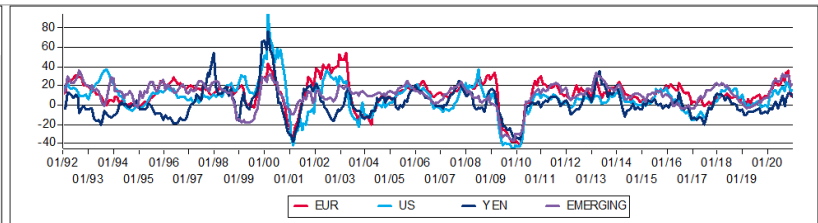
Table 3: Definitions of Value factor by MSCI across time

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 die Emerging Markets auf.

	EUR	US	YEN	EMERGING
Current	10.51	15.38	8.43	21.28
Mean	11.96	7.41	1.46	10.71
Median	12.96	8.17	0.30	12.71
Std. Dev.	14.76	17.23	15.15	12.58



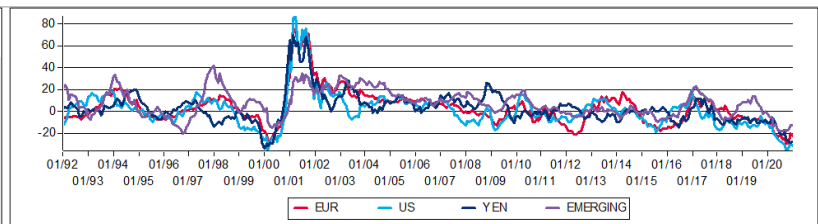
Quelle Asset Allocation Expert

Über die letzten 12 Monate hat Momentum in allen Regionen 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. Seit 1990 weisen die Emerging Markets und Asien ex Japan die höchste Rendite auf, Amerika war über die gesamte Periode sogar leicht negativ. In der Mitte liegen Europa und Japan. Über die letzten 10 Jahre war nur Asien ex Japan leicht positiv.

	EUR	US	YEN	EMERGING
Current	-21.29	-31.11	-26.87	-12.01
Mean	3.48	1.33	3.15	7.68
Median	2.24	0.95	1.80	6.46
Std. Dev.	15.76	16.18	14.23	12.23



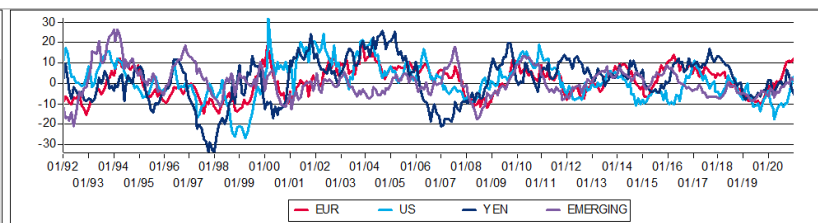
Quelle Asset Allocation Expert

Über die letzten 12 Monate hat Value in allen Regionen eine klar negative Rendite erzielt.

## Aktien Size Regional

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

	EUR	US	YEN	EMERGING
Current	12.41	3.33	-4.99	1.58
Mean	0.93	1.32	1.66	0.61
Median	1.46	0.58	2.80	-0.39
Std. Dev.	7.29	9.41	10.85	7.52



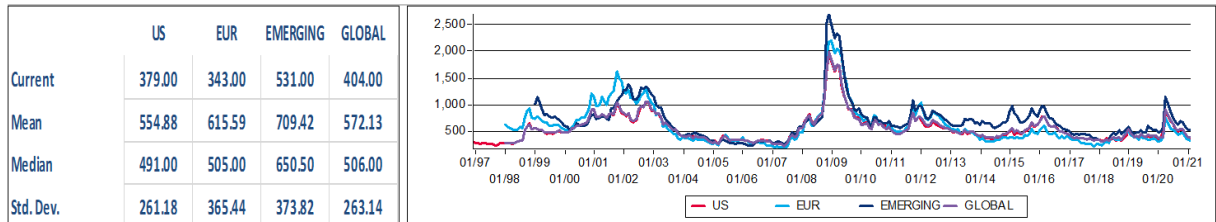
Quelle Asset Allocation Expert

Über die letzten 12 Monate hat Size in Japan negativ abgeschnitten und vor allem in Europa positiv.

