

Editorial • Leitartikel

INTERACTION ENTRE ÉCONOMIE ET BOURSE

Interaction : réaction réciproque. La Bourse peut se tromper à court terme, mais elle a hélas toujours raison à long terme. Parfois avec une anticipation spéculative, parfois réactive et parfois correctrice. Il en ressort que pour beaucoup, elle peut paraître une entité abstraite et irrationnelle.

Son rôle se devrait d'être le financement des entreprises qui doivent y trouver une partie des capitaux nécessaires à leur croissance et ainsi permettre de contribuer au développement économique. En contrepartie et pour canaliser les moyens nécessaires à son but, elle a un rôle de placement pour les particuliers et les investisseurs institutionnels de l'épargne. Le but est louable, mais la bourse est de plus en plus utilisée comme moyen de « spéculation » à court terme, et crée de l'argent par l'argent. Pour s'en convaincre, il suffit de se reporter aux affaires des subprimes et Madoff et des mouvements sociaux qui la prennent à partie, et leurs investisseurs, comme responsables de tous les maux de notre société du 21^{ème} siècle. Elle est également un moyen de pression sur les politiques pour incurver des mouvements non en adéquation avec un développement sociétal de plus en plus exigé par une société civile de plus en plus partie prenante. Dans ce concept, plusieurs mouvements d'investisseurs institutionnels passent par leurs investissements pour incurver des tendances macro-économiques, par exemple la décarbonisation des portefeuilles.

De ces propos, on peut en retenir que le fondement du fonctionnement de la bourse n'est justement pas la bourse, mais bien l'économie. Celle-ci se développant en fonction de l'innovation et de l'accueil des consommateurs des produits respectivement services offerts, elle génère les revenus des consommateurs qui pourront également épargner et ainsi mettre à disposition des capitaux, au travers de la bourse, à disposition des entreprises, pour la poursuite du développement économique. La boucle étant bouclée, il convient d'analyser au travers des présentations de ce 16^{ème} CONINCO MASTER CLASS, les interactions entre les différentes opportunités d'investissement et la réalité de leur affectation économique. Sommes-nous dans une démarche purement financière ou face à un actif réel. Il ne s'agit nullement de porter un jugement de valeur ou d'exclure telle ou telle forme de placement, mais bien d'explorer les opportunités, risques, faiblesses et forces d'une offre. L'État, les banques centrales, les entreprises et les consommateurs sont les agents de régulation du système soit par leurs actes de consommation, soit par les actions de régulation, soit par la promulgation de législation. Il convient d'en appréhender les implications sur le développement économique en général.

L'éditeur



Olivier Ferrari - CEO

Fondateur de / Gründer von

CONINCO 

Explorers in finance

DIE INTERAKTION ZWISCHEN-WIRTSCHAFT UND BÖRSE

Interaktion: Wechselwirkung. Die Börse kann sich kurzfristig täuschen, aber auf lange Sicht hat sie leider immer Recht. Sei es durch spekulative, reaktive oder manchmal auch korrektive Voraussicht. Deshalb mag sie für viele wie eine abstrakte und irrationale Einheit erscheinen.

Ihre Aufgabe müsste sein, für die Finanzierung von Unternehmen zu sorgen, die sich auf diesem Weg einen Teil des Kapitals beschaffen, das sie für ihr

Wachstum sowie für ihren Beitrag zur wirtschaftlichen Entwicklung benötigen. Im Gegenzug und zur Bündelung der für ihre Ziele notwendigen Mittel bietet sie Privatpersonen und institutionellen Investoren die Möglichkeit, Ersparnis anzulegen. Dies ist zwar ein ehrbares Ziel, aber die Börse wird immer mehr als kurzfristiges «Spekulationswerkzeug» genutzt, das mit Geld noch mehr Geld erzeugt. Um sich ein Bild davon zu machen, braucht man nur an die Subprime-Krise bzw. an die Madoff-Affäre und die damit einhergehenden gesellschaftlichen Bewegungen zurückdenken: Die Börse und ihre Anleger mussten hier als Verantwortliche für alle Übel unserer Gesellschaft des 21. Jahrhunderts herhalten. Zudem ist die Börse ein politisches Druckmittel, um Bewegungen zurechtzubiegen, die nicht zu einer immer anspruchsvolleren gesellschaftlichen Entwicklung einer Zivilgesellschaft mit steigenden Anforderungen passen. Nach diesem Ansatz gehen zahlreiche institutionelle Investoren dazu über, ihre Anlagen auf makroökonomische Trends wie z. B. ein kohlenstoffneutrales Portfolio auszurichten.

Aus diesen Überlegungen lässt sich schliessen, dass eben nicht die Börse selbst, sondern vielmehr die Wirtschaft die Grundlagen für eine funktionierende Börse liefert. Die Wirtschaft entwickelt sich aufgrund von Innovation und der Akzeptanz der angebotenen Produkte und Dienstleistungen durch die Verbraucher. Sie erzeugt die Einkommen der Verbraucher, die ebenfalls sparen und so ihr Kapital den Unternehmen für die weitere wirtschaftliche Entwicklung über die Börse zur Verfügung stellen können. So schliesst sich der Kreis, und es gilt, anhand der Präsentationen dieser 16. CONINCO MASTER CLASS die Interaktionen zwischen den verschiedenen Anlagemöglichkeiten und ihrer tatsächlichen wirtschaftlichen Zweckbestimmung zu analysieren. Handelt es sich um eine rein finanztechnische Vorgehensweise oder um reales Vermögen? Es geht in keiner Weise darum, ein Werturteil zu fällen oder bestimmte Anlageformen auszuschliessen, sondern vielmehr um das Ausloten von Chancen, Risiken, Schwächen und Stärken eines Angebots. Geregelt wird das System vom Staat, den Zentralbanken und den Verbrauchern, sei es durch ihr Konsumentenverhalten, durch die Regulierungsmassnahmen oder durch den Erlass von Gesetzen. Man muss nur verstehen, inwiefern sich dies auf die allgemeine wirtschaftliche Entwicklung auswirkt.

Der Herausgeber



Les sociétés participant au
Beteiligten Unternehmen in der
CONINCO  MASTER CLASS
se présentent en pages 71 à 80
sind auf Seiten 71 bis 80
vorgestellt

Aberdeen



BMO Real Estate Partners

BMO  Global Asset Management



CONINCO 
Explorers in finance



Morgan Stanley



SGF No 12

SOMMAIRE / INHALTSVERZEICHNIS

novembre/November 2016

INTERACTION ENTRE ÉCONOMIE ET BOURSE DIE INTERAKTION ZWISCHEN WIRTSCHAFT UND BÖRSE

- 4 **Faits et fiction sur les fonds spéculatifs et leurs implications sur l'économie réelle**
- 37 **Hedgefonds - Fakten, Fiktion und realwirtschaftliche Relevanz**
Aberdeen Asset Management PLC
- 7 **Les obligations suisses confrontées au défi des taux négatifs**
- 40 **Negativzinsen – eine Herausforderung für Schweizer Obligationen**
Banque Cantonale Vaudoise
- 10 **«High-Street Retail» : Le Paysage des Commerces de Centre-Ville en Europe**
- 44 **High-Street-Einzelhandel: Die Geschäftslandschaft in den Stadtzentren Europas**
BMO Real Estate Partners
- 12 **Matières premières**
- 46 **Rohstoffe**
Carmignac
- 14 **Vue macro-économique: L'appréciation du Renminbi et ses impacts pour un investisseur**
- 48 **Makro-Perspektive: Die Internationalisierung des Renminbi und seine Konsequenzen für Kapitalanleger**
COMGEST
- 16 **Or: passé récent, présent et futur**
- 50 **Gold: jüngste Vergangenheit, Gegenwart und Zukunft**
CONINCO Explorers in finance SA
- 20 **Prêts bancaires Une source de rendement au service de l'économie réelle**
- 54 **Bank Loans Eine Ertragsquelle im Dienste der Realwirtschaft**
Franklin Templeton Investments



Paul Brunner

- 22 **Actions européennes Pourquoi il faut s'y intéresser**
- 56 **Kein Interesse an Europäischen Aktien? Lassen Sie sich eines Besseren Überzeugen**
Morgan Stanley | Investment Management
- 26 **Une classe d'actifs institutionnelle: la Dette Privée («Private Debt»)**
- 60 **Eine Assetklasse für institutionelle Portfolios: Private Debt**
Banque Pâris Bertrand Sturdza SA
- 32 **Les banques centrales aux frontières de la politique monétaire**
- 65 **Die Zentralbanken an ihren geldpolitischen Grenzen**
SYZ Asset Management



Magazine édité par :
CONINCO
Explorers in finance SA
Case postale 240
CH - 1800 Vevey

Responsable de production :

Sylvie Ferrari
T +41 21 925 00 30
F +41 21 925 00 34
sferrari@coninco.ch

Imprimerie :
Musumeci Spa, Quart, Aosta - Italie

Source images :
Ferrari Art Gallery

Tirage : 4'000 ex.

Plus d'informations :
www.coninco.ch

Le magazine est illustré par des œuvres
proposées par :

Die in diesem Magazin abgedruckten Kunstwerke werden
Ihnen präsentiert von der:

FERRARIARTGALLERY
VEVEY

Quai Perdonnet 22 - Vevey - Suisse
www.ferrariartgallery.ch

CEF

Faits et fiction sur les fonds spéculatifs et leurs implications sur l'économie réelle



par
Paola Bissoli
Senior Business
Development Manager

Aberdeen Asset Management PLC

Cet article a pour but d'en finir avec un certain nombre de mythes concernant les hedge funds, et notamment tout ce qui touche à l'effet de levier et au recours aux instruments dérivés, afin d'attirer l'attention sur les retombées de ce type de placements et sur les liens qu'ils entretiennent avec l'économie réelle.

Nous définissons les hedge funds comme une sélection de styles d'investissement dont les performances ne sont pas nécessairement corrélées à celles des marchés traditionnels.

Nous prenons en considération les structures offshore traditionnelles moins réglementées et leurs alternatives onshore plus récentes ; nous intégrons également au débat les produits alternatifs liquides qui désignent, au même titre que les dernières citées, les structures conformes à la réglementation propre aux OPCVM.

I - Introduction

Pour de nombreux investisseurs, les marchés financiers peuvent sembler abstraits et déconnectés de l'économie réelle. C'est d'autant plus vrai si l'on considère les techniques de placement qui font appel à des classes d'actifs traditionnelles, mais qui investissent « de façon peu orthodoxe », comme c'est le cas pour les hedge funds et les « produits alternatifs liquides » qui font l'objet d'une réglementation plus stricte.

Les investisseurs institutionnels, qui possèdent un horizon d'investissement à long terme, sont particulièrement utiles aux marchés financiers, dont le rôle premier est

de proposer aux entreprises des sources de financement et de contribuer au développement économique. Allouer une partie des actifs aux hedge funds et aux produits alternatifs liquides peut donc contribuer à cet objectif et apporter une pierre importante à l'édifice. Certains d'entre eux ont un impact direct et concret sur l'économie réelle, tandis que d'autres contribuent à améliorer l'efficacité du marché.

De leur côté, les investisseurs allouent une partie de leurs actifs à ces produits essentiellement à des fins de diversification ; en d'autres termes, ils cherchent à diminuer le niveau du risque de marché au sein de leurs portefeuilles tout en conservant le niveau de performance anticipé.

Il est donc indispensable de comprendre les stratégies pour déterminer celles qui seront les mieux adaptées aux portefeuilles, aux objectifs et directives des investisseurs. Un portefeuille composé de hedge funds (ou de produits alternatifs liquides) et géré de façon active peut générer de la valeur ajoutée supplémentaire grâce à la sélection de gérants, au processus de due diligence opérationnel, à l'allocation stratégique et à la gestion du risque.

II - Certains mythes concernant les hedge funds

Tous les hedge funds visent des rendements élevés :

De nombreux investisseurs perçoivent les hedge funds comme des produits extrêmement volatils qui ont pour objectif des rendements élevés. En réalité, l'univers des

hedge funds présente un large éventail de stratégies, mais en général le dénominateur commun est la priorité accordée à un rendement ajusté du risque supérieur à celui des stratégies long only traditionnelles.

Historiquement, certains des rendements ajustés du risque les plus élevés sont issus de stratégies reposant sur une approche "relative value", c'est-à-dire qui tire avantage des variations de prix de différents instruments et de leurs niveaux de corrélation (des stratégies telles que les stratégies Fixed Income Relative Value ou Equity Market Neutral).

Plus généralement, chaque type de stratégie hedge funds recèle des profils différents en termes d'objectifs de risque/rendement. Par exemple, au sein d'une même catégorie de stratégies « macro », certains gérants privilégiant les actions ou ayant construit un portefeuille concentré sur des thèmes d'investissement de forte conviction toléreront une volatilité supérieure et devront viser des rendements plus élevés ; d'autres, en revanche, spécialisés dans la gestion de taux, offriront un niveau de volatilité moindre et une diversification par le biais de stratégies comme l'investissement long only actions traditionnel.

Les différentes stratégies sont généralement très peu corrélées entre elles, ce qui peut permettre aux investisseurs de construire un portefeuille de hedge funds avec un but bien précis en tête : celui d'associer plusieurs gérants et stratégies afin de répondre au mieux à vos propres objectifs en termes de risque et rendement, qu'il s'agisse de créer un profil de risque/rendement moins exposé ou qui vise davantage une performance élevée au sein du segment actions.

Les hedge funds ont recours à un effet de levier important :

L'effet de levier est l'un des principaux outils à la disposition des hedge funds. Il leur permet d'exploiter les anomalies qui seraient autrement peu rentables. Toutes les stratégies n'ont pas recours à un effet de levier important, mais lorsque c'est le cas, c'est souvent pour réduire le niveau de risque global du portefeuille en couvrant par exemple les positions de marché. Les hedge funds peuvent néanmoins pâtir de leurs positions



Philippe Visson - Regards hallucinés - 100x130 - détail

d'endettement et les investisseurs doivent impérativement comprendre, au moment du processus de due diligence, les risques et les avantages potentiels associés à l'utilisation qu'en fait le gérant. Ils doivent en particulier percevoir la différence entre l'effet de levier présent au bilan et hors bilan, puisque les deux sont présents dans ces types de stratégies.

– L'endettement au bilan concerne l'emprunt et peut provenir des produits monétaires, des pensions livrées, des prêts de titres et d'autres types de prêts.

– L'endettement hors bilan concerne les instruments dérivés, et notamment les contrats à terme, les contrats de change, les swaps, etc.

Les instruments dérivés permettent souvent aux gérants d'obtenir un effet de levier plus important qu'un simple levier par l'endettement au bilan, mais ils peuvent être moins sujets aux variations des coûts d'emprunt. Alors que l'endettement au bilan est utilisé pour acquérir les instruments moins liquides, cela peut aussi générer un risque que les investisseurs doivent assumer. Point important, aucune des deux approches n'est foncièrement mauvaise : le risque re-

pose dans la mauvaise gestion de l'effet de levier et de l'ensemble des risques inhérents à un portefeuille de hedge funds.

Quelle est la meilleure méthode d'évaluation de l'effet de levier ? Il n'existe pas de réponse idéale. Chaque méthode possède ses avantages et ses inconvénients. La meilleure approche pour l'analyse de l'effet de levier, et cela s'applique à tout type de risque, consiste à examiner et contrôler différents paramètres propres à chaque stratégie alternative.

Par exemple, l'une des méthodes de mesure du risque les plus répandues, la méthode Value at Risk (VaR), ne prend pas en compte les risques extrêmes, c'est-à-dire les risques hautement improbables, mais dont les conséquences peuvent être importantes (VaR est une manière de décrire l'ampleur des pertes probables au sein d'un portefeuille). D'où l'approche complémentaire du test de résistance, qui consiste à déterminer la performance du portefeuille en le soumettant à des scénarios historiques de stress de marché. Il peut par exemple s'agir de la crise de 2008 ou de simulations personnalisées, qui évaluent l'impact des mouvements de marché sur le portefeuille, c'est-à-dire ce qui se produirait en cas de

correction de 20% sur les marchés actions, de hausse de 10% sur les marchés obligataires et d'envolée de 50% du niveau de volatilité.

Dans le cas des stratégies de hedge funds qui ont massivement recours aux instruments dérivés, il est extrêmement important de prêter une grande attention et de comprendre l'endettement hors bilan. La plupart du temps, les stratégies macro s'appuieront sur les contrats à terme et les contrats de change, conférant ainsi aux instruments sous-jacents un profil de rendement relativement linéaire. Les options peuvent rendre les choses encore plus complexes, notamment lorsque les gérants vendent à découvert aussi souvent qu'ils les achètent.

L'opération de vente à découvert, qui consiste à vendre une option à un tiers, expose à des pertes potentielles illimitées et elle est donc intrinsèquement plus risquée. L'encaissement d'une prime négligeable peut potentiellement représenter un risque baissier important. Dans le cas des achats d'options, la perte maximale est égale à la prime dépensée, et donc les informations relatives à cette prime sont révélatrices du risque encouru. Les hedge funds procèdent rarement à des ventes d'options, sauf dans le cas d'une stratégie plus axée sur la volatilité.

Les hedge funds sont complètement déconnectés de l'économie réelle.

De nombreux hedge funds approvisionnent le marché en liquidités en effectuant des transactions lorsqu'aucun autre acteur n'est disposé à le faire. Prenons l'exemple typique d'une correction des marchés actions ; dans un tel scénario, les positions courtes d'une stratégie equity long/short généreront une performance positive. Tôt ou tard, une prise de bénéfices ou une couverture nécessitera l'achat de positions auprès des vendeurs (ce qui fournira des liquidités au marché).

L'importance de la fourniture de liquidités est encore plus capitale de nos jours, et le changement structurel négatif imputable au durcissement de la réglementation pèse sur la capacité des banques d'investissement à d'assumer le risque durant les épisodes de volatilité.



De la même façon, les hedge funds proposent à leurs contreparties de prendre en charge une partie de ce risque. Par exemple, les stratégies event driven, qui cherchent généralement à tirer parti des opérations sur titres telles que les fusions-acquisitions peuvent souvent être perçues comme des assurances contre le risque de non-réalisation de ces opérations. Le fonds adopte généralement un positionnement qui générera des gains en cas de réalisation et des pertes dans le cas contraire, ce qui fournit de fait une forme d'assurance à la contrepartie, ainsi que de la liquidité au gérant equity long-only désireux de stabiliser une partie des gains réalisés initialement du fait de la détention en portefeuille de la société en cours d'acquisition.

Les hedge funds permettent également à améliorer l'efficacité du marché : par exemple, en identifiant les instruments financiers sur- ou sous-évalués, les stratégies relative value contribuent à faire converger les anomalies de valorisation vers la juste valeur, ce qui rend les marchés financiers plus efficaces et bénéficie aux autres investisseurs dans la mesure où leur prix d'achat ou de vente d'un instrument est plus susceptible d'être proche de sa valeur réelle.

Suite à la crise financière, l'une des nouvelles tendances a été la désintermédiation bancaire. C'est d'autant plus vrai en Europe où, historiquement, les banques ont toujours joué un rôle déterminant dans le financement de l'activité des entreprises puisque les marchés obligataires sont beaucoup moins développés qu'aux États-Unis.

Différentes initiatives et de nouvelles législations ont été proposées par les gouvernements européens afin d'encourager davantage l'accès aux marchés obligataires pour les petites et moyennes entreprises (PME) tandis que les banques ont été contraintes, afin d'assainir leurs bilans, de réduire leur activité de prêt de façon drastique. En recherche de nouvelles opportunités, les hedge funds se sont, eux aussi, engouffrés dans la brèche et aident à « régénérer » le système en réallouant le capital.

Les hedge funds spécialisés dans la dette privée et les prêts mezzanine peuvent proposer un financement aux petites entreprises

incapables d'obtenir des prêts auprès des banques ; certains fonds se spécialisent dans la restructuration des prêts, d'autres dans les instruments en difficulté c'est-à-dire qu'ils fournissent un financement aux entreprises en proie à des problèmes financiers. Tout cela contribue directement à l'économie réelle.

Une autre catégorie de hedge funds, qui peut parfois s'avérer controversée, est celle des fonds activistes ; ces derniers visent des entreprises qui, selon les gérants, ne bénéficient pas d'une gouvernance optimale et ne maximisent pas les capitaux de leurs actionnaires. Ils peuvent œuvrer en faveur d'un changement de direction et d'innovations qui serviront leurs intérêts.

III - Conclusions

Les hedge funds et les produits alternatifs liquides constituent un autre moyen d'interagir avec l'économie réelle. Certaines stratégies ont un impact et une portée tangibles et directs tandis que d'autres privilégient l'efficacité du marché en exploitant les anomalies provisoires de valorisation. L'ensemble des stratégies disponibles offrent un large éventail de profils de risque/rendement, et constituent un outil de diversification précieux au sein d'un portefeuille. ■

Vous trouverez ci-dessous une matrice SWOT qui synthétise les avantages et les inconvénients pour un investisseur souhaitant avoir recours aux hedge funds et aux produits alternatifs liquides.

Points forts :

- Stratégies plus rémunératrices
- Stratégies permettant d'améliorer la diversification (écart-type inférieur et faible corrélation avec les classes d'actifs traditionnelles)
- Amélioration du ratio de Sharpe dans le cadre d'un programme d'investissement : les opportunités sont plus nombreuses.

Opportunités :

- Possibilité de construire des portefeuilles sur mesure afin de s'adapter au mieux à l'allocation actions/obligations des investisseurs.
- Frais réduits : possibilité d'accès à certaines stratégies à des prix très raisonnables par rapport au passé.

Points faibles :

- Ces stratégies ne constituent pas une solution miracle : certains environnements de marché ne conviennent pas à certaines stratégies de hedge funds
- Risque événementiel : certains investisseurs négligent les hedge funds car ils les perçoivent comme des stratégies qui favorisent une augmentation de la volatilité et des événements de marché

Menaces :

- Réglementation : la gestion des hedge funds implique des coûts et des seuils de rentabilité plus élevés, ce qui limite potentiellement le nombre et les types de nouvelles stratégies à l'avenir – cela revient à offrir moins de choix aux investisseurs
- Frais réduits : c'est le revers de la médaille - les investisseurs militent pour une réduction des frais, mais ils pourraient provoquer des conséquences imprévues : la capacité étant limitée pour certaines stratégies, le risque est de suspendre l'accès aux meilleurs gérants en raison du montant de leurs frais ; au fur et à mesure de la réduction des frais, les gérants des stratégies les plus flexibles seront tentés de devenir de simples agents de collecte afin de soutenir l'activité, mettant ainsi en péril la performance.

Les obligations suisses confrontées au défi des taux négatifs

La persistance de taux bas, voire négatifs, va bouleverser le rôle des obligations dans les portefeuilles. Les titres à brève échéance ne rapportent plus autant, mais offrent un meilleur rapport performance/risque que les titres à plus de dix ans, qui ont, eux, vu leur fonction d'assurance diminuer.



par Agim Xhaja
CIO Fixed Income,
BCV Asset Management



Fabio Simoncini
Investment Manager
BCV Asset Management

Banque Cantonale Vaudoise

Traditionnel, c'est ainsi que l'on qualifie habituellement tout investissement dans les obligations. Or les certitudes entourant cette classe d'actifs sont battues en brèche par des liquidités abondantes et par la persistance de taux bas. Ces derniers atteignent même des niveaux record: les taux des obligations de la Confédération à deux ans sont depuis plus de cinq ans dans le rouge; quant à ceux pour les titres à trente ans, ils sont pour la première fois en territoire négatif.

Traditionnellement, les obligations revêtent différents rôles dans un portefeuille global. Elles peuvent être source de revenu, via le paiement des coupons, ou source de diversification, notamment pour réduire la volatilité totale du portefeuille, car elles ont une volatilité moindre que les actions. Elles peuvent encore contribuer à la protection de la performance en cas de baisse des marchés des actions. La corrélation entre les mouvements des actions et ceux des obligations peut en effet être négative. Cette relation n'a pourtant pas toujours évolué

en ce sens: elle dépend, entre autres facteurs, du régime d'inflation dans lequel nous nous trouvons. Depuis la crise financière de 2008, la tendance baissière de l'indice des prix à la consommation a permis durant certaines périodes aux obligations de jouer cette fonction de protection.

Question de maturité

Quelles sont les répercussions des rendements bas, voire négatifs, sur le rôle des obligations dans le portefeuille? L'analyse standard par secteur – dettes gouvernementales, titres de crédit, entités gouvernementales, etc. – doit laisser place, dans ce cas, à une approche qui passe par la fonctionnalité des obligations (revenus, diversification, couverture). Et donc par leur maturité.

L'univers des obligations en francs suisses représenté par le Swiss Bond Index (SBI) AAA-BBB peut ainsi être divisé en trois catégories: les émissions avec une maturité de un à cinq ans, celles de cinq à dix ans

et finalement, les obligations dépassant dix ans. Les plus intéressantes étant les deux catégories de longues et courtes maturités, qui représentent presque 70% de l'indice.

