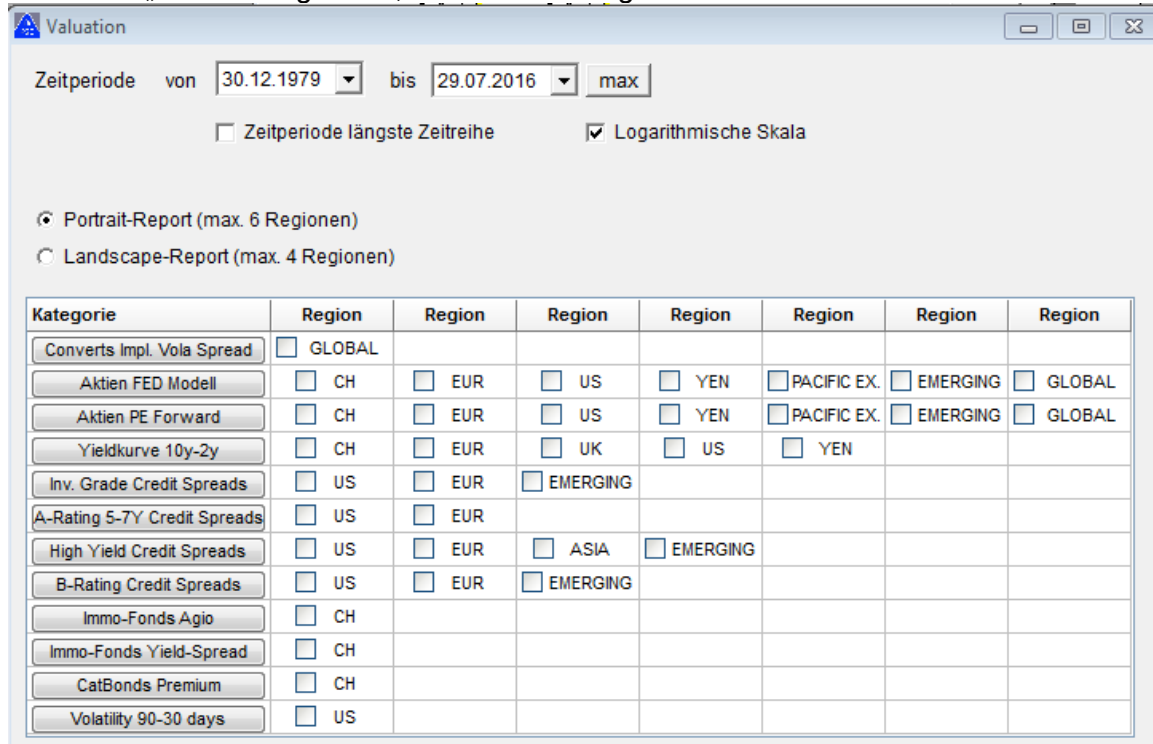


### 13. Valuation

Das Modul Valuation stellt tabellarisch und grafisch fundamentale Bewertungsmodelle zur Verfügung.

Um besser beurteilen zu können, ob eine bestimmte Anlagekategorie oder eine bestimmte Region fair bewertet ist, wurde das Modul „Valuation“ entwickelt. Wird auf das Menü „Valuation“ geklickt, erscheint die folgende Übersicht:



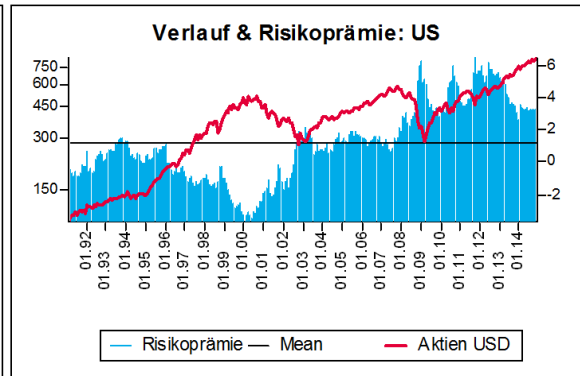
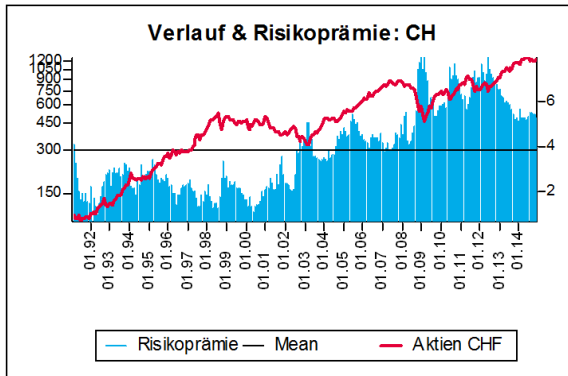
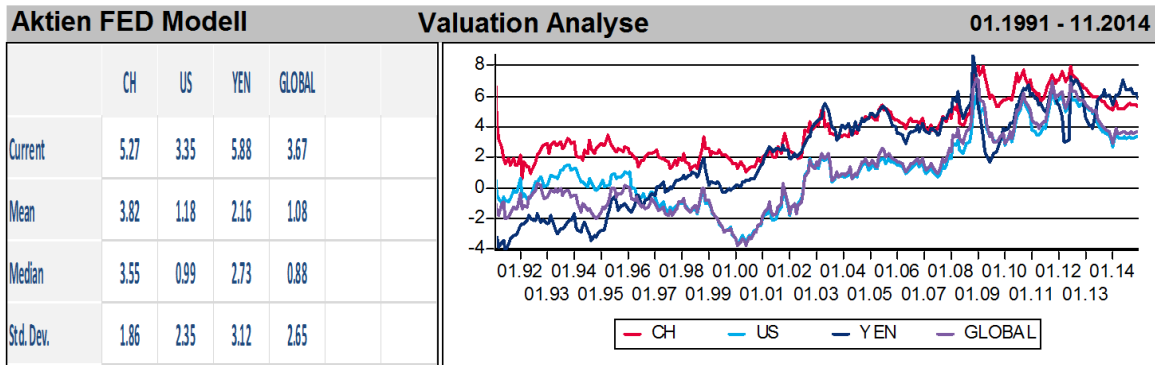
The screenshot shows the 'Valuation' window with the following settings:

- Zeitperiode von: 30.12.1979 bis 29.07.2016 max
- Zeitperiode längste Zeitreihe
- Logarithmische Skala
- Portrait-Report (max. 6 Regionen)
- Landscape-Report (max. 4 Regionen)

Kategorie	Region	Region	Region	Region	Region	Region	Region
Converts Impl. Vola Spread	<input type="checkbox"/> GLOBAL						
Aktien FED Modell	<input type="checkbox"/> CH	<input type="checkbox"/> EUR	<input type="checkbox"/> US	<input type="checkbox"/> YEN	<input type="checkbox"/> PACIFIC EX.	<input type="checkbox"/> EMERGING	<input type="checkbox"/> GLOBAL
Aktien PE Forward	<input type="checkbox"/> CH	<input type="checkbox"/> EUR	<input type="checkbox"/> US	<input type="checkbox"/> YEN	<input type="checkbox"/> PACIFIC EX.	<input type="checkbox"/> EMERGING	<input type="checkbox"/> GLOBAL
Yieldkurve 10y-2y	<input type="checkbox"/> CH	<input type="checkbox"/> EUR	<input type="checkbox"/> UK	<input type="checkbox"/> US	<input type="checkbox"/> YEN		
Inv. Grade Credit Spreads	<input type="checkbox"/> US	<input type="checkbox"/> EUR	<input type="checkbox"/> EMERGING				
A-Rating 5-7Y Credit Spreads	<input type="checkbox"/> US	<input type="checkbox"/> EUR					
High Yield Credit Spreads	<input type="checkbox"/> US	<input type="checkbox"/> EUR	<input type="checkbox"/> ASIA	<input type="checkbox"/> EMERGING			
B-Rating Credit Spreads	<input type="checkbox"/> US	<input type="checkbox"/> EUR	<input type="checkbox"/> EMERGING				
Immo-Fonds Agio	<input type="checkbox"/> CH						
Immo-Fonds Yield-Spread	<input type="checkbox"/> CH						
CatBonds Premium	<input type="checkbox"/> CH						
Volatility 90-30 days	<input type="checkbox"/> US						

#### 13.1 Aktien fair bewertet?

Das FED Modell ist ein relatives Bewertungsmodell. Es vergleicht die Gewinnrendite der Aktien (Kehrwert des Forward PE) mit der Rendite 10-jähriger Bundesanleihen. Der Benutzer kann anklicken, welche Regionen er sehen will und mit einem Klick auf den Button „FED Modell“ wird der Report generiert.