## Stand der Risikoprämien

### Entschädigung für Kreditrisiken

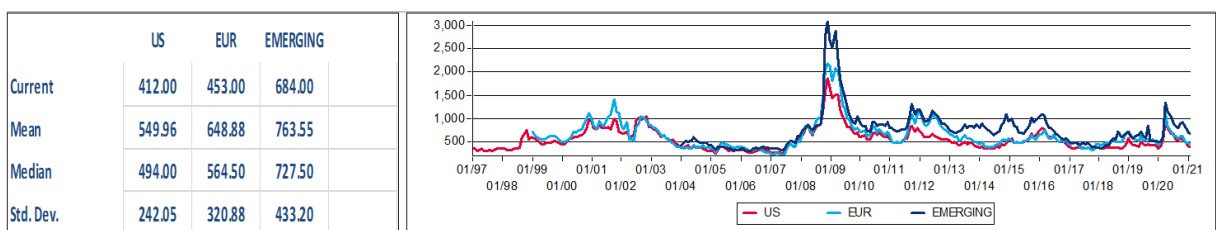
Die Credit Spreads geben an, wie gut der Anleger für das Bonitätsrisiko entschädigt wird. 379 Basispunkte Credit Spread für US High Yield bedeuten, dass der Anleger 3.8% mehr Zins erhält als für US-Staatsanleihen. Dieser Wert liegt klar unter dem Median von 4.9% der letzten 25 Jahre.



Quelle Asset Allocation Expert

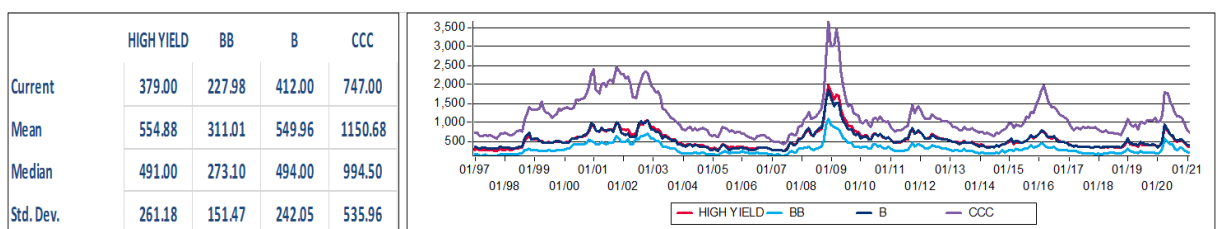
2020 haben sich die Spreads global im ersten Quartal von 3.8% auf 9.2% erhöht und per Ende Jahr wieder auf 4.1% reduziert. Ende Januar liegen die Spreads bei 4.0%. Per 1. Februar verlässt netto 10 Mrd. Material den Index. Erwähnenswert ist, dass kein Fallen Angel den Weg in den Index findet, aber zwei Rising Stars den Index verlassen (Fiat Chrysler 8.6 Mrd. und Cenovus Energy 5.7 Mrd.). Die grösste Emission war T-Mobile US (3 Mrd.). Ende März 2020 hat der Indexanbieter aus Liquiditätsüberlegungen auf das monatliche Rebalancing verzichtet. Alleine diese Entscheidung hat dazu geführt, dass der Index im April um 0.44% weniger gestiegen ist als er mit dem normalen Rebalancing wäre.

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, per Ende 2019 auf 2.3 reduziert und liegt jetzt bei 3.6. 2017 haben sich die Spreads für Emerging Markets stark von 5.3% auf 3.7% reduziert, 2018 auf 7.3% erhöht, 2019 auf 4.9% reduziert und lagen per Ende März 2020 bei 13.5%, Ende 2020 bei 7.0% und sind jetzt bei 6.8%.



Quelle Asset Allocation Expert

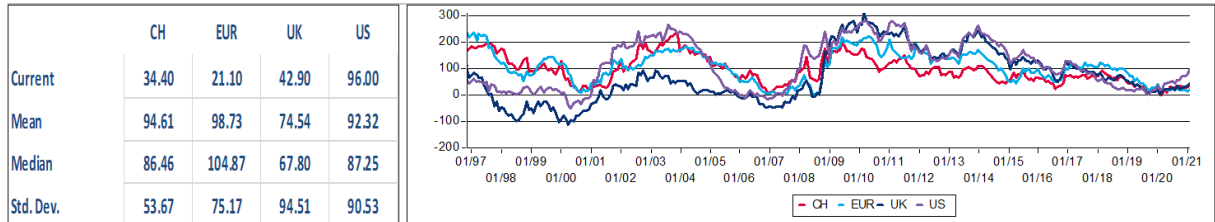
Vergleicht man innerhalb einer Region das Verhalten der verschiedenen Ratings, dann fällt wie hier am Beispiel des US-Marktes auf, dass sich die Ratings mit der Ausnahme sehr kleiner Marktveränderungen in die gleiche Richtung bewegen. Die Bewegungen bei CCC sind natürlich viel stärker.