Rapport performance/risque intéressant

Depuis 2008, les obligations du SBI AAA-BBB de courtes maturités (un à cinq ans) ont affiché une performance inférieure à celle des deux autres catégories, idem pour la volatilité. Or, par unité de risque pris (ratio de Sharpe, voir tableau 1), elles affichent une meilleure performance que les maturités plus longues, ce qui leur confère un attrait tout particulier dans cet environnement de taux extrêmement bas et de faible volatilité. Cette constatation ne s'applique par ailleurs pas seulement à l'indice SBI, elle vaut également pour les autres indices obligataires suisses et mondiaux.

On le constate, les rendements, même négatifs ou nuls, des trois catégories de maturités présentent une différence négligeable entre eux. En revanche, la volatilité fluctue de manière importante en raison de la différence de leur duration. Ainsi, les obligations de un à cinq ans, avec leur volatilité basse et leur fonction première de génération de revenu, peuvent être considérées comme l'élément central (core) d'un portefeuille obligataire dont le profil de risque correspondrait, par analogie avec les actions, à celui d'un portefeuille « minimum variance ». D'ailleurs, dans un univers qui présente 80% de rendement négatif, sélectionner des obligations ayant des caractéristiques de performance/risque comparables relève du défi pour les investisseurs.

Quête de performance positive

La fonctionnalité des obligations courtes sied ainsi particulièrement à un régime de hausse de la volatilité. Une autre de leur caractéristique s'avère également intéressante: la prévisibilité de leur performance. Dans le cas d'un portefeuille d'obligations de un à cinq ans d'un investisseur institutionnel, la duration sera stable dans le temps, car l'argent reçu par le remboursement des obligations qu'il détient se doit d'être réinjecté dans le portefeuille dans la même catégorie de titres afin de ne pas modifier son allocation. Ainsi, la performance attendue

Tableau 1 : Comparaison entre les trois catégories d'obligations du SBI AAA-BBB

Maturité (années)	SBI AAA - BBB		
	1 - 5	5 - 10	10+
Données (annualisées) pour 2008 - 2016			
Performance	2.25%	4.59%	7.39%
Volatilité	1.36%	3.10%	6.71%
Ratio de Sharpe	1.65	1.48	1.09
Données (actuelles)			
Duration	2.86	6.84	15.39
Poids (%)	39.80	33.50	26.70
Rendement (%)	-0.31	-0.12	0.02

Source : BCV Asset Management, Bloomberg



Béatrice Mazzuri - Panthère en odalisque stylisée - 100x150cm

sur les cinq prochaines années peut être évaluée indépendamment des mouvements de taux et des prévisions de croissance ou d'inflation. Elle relève d'une certitude quasi mathématique, et dépend fortement des niveaux de taux à cinq ans actuels (voir graphique 1). La performance devrait donc être au maximum de zéro sur les cinq prochaines années. Ce résultat tient également compte des spreads des titres de crédit et du « roll-down », soit le gain en valeur d'une obligation simplement par le fait que son rendement change au fur et à mesure que le temps s'écoule.

Si la performance attendue est presque nulle, le défi revient à trouver des solutions

pour générer une performance positive avec la même contrainte de risque. Une possibilité consiste à investir dans des obligations en dollars de même maturité. Couverte contre le risque de change, et avec un rendement encore nettement positif en monnaie locale, une telle opération peut produire un rendement intéressant avec le même profil de risque.

Une assurance moins efficace

La situation actuelle sur les marchés boulesverse également les stratégies à l'autre extrémité de la courbe. De la crise financière de 2008 jusqu'en juillet 2016, les obli-

gations en francs suisses à dix ans et plus ont affiché une performance de 7,39%. D'autres investissements, comme des fonds immobiliers suisses, ont, eux, progressé de 8,3% annuellement. Quant aux actions suisses, elles présentent sur la même période une performance cumulée de l'ordre de +94%, soit une progression annualisée de 9,3%. Ces trois classes d'actifs se sont donc comportées de façon relativement semblable en moyenne depuis 2008.

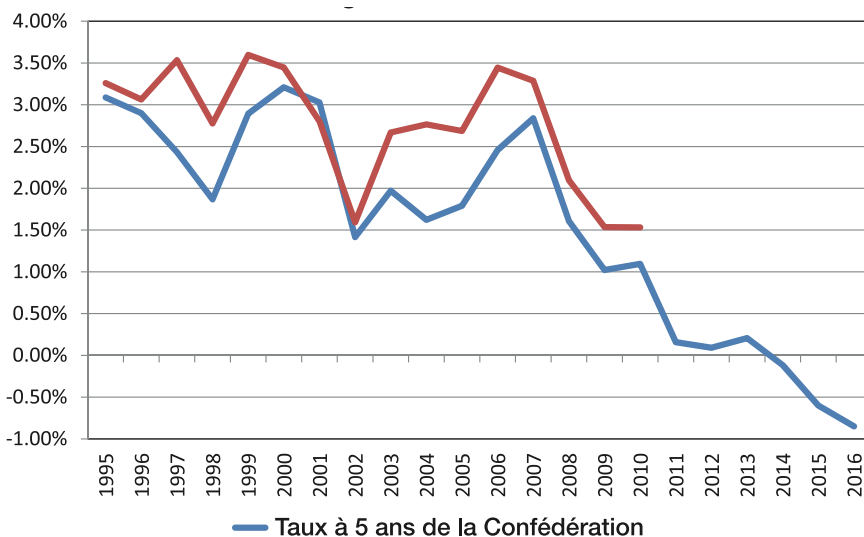
On constate ainsi que les obligations à échéances plus éloignées, de par leur durée plus longue, peuvent reproduire une performance équivalente à celle des actions. Les investisseurs doivent pouvoir profiter de cette opportunité afin de protéger cette performance exceptionnelle. Ces obligations ont actuellement une durée de plus de 15 ans. Si elles doivent reproduire une performance équivalente à la moyenne historique (+7,39%), il faudrait une baisse de taux de l'ordre de 50 points de base (pb). Un scénario possible, mais n'oublions pas que les taux sont déjà fort bas. Cela signifie que les obligations de la Confédération à dix ans devraient se traiter avec un rendement d'environ -1% (voir graphique 2).

Rôle de diversification

Ces obligations présentent un autre avantage: elles sont corrélées négativement avec les actions. Les obligations à dix ans et plus peuvent ainsi être vues comme une assurance contre une baisse conséquente d'actifs risqués – comme peuvent l'être les actions – et gagner en importance dans un portefeuille équilibré. En plus de leur rôle d'assurance, elles permettent une diversification et favorisent la baisse de la volatilité. Prenons l'exemple d'un portefeuille global, supposons qu'il est investi à hauteur de 25% dans le SBI AAA-BBB et de 15% dans un portefeuille obligataire en monnaies étrangères. La part respective des obligations à 10 ans et plus est de 27% sur le franc suisse et d'environ 25% dans l'autre portefeuille obligataire, ce qui correspond à presque 10% du portefeuille global.

Avec une durée d'environ 15 ans sur ces obligations longues, il faudrait une baisse de 50 pb des taux longs pour que ces obligations contribuent à hauteur de 0,75% dans le portefeuille global. Un résultat à mettre

Graphique 1: Performance totale pour un "buy and roll" dans une obligation à 5 ans de la Confédération



Source : BCV Asset Management, Bloomberg

en relation avec le fait que dans un « bear market » les actions peuvent perdre jusqu'à 6% de leur contribution globale.

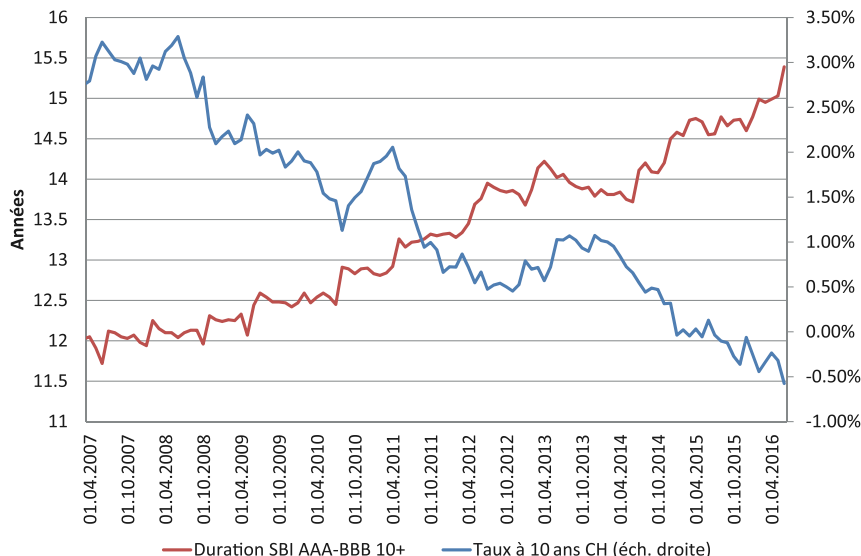
Marge de manœuvre réduite

Il ne faut cependant pas oublier que, si le rôle de protection des obligations reste valide actuellement, c'est en raison de leur corrélation négative avec les actions. Un retour de l'inflation pourrait engendrer un renversement de cette relation. Ce qui impliquerait un recul attendu des actifs risqués et, dans le même temps, également des obligations.

Leur fonction d'assurance se heurte donc à la fois à un manque de performance à venir, dû à des rendements nuls, voire négatifs, et aux changements potentiels de régime d'inflation que peut générer une corrélation positive entre actions et obligations.

La marge de manœuvre est donc réduite dans les portefeuilles pour la catégorie des obligations à dix ans et plus. Celles-ci ne peuvent, en raison du niveau des taux,

Graphique 2 : Les taux bas ont réduit le rôle des obligations à 10 ans et plus



Source : BCV Asset Management, Bloomberg

assumer pleinement leur rôle traditionnel d'assurance lors de chute des marchés des actions. Dans certains cas, comme celui des obligations de la Confédération à 10 ans avec un rendement de -0,40%, elles ont même un portage (carry) négatif. Ainsi,

pour profiter de leur fonction d'assurance dans le portefeuille, l'investisseur doit agir de façon plus tactique, soit en fonction des mouvements de taux, et pas simplement en appliquant la stratégie « buy and hold ». ■



En tant qu'Association Suisse des Gérants de Fortune, nous nous voulons le partenaire actif, réfléchi et créatif de nos membres, des prestataires financiers institutionnels, des autorités et du monde politique. L'action partenariale fait de notre association de professionnels pour les professionnels le leader dans son secteur.



Verband Schweizerischer Vermögensverwalter | VSV
 Association Suisse des Gérants de Fortune | ASG
 Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni | ASG
 Swiss Association of Asset Managers | SAAM

Chantepoulet 12
 1201 Genève
 Tél. 022 347 62 40
 www.vsv-asg.ch

« High-Street Retail » :

Le Paysage des Commerces de Centre-Ville en Europe



par
Ian Kelley
Fund Director Europe,
& Head of France

BMO Real Estate Partners

Le Brexit restera l'événement marquant de l'année 2016. Selon l'Oxford Economics, l'impact du Brexit sera politique plutôt qu'économique et aura un impact minimal sur le PIB de l'Eurozone en 2016. Leurs prévisions ont toutefois été revues à la baisse de 1,7 % à 1,5 % pour 2017. Même si à ce stade, l'impact sur les marchés immobiliers reste incertain, un ralentissement de l'économie est susceptible de limiter la croissance locative dans certains secteurs comme les bureaux et la logistique. Dans le secteur du commerce, l'impact devrait rester limité selon Property Market Analysis – surtout dans le segment

du « high-street » où la pénurie d'emplacements « prime » soutient une croissance continue des loyers. Sur le plan des investissements, les faibles rendements obligataires et taux d'intérêt se traduisent par des rendements immobiliers qui devraient rester stables pour le moyen terme.

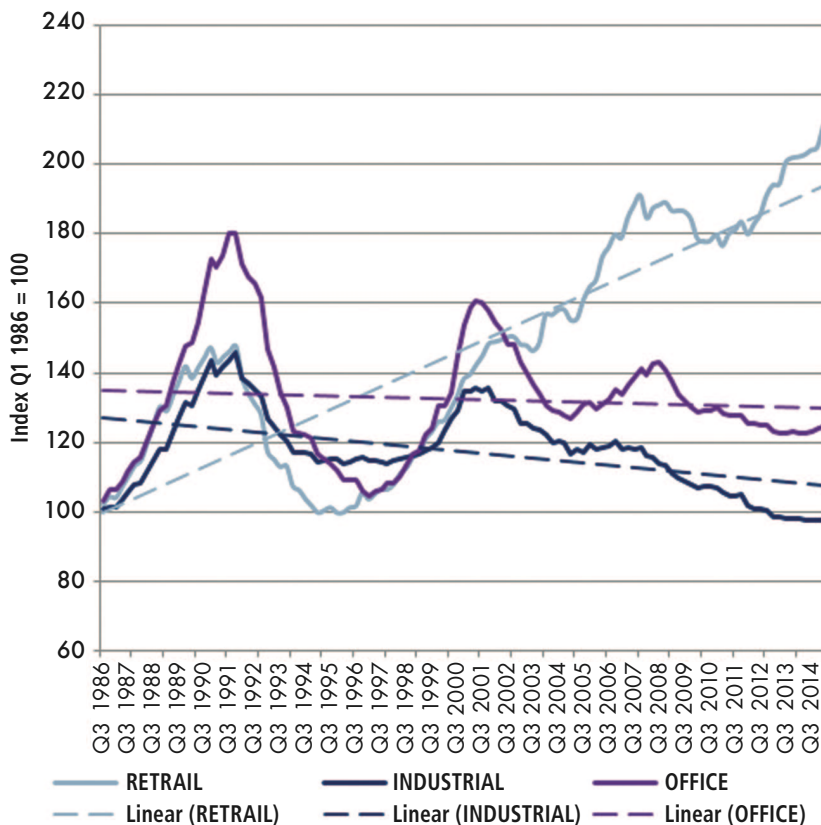
Quelle attractivité offre le high-street retail ?

Le high-street retail se confirme comme lieu de destination pour le tourisme et reste décorrélé des contextes économiques lo-

caux. En 2015, il y a eu 1.186 milliard de touristes internationaux à travers le monde en croissance de 5% comparé à 1.133 milliard en 2014, dont les Chinois qui connaissent un pouvoir d'achat en hausse. Dans ce contexte, l'accroissement de la demande des enseignes nationales et internationales, couplé à un manque d'offre chronique sur les meilleurs emplacements continue à pousser les valeurs locatives à la hausse. Property Market Analysis prévoit une croissance locative de 3 à 4% jusqu'à 2020 dans les principales villes européennes. Il s'agit des prévisions parmi les plus élevées des secteurs de l'immobilier dépassant même les centres commerciaux régionaux.

Les emplacements prime à travers l'Europe ont enregistré une nouvelle année de croissance locative importante en 2015. Les loyers sur Via Montenapoleone à Milan ont augmenté de 41,2% en une seule année, ce qui en fait le marché le plus dynamique dans le high-street, devant Via Condotti à Rome (croissance de 37,5%) et Avenida Diagonal à Barcelone (33,3%). Cette tendance se confirme aussi à Paris où le loyer prime est passé de 10,000 €/m² en 2011 à 18,000€/m² en 2016.

Loyers Prime Réels EU-15, Ex-UK Indice de Loyer













Quelles sont les tendances des enseignes nationales et internationales ?

Les enseignes poursuivent leur expansion domestique et à l'international. Les enseignes européennes et asiatiques voient un potentiel significatif dans leurs marchés domestiques. Quant aux enseignes américaines, elles évaluent davantage le potentiel à l'international notamment en Europe et en Asie. Selon CBRE, les éléments essentiels de la mondialisation, la technologie et l'évolution démographique continuent d'avoir un impact considérable sur le commerce. Comme les enseignes cherchent à gagner des parts de marché et accroître la visibilité de leurs marques et fidéliser leur clientèle, elles poursuivent leur développement au-delà de leur territoire d'origine.

Dans ce contexte, le commerce physique continue à être le mode préféré d'achat des consommateurs et plus important encore un point d'interaction sociale. Nous voyons que les consommateurs considèrent le shopping comme une activité de loisirs et le dévelop-

Source: CBRE - Mai 2015, PMA - Oct 2015

Croissance locative nominale par pays

Rank \blacktriangle	Country \blacktriangle	International tourist arrivals (2015) ⁽¹⁾ \blacktriangle	International tourist arrivals (2015) ⁽⁴⁾ \blacktriangle	Change (2014 to 2015) % \blacktriangle	Change (2013 to 2014) % \blacktriangle
1	 France	84.5 million	83.7 million	\blacktriangle 0.9	\blacktriangle 0.1
2	 Spain	68.2 million	65.0 million	\blacktriangle 5.0	\blacktriangle 7.0
3	 Italy	50.7 million	48.6 million	\blacktriangle 4.4	\blacktriangle 1.8
4	 Turkey	39.5 million	39.8 million	\blacktriangledown 0.8	\blacktriangle 5.3
5	 Germany	35.0 million	33.0 million	\blacktriangle 6.0	\blacktriangle 4.6
6	 United Kingdom	34.4 million	34.4 million	\blacktriangle 5.6	\blacktriangle 5.0
7	 Russia	31.3 million	29.8 million	\blacktriangle 5.0	\blacktriangle 5.3
6	 Austria	26.7 million	25.2 million	\blacktriangle 5.6	\blacktriangle 1.9
9	 Greece	23.6 million	22.0 million	\blacktriangle 7.1	\blacktriangle 23.0
10	 Poland	16.7 million	16.0 million	\blacktriangle 4.6	\blacktriangle 1.3

Source : UNWTO World Tourism Barometer

pement continu des marques et l'amélioration des emplacements commerciaux sont une occasion de profiter de cette activité en croissance.

Quel impact de l'e-commerce sur les commerces en centre-ville ?

Bien que le commerce électronique a connu une croissance rapide au cours des 10 dernières années avec une modification définitive de nombreuses industries (librairie, musique, voyage, et la banque), elle représente encore une proportion faible des ventes de détail globales. Selon CBRE, les ventes d'e-commerce représente actuellement 7% des ventes globales et devrait atteindre 12% d'ici 4 ans."

Selon Cushman & Wakefield, les magasins physiques restent essentiels car ils offrent la possibilité d'interagir avec le produit, une gratification instantanée pour les consommateurs, un service personnalisé et donc l'expérience et le divertissement seront de plus en plus des éléments clés pour les clients.

Dans un environnement qualifié de multicanal, l'expérience personnelle d'un client en magasin fera la différence. Le commerce est en évolution permanente et doit s'adapter à l'innovation des temps modernes et aux exigences des consommateurs. L'infrastructure des villes telles que les monuments, lieux de vie et stations de métro resteront

les points d'ancrage pour les flux des piétons et continueront à définir les emplacements « Prime ». L'impact du e-commerce sur le commerce physique, aussi bien positif que négatif, devrait être limité. Aucun des deux canaux ne pourra entièrement se substituer à l'autre; la réussite d'une stratégie marketing reposera donc sur la mise en place d'une synergie entre les deux canaux pour bénéficier de tous les avantages.

Comment valoriser les actifs high-street retail ?

Les éléments clés de la création de valeur dans les actifs high-street retail tournent autour de trois thématiques. Tout d'abord, les enseignes sont prêtes à payer des loyers significatifs pour avoir un emplacement visible devant un flux piétonnier important.

Nous menons un travail proactif avec les commercialisateurs spécialisés en vue d'une rotation des locataires permettant de capturer la hausse du loyer de marché. Souvent, les enseignes sont également ouvertes à renégocier les conditions de leurs baux pour conserver leurs emplacements actuels.

Ensuite, la taille et le format des boutiques doivent être efficaces et déterminent le potentiel de chiffre d'affaire des enseignes; l'objectif étant d'optimiser les surfaces pour accommoder un large éventail d'enseignes. Ceci peut aussi comprendre l'acquisition des boutiques mitoyennes pour agrandir la taille



Prévisions 2015-2020

	Prime High-Street % p.a.	Centres Commerciaux % p.a.
United Kingdom	5.02	2.25
France	3.57	2.03
Germany	2.80	3.04
Spain	4.75	4.78
Italy	4.29	2.66
Netherlands	3.76	1.58
Sweden	3.30	4.09

Source : PMA - Oct 2015

si celle-ci est trop petite ou bien diviser une boutique si elle est trop grande.

Enfin, l'actif high-street retail offre une liquidité élevée tant sur le marché locatif que sur le marché d'investissement et il faut donc optimiser la concurrence au moment de la vente. ■

Les vues et opinions proviennent de BMO Global Asset Management et ne constituent ni une recommandation ni une sollicitation d'achat ou de vente des produits mentionnés.

Avantages de l'e-commerce

- Prix plus attractif
- Choix des produits plus important
- Effectuer des achats 24/24, 7/7
- Livraison des produits
- Gain de temps

Avantages du commerce physique

- Interaction avec la marchandise
- Gratification instantanée
- Un service personnalisé
- L'expérience et divertissement
- Présence, visibilité et l'image

Matières premières



par
Sandra Crowl
Portfolio Advisor,
membre du comité d'investissement

Carmignac

Après une année difficile, les marchés des matières premières ont connu dans leur ensemble une évolution plus modérée depuis le début 2016, reflétant les tendances affectant l'équilibre entre l'offre et la demande, soutenus qui plus est, par une stabilisation des indicateurs chinois et la stabilité du dollar. En Chine, le chapitre 2015 s'était refermé sur de vives inquiétudes concernant les indicateurs macro-économiques dans leur ensemble. Sur ce front, les craintes se sont amoindries. Les autorités étatiques ont mis en œuvre un panel de mesures parfois draconiennes et un large stimulus. Bien qu'il soit difficile d'identifier avec exactitude les secteurs ayant directement bénéficié des injections de liquidités, les dépenses d'infrastructures ont sans l'ombre d'un doute été prépondérantes, entraînant dans leur sillage les matières premières industrielles.

Après un décrochage sensible depuis mi-2014, les cours du pétrole brut se sont redressés en 2016, finissant le mois de juillet à 43 USD, après une hausse de près de +20% sur l'année. Les cours du cuivre se sont stabilisés autour de 2,2 USD la livre, tandis que ceux des autres métaux s'appréciaient, l'acier progressant notamment suite à l'annonce par la Chine d'une réduction de ses capacités de production sidérurgiques. Étonnamment, cette nouvelle ne semble pas avoir eu d'incidence sur les cours du minerai de fer, restés bien supérieurs à 50 USD depuis février.

Nous avons un biais positif en faveur de l'univers énergétique, notamment le secteur pétrolier, pour lequel nous distinguons des perspectives de surperformance avec le redressement progressif des prix du pétrole sur le long terme et du potentiel de génération d'alpha dans les secteurs liés, tels que

Charles Belle - 130x180cm - détail



les énergies renouvelables ou l'industrie. Après les difficultés traversées par le secteur de l'énergie en 2015, nous pensons que la loi de l'offre et de la demande continuera de rétablir l'équilibre en faveur des cours du pétrole :

- Aux États-Unis, au vu de la réduction des budgets de dépenses d'investissement dans le secteur de l'exploration et de la production depuis le milieu de l'année dernière et de la diminution continue du nombre de puits de forage, nous continuerons à assister sur les 12-18 prochains mois, selon nos estimations, à un recul majeur de la production des champs de schiste bitumineux. Cette baisse devrait contribuer à une diminution de plus de 600'000 barils par jour de l'offre hors OPEP en 2016, soit environ 0,7 % de la production mondiale.
- En dehors des États-Unis, il est difficile de savoir d'où pourrait venir la croissance de l'offre. Nous estimons que l'OPEP devrait prochainement resserrer ses rangs, au fur et à mesure que le pétrole iranien arrivé sur le marché sera absorbé et que les productions saoudienne et irakienne atteindront un palier. De plus, la prévision d'une hausse des exportations en provenance d'Iran (500'000 barils/jour) nous semble surévaluée. Selon nos analyses, ce pays exportait déjà une part importante de son excédent de production via l'Irak. Par ailleurs, l'augmentation de la production iranienne depuis le début de l'année a été jusqu'à présent entièrement compensée par la baisse d'autres pays producteurs où la situation géopolitique reste très incertaine.
- La croissance de la demande mondiale devrait quant à elle se traduire par une hausse de 1,2% de la demande de pétrole. Ainsi le déséquilibre global entre l'offre et la demande devrait se réduire de près de 2%. Rappelons qu'indépendamment des mesures destinées à en réduire la consommation, les besoins mondiaux de pétrole s'accroissent chaque année du fait de la croissance de la population.

Ainsi, dans l'ensemble, sans exclure à court terme une certaine volatilité, le déséquilibre offre/demande du pétrole devrait considérablement se réduire sur le moyen terme et

le pétrole constitue à nos yeux la matière première la plus prometteuse pour 2017.

Conformément à notre processus d'investissement, nous nous concentrons en priorité sur les sociétés qui possèdent une solide équipe de direction, qui ont une capacité avérée à dégager des rendements positifs tout au long du cycle, qui ne sont pas excessivement endettées et qui, selon nos analyses, sont capables de générer des flux de trésorerie attractifs et pérennes. Une sélection de valeurs disciplinée reste primordiale, car une partie des entreprises du secteur de l'énergie ont des difficultés à composer avec le nouveau régime de prix du pétrole. Nombre d'entre elles sont encore dans le déni et opèrent avec des structures de coûts et d'endettement adaptés à un scénario de prix du pétrole supérieur à \$60.