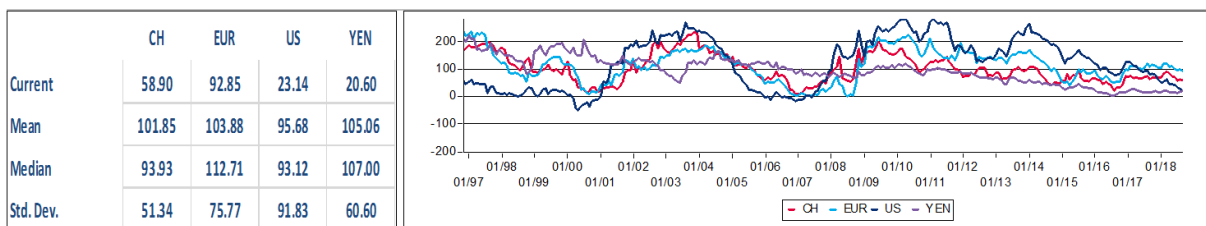


Oben links werden die Kennzahlen über den gewählten Zeitraum angezeigt. Die Risikoprämien liegen aktuell klar über dem historischen Durchschnitt. In der Grafik oben rechts wird der historische Verlauf der Risikoprämien dargestellt. Weiter wird für jede Region der Verlauf der Risikoprämie (rot, Skala rechts) und des entsprechenden Marktverlaufs (blau, Skala links) dargestellt.

Das PE (geschätzt für die nächsten 12 Monate) ist ein absolutes Mass für die Beurteilung des Aktienmarktes.

### 13.2 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 Fisch Asset Allocation Expert

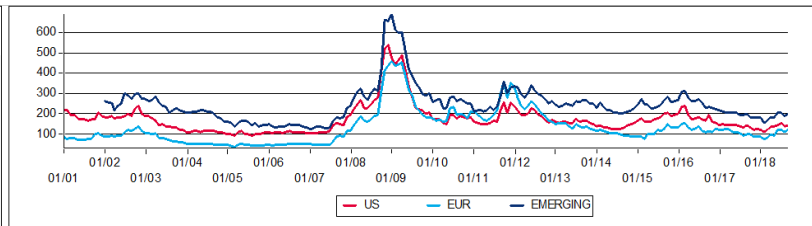
### 13.3 Wandelanleihen fair bewertet?

Bei den Wandelanleihen wird die implizite Volatilität des TR Global Focus Convertible-Index mit derjenigen der unterliegenden Aktienoptionen verglichen. Historisch waren die impliziten Aktienoptions-Volatilitäten 7.39% höher (Median).

### 13.4 Entschädigung für Kreditrisiken

Die Credit Spreads geben an, wie gut der Anleger für das Bonitätsrisiko entschädigt wird. 201.23 Basispunkte Credit Spread für Emerging Markets Investment Grade bedeuten, dass der Anleger 2.0% mehr Zins erhält als für Staatsanleihen.

	US	EUR	EMERGING
Current	143.88	119.00	201.23
Mean	172.47	121.48	244.04
Median	161.00	100.46	231.22
Std.Dev.	73.24	86.02	92.13

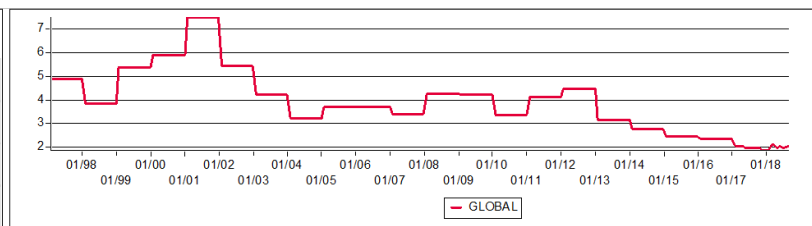


Quelle Fisch Asset Allocation Expert

## 13.5 Entschädigung für Versicherungsrisiken

Bei Catbonds bzw. ILS bilden wir das Ratio aus dem Yield ohne Schadensereignis zum erwarteten Verlust (Daten von Artemis). Der Median liegt bei 3.82.

	GLOBAL
Current	2.05
Mean	3.95
Median	3.82
Std.Dev.	1.30



Quelle Fisch Asset Allocation Expert

Mit einem Wert von 2.05 liegt die Entschädigung rund halb so hoch wie der historische Median. Die hohen Schäden im 2017 hatten wider Erwarten kaum einen Einfluss auf die Neuemissionen.

## 14. 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. In den Tabellen und Grafiken verwenden wir die rollenden 12-Monatsrenditen von jeweils vier bzw. bis zu sechs Faktoren.