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.

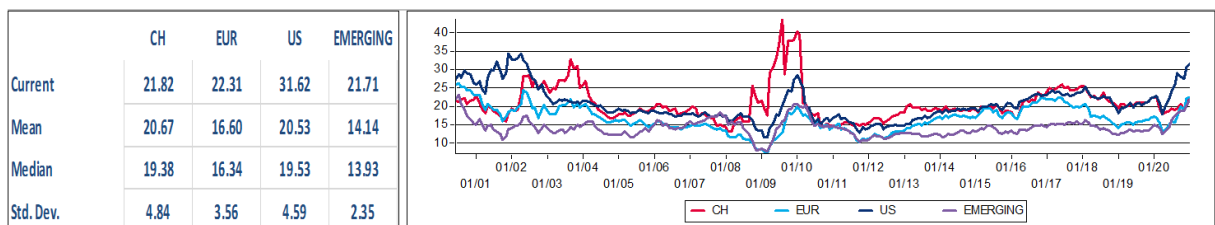


Quelle Asset Allocation Expert

Aktuell sind alle Kurven flach mit Ausnahme US. 2021 wurden die Zinskurven leicht steiler (bspw. CH +0.05%, D +0.07% und US +0.17%). 2020 wurden die Zinskurven in Europa leicht flacher (bspw. deutsche -0.27%) und in US +0.45% steiler. 2019 wurden vor allem die deutsche (-0.43%), jene in UK (-0.25%) und CHF-Kurve (-0.24%) flacher. Im Gegensatz hierzu wurde die US-Kurve steiler (+0.15%). Der Median über die letzten 35 Jahre liegt für alle Märkte bei rund 1%.

## 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 Gewinn im aktuellen Preis enthalten ist. Im AAE sind das Kalenderjahr PE (aktuelles Jahr), das Trailing PE (letzten vier publizierte Quartale), das Forward PE (Analystenschätzung der nächsten 12 Monate), das Price Book (PB) und das FED-Modell (Gewinn-Rendite - 10-jährige Staatsanleihen) auswählbar. Da die Analysten die Gewinne für die Kalenderjahre schätzen, ist das Forward PE eine zeitgewichtete Annäherung aus dem aktuellen und dem nächsten Kalenderjahr.



Quelle Asset Allocation Expert

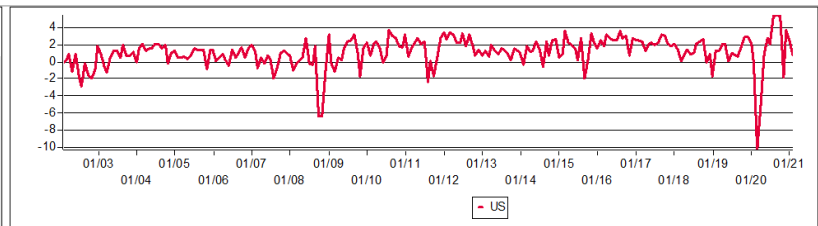
Gemessen am Trailing PE hat sich der globale Aktienmarkt 2020 von 20.0 auf 28.4 verteuert. Die erwarteten Gewinne wurden in diesem Jahr für den S&P 500 für 2020 um -31% reduziert (von \$175.5 per 31.12. auf \$151.5 per 31.3, auf 109.06 per 30.6., auf 113.84 per 30.9., auf \$120.25 per 31.12., auf 121.37 per 29.1.), die Gewinne für 2021 um -7.7%.