Les énergies renouvelables, quant à elles, forment une catégorie au sein de laquelle les idées d'investissement en adéquation avec nos exigeants critères de génération de cash-flows ont toujours été rares. Cependant, il existe des technologies, parfois connues depuis un certain temps, qui ont été peu exploitées jusqu'à récemment. La situation a par exemple changé pour les biotechnologies, avec la création de programmes d'incitation financière tels que le « Refining Identification Number » de l'Agence de Protection de l'Environnement des États-Unis (EPA) ou encore la norme Low Carbon Fuel Standard (carburant à faibles émissions de CO₂) de la Californie, deux puissantes mesures en faveur de la production de carburants écologiques.

Nous sommes revenus sur notre scepticisme de longue date sur les sociétés d'extraction aurifère, qu'une combinaison unique d'amélioration de la génération de cash-flows, de montée des risques systémiques à l'échelle mondiale et de poursuite des politiques monétaires non conventionnelles rendent plus attrayantes pour les investisseurs. Les sociétés minières aurifères ne constituent pas des placements que nous privilégierions en toute saison, mais elles devraient selon nous continuer de suivre une pente favorable.

Nous restons prudents vis-à-vis des valeurs liées aux métaux et à l'acier en particulier, même si ceux-ci ont bénéficié au dernier trimestre des mesures de relance annoncées



Julien Burgy - Fissure - 45x45x12cm

par la Chine. En effet, un certain nombre de sociétés très endettées ont vu leurs cours de Bourse s'apprécier sensiblement au cours des derniers mois. Les modèles économiques de ces entreprises nous semblent soumis à une pression excessive à long terme et nous pensons qu'elles ont besoin d'augmentations de capital ou de restructurations de leur dette pour honorer leurs obligations financières.

Les prix du cuivre avaient connu un début d'année et un début d'été en hausse, dans le sillage du rebond général des marchés de matières premières. Nous estimons que ces rebonds ne sont pas durables, en l'absence de signes d'amélioration des fondamentaux. Même si les plans de relance du gouvernement chinois apporteront des soutiens sporadiques, nous pensons que le pays continuera son atterrissage en douceur, avec une croissance qui ralentit graduellement, fruit d'une transition structurelle de l'économie chinoise au terme de laquelle le pan industriel de l'économie cesse d'être dominant et s'estompé progressivement au profit du pan tertiaire. Un rallye, basé sur des facteurs techniques éphémères et des facteurs économiques défavorables à court/moyen terme, n'est pas soutenable selon nous. Sur le long terme, nous restons cependant positifs sur le cuivre, qui possède à nos yeux l'un des plus forts potentiels au sein des métaux industriels. Le cuivre bénéficie en effet des fondamentaux de long terme porteurs, à la faveur :

- D'une qualité de minerai en déclin continu dans les mines existantes,
- De retards accumulés dans la mise en exploitation des nouveaux projets,
- Des perspectives liées à l'électrification croissante des pays émergents. Le secteur des réseaux électriques représente environ la moitié de la consommation de cuivre selon nos calculs, et le réseau électrique chinois environ 20% de la demande mondiale à lui seul.

Dans ce contexte, nous pensons qu'un déficit entre l'offre et la demande de cuivre pourrait lentement voir le jour, créant les conditions pour une hausse soutenable (cette fois-ci) des prix du cuivre sur les prochaines années et au-delà.

Après une période agitée, nous estimons que les mois à venir continueront à être bénéfiques pour le secteur des matières premières en général, et particulièrement pour les valeurs liées au pétrole, qui nous a prouvé que les lois de l'offre et de la demande finissent toujours par rétablir l'équilibre. Même si nous sommes moins convaincus par la pérennité de la hausse des métaux industriels et précieux à long terme, l'environnement monétaire accommodant – et notamment les injections de liquidités en Chine – resteront favorables pour ces secteurs. ■

Vue macro-économique:

L'appréciation du Renminbi et ses impacts pour un investisseur



par
Sebastien de Frouville
Investor Relations

COMGEST



Wolfgang Fickus
Membre du comité
d'investissement

Le régime de change chinois a considérablement évolué durant les vingt dernières années et continue à se transformer. Il y a encore peu de temps, la parité de change était fixe ('pegged' dans le jargon des cambistes) et évoluait avec le dollar US dans un système dans lequel les capitaux étaient contrôlés. Bien que toujours fixe, elle évolue désormais au sein de bornes définies par un panier de devises tandis que les marchés de capitaux, suite à différentes réformes, s'ouvrent peu à peu. Ces changements ont été réalisés car il en allait de l'intérêt de la Chine. Il est probable que dans un futur proche, le Renminbi devienne pleinement convertible. Son internationalisation est en effet en route, bien aidée par son statut de monnaie de réserve.

Pragmatiques, les autorités chinoises considèrent que les avantages liés à la libéralisation des flux de capitaux sont supérieurs aux risques potentiels engendrés par une telle décision. Le flux d'argent entré en Chine et le fort excédent de la balance courante ont conduit à une appréciation durable de la devise, jusqu'à la légère dévaluation d'août 2015. Pendant longtemps, l'excédent chinois a financé pour l'essentiel le déficit courant américain, mais cela pourrait ne plus être le cas dans le futur. Malgré les craintes d'une fuite massive de capitaux suite à la dévaluation de l'été dernier, la Chine n'a pas pris des mesures visant le contrôle des capitaux reconnaissant ainsi qu'une telle décision n'était pas dans son intérêt. Dans un passé récent, des entreprises chinoises ont été autorisées à réaliser quelques opérations de fusions – acquisitions pour détenir une technologie et/ou des parts de marché à l'international comme récemment avec Syngenta. Entre autres avantages, la libre circulation

des capitaux permettra à une entreprise de délocaliser une activité à faible valeur ajoutée dans un pays à plus faible coût de main-d'œuvre.

Jusqu'en 2002, les investisseurs internationaux ne pouvaient accéder au marché chinois. À partir de 2002, la Chine a adopté le programme 'QFII' (*Qualified Foreign Institutional Investor*) qui consiste à accorder de façon sélective à des investisseurs étrangers des quotas d'investissement en Renminbi sur son marché, les fameuses actions A. Les coûts d'intermédiation restaient cependant prohibitifs (0,8% !) et la liquidité pas optimale. En novembre 2014, l'avènement du Hong Kong Stock Connect a permis d'avoir accès à 568 actions A avec

des coûts de transaction bien plus faibles et une liquidité accrue. Certaines de ces sociétés sont d'une grande qualité. La libre circulation des capitaux en Chine simplifierait évidemment l'accès pour les investisseurs internationaux aux marchés locaux. L'amélioration du cadre juridique via notamment le rapatriement des espèces devrait permettre à terme aux actions A d'intégrer le MSCI EM.

La Chine peut se permettre de libéraliser les flux de capitaux. Le pays est assis sur USD 3 trillions de réserves de change (40% du PIB !) et la dette exclusivement libellée en Renminbi est presque entièrement détenue par des investisseurs locaux : le pays ne repose clairement pas sur des capitaux étrangers. Les Chinois épargnent beaucoup et faute de choix placent leurs avoirs à court terme ou dans l'immobilier, créant une bulle. Cette dernière est ainsi une conséquence directe et un bon exemple de difficulté causée par la non-convertibilité de la devise. Une telle réforme rendrait possible une meilleure allocation du capital dans le pays.

Un pays représentant déjà 14% du PIB mondial et bien davantage de la croissance qui commence à autoriser la libre circulation des capitaux et à réformer ses marchés financiers ne devrait pas rester éternelle-



Julien Burgy - Vestiges - 2x107x60x60cm

ment absent de l'échiquier financier mondial. Aujourd'hui le Renminbi n'a pas accès aux droits de tirage spéciaux de la Banque mondiale. Cela sera le cas dès octobre 2016. La devise chinoise pèsera alors 10,9% du panier. À première vue, nous pourrions penser que ces fameux droits de tirage spéciaux ne contribuent pas concrètement à l'internationalisation de la devise. Pourtant, ces sujets semblent liés. Cela crédibilise grandement la monnaie chinoise et par ricochet ses marchés financiers pour les investisseurs internationaux. Et cela pourrait engendrer un afflux de capitaux significatifs sur les marchés obligataires et actions chinois.

Vue micro-économique : l'impact des devises dans la sélection d'entreprises

Dans l'esprit de certains investisseurs, le change est un facteur important de la performance. Il est vrai que dans un passé récent, le MSCI Japan a gagné par exemple 52% sur un an en Yen, mais seulement 13% en USD. Les parts ou actions d'OPCVM couvertes contre le risque de change sont une première réponse à la fluctuation des monnaies.

Comment faire lorsque l'on est investisseur de long terme pour se prémunir de ces fluctuations ? Si vous êtes 'stockpicker' focalisé sur les fondamentaux, tout le travail consiste à trouver des sociétés qui savent faire face à des vents contraires et dont les retours sur capitaux propres, les marges ou encore la croissance de la société ne sont pas sensiblement modifiés en fonction des effets de change ou du cycle économique. Il convient de distinguer les effets translationnels et transactionnels en œuvre lors de chaque publication.

Pour les investisseurs helvétiques, l'appréciation du Franc suisse face aux principales devises depuis plusieurs décennies pose la question de son impact possible sur la compétitivité à long terme des entreprises du pays. À première vue, les devises impactent directement certaines entreprises exportatrices qui ont une devise de transaction prépondérante. Pourtant, force est de constater que l'exemple de certaines nations exportatrices telles que la Suisse, mais aussi le Japon ou l'Allemagne vient contredire cette idée.



Paul Brunner - 120x120cm - détail

Au cours des cinquante dernières années, les trois exemples cités ont défendu et dans de nombreux cas étendu leurs parts de marché dans l'industrie horlogère ou automobile par exemple, en dépit de l'appréciation de leur monnaie. Et au cours de la même période, d'autres nations comme le Royaume-Uni, l'Italie, la France ou les États-Unis ont connu une érosion progressive de leur industrie en dépit de la dépréciation de leurs monnaies. On peut même penser qu'une devise forte puisse être un facteur de productivité comme l'a été le 'just in time' japonais dans les années 90. De même, une monnaie forte incite à faire des acquisitions comme en témoigne la récente acquisition de la société britannique ARM par le japonais Softbank.

Ce point de vue va plutôt contre l'idée communément admise qu'une nation exportatrice doit être vue, généralement, comme une pièce de monnaie. Les investissements réalisés dans des sociétés à fortes barrières à l'entrée et dont la croissance est désensibilisée du cycle économique se sont révélés être très faiblement exposés à la volatilité des devises. Certaines sociétés japonaises en sont d'ailleurs un très bon exemple. ■

Or : passé récent, présent et futur



par
Sabahudin Softic

Fondé de pouvoir,
département gestion institutionnelle

CONINCO Explorers in finance SA

L'or en tant que monnaie

"People are fascinated by gold not because it is shiny, but because it is money. Understanding this fact is the starting place for understanding gold."

James Rickards, *The new case for Gold*, page 13,
Portfolio Penguin, New York, 2016, 182 pages.

Depuis des milliers d'années, l'or fascine l'humanité. Il a toujours été synonyme de sacré, de prospérité et de longévité. Depuis les débuts de la civilisation, l'or a fait office de monnaie. Il en a toutes les qualités indispensables, définies déjà par Aristote (Philosophe grec, 380-322 av. J.-C.) :

– **Durable** : La monnaie doit passer le test du temps et des éléments. Elle ne doit ni s'abîmer, ni rouiller, ni changer au cours du temps.

– **Portable** : Une bonne monnaie doit contenir une grande quantité de valeur par rapport à son poids et sa taille.

– **Divisible** : Une monnaie doit pouvoir être aisément séparée et recombinaison sans

pour autant affecter ses attributs fondamentaux. Une extension de cette idée, c'est que la chose doit être « fongible », c'est à dire définie comme « librement échangeable ou remplaçable, en tout ou partie, pour une autre de même nature ou de mêmes sortes ».

– **Valeur intrinsèque** : Cette valeur de la monnaie doit être indépendante de tout autre objet et contenue dans la monnaie elle-même, en commençant par sa rareté.

Dans le monde actuel, dominé par l'interventionnisme des banques centrales au travers des assouplissements quantitatifs et des taux bas, voire négatifs, ainsi que leur corolaire, l'endettement excessif, l'or ne joue officiellement, plus aucun rôle monétaire. Cependant, ces mêmes banques centrales continuent néanmoins de maintenir une part de leurs réserves au travers du métal jaune. Certaines d'entre elles, comme par exemple les banques centrales russes et chinoises ont même officiellement aug-

Béatrice Mazzuri - Ours aux rayons jaunes - 100x150cm



menté leur stock d'or ces dernières années. D'ailleurs, la Chine qui est le plus gros producteur d'or au monde est également importateur net du métal jaune.

Les accords de Breton Woods

Les débuts de cet abandon officiel de l'or dans le système monétaire remontent à 1971. Le 15 août de cette année-là, le président américain Richard Nixon annonce en direct à la télévision que les États-Unis suspendent officiellement la convertibilité du dollar en or. Cette convertibilité était à la base des fameux accords de Breton Woods de 1944 qui était la mise en place d'un nouveau système monétaire international. Le cœur de l'accord était que le dollar soit échangeable à un taux fixe d'USD 35 l'once et que toutes les autres monnaies soient échangeables contre le billet vert. Cela faisait de fait du dollar, la monnaie des échanges commerciaux internationaux et donc la monnaie de réserve du monde. Lors des accords de Breton Woods, les États-Unis ont pu « imposer » ces conditions, notamment car ce sont eux qui avaient le plus grand stock d'or parmi tous les pays ayant pris part à l'accord.

Les accords de Breton Woods n'étaient pas un retour à l'étalon or à proprement parler, mais ancrèrent néanmoins le métal jaune comme un élément majeur du système monétaire international. Pendant quelques années, le système mis en place a bien fonctionné. Après tout, sous ce système monétaire, le monde a connu les 30 glorieuses. Mais après un certain temps, les États-Unis ont commencé à abuser de leur privilège au sein du système et se sont mis à émettre un nombre de plus en plus important de dollars. Ces émissions se sont accélérées dans les années 60, afin notamment de financer la guerre du Vietnam et les débuts de l'état providence américain.

Le Général de Gaule avait très tôt compris le problème, comme en témoigne son célèbre discours du 4 février 1965 où il appelle clairement à un retour à l'étalon or :

« Le fait que beaucoup d'États acceptent, par principe, des dollars au même titre que de l'or pour les règlements des différences qui existent à leur profit dans la balance des paiements américaine, ce fait entraîne les Américains à s'endetter et à s'endetter gratuitement vis-à-

Or/USD



Source : Bloomberg

vis de l'étranger, car ce qu'ils le lui doivent, ils le lui payent, tout au moins en partie, avec des dollars qu'il ne tient qu'à eux d'émettre.

Étant donné les conséquences que pourrait avoir une crise qui surviendrait dans un pareil domaine, nous pensons qu'il faut prendre les moyens de l'éviter. Nous estimons nécessaire que les échanges internationaux soient établis comme, c'était le cas avant les grands malheurs du monde, sur une base monétaire indiscutable et qui ne porte la marque d'aucun pays en particulier. Quelle base ? En vérité, on ne voit pas qu'il puisse y avoir réellement de critères, d'étalon autre que l'or.»

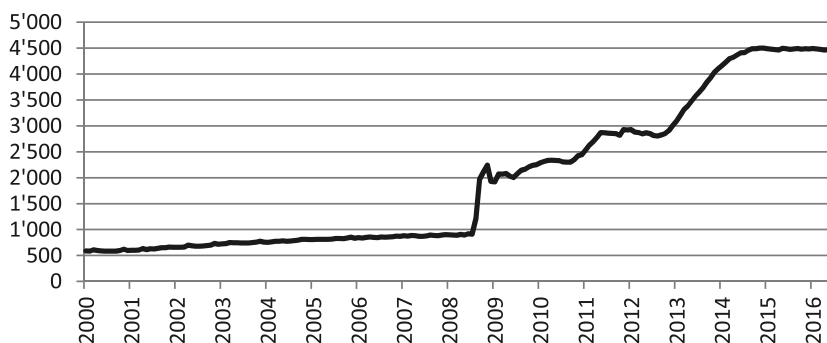
Dans les années 60, et comme les accords de Breton Woods l'y autorise, la France demande donc à échanger tous les dollars issus de ces excédents commerciaux accumulés pendant des années, contre de l'or. D'autres pays commencent à faire de même. Ces retraits voient donc logiquement les réserves d'or américaines s'amenuiser dangereusement. Et dans la mesure où bien plus de dollars avaient été créés qu'il n'y avait de métal pour les couvrir, les États-Unis allaient

rapidement se retrouver à court d'or. Afin de stopper l'hémorragie, le gouvernement américain décide de faire défaut sur l'engagement pris 27 ans plus tôt.

Cet événement de 1971 marque le début d'une spectaculaire hausse de l'or, accentuée par l'importante inflation américaine et les deux chocs pétroliers, et se poursuit tout au long des années 70. Ce n'est qu'au début des années 80, lorsque Paul Volcker, alors récemment nommé comme nouveau président de la Réserve fédérale américaine (FED), décide de monter le taux directeur jusqu'à 20% que la hausse de l'or (ou est-ce la chute du dollar ?) est stoppée.

Cette audacieuse action de Volcker, rendue à l'époque possible par le fait que le niveau d'endettement de l'État et des ménages américains n'avait rien de comparable avec ce qu'il est aujourd'hui, restaure en quelque sorte la confiance sur le dollar. Pendant les 20 ans qui suivent, l'or perd une grande partie des gains enregistrés durant les années 70.

Bilan de la FED (en millions d'USD)



Source : Bloomberg

Le pétrodollar

Suite au défaut américain sur son engagement pris lors des accords de Breton Woods, le monde n'a plus de raison de détenir des dollars. Dès lors, il devient évident que si rien n'est fait, le billet vert perdrait son rôle de réserve internationale et donc la possibilité pour les Américains d'imprimer des dollars à volonté sans que cela ne provoque d'hyperinflation localement. Le gouvernement américain, qui s'était habitué à ce privilège, ne pouvait tolérer de le perdre.

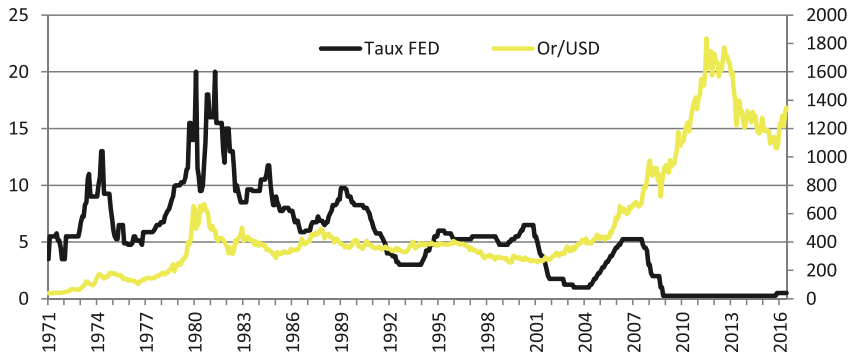
Dès 1973, les Américains scellent un accord avec l'Arabie Saoudite, afin que cette dernière s'engage à ne vendre le pétrole que contre des dollars et de n'accepter aucune autre devise. Dans la mesure où tous les pays ont besoin de pétrole et que l'Arabie Saoudite était à l'époque un producteur suffisamment important pour être indispensable, le dollar devient incontournable. Le système du pétrodollar était né. Malgré la fin de la convertibilité dollar/or, la devise américaine est ainsi restée la monnaie des échanges internationaux et donc de réserve monétaire.

Libérés de la contrainte d'un semi-ancrage à l'or et fort de leur nouvel accord, durant les plus de quarante ans qui suivent, les États-Unis enchaînent les déficits budgétaires et commerciaux sans crainte que cela ne provoque de hausse de prix excessifs dans le pays. L'inflation est en quelque sorte exportée au monde entier.

Un des effets engendrés par cette situation est que petit à petit, depuis les années 70 à nos jours, l'essence même du capitalisme a été pervertie. Le monde est passé d'un capitalisme sain basé sur l'épargne et l'investissement à un capitalisme corrompu basé sur la dette et la consommation. Ce nouveau paradigme ne semble pas soutenable à long terme.

Ces dernières années, de plus en plus d'États ont commencé à contester le pétrodollar et donc l'utilisation de la devise américaine comme monnaie des échanges internationaux. Récemment, la Russie et la Chine se sont accordées pour échanger dans leurs propres devises. L'Iran vend désormais son pétrole dans d'autres devises que le dollar. La Chine a officiellement annoncé qu'elle n'envisage plus d'augmenter

Historique Or et Taux directeur de la FED



Source : Bloomberg

son stock de dollars et a même commencé à le réduire.

Le retour à l'étalon or ?

Au début des années 2000, et suite à l'éclatement de la bulle internet, la FED, alors présidée par Alan Greenspan, entame un cycle de baisse de son taux directeur qui, en l'espace de 3 ans, passe de 6,5% à 1%, ce qui à l'époque était un plus bas historique. Cette baisse du taux directeur est également accompagnée d'une régulière hausse du bilan de la FED et donc d'une augmentation de la masse monétaire.

Une des conséquences directes des actions de Greenspan est la formation d'une bulle immobilière aux États-Unis. Durant ce véritable boom, les prix moyens de l'immobilier montent d'environ 100%. Dans certaines régions, la hausse de certains biens atteint 200 à 300%. Sans surprise, ces importants assouplissements monétaires marquent également le début d'une nouvelle hausse du métal jaune. En 2008, la bulle immobilière éclate et l'or amplifie sa hausse pour

dépasser les USD 1900 l'once en 2011. Cette hausse phénoménale est suivie par une correction qui se poursuit jusqu'à fin 2015 ou l'or atteint USD 1045 l'once et entame ce qui pourrait être un début de reprise en 2016.

"Gold is a currency. It is still, by all evidence, a premier currency. No fiat currency, including the dollar, can match it." Cette phrase a été prononcée par Alan Greenspan dans une conférence organisée par *"The Council of Foreign Relations"*, en octobre 2014. Dans une interview de Bloomberg en juin 2016, ce même Alan Greenspan s'inquiète d'une crise à venir et appelle à un retour à l'étalon or. Il indique notamment *"Remember that the period 1870 to 1913 was one of the most aggressive periods economically that we've had in the United States, and that was a golden period of the gold standard"*.

L'homme qui, en tant que président de la FED de 1987 à 2006, a contribué de manière décisive, par une politique de taux bas et par une augmentation régulière du bilan de l'Institut monétaire américain, à la cor-

ruption du capitalisme, en appelle donc au retour à l'étalon or.

Si on part de l'hypothèse que, comme même Alan Greenspan semble le penser, l'or est l'actif monétaire par excellence, à un moment ou un autre, il devra à nouveau jouer un rôle officiel dans le système monétaire international. Si le système actuel finit par ne plus du tout fonctionner, le seul moyen de restaurer la confiance sera de revenir à l'étalon or.

L'or en tant qu'investissement ?

Si l'on se fie uniquement à l'évolution historique de son prix, l'or ne semble ni particulièrement cher, ni particulièrement bon marché.

Corrigé de l'inflation, le cours de l'or est loin de ses plus hauts historiques mais également très au-dessus de ses plus bas historiques. Dès lors, d'un point de vue uniquement quantitatif, le cours peut aussi bien monter que descendre.

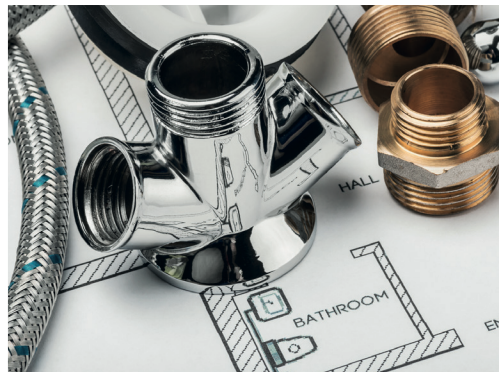
"Gold gets dug out of the ground in Africa, or someplace. Then we melt it down, dig another hole, bury it again and pay people to stand around guarding it. It has no utility. Anyone watching from Mars would be scratching their head."

Warren Buffet

L'investisseur qui pense comme Warren Buffet, que l'or ne sert à rien, que le chemin actuellement pris par le Monde de taux négatifs, de dettes de plus en plus importantes et d'assouplissements quantitatifs qui n'en finissent pas représente un système viable, ne verra certainement aucun intérêt à investir dans l'or. En revanche, ceux qui pensent que l'histoire, à défaut de se répéter entièrement, a tendance à rimer considéreront qu'une exposition à l'or est tout à fait sensée. ■

Bloomberg Composite Gold Inflation Adjusted Spot Price





Nos compétences à votre service

Sanitaire - Chauffage

Rénovation - Entretien installations

Entreprise générale - Gestion de chantier

Dépannage 24h/24 • 7j/7



MAFIOLY Sanitaire-Chauffage Sàrl

Route de Brent 34 - 1807 Blonay
079 724 59 69 • contact@mafioly.ch
www.mafioly.ch

MAFIOLY
Sanitaire - Chauffage

Prêts bancaires

Une source de rendement au service de l'économie réelle



par
Arnaud d'Anterrosches
Directeur institutionnel Suisse romande

Franklin Templeton Investments

Deux éléments caractérisent les marchés financiers depuis la crise financière dont nous continuons à voir les développements : (I) leur sensibilité extrême aux informations macroéconomiques et (II) l'abondance de liquidité dont ils sont inondés par les banques centrales.