Zeitperiode von 31.12.1969 bis 31.08.2018 max

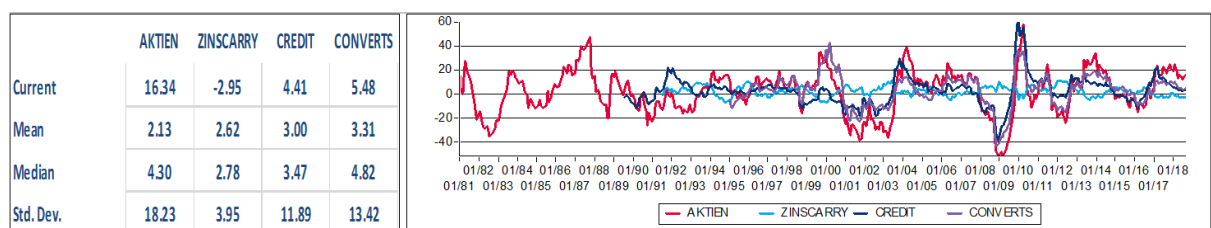
Zeitperiode längste Zeitreihe  Logarithmische Skala

Portrait-Report (max. 6 Kategorien)  
 Landscape-Report (max. 4 Kategorien)

Kategorie						
MultiAsset 12 Mte	<input type="checkbox"/> AKTIEN	<input type="checkbox"/> ZINSCARR	<input type="checkbox"/> CREDIT	<input type="checkbox"/> TREND	<input type="checkbox"/> CONVERTS	<input type="checkbox"/> FXCARRY
Aktien Regionen 12 Mte	<input type="checkbox"/> CHF	<input type="checkbox"/> DE	<input type="checkbox"/> USD	<input type="checkbox"/> YEN	<input type="checkbox"/> GLOBAL	
Zinsen Carry 12 Mte	<input type="checkbox"/> CHF	<input type="checkbox"/> EUR	<input type="checkbox"/> GBP	<input type="checkbox"/> USD	<input type="checkbox"/> YEN	<input type="checkbox"/> AUD
Aktien Faktoren Global 12 Mte	<input type="checkbox"/> VALUE	<input type="checkbox"/> SIZE	<input type="checkbox"/> MOMENT	<input type="checkbox"/> PROFIT	<input type="checkbox"/> INVESTM	
Aktien Momentum 12 Mte	<input type="checkbox"/> EUR	<input type="checkbox"/> US	<input type="checkbox"/> YEN	<input type="checkbox"/> ASIA	<input type="checkbox"/> GLOBAL	
Aktien Value 12 Mte	<input type="checkbox"/> EUR	<input type="checkbox"/> US	<input type="checkbox"/> YEN	<input type="checkbox"/> ASIA	<input type="checkbox"/> GLOBAL	
Aktien Size 12 Mte	<input type="checkbox"/> EUR	<input type="checkbox"/> US	<input type="checkbox"/> YEN	<input type="checkbox"/> ASIA	<input type="checkbox"/> GLOBAL	
Aktien Profitability 12 Mte	<input type="checkbox"/> EUR	<input type="checkbox"/> US	<input type="checkbox"/> YEN	<input type="checkbox"/> ASIA	<input type="checkbox"/> GLOBAL	
Aktien Investment 12 Mte	<input type="checkbox"/> EUR	<input type="checkbox"/> US	<input type="checkbox"/> YEN	<input type="checkbox"/> ASIA	<input type="checkbox"/> GLOBAL	

### 14.1 MultiAsset

Im Abschnitt MultiAsset betrachten wir die sechs Portfolios Aktienprämie (Aktien minus 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 (MultiAsset Timeseries-Momentum). Die Risikoprämie für Aktien war über die letzten 40 Jahre 2.1%, über die letzten 50 Jahre liegt der Wert gemäss Dimson/Marsh/Staunten bei 1%. Credit und Wandelanleihen haben eine hohe Korrelation zu Aktien, aber eine rund doppelt so hohe Rendite bei tieferem Risiko. 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 Fisch Asset Allocation Expert

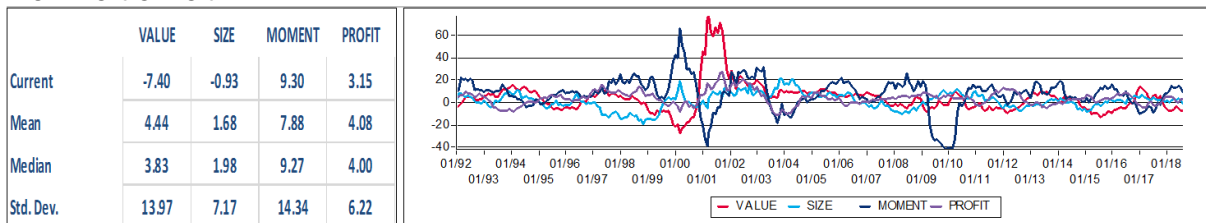
Über die letzten 12 Monate waren Aktien mit +16% die Risikoprämie. Die zwei anderen Wirtschaftsprämien Credit +4% und Wandelanleihen +5% waren auch im Plus. Die

Stabilisatoren Trend -0.1% und US-Zins-Carry -3% waren über 12 Monate im Minus, FX-Carry mit +1% knapp im Plus..