## 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%.



	US		
Current	0.79		
Mean	1.13		
Median	1.32		
Std. Dev.	1.76		



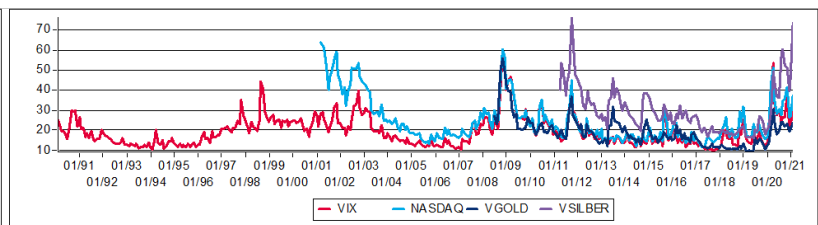
Quelle Asset Allocation Expert

Aktuell ist die Differenz mit +0.8% leicht unter dem Median. Somit ist die Prämie leicht unterdurchschnittlich, sich über Volatilitäts-Produkte gegenüber Marktstress abzusichern.

## Implizite Volatilitäten

Wie die Optionsmärkte die verschiedenen Anlageklassen einschätzen, wird mit den impliziten Volatilitäten der verschiedensten Anlageklassen dargestellt.

	VIX	NASDAQ	VGOLD	VSILBER
Current	33.09	37.44	23.67	73.28
Mean	19.57	24.82	19.20	30.48
Median	17.59	20.54	18.14	27.26
Std. Dev.	7.71	11.33	7.62	11.88



Quelle Asset Allocation Expert

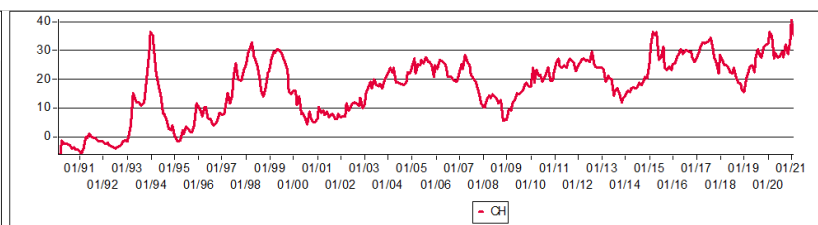
Im Januar haben sich alle Volatilitäten mit Ausnahme des Euro erhöht. Insbesondere schoss die impl. Vola von Silber nach oben aus (von 47.1% auf 73.3%), Gold hat sich von 20.8% auf 23.7% erhöht. Auch die Volatilitäten der Aktien haben sich erhöht, VIX von 22.8% auf 33.1%, Nasdaq von 26.9% auf 37.4%, Russell 2000 von 30.5% auf 38.9%, der DAX von 24.7% auf 30.0%. Erdöl ist von 37.8% auf 40.2% gestiegen, der Euro von 7.3% auf 6.3% gesunken.

Wie bereits mehrmals an Beispielen gezeigt, ist die von Refinitiv (ehemals UBS, Reuters) berechnete Kennzahl für Wandelanleihen kaum sinnvoll und wird hier darum nicht mehr verwendet.

## 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 17.2%.

	CH		
Current	35.10		
Mean	17.22		
Median	19.11		
Std. Dev.	10.44		

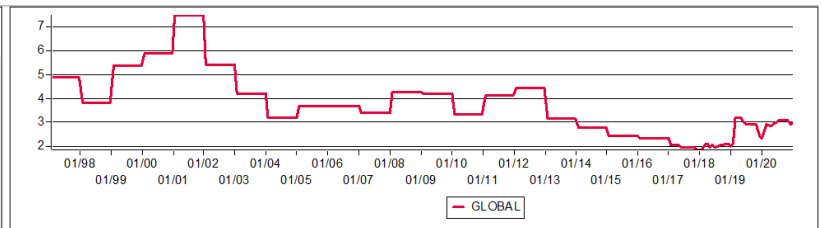


Im Januar schlossen die Immobilien-Fonds mit -3.5% (2020 +10.8%, 2019 +20.7%) im Minus, die Immobilien-Aktien mit -2.3% (2020 -6.7%, 2019 +37.0%).

## 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.

	GLOBAL		
Current	2.98		
Mean	3.84		
Median	3.69		
Std. Dev.	1.29		



Quelle Asset Allocation Expert

Mit einem Wert von 3.0 liegt die Entschädigung für 2020 klar höher als für 2019, aber immer noch unter dem historischen Median von 3.7. 2020 sind Emissionen über 16.4 Milliarden erfolgt. 2021 waren erst wenige Emissionen.