Alors oui, les taux sont au plus bas. Oui, les rendements obligataires sont souvent nuls voir négatifs; ils ne permettent pas aux institutions de prévoyance de délivrer les niveaux de rendement minimaux pour couvrir leurs engagements. Et oui, il faut chercher à diversifier le risque de perte en capital que représente l'allocation obligataire en cas de remontée des taux.



Paul Brunner - Duo Vertical - 56x56 - 64x64cm

Les solutions ne manquent pas! Diminuer la qualité moyenne de crédit du portefeuille, pourquoi pas. Augmenter l'allocation vers l'immobilier suisse ou étranger, il y a longtemps que les investisseurs institutionnels l'on fait. Rechercher des classes d'actifs alternatifs? Oui, mais lesquelles? C'est ainsi que l'on a vu se développer un certain nombre de nouveaux actifs ou renaître certaines classes d'actifs longtemps restées dans l'oubli, parmi lesquelles, les prêts bancaires autrement dénommées «senior secured loans» ou «bank loans» en anglais.

Que sont les «prêts bancaires»?

La réponse est assez évidente: ce sont des titres de créance bancaire sur des entreprises, senior dans l'ordre de priorité de remboursement en cas de défaut de paiement, et assortis de sûretés (gages, nantisements) sur certains actifs ou comptes de l'entreprise ou de garanties données par les actionnaires de l'entreprise elle-même. Le recours aux prêts bancaires est souvent utilisé par des sociétés ayant un levier financier important et donc un accès limité au marché obligataire traditionnel. La notation des débiteurs appartient généralement à la catégorie spéculative (BB+ et inférieure).

Les prêteurs ont deux possibilités pour participer à l'emprunt : (I) soit ils participent directement à la syndication, (II) soit ils souscrivent un instrument titrisé représentatif de cette dette, qui bénéficie des mêmes conditions et sûretés que le prêt syndiqué.

Il y a donc trois éléments à considérer avant d'investir dans ces actifs : (1) le niveau de séniorité de la dette dans la structure du pas-

sif de la société, (II) la qualité des garanties sécurisant le prêt et (III) la liquidité du prêt. Outre le fait que le prêteur soit une institution financière, la principale différence entre un prêt bancaire et une obligation est que le prêt bancaire ne constitue pas une valeur mobilière susceptible d'être cédée de gré à gré, même si les techniques de titrisation peuvent rendre le négoce possible. Le prêt bancaire est souvent plus contraignant pour une entreprise que l'appel au marché. Les contrats de financement bancaires sous-jacents prévoient généralement d'importantes sûretés au profit des créanciers participants à l'opération de syndication ainsi que des conditions strictes quant au développement des activités de l'entreprise emprunteuse, tant que la créance n'est pas remboursée (limitation l'accroissement du levier, conditions quant à l'émission d'actions ou encore la cession d'actifs).

Pour un investisseur, il est souvent compliqué de participer à la syndication ou d'acheter directement des instruments titrisés, car ils requièrent souvent des minima d'investissement élevés, l'analyse de documents juridiques denses et compliqués, ainsi que la capacité de mener une analyse en profondeur de sociétés souvent plus petites. Il faut aussi pouvoir gérer l'aspect opérationnel de ces prêts, recevoir les intérêts et le principal, prendre des décisions en cas de défaut ou de modification substantielle de la solvabilité de la société. Mais l'élément clé du succès d'un investissement dans cette classe d'actifs réside dans l'accès aux prêts. L'abondance de liquidité dans le marché et le faible rendement des obligations ont rendu la concurrence entre les prêteurs extrêmement vive, et les acteurs les plus reconnus sont souvent ceux servis avec les meilleures opportunités. Le recours à des fonds d'investissement institutionnels réputés et à des équipes spécialisées dans ce type d'opérations prend ainsi tout son sens.

Les bank loans, sont aussi souvent comparés aux obligations à haut rendement, notamment en raison de leur notation. Cependant, ils offrent des caractéristiques bien différentes. Les prêts bancaires sont généralement émis avec un taux variable, protégeant ainsi l'investisseur contre une hausse des taux. Contrairement aux obligations à haut rendement avec lesquelles l'investisseur recherchera essentiellement une apprécia-

tion du principal en cas de baisse des taux d'intérêt, les prêts bancaires offriront essentiellement une source régulière de revenu au créancier, tout en étant relativement protégés contre un défaut par les sûretés et la séniorité du prêt. Les bank loans offrent en moyenne 80% du rendement produit par les obligations à haut rendement, mais avec bien moins de volatilité (tableau 1).

Quel risque différencie les prêts bancaires des obligations traditionnelles? Le risque supplémentaire pour un investisseur est que le prêt puisse être refinancé avant sa maturité. Le refinancement peut s'effectuer à tout moment avant de la maturité du prêt. Le marché se traite généralement autour du par et rarement au-dessus, car les emprunts sont remboursables par anticipation en tout temps. Si l'on assiste à une vague de refinancement, comme par exemple en mai 2016, alors on pourrait assister à une correction du marché.

Les bank loans présentent-ils une opportunité?

Nous approchons du terme du cycle de crédit le plus long de l'histoire et le taux de défaut des sociétés (hors matières premières) est à un niveau historiquement bas. Les taux européens sont nuls voire négatifs. Nul ne sait quand ce cycle va se retourner, mais il faut s'y préparer. Dans ce contexte, les bank loans représentent une opportunité pour différentes raisons.

Leur structure à taux variable protège l'investisseur en cas de remontée des taux, en leur apportant un supplément de revenu. Si nul ne sait quand la Réserve Fédérale américaine va remonter ses taux directeurs et quand le cycle de crédit va s'inverser, alors diversifier son allocation avec cette classe d'actifs devient une évidence.

Ensuite, cette classe d'actifs présente l'une des volatilités les plus basses parmi les différentes classes d'actifs composant la dette d'entreprises. La correction intervenue en mai 2016 a permis à la classe d'actifs de retrouver un rapport prix/rendement intéressant, principalement au sein de la partie la mieux notée «upper tier» BB+. Ces actifs ont tendance à sous-performer le marché lorsque la qualité de crédit diminue, et à surperformer le marché lorsque les

TABLEAU 1 – Rendement et Volatilité – 31 mai 2016	Rendements	Volatilité
Credit Suisse Leveraged Loan Index	6.72%*	0.79%
JP Morgan Euro Loan Index	5.68%*	0.60%
Barclays US Corporate High Yield Index	7.31%	4.63%
Barclays Pan-European High Yield Index	4.66%	3.57%**
Barclays US Corporate Index	3.14%	4.11%
Barclays Euro Aggregate Corporate Index	1.03%	2.46%**
Barclays EM USD Aggregate Index	5.22%	3.07%
Barclays EM Local Currency Government Index	4.76%	10.30%

* Rendement à l'échéance ** Couvert en USD

Source : Bloomberg. Volatilité sur 60 jours annualisée

investisseurs recherchent plus de sécurité. Nous sommes actuellement dans cette seconde situation.

La séniorité de ces émissions au regard de la structure du capital des entreprises ainsi que les sûretés associées permettent de contrebalancer le risque de défaut auquel s'exposent toujours plus les investisseurs contraints de recourir à des instruments plus risqués pour essayer de conserver un rendement minimum dans leurs portefeuilles.

Le crédit bancaire est l'instrument de rendement par excellence et cette caractéristique a conduit à un accroissement de l'appétit des investisseurs pour cette classe d'actifs alors que l'offre pour ces actifs est restée stable. Le principal défi pour l'investisseur aujourd'hui est de trouver les opportunités dans lesquelles investir bien plus que de céder les papiers ainsi acquis. Ce déséquilibre permet une appréciation significative du prix de ces émissions, rendant le marché un peu

plus spéculatif. Cependant, contrairement aux instruments structurés incriminés dans la crise financière de 2008, les bank loans ont l'avantage de conserver un lien fort avec leur sous-jacent, le financement des entreprises et de l'économie réelle, permettant aux investisseurs désireux de se voir offrir une exposition sur cette classe d'actifs de mesurer les risques pris par les gérants de ce type de produits.

Les bank loans présentent donc des caractéristiques intéressantes dans l'environnement actuel: ils offrent encore un rendement intéressant avec une faible volatilité absolue et relative aux instruments obligataires de rendement comparable et avec davantage de sûretés. Ils ne présentent pas de risque de durée. Au contraire, ils permettent d'accompagner une future hausse des taux, tout en diversifiant un portefeuille avec des instruments réels, dont le marché offre aujourd'hui une véritable opportunité d'entrée. ■

Informations Importantes :

© 2016 Franklin Templeton Investments.

Tous droits réservés. Données au juillet 2016, sauf mention particulière.

Le présent document est un document à caractère purement informatif, et ne saurait être considéré comme du conseil juridique ou fiscal ou comme une offre d'achat d'actions ou une sollicitation pour l'acquisition d'actions d'un fonds d'investissement du groupe Franklin Templeton. Rien dans le présent document ne doit être interprété comme du conseil en investissement.

Lors de la collecte des informations contenues dans ce document, Franklin Templeton Investments a procédé avec diligence et professionnalisme. Toutefois, des données provenant de sources tierces ont pu être utilisées dans la préparation du présent document et Franklin Templeton n'a pas vérifié, validé ou audité ces données.

Les éléments de recherche et d'analyse contenus dans le présent document ont été obtenus par Franklin Templeton Investments pour ses besoins propres, et ne vous sont communiqués qu'à titre indicatif. Franklin Templeton Investments ne saurait être tenu responsable vis-à-vis des utilisateurs de ce document, ou vis-à-vis de toute autre personne ou entité, en raison de l'inexactitude des informations contenues dans ce document, ou des erreurs et/ou omissions, quelle que soit la cause de ces inexactitudes, erreurs ou omissions.

Ce document est émis par Franklin Templeton Switzerland Ltd, une entreprise autorisée et régularisée par FINMA, l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers comme représentant de Franklin Templeton Investment Funds.

Réservé à des investisseurs institutionnels.

Actions européennes

Pourquoi il faut s'y intéresser



par
Matthew Leeman
Responsable équipe actions européennes

Morgan Stanley | Investment Management

Les performances médiocres enregistrées récemment par les marchés d'actions européens et l'accroissement des incertitudes économiques et politiques ont amené certains investisseurs à douter du bien-fondé des investissements en Europe, voire à remettre en cause la pertinence de ce marché à l'heure où la domination de pays tels que les États-Unis et la Chine ne cesse de se renforcer. La décision du Royaume-Uni de quitter l'Union européenne (UE) n'a fait qu'apporter de l'eau au moulin des eurosceptiques et a même provoqué un débat sur la capacité de survie de l'UE.

Dans un tel contexte, il n'est guère étonnant que certains investisseurs aient boudé l'Europe. Mais au-delà des effets d'annonce, c'est une image bien différente qui se dessine. Pour ce qui est du marché des actions, l'Europe conserve toute son importance à

l'échelle mondiale puisqu'elle représente plus de 23% de la capitalisation boursière mondiale et 20% des bénéfices mondiaux.

En termes de consommation, l'Europe conserve une position de premier plan, avec des dépenses de consommation qui représentent pas moins des deux tiers de celles des États-Unis, le double de celles de la Chine et le triple de celles du Japon.

L'Europe joue également un rôle clé sur le plan des exportations. L'Allemagne est ainsi le troisième exportateur mondial, juste derrière les États-Unis. La France et les Pays-Bas sont aussi de grands pays exportateurs. Des voitures et machines-outils allemandes aux vins français en passant par la mode italienne, l'Europe fabrique des produits et propose des services qui sont vendus dans le monde entier. Il est donc quelque peu contradictoire d'être prêt à acheter des

produits européens, mais pas les titres des entreprises qui les fabriquent.

Certains investisseurs se demandent pourquoi ils devraient aller voir au-delà de leur marché national. L'Europe abrite une multitude d'entreprises d'envergure mondiale et de grande qualité et, malgré les problèmes rencontrés depuis la crise financière de 2008, la région demeure un acteur majeur du commerce mondial et représente plus de 20% des marchés d'actions internationaux.

La diversification est cruciale pour tout portefeuille d'investissement. Les marchés boursiers des différents pays de l'UE sont souvent axés sur un secteur ou une industrie en particulier. Toutefois, pris ensemble, ces marchés offrent une excellente diversification, permettent aux investisseurs de s'exposer à des titres et à des secteurs qui peuvent être absents de leur marché national et donnent accès à des économies et marchés du monde entier sans avoir à y investir directement avec tous les risques que cela peut comporter.

Ceci est particulièrement vrai pour des marchés tels que la Suisse, fortement orientée vers les secteurs de la santé et des biens de consommation de base. En Espagne, l'IBEX est à l'inverse faiblement exposé aux secteurs de la santé et de la consommation de base, mais fait la part belle aux valeurs financières et aux services aux collectivités. Outre la possibilité de s'exposer à des idées et à des thèmes d'investissement qui auraient été inaccessibles autrement, le marché européen permet aux investisseurs de mieux gérer le risque inhérent à leur portefeuille, quel que soit l'attrait supposé de leur marché national. Bien sûr, il est possible d'investir dans un fonds répliquant un indice, mais, par définition, cela revient à s'exposer à l'ensemble des secteurs et des marchés. Or, l'expérience récente a montré qu'il valait mieux éviter certains marchés et secteurs.

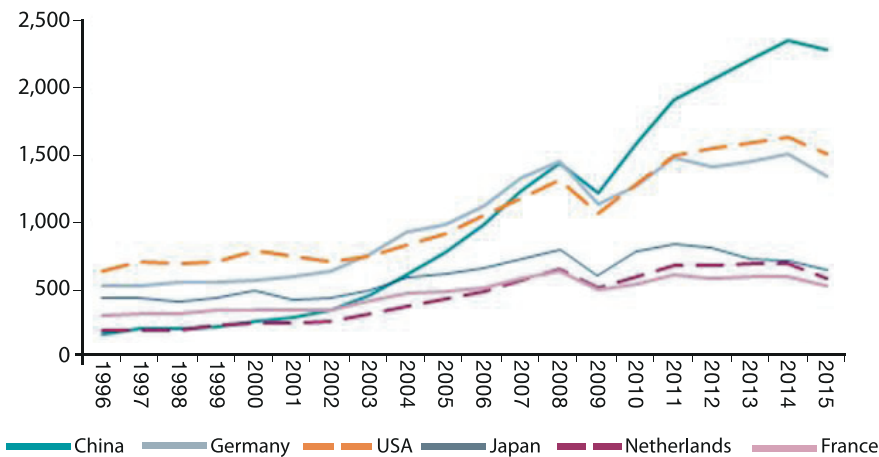
Malgré le résultat du référendum britannique sur l'UE (Brexit), l'écart de performance reste plus important entre les secteurs qu'entre les pays, ce qui implique que le choix du secteur est plus important que le choix du pays. Cependant, l'écart de performance entre les marchés euro-

Europe as % of Global Market Capitalisation



Source : Datastream, estimations Exane BNP Paribas

The World's Leading Exporters



Source : Datastream, estimations Exane BNP Paribas

péens a été très marqué depuis le début de l'année. Ainsi, le marché italien a perdu près du quart de sa valeur en CHF alors que le DAX allemand n'a reculé que de quelque 5% en CHF depuis la fin 2015. Sur les marchés obligataires européens, les spreads ont été relativement limités en raison essentiellement du programme d'achat d'actifs mis en œuvre par la BCE.

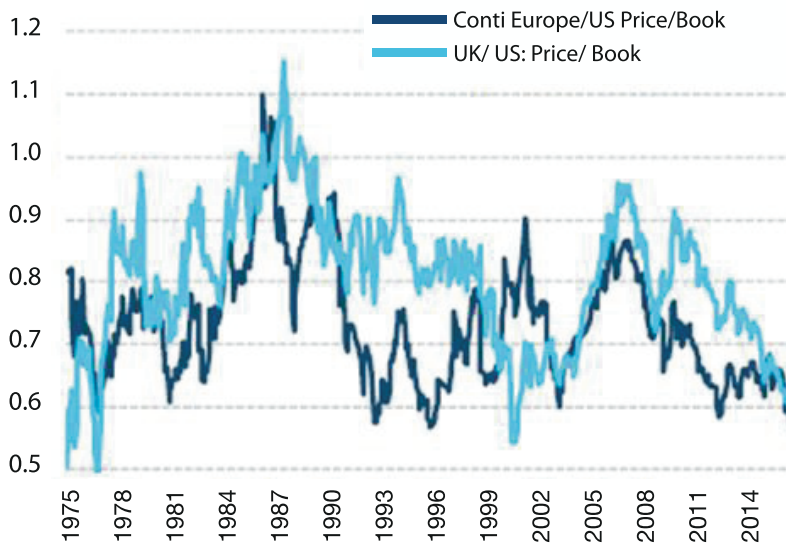
Nous pensons que la BCE devrait prolonger son programme d'assouplissement quantitatif d'au moins 6 mois, jusqu'en septembre 2017 voire au-delà, et ajouter les obligations bancaires à la liste des actifs qu'elle peut racheter.

Cette année, les marchés européens ont été gouvernés davantage par des facteurs macro que micro, comme en témoigne la dispersion des rendements, supérieure entre secteurs qu'au sein des secteurs. Cela n'a rien de surprenant vu l'importance des événements politiques cette année en Europe. Ainsi, en Espagne, les résultats des élections n'ont pas permis la formation d'un gouvernement (une solution se profile maintenant). De même, les électeurs britanniques ont choisi la sortie de l'UE (le Royaume-Uni devenant le premier pays à prendre une telle décision). Cela a abouti à l'arrivée d'un nouveau Premier Ministre, Mme Theresa May, à la tête du gouvernement conservateur et a donné lieu à bien des remous au sein du parti travailliste d'opposition, avec notamment une remise en cause du leadership de Jeremy Corbyn.

Quelles sont donc les perspectives pour l'Europe et les marchés européens?

L'année 2017 sera marquée par des élections en France, en Allemagne et aux Pays-Bas, ainsi que par un référendum constitutionnel en Italie, prévu pour cet automne. Nous pensons donc que les risques politiques resteront élevés en Europe, mais il nous semble très peu probable qu'un autre pays choisisse de quitter l'UE. Encouragés par le Brexit, les partis contestataires ont certes gagné du terrain partout en Europe. Toutefois, de récents sondages réalisés à l'échelle européenne montrent une baisse du nombre de personnes qui seraient prê-

Europe Equity Strategic Risk and Opportunities



Source : Barclays Research, Data Stream, MSCI

European EBIT margin (ex Financials)



Source : Datastream, Exane BNP Paribas estimates



Source : PMI-Markit, Eurostat, Commission européenne, Barclays Research

tes à voter pour une sortie de l'UE. L'insatisfaction politique des pays périphériques semble gagner le cœur de l'Europe, mais l'attention se focalise surtout sur la question migratoire. Aspect émotionnel mis à part, l'immigration devrait pourtant, sur le long terme, avoir un effet positif sur la démographie européenne.

Les répercussions globales du Brexit sur l'économie européenne devraient, selon nous, être limitées. Le secteur bancaire devrait être la principale victime, les rendements obligataires restant faibles. Historiquement, la reprise médiane a duré 24 trimestres en Europe. Le cycle en cours n'en est qu'à neuf trimestres, ce qui laisse donc une marge appréciable.

À titre d'exemple, l'indice MSCI Pan Europe s'échange toujours en deçà de son plafond de 2000, tandis que l'indice S&P500

poursuit sa progression vers de nouveaux records. Le cycle économique européen présentant généralement un décalage de deux ans par rapport aux États-Unis, il n'existe selon nous aucune raison pour que les marchés d'actions européens ne progressent pas, d'autant plus que les valorisations sont plutôt attractives. Les bénéficiers en Europe connaissent une baisse cyclique, mais les valorisations n'intègrent pas de reprise et sont proches de leurs plus bas enregistrés lors de la crise de 2012.

Nous pensons que les marges des entreprises européennes ont atteint un point d'inflexion. Aux États-Unis, les marges sont élevées, mais elles ont commencé à fléchir, alors qu'en Europe, elles entament à peine leur redressement. Il n'y a, selon nous, aucune raison objective pour que les marges européennes n'augmentent pas par rapport à leur niveau actuel. D'ailleurs, les résultats

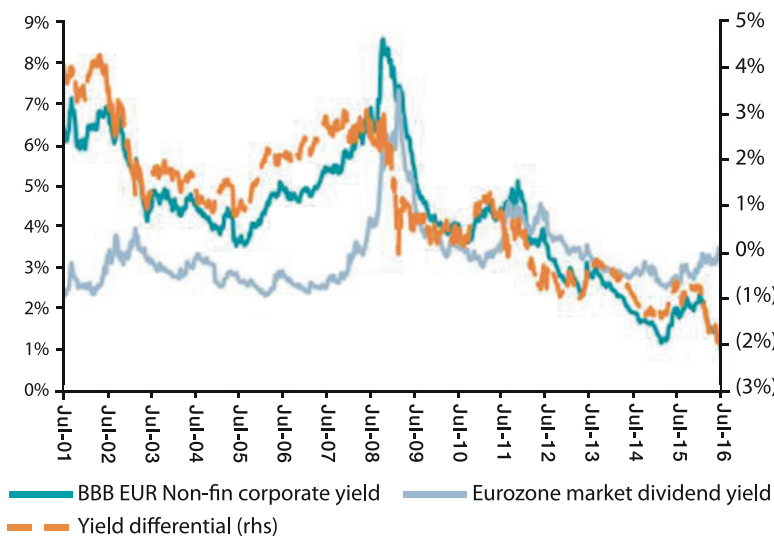
du deuxième trimestre publiés jusqu'à présent reflètent un début d'amélioration des marges, entraînant d'agréables surprises au niveau des bénéficiers.

D'autres pans de l'économie connaissent eux aussi une embellie. Ainsi, l'emploi progresse malgré des taux de chômage toujours très élevés dans certains pays, et on assiste à un début de reprise du crédit aux entreprises et aux ménages dans la zone euro.

Enfin, les entreprises européennes se sont désendettées depuis la crise financière et affichent désormais des bilans sains. Cet aspect est important puisque, avec l'augmentation des bénéficiers, les entreprises devraient pouvoir renouer avec des dividendes attractifs et en hausse. Dans un contexte de taux d'intérêt bas, nous pensons que le rendement du dividende de 3,8% de l'indice Stoxx 600 sera de plus en plus attractif pour les investisseurs en quête de rendement.

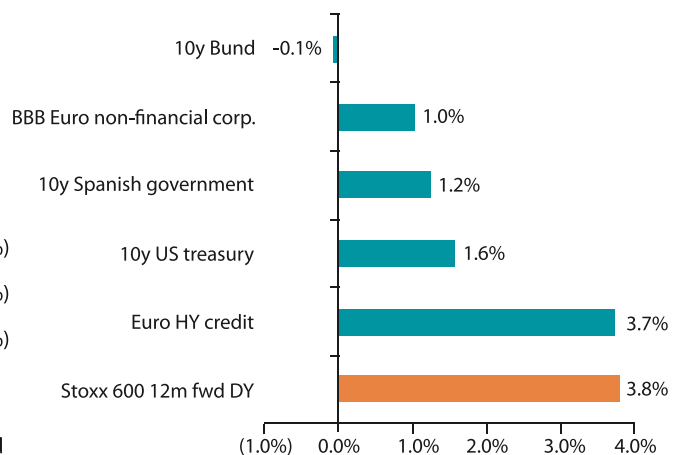
En conclusion, nous estimons que les marchés d'actions européens intègrent déjà largement les incertitudes liées au Brexit ainsi que le risque politique accru et que de belles opportunités commencent à émerger. La reprise économique devrait selon nous se poursuivre. En outre, les valorisations des actions européennes sont attractives et soutenues par un bon rendement du dividende. Le très grand nombre de sociétés d'envergure mondiale domiciliées en Europe devrait rendre la région incontournable pour les investisseurs à long terme. ■

Credits vs Equities Yield Differential



Source : Datastream, Schätzungen von Exane BNP Paribas

European Equities Have an Attractiv Dividend Yield



Source : Datastream, estimations Exane BNP Paribas



L'original de l'original.

axis

■■■■ L'IMPRESSION D'ÊTRE COPIÉ]



VALAIS Av. Gd-Champsec 23, 1950 Sion 4
GENÈVE Rte des Jeunes 37, 1227 Carouge
VAUD En Budron B2, 1052 Le Mont-sur-Lausanne

T +41 (0)58 317 18 18 F +41 (0)58 317 18 00

www.axis.ch

Une classe d'actifs institutionnelle : la Dette Privée (« Private Debt »)



par
Jean-François Fouquet
Senior Advisor Private Capital



Jacques Chillemi
Head Private Capital



Alexandre Poisson
Head Institutional Clients

Banque Pâris Bertrand Sturdza SA, Genève

Les changements structurels de l'industrie bancaire européenne ouvre le marché de la Dette Privée aux investisseurs institutionnels. Un marché qui offre rendement et préservation du capital.