### 14.2 Aktien Global

Im Bereich Aktien wurden die verschiedensten Faktoren beschrieben, wobei McLean/Pontiff (2015) zeigen, dass die meisten Faktoren nach deren Publikation nicht mehr funktioniert haben und Linnainmaa/Roberts (2016) veranschaulichen, dass dies auch vor dem untersuchten Zeitraum der Fall war. Houe/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 +1.7% gemäss den Originaldaten von Fama/French eine enttäuschende Rendite erzielt und Value hat über die letzten 10 Jahre keinen Mehrwert erzielt.

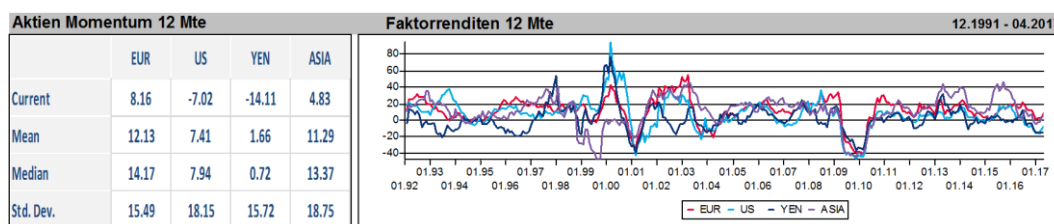


Quelle Fisch Asset Allocation Expert

Die Homepage von French wird meistens mit einem Lag von rund einem Monat aktualisiert. Über die letzten 12 Monate haben zwei von fünf Faktoren eine positive Rendite erzielt. Investment (-5.9%) und Value (-7.4%) waren klar negativ und Momentum mit +9 % klar im Plus.

### 14.3 Aktien Momentum Regional

Global hat Momentum gut funktioniert. 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.



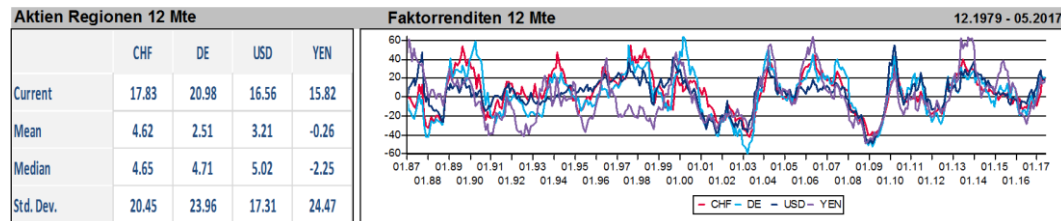
Quelle Fisch Asset Allocation Expert

Über die letzten 12 Monate hat Momentum vor allem in Amerika und Japan nicht funktioniert.

### 14.4 Aktien Regional

Über die letzten 50 Jahre lag die globale Aktienprämie 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

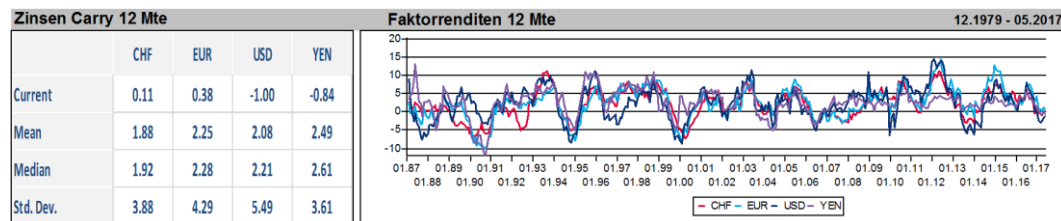
Japan der grösste Markt, sein Gewicht ist von über 40% auf unter 10% gefallen. Um 1900 war UK der grösste Markt und Russland lag an vierter Stelle.



Quelle Fisch Asset Allocation Expert

## 14.5 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 positiv.



Quelle Fisch Asset Allocation Expert

Über die letzten 12 Monate war die Strategie mit US- und YEN-Staatsanleihen negativ, mit britischen Staatsanleihen sehr positiv (+5%) und in CHF/EUR/AUD knapp positiv.