La crise financière de 2008 a profondément affecté l'industrie bancaire mondiale, et tout particulièrement les banques européennes, qui étaient très endettées. L'épicentre de la crise en Europe s'est traduit par un risque systémique, que les banques centrales et les gouvernements sont parvenus à maîtriser. Cette situation, d'une exceptionnelle gravité, a induit une *mutation* profonde de la réglementation internationale, dénommée *Bâle II*, qui régissait à cette date l'industrie bancaire. Les nouvelles règles, dites *Bâle III* (Directive IV), mises en œuvre après la crise, visent à restreindre la délivrance de crédits par les banques universelles. De ce fait, en Europe, ce cadre réglementaire a entraîné l'ouverture du marché du crédit à de nouveaux acteurs, *non bancaires*, que sont notamment les assureurs et les fonds d'investissement spécialisés, qui relèvent essentiellement de l'univers des fonds fermés non-cotés (l'univers du Private Equity).

Cette nouvelle offre de crédit, dite *Dette Privée* (« Private Debt »), car non cotée, très répandue aux Etats-Unis depuis 25 ans, s'appuie sur une large diversification des acteurs et des produits proposés. Elle complète, ou se substitue, à celle traditionnelle des banques, qui ne disposent plus avec *Bâle III* des capacités suffisantes pour répondre à la demande de crédits. Elle répond

aux besoins de financement des entreprises, notamment des *ETI* (entreprises de taille intermédiaire), qui généralement dépourvues de rating, n'ont pas accès aux marchés obligataires.

Les actifs de Private Debt délivrent un rendement notablement au-dessus des niveaux actuels, avec une faible volatilité et corrélation aux marchés. Ils offrent des garanties de préservation du capital. Dans un contexte d'effondrement des rendements obligataires délivrés par les sources habituelles, la Dette Privée constitue ainsi une alternative que les institutions de prévoyance suisses ne doivent pas négliger. Les portefeuilles des plus importants gestionnaires institutionnels US et européens ont recours à cette classe d'actifs.

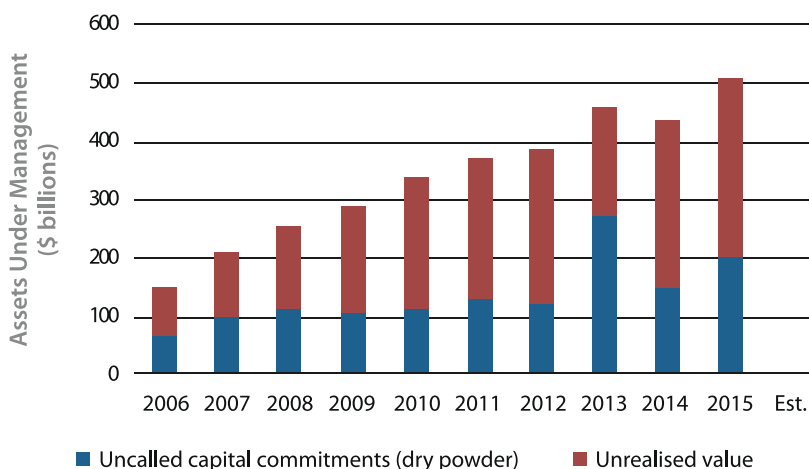
I. Le nouveau paradigme bancaire européen & l'émergence de la Dette Privée

La désintermédiation bancaire est une mutation structurelle et définitive de l'offre de crédits en Europe. La Dette Privée européenne est désormais une classe d'actifs institutionnelle.

I.1 Les nouvelles réglementations *Bâle III*, mises en place après la crise, entraînent en Europe une *désintermédiation bancaire*, qui se traduit par une réduction du levier bilantiel des banques, et par un accroissement des provisions de fonds propres, en fonction du développement de l'encours de

Global private debt fund market triples in size

Source: Brown Harriman, Prequin, 2015



crédits, et de son origine. Le ratio des fonds propres qui était fixé à 2% des bilans des banques sous Bâle II, est porté sous Bâle III, d'ici à 2020, à 10%, soit une division par 5 du levier.

La provision de fonds propres pour les crédits aux emprunteurs dépourvus de rating (*Non Investment Grade*), les ETI, est portée d'une moyenne de 6,5% sous Bâle II, à 10% sous Bâle III, soit une augmentation de 50%. L'application en cours de ces règles, dites aussi « Bâle IV », avec la prise en compte des actifs pondérés par les risques, accroît ces contraintes de bilan. Ces mesures entraînent en conséquence des augmentations de capital de la plupart des banques européennes, et requièrent aussi une réduction drastique de la taille de leurs bilans. Le FMI considère en effet qu'une diminution des encours de crédits des banques européennes de US\$ 2,6 trillions reste nécessaire.

Cette désintermédiation, à marche forcée, entraîne un *changement structurel de l'industrie bancaire européenne*, dont le marché de la dette va ainsi progressivement se rapprocher des pratiques connues aux Etats-Unis, où les banques représentent moins de 20% des encours de crédits aux entreprises, contre une moyenne de 80% actuellement en Europe continentale.

1.2 Le marché de la Dette Privée européenne, jusqu'ici réservé aux initiés, a été en conséquence multiplié par x 3 en 10 ans, à environ US\$ 500 milliards. Les capitaux confiés aux fonds d'investissement spécialisés, et non encore investis (*Dry powder*), se montaient selon le consultant US Preqin, à près de US\$ 200 milliards en mai 2016, dont environ US\$ 55,4 milliards en Europe. Les grands fonds US et européens de dettes privées, pratiquent des levées unitaires de capital de \$ 2,0 à 3,0 milliards. En 2015, 260 fonds se sont présentés sur le marché. Ils ont levé globalement plus de US\$ 85 milliards (dont US\$ 30 milliards en Europe, et \$ 4 mds en Asie). Ces montants, certes importants, sont à rapporter à la demande de crédits des ETI européennes, que Standard & Poor's évalue à près de US\$ 3 trillions d'ici à 2018-2020, augurant ainsi une croissance continue du marché de la Dette Privée au cours des prochaines années.

2. Les actifs de « Private Debt »

La Dette Privée offre une large diversification des actifs en termes d'industries, de types de crédits, de stratégies d'endettement, et de marchés.

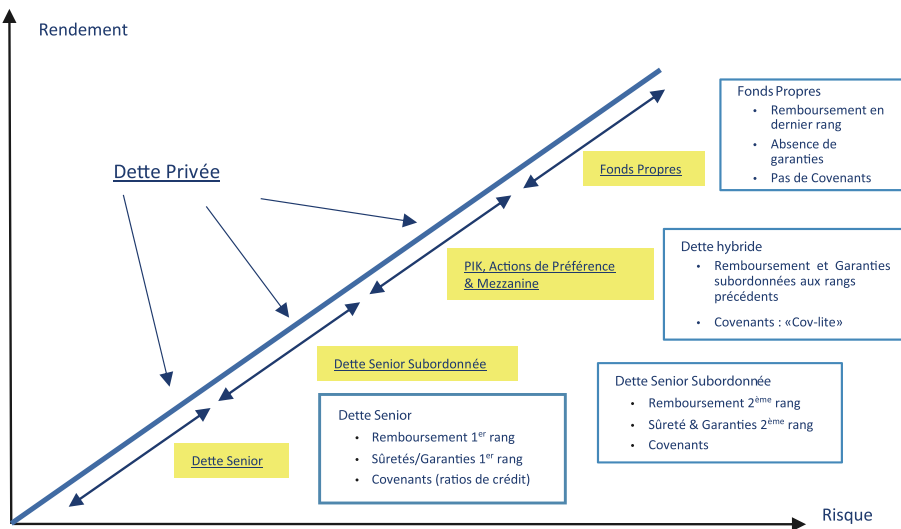
2.1 La Dette Privée recouvre l'ensemble des classes de crédit, et donc de risque : Preferred Stocks & Crédits PIK (remboursement et capitalisation in fine des intérêts), financements hybrides de type Mezzanine, crédits Senior, de 1^{er} rang, ou subordonnés, crédits Unitranches, ces crédits pouvant être sécurisés par des sûretés réelles, ou différents types de garanties, ainsi que par des ratios de gestion (« *Covenants* ») de ces facilités, généralement assez contraignants pour les emprunteurs.

Ces crédits sont classés (I) en dettes d'entreprises, « *Corporate Debt* », majoritairement représentées par les ETI, qui financent des investissements de développement, des acquisitions, des opérations de Buyout, ou de refinancement des dettes existantes, qui concernent un très large spectre d'industries, ou de services, et (II) en dettes privées immobilières, « *Private Real Estate Debt* », qui s'adressent aux développeurs pour financer des opérations de taille moyenne, qui correspondent à des crédits de court & moyen-terme, jusqu'à 100 millions, avec des LTV (*Loan to Value*) de maximum 80%, des opérations que les banques ne financent plus du fait des contraintes que leur impose la réglementation de Bâle III.

2.2 Les fonds de Private Debt développent des stratégies sectorielles (énergie, santé,

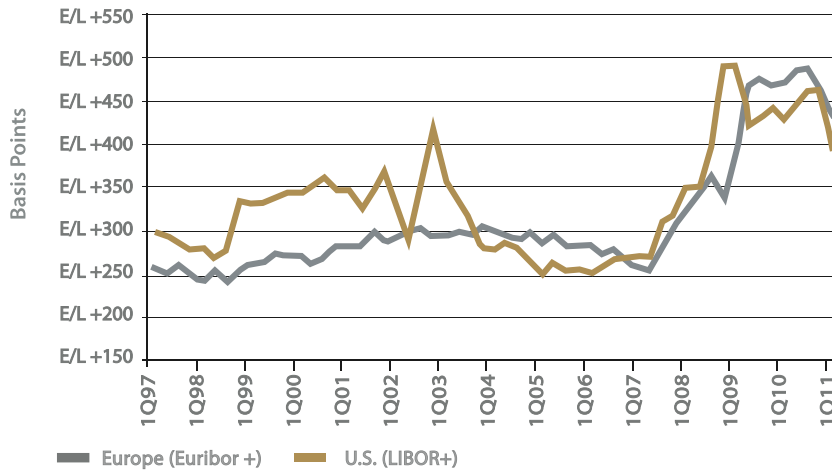
immobilier, infrastructures, aéronautique...), dites de « *Direct Lending* », des crédits spéciaux qui financent par ex. les acquisitions par LBOs (*Leverage BuyOut*), du *Venture Loan* pour les jeunes sociétés, des financements hybrides dénommés *Mezzanine*, ou de la « *Distressed Debt* », propre aux situations de retournement des sociétés emprunteuses. Les fonds d'investissement, tant pour la *Corporate Debt*, que pour l'Immobilier, ont une pratique intrusive (« *hands on* ») des opérations auprès de leurs emprunteurs, similaire à celle conduite par les fonds de *private equity*. Elle se matérialise notamment par un travail de due diligence approfondi, un strict suivi des entreprises (« *insider position* »), et par une capacité à prendre le contrôle des sociétés emprunteuses dès lors qu'elles ne respectent pas leurs engagements contractuels. Une pratique qui permet de contenir les risques de défaut, de 3% en Europe sur les 10 dernières années, et le taux de perte (« *Loss Ratio* ») à 1,7%, selon l'indice *Crédit Suisse* entre 2006 -2015.

2.3 Les fonds de Private Debt pratiquent des marges élevées (« *Spreads* »), généralement indexées sur le *Libor US\$* ou l'*Euribor* à 3 mois, qui incorporent la prime d'illiquidité demandée par les investisseurs. La moyenne pondérée des marges était en 2015 de l'ordre de 450 points de base, mais elles peuvent monter à plus du double selon le type d'opération, leur complexité (dans le cas par ex. de transaction internationale *cross-border*), l'industrie concernée, et le profil de l'emprunteur. Le fractionnement du marché de la Private Debt laisse aux prêteurs une marge importante de négociation pour fixer leurs conditions qui



Weighted average New-Issue Institutional Spreads

Source: Standard & Poor's, LCD Leveraged Loan Review – US/Europe 2011



s'appliquent à des opérations fréquemment très spécifiques, et propres à chaque emprunteur.

2.4 Il est également intéressant de relever la *diversité des opérations de crédit, et donc des types de risque*, qui rentrent dans la classe d'actifs Private Debt. C'est ainsi que l'on peut inclure des facilités très spécifiques, comme les *ILS* (Insurance-Linked Securities), souvent appelées *CAT Bonds*, au travers de fonds dédiés, qui peuvent être cotés, et qui sont gérés par des assureurs, ou des réassureurs. Le *rendement annualisé* d'un fonds ILS, d'un grand réassureur européen, s'est monté en 2015 à 5% en US\$, et autour de 3% en CHF.

Autres *actifs de niche* en Private Debt, sont les fonds qui financent le *cycle d'exportation* en US\$ des matières premières agricoles des entreprises exportatrices, en particulier en Amérique du Sud. Il s'agit de *dettes corporate de court terme* (à 3 mois), sécurisées par des Lettres de crédit, et des sûretés réelles sur les produits sous-jacents. Un fonds géré par des spécialistes du négoce international, basé à New-York, présente un couple Rendement/Risque très élevé, sans un seul mois négatif sur les huit dernières années, réalisant un rendement annualisé en US\$ de plus de 8% sur cette période.

3. Investir dans la Dette Privée

Selon l'adage bien connu, les investisseurs privilégient le rendement à la classe d'actifs. Quels sont donc les mérites qui militent en faveur de ce type d'investissement pour une institution de prévoyance ?

L'Infographie ci-après (Source: Etudes ICG et Preqin, Septembre 2015), illustre les caractéristiques de la Dette Privée, essentiellement aux USA, les statistiques européennes n'étant pas à cet égard suffisamment exhaustives. Il ressort que les actifs de Private Debt offrent une protection et un retour supérieur aux obligations et également aux actions cotées, à savoir :

- (I) une performance stable, sur une période de référence de près de 20 ans aux USA, de la Private Debt comparée aux deux indices clés, le Global High Yield et le US Investment Grade Corporate Credit (Figure N° 1).
- (II) une relative stabilité du rendement de la Dette Privée, relativement aux actions, soit un écart-type 0,017 contre 0,71, sur la durée des cycles, environ 20 ans, avec une faible volatilité et corrélation avec les autres marchés (Figure N°2).
- (III) un rendement prévisible, qui permet aux institutions de planifier leur cash-flow, qui a été constamment positif, sur le long-terme (plus de 20 ans), en moyenne autour 5% p.a. Sur les Vintages actuels, la Dette Privée, après

le Private Equity, a le rendement le plus élevé, estimé à 7%, parmi 16 classes d'actifs. Par ailleurs, les opérations de Direct Lending, ont obtenu sur les précédents Vintages des retours supérieurs à 10%. La Distress Debt est le segment le plus performant avec des retours de l'ordre de 15% p.a. (Figures N° 3 et N°4).

- (IV) une maturité fixe, des garanties et « Covenants » qui permettent une protection du capital investi.
- (V) un couple Rendement/Risque élevé, par ex. sur les Vintages 2003-2013, pour la dette Mezzanine, et les fonds de Direct Lending, avec une faible dispersion des performances, respectivement de 5%, et de 7% (Figure N°5).
- (VI) une qualité spécifique de la Dette Privée immobilière qui délivre un retour médian (IRR) entre 7% et 10%, avec une protection du capital.

4. Les institutions de prévoyance face à la révision de leur allocation d'actifs et à leur recherche de rendement et de préservation du capital.

4.1 Le contexte financier actuel en Suisse complique sérieusement la tâche des gestionnaires des institutions de prévoyance dont le rendement moyen selon l'indice Crédit Suisse, a fléchi à 0,95% en 2015. Les perspectives 2016 ne montrent pas d'améliorations notoires. La chute des rendements, les intérêts négatifs, la volatilité des marchés obligataires, et leur faible liquidité, risquent fort de perdurer.

Dans ces conditions, la priorité pour les institutions de prévoyance, vise à *retrouver du rendement en construisant de la performance sur l'horizon long*. Elles vont devoir s'affranchir de leur dépendance aux titres à revenu fixe, désormais en rendement négatif, qui sont de plus soumis aux fluctuations des marchés et à leur volatilité. Pour ce faire, la *révision des allocations d'actifs, sans dégrader le profil de risque des portefeuilles*, constitue une alternative dont la mise en œuvre doit être engagée sans plus tarder.

Deux voies sont ouvertes pour réaliser cet objectif :

- (I) le redéploiement des actifs obligataires actuellement en portefeuille, au

INFOGRAPHIE

Figure 1 : Cumulative average growth return of private debt compared to high yield and US investment grade corporate credit

Source : Preqin Private Debt Database 2015, Bloomberg, ICG

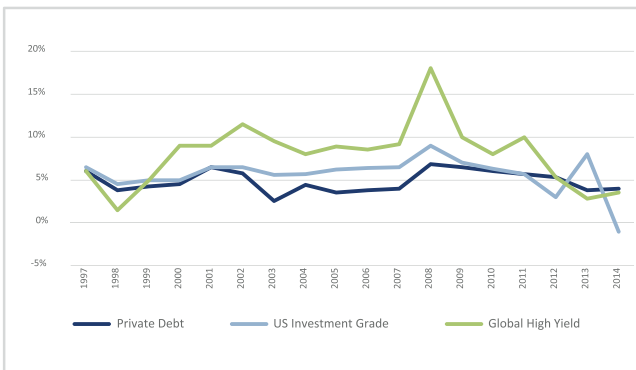


Figure 2 : Cumulative average growth return of private debt compared to selected equity indices

Source : Preqin Private Debt Online 2015

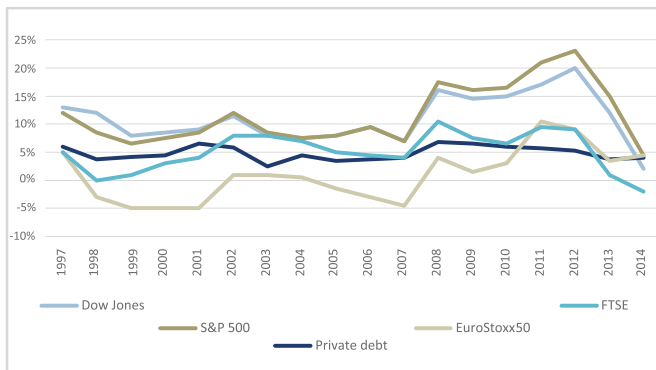


Figure 3 : Private Debt: Average Net IRR by Vintage

Source : Preqin Private Debt Online 2015

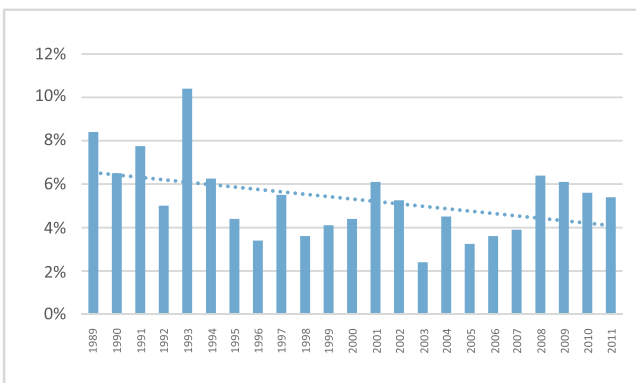


Figure 4 : Return expectations 2015/2017 - weighted average

Source : Preqin 2015

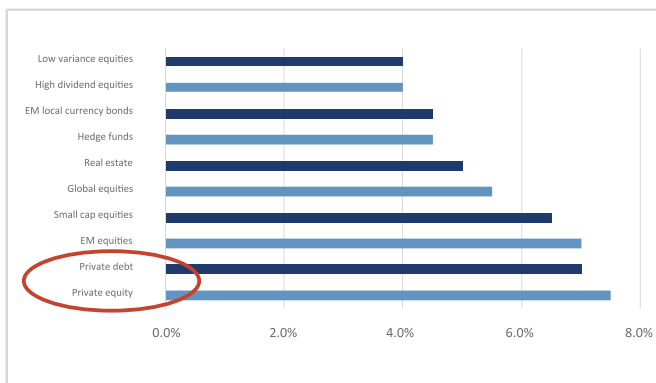
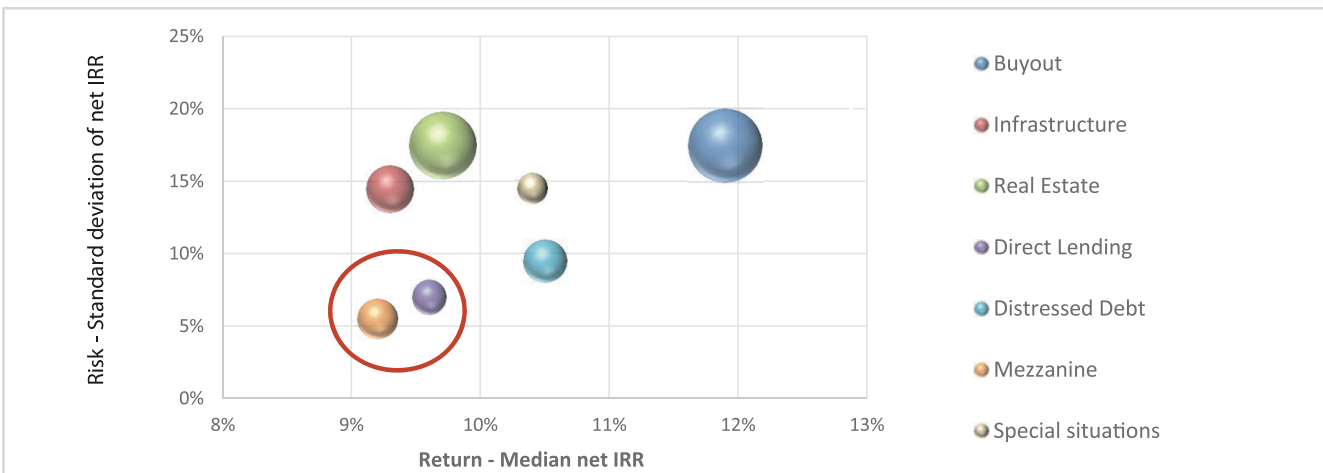
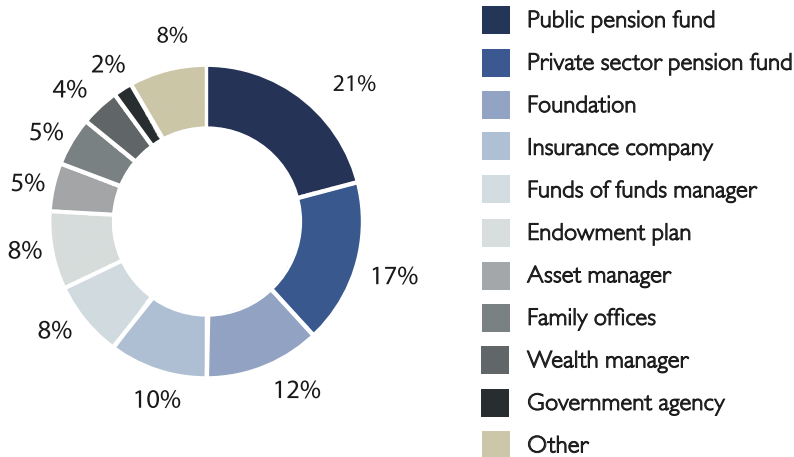


Figure 5 : Risk/Return by strategy, Vintages 2003-2013

Source : Preqin Private Debt Online 2015



Types of Institutional Investors in Private Debt



Source: Preqin Private Debt Online 2016

profit d'actifs de rendement, non cotés, procurant un retour positif, et une protection du capital ;

(II) la réduction de l'allocation en actions cotées, au profit des stratégies proposées par les fonds de private equity, qui diminueront le niveau de risque global des portefeuilles, et généreront de la performance de long-terme.

Il s'agit donc, pour un investisseur institutionnel, qui révisé ses allocations de capital, d'arbitrer entre deux types de risque: (I) les actions, ou le High Yield, sous l'emprise de la volatilité des marchés, sans « down side protection », et (II) des actifs comme la Dette Privée, Corporate et Immobilière, dont les caractéristiques exposées ci-dessus, démontrent à la fois les qualités liées au rendement, la capacité à préserver le capital, et une quasi absence de corrélation avec les marchés.

4.2 De nombreux indices et statistiques confirment l'intérêt de la Dette Privée par les investisseurs institutionnels. La BCE (Banque Centrale Européenne) a récemment précisé que la part de marché du crédit des « non-bank lending » a progressé de 8% en 2009, à 11,5% en 2014. Selon une enquête conduite en 2016 par Preqin, les fonds de pension et les fondations privées, représentent près de 50% des investisseurs en Private Debt. Ces investisseurs confirment leur perception positive de la classe d'actifs, dont les performances sont en ligne, ou excèdent, leurs attentes.

C'est ainsi que 45% d'entre eux, déjà investis en Private Debt, ont l'intention d'augmenter leur allocation, alors que 32% de ceux investis en Hedge Funds entendent réduire cette allocation. On relève que les régulateurs ont ouvert en France l'investissement dans la Dette Privée, et globalement dans le Private

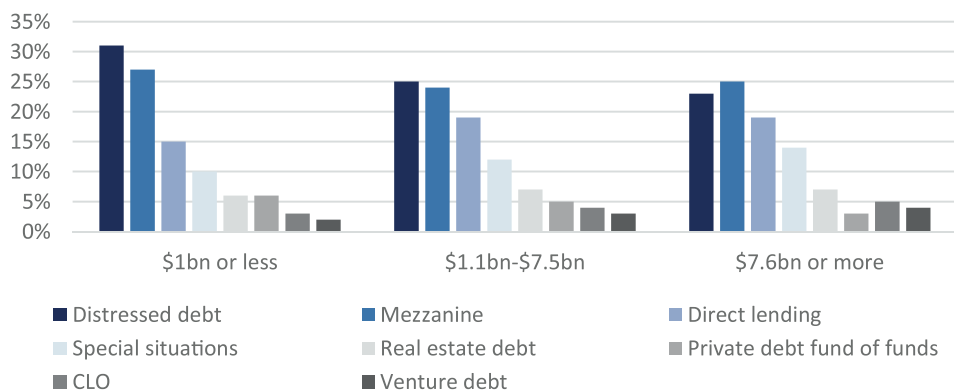
Equity, aux Polices-Vie proposées par les Compagnies d'Assurance.

4.3 Les investisseurs institutionnels visent, selon les statistiques de Preqin, une allocation moyenne en Private Debt de l'ordre de 5% à 7% de leur AuM (Assets under Management). Plus de la moitié (54%) de ces institutions sont déjà investies en Dette Privée. Les analyses montrent que les préférences des investisseurs, selon la taille des actifs sous gestion, vont aux fonds de Distress Debts pour 25%, et dans la même proportion aux stratégies diversifiées offertes par les fonds de fonds (Direct Lending).

Conclusion

La Dette Privée, au travers de l'offre de fonds diversifiés, de fonds de fonds, de Pools de fonds dédiés à des stratégies sélectionnées, constitue ainsi une authentique classe d'actifs institutionnelle. Elle ouvre aux Caisses de Pension des perspectives de rendement positif, supérieur à l'offre obligataire actuelle, une protection du capital, et un couple de Rendement/Risque attractif. C'est un marché pérenne, dont la croissance et la diversification des actifs vont se poursuivre au cours des prochaines années, particulièrement en Europe, du fait des changements structurels liés à la nouvelle réglementation bancaire internationale.

Strategy preferences of investors in private debt by total assets under management





L'HEURE TOURNE
ET VOTRE
PRÉSENTATION
N'EST TOUJOURS
PAS À JOUR?

**IL EST TEMPS DE VOUS OFFRIR
NOS FACTSHEETS INTERACTIVES! ***

** Update automatique sur iPad, tablettes Android et sur le web*



CAPITAL MÉDIAS

Think New Finance. Invest Digital.

Demandez une démo!



Bld Georges Favon, 43
1204 Genève
+41(0)22 534 99 00
www.capitalmedias.ch

Les banques centrales aux frontières de la politique monétaire



par
Adrien Pichoud
Chef Économiste

SYZ Asset Management

Depuis la crise de 2008-2009, les banques centrales font preuve d'un activisme inédit. Avec le recours à de nouveaux outils tels que des achats massifs d'obligations, des interventions tout aussi massives sur le marché des changes ou l'introduction de taux négatifs, les politiques monétaires sont progressivement devenues le principal levier de politique économique dans les économies développées. Ce faisant, les banques centrales ont progressivement dépassé leur rôle traditionnel de gestion de la masse monétaire et de prêteur en dernier ressort. Quelles sont les raisons qui les ont conduites à de telles extrémités, à peine imaginables il y a seulement 10 ans? Les banquiers centraux sont-ils responsables de ce qu'un nombre croissant d'intervenants considère comme une dérive dangereuse? Les politiques monétaires actuelles sont-elles source de risque ou de stabilité pour

l'économie et le système financier mondial? à quelle évolution doit-on encore s'attendre après les innovations des dernières années? Autant de questions cruciales sur la place de ces institutions, qui sont plus que jamais au cœur des interactions entre économie et Bourse.

Le mécanisme de création de la monnaie

Pour décrire le rôle traditionnel d'une banque centrale, commençons par mettre à mal une idée reçue: l'essentiel de la monnaie en circulation dans une économie n'est pas créé par la banque centrale. Cette dernière n'émet directement qu'une partie de la monnaie physique (ou monnaie fiduciaire), les billets, tandis que l'émission de pièces de monnaie reste du ressort de l'État. Et l'ensemble de cette monnaie

fiduciaire ne représente qu'une fraction de l'ensemble de la monnaie en circulation: 8% en Suisse, 10% dans la zone euro et aux États-Unis. Le restant, l'essentiel de la monnaie en circulation donc, est en fait dématérialisé (monnaie scripturale) et constitué des dépôts bancaires à vue ou à court terme. Cette monnaie scripturale est créée non pas par la banque centrale, mais par les banques commerciales.

La banque centrale n'intervient en effet pas directement dans le processus de création de la monnaie scripturale par les banques. Ces dernières créent « à volonté » de la monnaie en créditant électroniquement le compte d'un agent économique en contrepartie d'une créance qui figurera à l'actif de la banque (prêt immobilier, commercial...). Dans ce processus, la seule contrainte pour la banque commerciale est de respecter les ratios de capitalisation imposés par le régulateur: elle doit maintenir un niveau de fonds propres en adéquation avec la taille de ses actifs. Le financement de ces prêts et donc de cette création de monnaie provient pour partie des fonds propres (à hauteur du ratio de capitalisation imposé), pour partie des dépôts bancaires et enfin des marchés financiers sur lesquels les banques émettent des obligations.

Le rôle des banques centrales

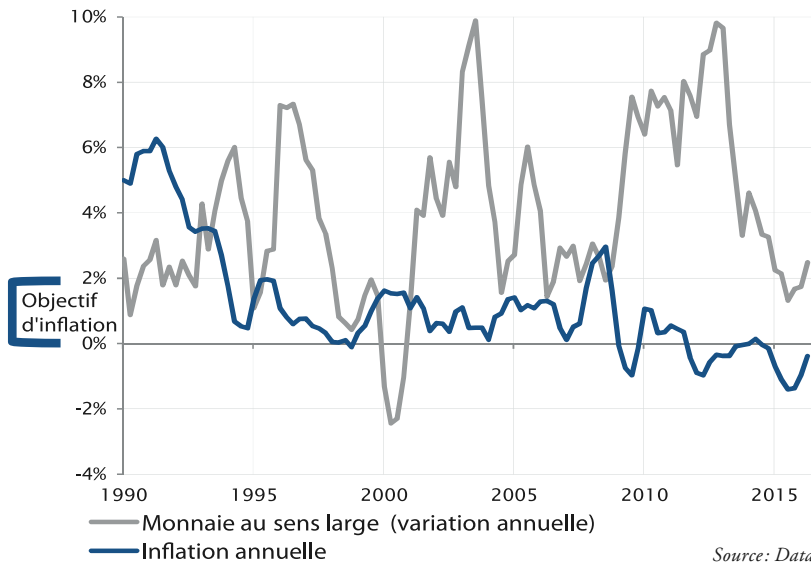
La banque centrale a toutefois un instrument principal à sa disposition pour orienter le comportement des banques commerciales. Elle fixe le taux d'intérêt au jour le jour, dont dépendent les taux d'intérêt à plus long terme. En augmentant/abaissant le loyer de l'argent, elle décourage/encourage la demande pour des crédits et freine/stimule la création de monnaie par les banques commerciales. Celles-ci répercutent en effet logiquement les variations de leur coût de financement sur le taux des prêts qu'elles accordent.

La banque centrale utilise ces leviers pour atteindre son objectif, défini par la loi. Pour les grandes banques centrales des pays développés (BNS, BCE, Federal Reserve), cet objectif est de maintenir ce qui est appelé la stabilité des prix, en fait un taux d'inflation légèrement positif pour faciliter l'activité économique, mais pas trop élevé pour ne pas éroder le pouvoir d'achat de la devise.



Paul Brunner - Exposition Ferrari Art Gallery

Suisse – Inflation et variation annuelle de la monnaie en circulation



Source: Datastream

L'obtention d'un taux d'inflation modeste positif est vu comme la meilleure contribution possible de la politique monétaire à l'activité économique en général, puisqu'elle crée un environnement où les décisions économiques (consommation, investissement...) ne sont pas influencées par l'anticipation d'une variation des prix des biens et services. Pour atteindre cet objectif et tenter de réguler le rythme de l'inflation, la banque centrale utilise le niveau des taux d'intérêt afin d'ajuster le rythme de distribution du crédit par les banques commerciales et ainsi s'assurer que la monnaie en circulation progresse au rythme nécessaire pour atteindre son objectif d'inflation.

Ce cadre général est commun à toutes les banques centrales, mais le mandat qui leur est donné est plus ou moins étendu et précis. Si, dans les économies développées, l'indépendance de la banque centrale vis-à-vis du pouvoir politique est devenue la norme, celle-ci reste soumise à un contrôle du Parlement national qui s'assure que la politique monétaire mise en œuvre va bien dans le sens de l'objectif défini. En plus de la conduite de la politique monétaire, la banque centrale a également pour tâche de promouvoir la stabilité du système financier, notamment en jouant le rôle de prêteur en dernier ressort pour éviter, en période de crise, qu'un manque de liquidités ne grippe le système et n'aggrave encore la situation. Une fonction que la crise de 2008/09 a largement mis en exergue.

Le mandat de la Banque Nationale Suisse est assez large. Il consiste en la conduite d'une politique monétaire « dans l'intérêt général du pays », tout en donnant la priorité à la stabilité des prix. Celle-ci est définie par la BNS comme un taux d'inflation annuel inférieur à 2%, mais qui ne doit pas être durablement négatif. Ainsi, le principal déterminant de la politique monétaire de la BNS est le rythme de hausse des prix à la consommation et ses perspectives d'évolution à moyen terme. C'est ce qui l'avait conduite, en 2011, à intervenir sur le marché des changes pour instaurer le cours plancher de l'euro/franc suisse.

En effet, l'appréciation du franc, de par son impact négatif sur la compétitivité internationale des entreprises helvétiques et les pressions baissières qu'elle exerçait sur les prix domestiques des biens importés, menaçait l'objectif de stabilité des prix, avec une baisse attendue du taux d'inflation en territoire négatif. Toujours afin de limiter l'appréciation du franc suisse, l'abandon du cours plancher en janvier 2015 a été accompagné de l'introduction d'un taux à court terme négatif.

L'indépendance de la BNS est assurée par son statut de société anonyme dont les actions, nominatives, sont cotées en Bourse (détenues majoritairement par les cantons et banques cantonales, mais pas par la Confédération). Cette indépendance et son mandat sont encadrés par une loi spéciale (Loi sur la Banque Nationale), avec obliga-

tion de rendre compte au Conseil et à l'Assemblée fédérale.

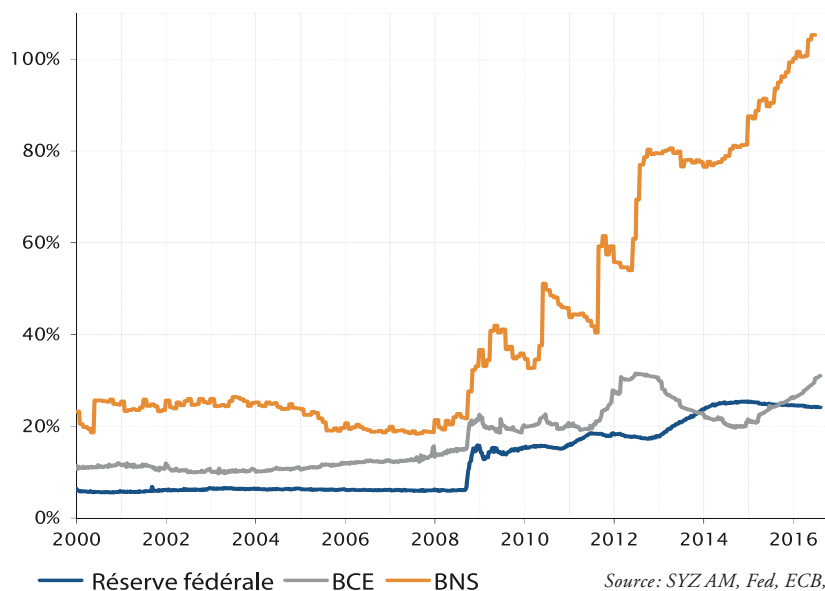
La mission de la Banque Centrale Européenne est définie de manière plus précise et étroite, mais est très proche de celle de la BNS : maintenir la stabilité des prix, définie comme un taux d'inflation inférieur, mais proche de 2%. Quant à la Federal Reserve américaine, elle doit assurer un double objectif : non seulement la stabilité des prix (un taux d'inflation de 2% sur le long terme), mais aussi promouvoir un niveau d'emploi maximum. Elle est ainsi plus sensible que la BNS et la BCE à la croissance économique et au taux de chômage. Dans la pratique, toutefois, les politiques monétaires conduites par ces trois banques centrales sont assez similaires et la principale différence réside probablement dans la capacité de réaction, plus rapide en Suisse et aux États-Unis que dans la zone euro où les sensibilités nationales freinent parfois le processus de décision.

L'apparition de politiques monétaires non-conventionnelles

Ces trois banques centrales ont d'ailleurs eu recours, ces dernières années, aux mêmes types de politique, après avoir toutes trois été confrontées à un environnement de trop faible inflation ou de déflation. Après avoir abaissé à 0% leur taux directeur et face au besoin d'assouplir encore plus leur politique monétaire pour tenter d'atteindre leur objectif, elles ont procédé à d'importantes injections de liquidité dans le système financier, au travers d'achats d'actifs. Que ce soit, en Suisse, avec la défense du cours plancher de l'EURCHF ou, aux États-Unis et dans la zone euro, avec des achats d'obligations domestiques, les banques centrales ont considérablement augmenté la taille de leur bilan en accumulant des actifs dans des proportions inédites.

Il s'avère souvent délicat de juger a posteriori du succès ou de l'échec d'une politique économique, compte tenu de l'impossibilité de savoir ce qui serait advenu si elle n'avait pas été implémentée. Toutefois, force est de constater que ces injections massives de liquidité n'ont pas eu l'effet escompté ou redouté sur l'inflation. Aux États-Unis, en Europe ou en Suisse, cette dernière est

Taille du bilan des banques centrales en % du PIB domestique



Source: SYZ AM, Fed, ECB, SNB, Datastream, Bloomberg

restée désespérément basse et même, par période, négative, nettement en dessous des objectifs d'inflation des banques centrales. C'est l'illustration même du fait que l'utilisation du terme « planche à billets », en référence à une création débridée de monnaie lui faisant perdre toute valeur, n'est finalement pas appropriée pour décrire le fonctionnement récent des banques centrales. On verra plus loin qu'elle pourrait le devenir un jour...

En effet, si, mécaniquement, ces achats d'actifs ont conduit à une création de monnaie, cette monnaie n'est pas entièrement parvenue jusqu'à l'économie réelle. Les banques commerciales n'ont pas mis à profit ces liquidités disponibles pour effectuer des crédits aux ménages et aux entreprises, préférant les laisser sur le compte qu'elles ont auprès de la banque centrale ou l'investir sur les marchés financiers. La monnaie ainsi créée par la banque centrale n'a donc pas vraiment eu d'impact sur le niveau d'activité économique et le taux d'inflation.

Mais pourquoi une banque commerciale n'utiliserait pas ces liquidités mises à disposition à taux très bas pour exercer son activité de base, à savoir accorder des crédits avec une marge sur le taux final ? La réponse se trouve à la fois dans la faiblesse de la demande et dans une offre sous contrainte. De manière générale, des perspectives de croissance guère enthousiasmantes n'incitent pas ménages et entreprises à inves-

tir en s'endettant. Par ailleurs, le relèvement des niveaux de capitalisation requis pour les banques après la crise de 2008 oblige ces dernières à se montrer plus sélectives dans leurs décisions d'octroi de crédit.

Contrairement à de nombreuses craintes, l'expérience récente a montré qu'il ne suffisait pas à la banque centrale d'injecter des liquidités dans le système financier pour augmenter la monnaie en circulation dans l'économie.

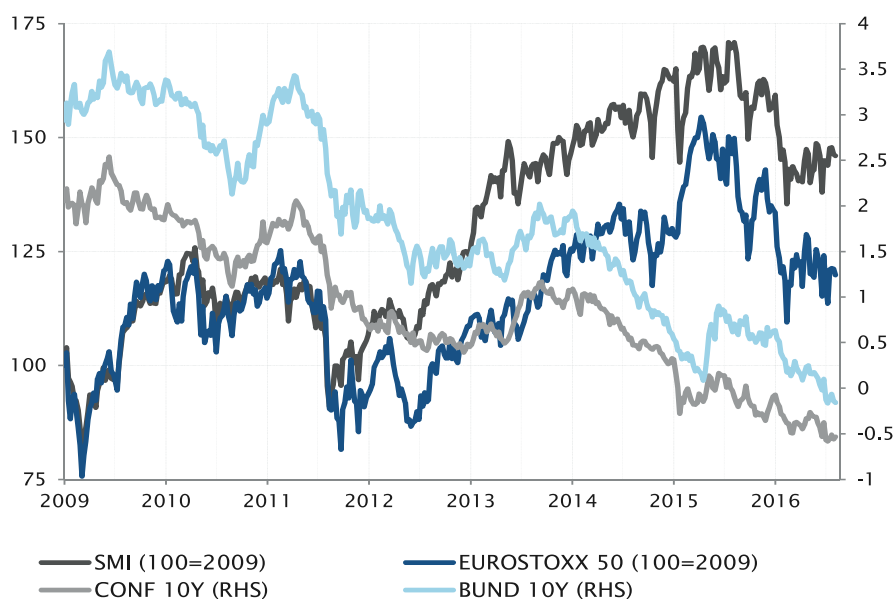
Les limites des politiques non conventionnelles

Faute de demande et sans des banques commerciales capables de prêter, ces liquidités sont donc restées dans le système financier où elles ont, pour le coup, eu un impact sensible sur le prix des actifs ! En effet, la combinaison de taux à court terme très bas ou négatif et de l'abondance de liquidité gonfle les prix des obligations et des actions, les investisseurs étant prêts (ou obligés...) à prendre plus de risque pour générer des rendements positifs. Avec pour conséquence des taux d'intérêt à long terme à leur plus bas niveau historique dans toutes les économies développées et des marchés actions qui ont doublé ou plus depuis leur point bas de 2009.

En théorie, ce mécanisme fait également partie des canaux de transmission de la politique monétaire : des taux d'intérêt à long terme plus bas améliorent les conditions de financement des entreprises et des ménages ; la hausse du cours des actions est censée stimuler la consommation des ménages via un effet-richeesse. Mais il n'est pas suffisant pour relancer à lui seul l'activité économique et l'inflation si le canal de distribution du crédit par les banques ne fonctionne pas correctement.

La dichotomie frappante entre la forte hausse des prix des actifs financiers depuis

Évolution des marchés actions et des taux gouvernementaux suisses et européens depuis 2009



Source: Datastream



Philippe Visson - Les escaliers de la vieille ville I - 60x73cm

2009 et la relative faiblesse de la croissance, plus ou moins prononcée selon les zones, s'explique ainsi en grande partie par ce déséquilibre entre les canaux de transmission des politiques monétaires. Les flux de liquidités créés par les banques centrales se sont essentiellement portés vers les actifs financiers, favorisant l'endettement des acteurs pouvant se financer sur les marchés (grandes entreprises, économies émergentes, etc.), mais très peu vers le crédit bancaire aux particuliers et aux petites et moyennes entreprises.

Pour autant, il ne faut sans doute pas trop blâmer les banquiers centraux, qui ne sont pas les seuls responsables des déséquilibres engendrés par leur politique monétaire. Dans un contexte de croissance et d'inflation très faible, leur mandat était (et est toujours) de tenter de redresser la trajectoire et le seul moyen pour une banque centrale d'y parvenir est d'assouplir sa politique monétaire.

Une fois les taux à court terme à zéro (et avant de se résigner à sauter dans l'inconnu des taux négatifs), il n'y avait pas d'autre choix que de recourir à des politiques nouvelles. Le fait que le secteur bancaire n'ait pas joué son rôle de canal de transmission avec la même efficacité que par le passé n'est pas de la responsabilité des banques centrales. L'origine de ce dysfonctionnement, particulièrement en Europe, mais également aux États-Unis, se trouve dans le resserrement

(louable) de la régulation bancaire après la crise de 2008/09, qui a freiné l'offre de crédit. Il se trouve également dans l'attitude des États, dont les politiques budgétaires ont été restrictives durant toute la période (y compris aux États-Unis), freinant la reprise et pesant sur la demande de crédit.

De fait, avec le choix fait par les gouvernements de freiner ou d'enrayer la hausse de la dette publique, les banques centrales et leur politique monétaire se sont retrouvées seules et en première ligne pour tenter de relancer l'inflation et l'activité dans des économies affectées par des problématiques structurelles (endettement élevé, démographie, surcapacités de production...) et conjoncturelles (politiques budgétaires restrictives). Comme aiment à le répéter les banquiers centraux, la politique monétaire ne peut pourtant pas tout résoudre...

Vers l'utilisation effective de la planche à billets ?

Aujourd'hui, après plusieurs années de politiques non conventionnelles, la question de l'efficacité des politiques monétaires est posée. Aux États-Unis, où sept années de croissance, certes molle, ont tout de même permis un net recul du taux de chômage, l'inflation reste inférieure à l'objectif de la banque centrale et cette dernière ne parvient pas à normaliser sa politique comme elle le souhaiterait.

La forte hausse de l'endettement domestique et étranger en dollar (principalement émergent) depuis 2009 fait que tout resserrement, même modeste, des conditions de crédit a des répercussions négatives immédiates sur les marchés financiers et l'activité. De plus, dans un monde où les autres banques centrales maintiennent des taux extrêmement bas, un relèvement des taux en dollar provoque inmanquablement une appréciation de la devise qui a, elle aussi, des répercussions négatives sur les économies émergentes, les entreprises exportatrices américaines, mais aussi l'inflation domestique, alors même que la Fed souhaiterait la voir accélérer.

En Suisse, même si la trajectoire de l'inflation semble s'améliorer, la force structurelle du franc suisse est une épée de Damoclès au-dessus de la tête de la BNS, qui ne peut se permettre de normaliser sa politique monétaire sous peine de provoquer un nouveau mouvement d'appréciation de sa devise et de raviver les pressions déflationnistes. Dans la zone euro, la BCE a dû étendre le spectre de son programme d'achat d'actifs à de nouveaux instruments pour tenter d'entretenir la fragile reprise en cours.

Quant à la Banque du Japon, après avoir été la première à mettre en œuvre toutes ces politiques de taux zéro et d'achats d'actifs dans les années 2000, elle semble avoir atteint aujourd'hui les limites de ce qu'elle peut apporter avec ces instruments initialement non conventionnels, mais qui ont fini par le devenir.

La prochaine étape dans l'expérimentation de nouveaux instruments sera peut-être justement l'utilisation effective et réelle de la planche à billets : pour stimuler la demande en s'affranchissant du canal de distribution bancaire du crédit, certains imaginent déjà les banques centrales distribuer directement aux consommateurs les liquidités qu'elles décident de créer, soit de manière électronique, soit via une distribution directe de billets de banque. Une manière de s'assurer que leur politique stimule bien l'économie plutôt que les marchés financiers! ■



Aménagement d'intérieur

Avenue de Lavaux 35

1009 Pully

021 729 96 57

www.janam.ch

janam



Hedgefonds - Fakten, Fiktion und realwirtschaftliche Relevanz



Von Paola Bissoli
Senior Business
Development Manager

Aberdeen Asset Management PLC

In diesem Artikel werden wir versuchen, mit dem Mythos Hedgefonds aufzuräumen und einige der bekannten Eigenschaften und Aspekte von Hedgefonds kritisch beleuchten. Besonderes Augenmerk werden wir auf die Aspekte Leverage und den Einsatz derivativer Finanzinstrumente legen und uns dann abschliessend damit beschäftigen, welche Auswirkungen Hedgefonds auf die Realwirtschaft haben und in welcher Beziehung sie zu ihr stehen können.

Nach unserer Definition handelt es sich bei Hedgefonds um eine Auswahl an Anlagestilen, deren Renditen nicht notwendigerweise davon abhängen, welche Richtung die traditionellen Märkte einschlagen werden.

Wir beschäftigen uns mit den weniger regulierten traditionellen Offshore-Strukturen und den jüngeren alternativen Onshore-Strukturen und gehen dabei auch auf Liquid Alternatives ein, mit denen OGAW-konforme Strukturen geschaffen werden können.

I - Einführung

Für viele Anleger sind die Finanzmärkte etwas sehr abstraktes, das wenig mit der Realwirtschaft zu tun zu haben scheint. Dies tritt noch deutlicher zutage, wenn wir uns mit Investment-Ansätzen beschäftigen, bei denen auf „unkonventionelle“ Art und Weise in traditionelle Assetklassen investiert wird – wie das bei Hedgefonds oder den strenger regulierten „Liquid Alternatives“ der Fall ist.

Die wichtigste Funktion der Finanzmärkte besteht darin, Unternehmen mit Krediten und Kapital zu versorgen und so zur wirt-

schaftlichen Entwicklung beizutragen. Institutionelle Anleger mit einem langfristigen Anlagehorizont können dieser Aufgabe besonders gut gerecht werden. Auch Allokationen in Hedgefonds und Liquid Alternatives können diese Funktion erfüllen oder ergänzend unterstützen. Einige dieser Investments haben eine direkte und spürbare Wirkung auf die Realwirtschaft, andere tragen zur Steigerung der Markteffizienz bei.

Aus Sicht der Anleger geht es bei der Allokation in diese Instrumente vor allem um die Portfoliodiversifikation oder anders ausgedrückt um die Senkung des für die Erzielung einer bestimmten erwarteten Rendite im Portfolio eingegangenen Marktrisikos.

Diese Strategien zu verstehen und zu erkennen, welche von ihnen am besten zum Gesamtportfolio eines Anlegers, den von ihm verfolgten Anlagezielen und seinen Anlagegrundsätzen passen würden, ist daher von entscheidender Bedeutung. Ein aktiv gemanagtes Portfolio von Hedgefonds (oder Liquid Alternatives) kann durch die Managerauswahl, die operative Due Diligence, die Strategieallokation und das Risikomanagement weiteren Mehrwert schaffen.

II – Mythos Hedgefonds – einige ihrer „legendären“ Eigenschaften

Alle Hedgefonds wollen hohe Renditen erzielen:

Viele Anleger halten Hedgefonds für sehr volatil und glauben, dass sie stets den höchsten Renditen hinterherjagen. In der Praxis gibt es in allen Segmenten des Hedgefonds-

Universums eine breite Palette an Strategien, bei denen meist die Erzielung höherer risikoadjustierter Erträge als bei traditionellen Long-Only-Investments im Fokus steht.

Einige der besten risikoadjustierten Renditen wurden historisch stets mit Strategien erzielt, die einen „Relative Value“-Ansatz verfolgen und daher von den sich ändernden Preisrelationen von Wertpapieren (z.B. Fixed Income Relative Value- oder Equity Market Neutral-Strategien) zu profitieren versuchen.

Es finden sich aber generell innerhalb von jeder Art Hedgefonds-Strategie, Hedgefonds mit unterschiedlichen Risiko/Rendite-Zielen. Innerhalb des gleichen Makro-Strategietypus gibt es zum Beispiel Manager, deren Portfolios stärker auf Aktienanlagen oder auf High Conviction-Themen ausgerichtet und dementsprechend volatiliter sind und höhere Renditen anstreben sollten, aber eben auch Manager, die aus dem Zinshandel kommen und oft weniger volatile Portfolios verwalten, die sich zum Beispiel gut für die Diversifikation von traditionellen Long-Only-Aktienportfolios eignen.

Darüber hinaus werden unterschiedliche Strategien normalerweise auch nur wenig miteinander korrelieren, was es Anlegern ermöglicht, sich ein auf ganz bestimmte Ziele ausgerichtetes Hedgefonds-Portfolio zusammenzustellen. Hierbei können Manager und Strategien so kombiniert werden, dass die eigenen spezifischen Risiko/Rendite-Ziele – sei es nun die Senkung der Risiko/Rendite-Exposure oder eine Art Aktien-Plus-Performance – bestmöglich erreicht werden.

Hedgefonds setzen auf Leverage:

Leverage gehört zu den wichtigsten von Hedgefonds genutzten Instrumenten – der Hebeleffekt ermöglicht es ihnen, Ineffizienzen auszunutzen, die andernfalls aus Gründen der Wirtschaftlichkeit nicht in Frage kämen. Nicht alle Strategien nutzen einen hohen Grad an Leverage, und wenn sie es tun, dient dies oft der Reduzierung des gesamten Portfoliorisikos – zum Beispiel durch Hedgen der Marktexposure. Allerdings können Hedgefonds durch gehebelte Positionen hohe Verluste erleiden und Anleger sollten bei der Due Diligence genau verstehen, welche potenziellen Risiken und Erträge mit der spezifischen Leverage-Nutzung



Béatrice Mazzuri - Vélo de lumière - 100x150cm - détail

des jeweiligen Managers einhergehen. Insbesondere sollten Anleger den Unterschied zwischen bilanzieller und ausserbilanzieller Leverage verstehen, denn beide können bei diesen Strategien gegeben sein:

- Bei der bilanziellen Leverage geht es um die Kreditaufnahme mit Hilfe von Barinstrumenten, Wertpapierpensionsgeschäften, der Wertpapierleihe und anderen Kreditinstrumenten

- Bei der ausserbilanziellen Leverage geht es um die Nutzung von derivativen Finanzinstrumenten, wie Futures, Termingeschäfte, Swaps usw.

Mit derivativen Finanzinstrumenten können Manager oft eine höhere Hebelwirkung erzielen als mit dem bilanziellen Ansatz, diese Instrumente können aber weniger sensibel auf kurzfristige Änderungen der Finanzierungskosten reagieren. Wenn bilanzielle Leverage genutzt wird, um weniger liquide Wertpapiere zu kaufen, müssen Anleger sich mit den damit einhergehenden Risiken arrangieren können. Wichtig ist jedoch zu verstehen, dass weder der eine noch der andere Ansatz per se schlecht ist – Risiken entstehen eher durch unzureichendes Leverage-Management und aufgrund der breiter gefassten Risiken innerhalb eines Hedgefonds-Portfolios.

Wie lässt sich Leverage am besten beurteilen?

Auf diese Frage gibt es keine einfache und abschliessende Antwort. Jede Art von Analyse hat ihre Stärken und Schwächen. Am besten - und das gilt für die Risikoanalyse im Allgemeinen - ist es bei der Analyse einer speziellen Hedgefonds-Strategien verschiedene Metriken zu berücksichtigen und zu überwachen.

Ein weit verbreiteter Risikomasstab ist zum Beispiel der Value at Risk (VaR), der aber weder Tail-Risiken noch sehr unwahrscheinliche, aber sehr folgenschwere Risiken berücksichtigt (der VaR beschreibt das Ausmass der wahrscheinlichen Verluste eines Portfolios). In einem komplementären Ansatz könnte man Stresstests durchführen, in denen analysiert wird, wie das Portfolio in historischen Stressszenarios, z. B. während der Finanzmarktkrise 2008 oder in massgeschneiderten "Was wäre wenn"-Szenarios reagiert. In diesen Tests wird ausgewertet, wie sich Marktveränderungen auf das Portfolio auswirken. Es wird z. B. untersucht, was mit einer Allokation passiert, wenn Aktien um 20% nachgeben, Anleihen um 10% zulegen und die Volatilität um 50% steigt.

Bei Hedgefonds-Strategien, die sehr viele derivative Instrumente einsetzen, ist es sehr wichtig, die ausserbilanzielle Leverage zu verstehen und nah zu überwachen. Meist verwenden Makro-Strategien Futures und Termingeschäfte, und schaffen so für die zugrundeliegenden Investments ein recht lineares Pay-off-Profil. Mit Optionen können die Dinge noch komplexer werden, insbesondere wenn Manager Optionen sowohl verkaufen als auch kaufen. Optionen zu shorten, also zu verkaufen, kann unbegrenzte Verluste mit sich bringen; das inhärente Risiko ist daher sehr viel höher. Für eine kleine Prämie sieht man sich hier potenziell sehr hohen Verlustrisiken gegenüber. Wenn man Optionen kauft, ist der Verlust auf die gezahlte Optionsprämie begrenzt, so dass man hier schon anhand der Höhe der gezahlten Prämie eine gute Vorstellung vom möglichen Risiko hat. Hedgefonds stehen bei Optionen selten auf der Verkäuferseite, und wenn, dann eher im Kontext einer umfassenderen Volatilitätsstrategie.

Hedgefonds haben mit der Realwirtschaft wenig zu tun:

Viele Hedgefonds verschaffen den Märkten Liquidität und springen da ein, wo andere Teilnehmer sich lieber zurückhalten. Lassen Sie uns ein klassisches Beispiel ansehen: der Aktienmarkt hat nachgegeben; d. h. ein Hedgefonds mit Long/Short-Positionen in Aktien wird auf der Short-Seite positive Performance verzeichnen. Schliesslich werden Gewinnmitnahmen oder Deckungsgeschäfte zur Folge haben, dass einige Positionen von den Verkäufern gekauft werden (was den Markt mit Liquidität versorgt).

Liquidität bereitzustellen wird heute angesichts der strukturellen Verschlechterungen immer wichtiger, denn aufgrund der umfassenden Regulierung sind Investmentbanken heute weit weniger in der Lage, in Phasen hoher Volatilität Warehouse-Risiken zu halten.

Auch Hedgefonds bieten ihren Gegenparteien die Möglichkeit, sich einiger Risiken zu entledigen. Event-Driven-Fonds, die sich normalerweise so positionieren, dass sie von möglichen Ereignissen bei Unternehmen, wie z. B. Fusionen und Übernahmen, profitieren können, verkaufen indirekt eine Art Versicherung, die Schutz vor dem Risiko des Nichtabschlusses bietet. Denn der

Fonds positioniert sich üblicherweise so, dass er gewinnt, wenn die Transaktion zustande kommt und verliert, wenn das nicht gelingt, und bietet damit de facto eine Absicherung für diejenigen, die die Gegenseite einnehmen - sowie Liquidität für die Long-Only-Aktienmanager, die einige der durch das Halten des zu übernehmenden Unternehmens erzielten anfänglichen Wertzuwächse durch fast gleichzeitigen Verkauf und Kauf in Form von höheren Buchwerten realisieren wollen.

Hedgefonds steigern auch die Markteffizienz: Relative Value-Strategien zum Beispiel erkennen und nutzen überhöhte oder zu geringe Preise von Finanzinstrumenten und tragen so dazu bei, dass sich die Preise ihren wahren Marktwerten annähern. Das macht die Finanzmärkte effizienter und hilft anderen Anlegern, da die Preise, zu denen sie ein Finanzinstrument kaufen oder verkaufen, wahrscheinlich fairer werden.

Nach der Finanzkrise zeichnete sich ein weiterer Trend ab: die abnehmende Bedeutung der Banken. In Europa wurde dies besonders deutlich, denn hier haben Banken als Kreditgeber für Unternehmen angesichts der im Vergleich zu den USA noch wenig entwickelten Hedgefonds-Märkten historisch stets eine wichtige Rolle gespielt.

In einer Reihe europäischer Länder haben sich Regierungen mit unterschiedlichen Initiativen und neuen Gesetzen dafür eingesetzt, dass kleinere und mittlere Betriebe (KMU) besseren Zugang zu den Unternehmensanleihemärkten erhalten, während die Banken ihre eigenen Bilanzen aufräumen und sich daher vom Kreditgeschäft stärker zurückziehen mussten. Hedgefonds haben dieses Vakuum gefüllt (und die Gunst der Stunde genutzt) und helfen dem System, sich durch Kapitalreallokation zu regenerieren.

Hedgefonds, die sich auf Private Equity- und Mezzanine-Finanzierungen spezialisiert haben, können kleineren Firmen, die keine Kredite von Banken erhalten können, eine Finanzierung anbieten; manche Fonds spezialisieren sich auf die Restrukturierung von Kreditportfolien, andere auf notleidende Wertpapiere und versorgen so Unternehmen in finanziell schwieriger Lage mit Kapital. All dies wirkt sich direkt auf die Realwirtschaft aus.

Eine andere interessante Kategorie von Hedgefonds, die manchmal kontrovers diskutiert wird, ist die der aktivistischen Fonds. Diese konzentrieren sich auf Unternehmen, deren Unternehmensführung sub-optimal erscheint und die das Vermögen der Aktionäre nicht bestmöglich mehren. Aktivistische Fonds treiben zum Beispiel einen Wechsel im Management voran und streben Veränderungen an, die ihren eigenen Investments zum Vorteil gereichen.

III - Fazit

Hedgefonds und Liquid Alternatives ermöglichen eine andere Form der Interaktion mit der Realwirtschaft. Bei manchen Strategien ist die Wirkung und Reichweite konkret messbar und direkt, während andere Strategien die Markteffizienz steigern, indem sie temporäre Fehlbepreisungen auf den Märkten ausnutzen. Es gibt eine große Vielfalt an verfügbaren Strategien mit sehr

unterschiedlichen Risiko/Ertrags-Profilen, die daher einen nützlichen Beitrag zur Portfolio diversifikation leisten können. ■

In der nachfolgenden Tabelle haben wir einige der Vorteile und der möglichen Risiken von Hedgefonds und Liquid Alternatives für interessierte Anleger zusammengefasst.

Stärken:

- Renditesteigernde Strategien
- Diversifizierende Strategien (niedrigere Standardabweichung und niedrige Korrelationen mit traditionellen Anlageklassen)

Chancen:

- Möglichkeit ein „massgeschneidertes“ Portfolio zu erstellen, das den Anleihe- und Aktienallokationen des Anlegers optimal entspricht.
- Niedrigere Gebühren: dem Gebühren- und Druck der Anleger wurde nachgegeben und der Zugang zu manchen Strategien ist nun sehr viel preisgünstiger als früher.

Schwächen:

- Keine Wunderwaffe: es gibt Marktbedingungen, die zu bestimmten Hedgefonds-Strategien einfach nicht passen.
- Schlagzeilen-Risiko: einige Anleger meiden Hedgefonds, weil sie den Eindruck gewinnen, dass diese mit erhöhter Marktvolatilität und mehr Markt-Events einhergehen.

Mögliche Gefahren:

- Regulierung: kann zu höheren Break-even/Kosten für Hedgefonds führen, was Anzahl und Vielfalt neuer Hedgefonds begrenzen könnte - damit hätten Anleger weniger Auswahl
- Niedrigere Gebühren: das ist ein zweischneidiges Schwert. Anleger drücken die Gebühren, aber das könnte auch ungewollte Konsequenzen haben, denn für manche Strategien gibt es nur begrenzte Kapazitäten und bei sehr eingeschränktem Gebührenspielraum besteht die Gefahr, nicht mit den besten Managern arbeiten zu können; bei sinkenden Gebühren sind Manager von skalierbaren Strategien versucht, möglichst viele Assets einzusammeln, um ihr Geschäft zu stützen. Darunter kann die Performance leiden.

Negativzinsen – eine Herausforderung für Schweizer Obligationen

Durch die anhaltend tiefen oder gar negativen Zinsen ändert sich die Rolle der Obligationen in den Portfolios. Die Kurzläufer rentieren nicht mehr so gut, bieten dafür aber ein besseres Risiko-Performance-Verhältnis als Obligationen mit Laufzeiten von mehr als zehn Jahren, die wiederum ihrer Absicherungsfunktion nicht mehr in vollem Umfang gerecht werden.



Von Agim Khaja
CIO Fixed Income
BCV Asset Management



Fabio Simoncini
Investment Manager
BCV Asset Management

Banque Cantonale Vaudoise

In der Regel werden sämtliche Investitionen in Obligationen als traditionelle Anlagen bezeichnet. Die Sicherheit, die diese Anlageklasse bietet, wird nun jedoch durch die reichlich vorhandene Liquidität und die anhaltend tiefen Zinsen unterminiert. Die Zinsen befinden sich sogar auf einem Rekordtief: Die Renditen der 2-jährigen Eidgenossen liegen seit mehr als fünf Jahren im roten Bereich und diejenigen der 30-jährigen Titel sind zum ersten Mal negativ.

Üblicherweise kommen Obligationen verschiedene Funktionen in einem Portfolio zu. Sie können dank den Couponzahlungen eine Ertragsquelle darstellen oder sie können als Diversifizierungsinstrumente dienen und insbesondere die Gesamtvolatilität des Portfolios verringern, denn Obligationen weisen eine niedrigere Volatilität auf als Aktien. Bei Aktienmarktbaissen können sie zudem zum Schutz der Performance beitragen. Die Korrelation zwischen Aktienkursen und Obligationenpreisen kann in der Tat

negativ sein. Das ist aber nicht immer der Fall, sondern hängt u.a. vom Inflationsumfeld ab. Seit der Finanzkrise von 2008 konnten die Obligationen dank dem rückläufigen Verbraucherpreisindex während gewisser Zeitabschnitte diese Schutzfunktion übernehmen.

Eine Frage der Laufzeit

Wie wirken sich die tiefen oder gar negativen Renditen auf die Funktion der Obligationen in einem Portfolio aus? Die Standardanalyse nach Sektor – Staatsanleihen, Unternehmensanleihen, Papiere regierungsnaher Körperschaften usw. – muss in diesem Fall einem Ansatz weichen, bei dem die Funktion der Obligationen (Ertrag, Diversifizierung, Absicherung) im Vordergrund steht, d.h., die Laufzeit der Titel bekommt eine zentrale Bedeutung.

Das Universum von auf Schweizer Franken lautenden Obligationen, das durch den

Swiss Bond Index (SBI) AAA-BBB abgebildet wird, kann in drei Segmente unterteilt werden: Emissionen mit einer Laufzeit von ein bis fünf Jahren, Papiere mit einer Laufzeit von fünf bis zehn Jahren und schliesslich Obligationen mit einer Laufzeit von mehr als zehn Jahren. Am interessantesten sind dabei das kurzfristige und das langfristige Segment, auf die nahezu 70% des Index entfallen.

Interessantes Risiko-Performance-Verhältnis

Seit 2008 weisen die Kurzläufer (ein bis fünf Jahre) des SBI AAA-BBB eine geringere Performance und Volatilität auf als die beiden anderen Segmente. Pro Einheit des eingegangenen Risikos (Sharpe-Ratio, siehe Tabelle 1) verzeichnen sie jedoch eine bessere Performance als die längerfristigen Obligationen, was sie im derzeitigen Umfeld extrem tiefer Zinsen und geringer Volatilität besonders attraktiv macht. Dies gilt im Übrigen nicht nur für den SBI, sondern auch für die anderen Obligationenindizes der Schweiz und weltweit.

Wie in Tabelle 1 ersichtlich ist, unterscheiden sich die Renditen der drei Laufzeitsegmente – obwohl sie negativ oder null sind – nur geringfügig. Die Volatilität hingegen schwankt aufgrund der Durationsdifferenz beträchtlich. Die 1- bis 5-jährigen Obligationen können – dank ihrer geringen Volatilität und weil ihre Aufgabe in erster Linie in der Ertragsgenerierung besteht – als Kernelement (Core) eines Obligationenportfolios erachtet werden, dessen Risikoprofil dem eines Minimum-Varianz-Portfolios bei den Aktien entsprechen würde. In einem Universum, in dem 80% der Anleihen eine negative Rendite abwerfen, kann sich die Selektion von Obligationen mit einem vergleichbaren Risiko-Performance-Profil für die Investoren als schwierig erweisen.

Tabelle 1: die drei Obligationensegmente des SBI AAA-BBB im Vergleich

Laufzeit (Jahre)	SBI AAA - BBB		
	1 - 5	5 - 10	10+
(annualisierte) Daten für 2008 - 2016			
Performance	2.25%	4.59%	7.39%
Volatilität	1.36%	3.10%	6.71%
Sharpe-Ratio	1.65	1.48	1.09
(aktuelle) Daten			
Duration	2.86	6.84	15.39
Gewichtung (%)	39.80	33.50	26.70
Rendite (%)	-0.31	-0.12	0.02

Quelle: BCV Asset Management, Bloomberg

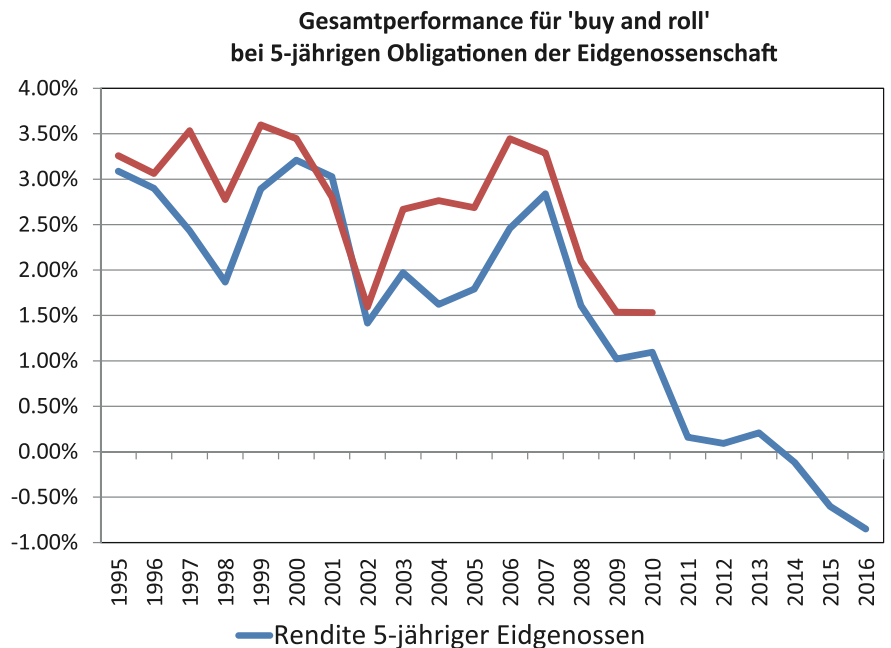
Suche nach positiver Performance

Die Funktion der Kurzläufer kommt daher besonders bei erhöhter Volatilität zum Tragen. Ein weiteres Merkmal dieser Papiere ist interessant: die Vorhersehbarkeit ihrer Performance. Bei einem Portfolio eines institutionellen Anlegers, das in 1- bis 5-jährigen Obligationen investiert ist, bleibt

die Duration langfristig stabil, da das Geld aus der Rückzahlung der im Portfolio gehaltenen Obligationen in neue Titel desselben Segments investiert werden muss, damit sich die Portfolioallokation nicht verändert. Somit kann die für die kommenden fünf Jahre erwartete Performance unabhängig von Zinsschwankungen sowie Wachstums- oder Inflationsprognosen ermittelt werden. Sie kann mit nahezu mathematischer Sicherheit berechnet werden und hängt stark vom derzeitigen Niveau der 5-jährigen Zinsen ab (siehe Grafik 1). Die Performance dürfte daher in den nächsten fünf Jahren bei höchstens null liegen. Bei diesem Wert sind auch die Kreditspreads und der Roll-down-Effekt, d.h. die ausschliesslich aus der Restlaufzeitverkürzung resultierende Performance, berücksichtigt.

Liegt die erwartete Performance bei fast null, besteht die Herausforderung darin, Lösungen zu finden, die bei gleichem Risiko eine positive Performance generieren. Eine Möglichkeit besteht darin, in auf US-Dollar lautende Obligationen mit derselben Laufzeit zu investieren. In Lokalwährung ist die Rendite dieser Papiere positiv, so dass eine solche Transaktion – währungsgesichert – bei gleichem Risiko immer noch eine interessante Rendite liefert.

Grafik 1: Rendite der 5-jährigen Eidgenossen



Quelle: BCV Asset Management, Bloomberg

Weniger wirksame Absicherung

Die derzeitige Situation an den Märkten stellt auch die Strategien am langen Ende der Zinsstrukturkurve auf den Kopf. Ab der Finanzkrise von 2008 bis im Juli 2016 verzeichneten die auf Schweizer Franken lautenden Obligationen mit einer Laufzeit von zehn Jahren und mehr eine jährliche Performance

von 7,39%. Andere Anlagen warfen etwas mehr ab, z.B. Schweizer Immobilienfonds 8,3%. Schweizer Aktien erzielten im selben Zeitraum eine kumulierte Performance von 94%, was einer jährlichen Performance von 9,3% entspricht. Im Durchschnitt entwickelten sich diese drei Anlageklassen seit 2008 also relativ ähnlich. Obligationen mit längerer Laufzeit können demnach – aufgrund ihrer längeren Duration – eine ähnliche Performance erzielen wie Aktien.

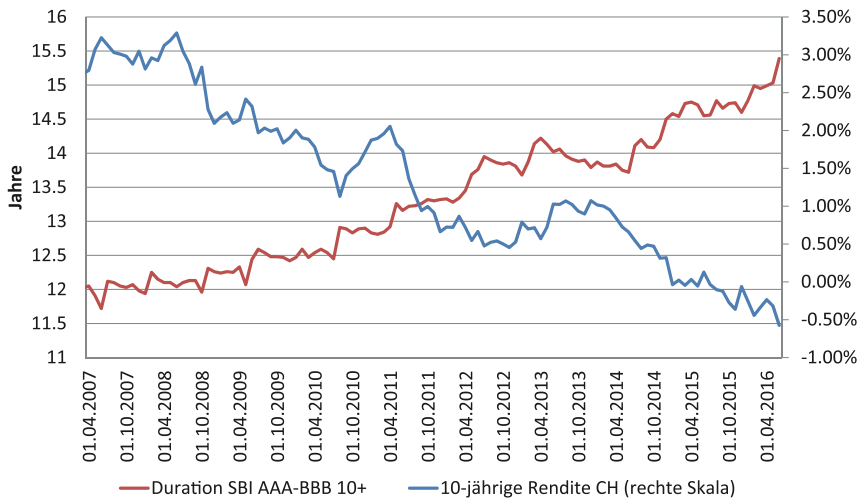
Die Anleger müssen diese Gelegenheit nutzen können, um die aussergewöhnliche Performance zu schützen. Diese langfristigen Obligationen weisen derzeit eine Duration von mehr als 15 Jahren auf. Soll mit diesen Titeln also eine dem historischen Durchschnitt entsprechende Performance (+7,39%) erzielt werden, müssten die Zinsen um rund 50 Basispunkte (Bp) sinken. Dies ist möglich, doch bei den derzeitigen tiefen Zinsen bedeutet dies, dass die Rendite von 10-jährigen Eidgenossen auf ungefähr –1% sinken müsste (siehe Grafik 2).

Rolle der Diversifizierung

Diese Langläufer haben noch einen weiteren Vorteil: Sie korrelieren negativ mit Aktien. Obligationen mit einer Laufzeit von mehr als zehn Jahren können also zur Absicherung gegen starke Kursverluste risikobehafteter Anlagen – z.B. Aktien – einge-



Charles Belle - 130x180 - détail

Grafik 2: Die Niedrigzinsen schränken die Rolle der Obligationen 10+ ein

Quelle: BCV Asset Management, Bloomberg

setzt werden und daher einen bedeutenden Anteil eines Mischportfolios ausmachen. Neben ihrer Funktion als Absicherungsinstrumente dienen sie der Diversifizierung und reduzieren die Volatilität.

Nehmen wir als Beispiel ein Portfolio, das zu 25% in den SBI AAA-BBB und zu 15% in auf Fremdwährungen lautende Obligationen investiert ist. Der Anteil der Obligationen mit einer Laufzeit von zehn Jahren und mehr wiederum beträgt bei den auf Schweizer Franken lautenden Obligationen ungefähr 27% und bei den auf Fremdwährungen lautenden Titeln 25%, so dass sich der Anteil der Langläufer im Portfolio insgesamt auf rund 10% beläuft. Bei einer durchschnittlichen Duration von ungefähr 15 Jahren müssten die Langfristzinsen um 50 Bp sinken, damit diese Papiere einen Performancebeitrag von 75 Bp leisten. Dabei gilt es zu bedenken, dass die Gesamtpomformance des Portfolios bei einem Bärenmarkt allein aufgrund der im Portfolio gehaltenen Aktien bis zu 6 Prozentpunkte einbüßen kann.

Beschränkter Handlungsspielraum

Allerdings können die Obligationen ihre Schutzfunktion nur ausüben, weil sie derzeit negativ mit Aktien korrelieren. Durch einen erneuten Anstieg der Inflation könnte sich diese wechselseitige Beziehung umkehren. Dies würde bedeuten, dass die Kurse risikobehafteter Anlagen erwartungsgemäss

sinken, gleichzeitig aber auch die Obligationenpreise zurückgehen würden.

Die Absicherungsfunktion der Obligationen wird also einerseits vom durch die Null- und Negativrenditen bedingten Performancedefizit, andererseits aber auch von einer möglichen Umkehr des Inflationstrends und damit der Korrelation zwischen Aktien und Obligationen beeinträchtigt.

Julien Burgy - Jusqu'à la moelle - 62x21x16cm



Daher ist in den Portfolios der Handlungsspielraum für das Laufzeitensegment „10–30 Jahre“ beschränkt. Die Langläufer können aufgrund des tiefen Zinsniveaus ihrer traditionellen Funktion, als Absicherung gegen Aktienmarktbaissen zu dienen, nicht in vollem Umfang nachkommen. In bestimmten Fällen – wie bei den 10-jährigen Eidgenossen, die mit $-0,40\%$ rentieren – weisen sie sogar einen negativen Carry auf. Damit ihre Absicherungsfunktion im Portfolio genutzt werden kann, muss der Anleger taktischer, d.h. entsprechend den Zinsbewegungen, vorgehen und darf nicht einfach eine Buy-and-hold-Strategie anwenden. ■



INVESTMENT SOLUTION FOR GAME CHANGERS
 JOIN THE COMMUNITY OF ASSOCIATES

ONE CREATION Cooperative
www.onecreation.org

ISIN CH0211420010

ONE CREATION

Think Sustainable

High-Street-Einzelhandel: Die Geschäftslandschaft in den Stadtzentren Europas



Von Ian Kelley
Fund Director Europe,
& Head of France

BMO Real Estate Partners

Der Brexit bleibt das Ereignis des Jahres 2016. Nach einer Analyse von Oxford Economics wird er sich eher politisch als wirtschaftlich auswirken und 2016 das BIP des Euroraums kaum beeinflussen. Die Wachstumsprognose für 2017 hat das Institut allerdings von 1,7 auf 1,5% gesenkt. Auch wenn die Folgen für die Immobilienmärkte noch unsicher sind, dürfte eine Konjunkturabschwächung in bestimmten Sektoren wie Büro- und Logistikimmobilien das Mietwachstum begrenzen. Nach Einschätzung von Property Market Analysis werden sich die Auswirkungen

auf den Einzelhandel in Grenzen halten – vor allem im High-Street-Segment, wo der Mangel an erstklassigen Standorten die Mieten weiter steigen lässt. Investoren können aufgrund der niedrigen Anleiherenditen und Zinsen auf mittlere Sicht mit stabilen Immobilienerträgen rechnen.

Was macht High-Street-Immobilien attraktiv?

High-Street-Geschäfte ziehen nach wie vor Touristen an und hängen nicht vom lokalen

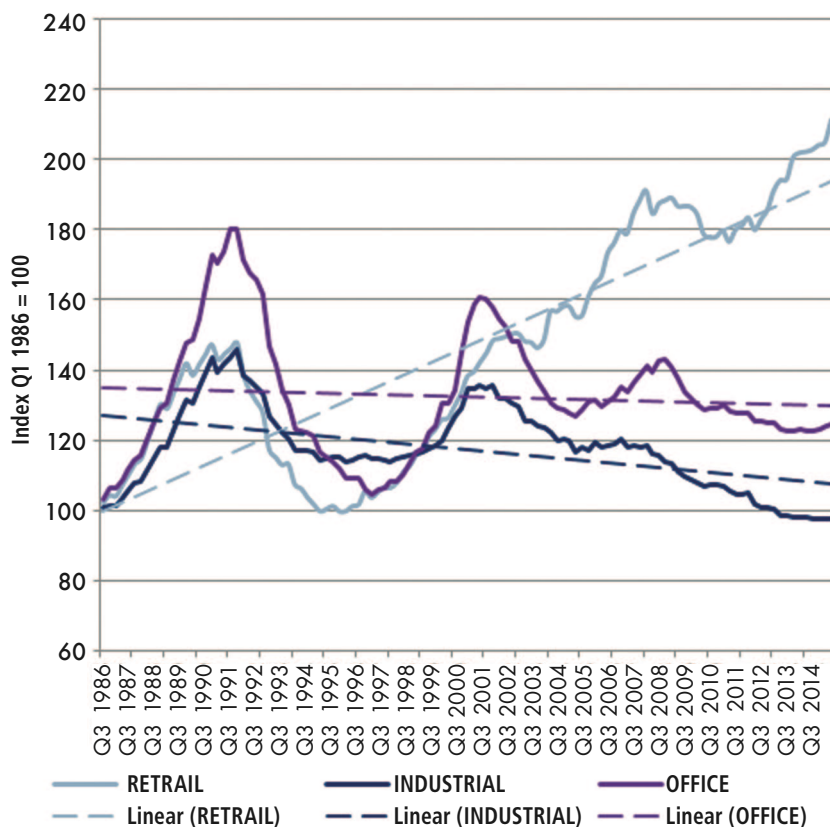
Wirtschaftsumfeld ab. 2015 reisten weltweit 1,186 Milliarden Touristen ins Ausland, 5% mehr als 2014 (1,133 Milliarden). Zudem werden chinesische Touristen immer kaufkräftiger.

In diesem Umfeld treibt die wachsende Nachfrage nationaler und internationaler Handelsketten in Verbindung mit dem chronischen Angebotsmangel an den besten Standorten die Mieten weiter in die Höhe.

Property Market Analysis prognostiziert für die wichtigsten europäischen Städte bis 2020 ein Mietwachstum von 3 bis 4%. Diese Prognosen sind höher als die für die meisten anderen Immobiliensektoren und übersteigen sogar die Prognosen für regionale Einkaufsstandorte.

An erstklassigen Standorten sind die Mieten auch 2015 europaweit kräftig gestiegen. Mit einem Mietanstieg um 41,2% binnen eines Jahres ist die Via Montenapoleone in Mailand der dynamischste High-Street-Markt, vor der Via Condotti in Rom (37,5% Mietanstieg) und der Avenida Diagonal in Barcelona (33,3%). Diese Tendenz bestätigt sich auch in Paris, wo die Spitzenmiete von 10.000 Euro/m² im Jahr 2011 auf 18.000 Euro/m² im Jahr 2016 gestiegen ist.

Reale Spitzenmieten (Mietindizes der EU-Länder ohne Großbritannien)













Wie entwickeln sich die nationalen und internationalen Handelsketten?

Die Handelsketten setzen ihre Expansion im In- und Ausland fort. Die europäischen und asiatischen Handelsketten sehen an ihren Heimatmärkten erhebliches Potenzial und die amerikanischen Ketten evaluieren eher das Potenzial im Ausland, insbesondere in Europa und Asien.

Laut CBRE wirken sich die Globalisierung sowie die technologische und demografische Entwicklung weiter erheblich auf den Handel aus. Um Marktanteile zu gewinnen, ihre Marken bekannter zu machen und ihre Kunden an sich zu binden, expandieren die Handelsketten außerhalb ihres Ursprungsmarkts.

Noch immer kaufen die Verbraucher am liebsten in traditionellen Einzelhandelsgeschäften, wo sie mit anderen Menschen

Nominales Mietwachstum nach Ländern

Rank \blacktriangledown	Country \blacktriangledown	International tourist arrivals (2015) ⁽¹⁾	International tourist arrivals (2015) ⁽⁴⁾	Change (2014 to 2015) % \blacktriangledown	Change (2013 to 2014) % \blacktriangledown
1	 France	84.5 million	83.7 million	▲ 0.9	▲ 0.1
2	 Spain	68.2 million	65.0 million	▲ 5.0	▲ 7.0
3	 Italy	50.7 million	48.6 million	▲ 4.4	▲ 1.8
4	 Turkey	39.5 million	39.8 million	▼ 0.8	▲ 5.3
5	 Germany	35.0 million	33.0 million	▲ 6.0	▲ 4.6
6	 United Kingdom	34.4 million	34.4 million	▲ 5.6	▲ 5.0
7	 Russia	31.3 million	29.8 million	▲ 5.0	▲ 5.3
6	 Austria	26.7 million	25.2 million	▲ 5.6	▲ 1.9
9	 Greece	23.6 million	22.0 million	▲ 7.1	▲ 23.0
10	 Poland	16.7 million	16.0 million	▲ 4.6	▲ 1.3

Quelle: UNWTO World Tourism Barometer

sprechen können. Einkaufen wird immer mehr zur Freizeitbeschäftigung. Diesen Trend können sich die Handelsketten zunutze machen, indem sie ihre Marken und Standorte kontinuierlich weiterentwickeln.

Welche Folgen hat der Internethandel für die Geschäfte im Stadtzentrum?

Auch wenn der Internethandel in den letzten zehn Jahren stark gewachsen ist und viele Branchen nachhaltig verändert hat (Buchhandel, Musikbranche, Tourismus, Banken), ist sein Anteil an den weltweiten Einzelhandelsumsätzen gering. Nach Angaben von CBRE entfallen derzeit 7% der Einzelhandelsumsätze weltweit auf den Internethandel, und dieser Anteil dürfte in den nächsten vier Jahren auf 12% steigen.

Cushman & Wakefield zufolge dominieren nach wie vor die traditionellen Geschäfte, weil der Kunde dort persönlich bedient wird, das Produkt anfassen und es sofort nutzen kann. Das Einkaufserlebnis und die Unterhaltung werden also für den Kunden immer wichtiger. Im Mehrkanalhandel von heute macht die persönliche Erfahrung des Kunden den Unterschied.

Der Handel entwickelt sich ständig weiter und muss sich den Neuerungen der modernen Zeit und den Anforderungen der Verbraucher anpassen.

Bauten und Einrichtungen wie Sehenswürdigkeiten, Restaurants und U-Bahn-Stationen werden auch in Zukunft stark frequentiert werden und bestimmen, welche Standorte erstklassig sind.

Sowohl die positiven als auch die negativen Auswirkungen des Internethandels auf den traditionellen Handel dürften sich in Grenzen halten. Keiner der beiden Kanäle wird den anderen vollständig ersetzen können. Nur eine Marketingstrategie, die beide Kanäle kombiniert, wird also alle Vorteile nutzen können.

Wie lassen sich mit High-Street-Immobilien Werte schaffen?

Bei High-Street-Immobilien hängt die Wertschöpfung von drei Faktoren ab. Erstens sind die Handelsketten bereit, für stark frequentierte Standorte hohe Mieten zu zahlen.

Wir halten die spezialisierten Vermarkter zu Mieterwechseln an, um am Anstieg der Marktmieten zu partizipieren. Oft sind die Handelsketten auch bereit, ihre Mietverträge neu zu verhandeln, um ihre Standorte zu behalten.

Schließlich hängt das Umsatzpotenzial der Handelsketten davon ab, dass die Geschäfte die richtige Größe und das richtige Format haben. Ziel ist eine optimale Flächennutzung, um viele Handelsketten unterzubrin-



Prognosen 2015-2020

	Prime High-Street % p.a.	Centres Commerciaux % p.a.
United Kingdom	5.02	2.25
France	3.57	2.03
Germany	2.80	3.04
Spain	4.75	4.78
Italy	4.29	2.66
Netherlands	3.76	1.58
Sweden	3.30	4.09

Quelle: PMA – Okt. 2015

gen. Das kann bedeuten, durch den Kauf angrenzender Geschäfte ein zu kleines Geschäft zu erweitern oder ein zu großes Geschäft zu teilen.

High-Street-Immobilien sind sowohl bei Mietern als auch bei Anlegern sehr begehrt. Man muss deshalb beim Verkauf den Wettbewerb optimal nutzen. ■

Die Ansichten und Meinungen stammen von BMO Global Asset Management. Sie sind weder eine Empfehlung noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der erwähnten Produkte.

Vorteile des Internethandels

- Attraktiverer Preis
- Größere Produktauswahl
- Käufe rund um die Uhr
- Lieferung des Produkte
- Zeitgewinn

Vorteile des traditionellen Handels

- Interaktion mit der Ware
- Sofortiger Genuss
- Persönliche Bedienung
- Erlebnis und Unterhaltung
- Präsenz, Transparenz und Sichtbarkeit

Rohstoffe



Von
Sandra Crowl
Portfolio Advisor,
Mitglied des Investment Komitees

Carmignac

Nach einem schwierigen Jahr 2015 fiel die Entwicklung an den Rohstoffmärkten insgesamt seit Anfang 2016 moderater aus. Dies spiegelt die Entwicklungen wider, die sich auf das Gleichgewicht von Angebot und Nachfrage auswirken und überdies von den chinesischen Indikatoren und der relativen Stabilität des Dollars gestützt werden. Das Kapitel 2015 endete in China mit großen Sorgen über die makroökonomischen Indikatoren insgesamt. An dieser Front haben die Befürchtungen nachgelassen. Die staatlichen Behörden haben eine Reihe teils drastischer Maßnahmen ergriffen und starke Anreize geschaffen. Wenngleich sich nur schwer ermitteln lässt, welche Sektoren direkt von den Liquiditätsspritzen profitiert haben, standen die Infrastrukturausgaben ohne jeden Zweifel im Vordergrund und nahmen industrielle Rohstoffe ins Schlepptau.

Nach ihrem markanten Abwärtstrend seit Mitte 2014 haben sich die Rohölpreise 2016 erholt und schlossen den Juli bei 43 USD, nachdem sie im Jahresverlauf knapp 20% zugelegt hatten. Die Preise für Kupfer stabilisierten sich bei rund 2,2 USD pro Pfund, während die Preise für sonstige Metalle leicht stiegen. Der Stahlpreis legte insbesondere nach der Ankündigung Chinas, seine Kapazitäten in der Stahlindustrie zu verringern, zu. Erstaunlicherweise scheint sich dies nicht auf die Preise für Eisenerz ausgewirkt zu haben, die sich seit Februar deutlich über 50 USD hielten.

Wir haben eine positive Einstellung gegenüber dem Energiesektor und insbesondere dem Ölsektor, bei dem wir mit der schrittweisen Erholung der Ölpreise auf lange Sicht die Aussicht auf eine Outperformance und das Potenzial für die Generierung von Alpha in den verbundenen Sektoren wie z. B.

Paul Brunner - 140x160 - détail



erneuerbare Energien oder Industrie erkennen. Nach den Schwierigkeiten, mit denen der Energiesektor 2015 konfrontiert war, glauben wir, dass das Gesetz von Angebot und Nachfrage ein Gleichgewicht zugunsten der Ölpreise wiederherstellen wird.

- In den USA wird es angesichts der Kürzung von Investitionsausgaben im Bereich Exploration und Produktion seit Mitte letzten Jahres und der anhaltenden Verringerung der Anzahl von Förderstätten nach unserer Einschätzung in den kommenden 12–18 Monaten zu einem bedeutenden Rückgang der Produktion von Schieferöl kommen. Dieser Rückgang dürfte 2016 wiederum zu einer Verringerung des Angebots der Nicht-OPEC-Staaten um mehr als 600.000 Barrel täglich führen, was etwa 0,7% der weltweiten Produktion entspricht.

- Es ist schwer zu sagen, von wo außerhalb der USA ein Zuwachs des Angebots kommen könnte. Nach unserem Dafürhalten wird die OPEC schon bald geschlossener auftreten, wenn das neu auf den Markt gekommene iranische Rohöl vom Markt aufgenommen wird und die Förderung in Saudi-Arabien und dem Irak eine Stabilisierungsphase erreichen wird. Zudem erscheint uns die Prognose eines Anstiegs der Exporte aus dem Iran (500.000 Barrel pro Tag) überbewertet. Nach unseren Analysen exportierte das Land zuvor bereits einen großen Teil seiner Produktionsüberschüsse über den Irak. Außerdem wurde die Produktionssteigerung des Irans seit Jahresbeginn bisher vollständig durch den Rückgang in anderen Erzeugerländern ausgeglichen, wo die geopolitische Lage nach wie vor sehr ungewiss ist

- Das weltweite Nachfragewachstum insgesamt dürfte sich wiederum in einem Anstieg der Nachfrage nach Rohöl um 1,2% niederschlagen. Das weltweite Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage dürfte sich somit um etwa 2% verringern. Es sei daran erinnert, dass der weltweite Erdölbedarf unabhängig von den Maßnahmen zur Reduzierung des Verbrauchs aufgrund des Bevölkerungswachstums Jahr für Jahr steigt.

So wird sich das Ungleichgewicht von Angebot und Nachfrage, ohne kurzfristig eine ge-

wisse Volatilität auszuschließen, mittelfristig insgesamt deutlich verringern, und Erdöl ist aus unserer Sicht für 2017 der vielversprechendste Rohstoff.

Gemäß unserem Anlageprozess konzentrieren wir uns vorrangig auf Unternehmen, die ein solides Managementteam haben, die die offensichtliche Fähigkeit besitzen, über den gesamten Konjunkturzyklus hinweg positive Renditen zu generieren, die nicht übermäßig verschuldet sind und die nach unseren Analysen in der Lage sind, attraktive und nachhaltige Cashflows zu generieren. Eine disziplinierte Titelauswahl steht weiter im Vordergrund, da es einem Teil der Unternehmen des Energiesektors schwer fällt, sich mit dem neuen Preisumfeld bei Rohöl zu arrangieren. Viele von ihnen verharren noch in einer Verweigerungshaltung und operieren mit einer Kostenstruktur und einem Maß an Verschuldung, die für ein Ölpreisniveau von über 60 USD geeignet waren.

In der Kategorie der erneuerbaren Energien gibt es nur selten Anlageideen, die unseren strengen Kriterien für die Generierung von Cashflows genügen. Allerdings gibt es Technologien, die in einigen Fällen schon seit geraumer Zeit bekannt sind und erst in jüngerer Zeit genutzt wurden. So hat sich die Lage für Biotechnologien beispielsweise mit der Einführung finanzieller Anreizprogramme wie z. B. der „Renewable Identification Number“ der US-Umweltschutzbehörde (EPA) oder des Standards für CO₂-emissionsarmen Kraftstoff (Low Carbon Fuel Standard) in Kalifornien – zwei wirkungsvolle Maßnahmen zur Förderung der Herstellung von Biokraftstoffen – geändert.

Nach langer Zeit sind wir von unserer skeptischen Haltung gegenüber Goldminengesellschaften abgerückt, die durch eine einzigartige Kombination aus besserer Cashflow-Generierung, weltweitem Anstieg der systemischen Risiken und Fortsetzung der unkonventionellen Geldpolitik für die Anleger attraktiver werden. Goldminengesellschaften sind keine Anlagen, die wir jederzeit bevorzugen würden; sie dürften sich jedoch weiterhin auf einem guten Weg befinden.

Wir bleiben zurückhaltend bei Werten aus dem Sektor Metalle, und insbesondere aus



Julien Burgy - *Le Passage* - 99x40x18cm

dem Bereich Stahl, auch wenn sie im vergangenen Quartal von den von China angekündigten Maßnahmen zur Konjunkturbelebung profitiert haben. Denn eine gewisse Anzahl hoch verschuldeter Gesellschaften verzeichnete in den vergangenen Monaten deutliche Kursanstiege. Nach unserer Ansicht stehen die Wirtschaftsmodelle dieser Unternehmen langfristig unter übermäßigem Druck, und wir glauben, dass sie Kapitalerhöhungen oder Umschuldungen benötigen, um ihre finanziellen Verpflichtungen erfüllen zu können.

Die Kupferpreise lagen zu Jahresbeginn und am Anfang des Sommers im Plus, da sie vom allgemeinen Aufschwung der Rohstoffmärkte mitgerissen wurden. Unserer Einschätzung nach sind diese Aufwärtstrends nicht nachhaltig, solange keine Verbesserung der Fundamentaldaten erkennbar ist. Auch wenn die Pläne der chinesischen Regierung zur Konjunkturankurbelung für sporadische Unterstützung sorgen werden, glauben wir, dass das Land seine sanfte Landung fortsetzen wird mit einem Wachstum, das sich langsam abschwächt, was das Ergebnis eines Strukturwandels der chinesischen Wirtschaft ist, an dessen Ende die Industrie ihre Vormachtstellung in der Wirtschaft verlieren und nach und nach vom Dienstleistungssektor abgelöst wird. Eine Rallye auf der Grundlage kurzlebiger technischer Faktoren und kurz- bis mittelfristig ungünstiger wirtschaftlicher Faktoren ist aus unserer Sicht nicht haltbar. Langfristig bleiben wir jedoch bei unserer positiven Einstellung gegenüber Kupfer, das nach unserer Einschätzung das stärkste Potenzial unter den Industriemetal-

len besitzt. Denn Kupfer kommen langfristig günstige Fundamentaldaten zugute, bedingt durch:

- eine anhaltende Verschlechterung der Erzqualität in den bestehenden Minen,
- angestaute Verspätungen bei der Inbetriebnahme neuer Projekte,
- Des perspectives liées à l'électrification Aussichten auf eine zunehmende Elektrifizierung der Schwellenländer. Nach unseren Berechnungen entfällt etwa die Hälfte des Kupferverbrauchs auf Stromnetze, und allein das chinesische Stromnetz macht rund 20% der weltweiten Nachfrage aus.

In diesem Umfeld könnte es aus unserer Sicht im Verhältnis von Kupferangebot und -nachfrage allmählich zu einem Defizit kommen, durch das die Voraussetzungen für einen (dieses Mal dauerhaften) Anstieg der Kupferpreise in den nächsten Jahren und darüber hinaus gegeben wären.

Nach einer turbulenten Zeit glauben wir, dass die kommenden Monate für den Rohstoffsektor insgesamt günstig sein werden, insbesondere für Werte aus dem Erdölumfeld, das uns gezeigt hat, dass das Gesetz von Angebot und Nachfrage letztendlich immer wieder das Gleichgewicht herstellen. Auch wenn wir von einem langfristigen Anhalten des Aufwärtstrends von Industriemetallen und Edelmetallen weniger überzeugt sind, bleibt das akkommodierende geldpolitische Umfeld – und insbesondere die Liquiditätsspritzen in China – ein günstiger Faktor für diese Sektoren. ■

Makro-Perspektive:

Die Internationalisierung des Renminbi und seine Konsequenzen für Kapitalanleger



Von
Sebastien de Frouville
Investor Relations

COMGEST



Wolfgang Fickus
Mitglied des
Investment Committee

Chinas Wechselkurssystem durchlief in den vergangenen zwanzig Jahren einen Transformationsprozess, der auch 2016 noch nicht abgeschlossen ist. Erinnern wir uns: Die Zeit der festen Kursparität liegt nicht lange zurück. China praktizierte einen festen Wechselkurs verbunden mit strikten Kapitalverkehrskontrollen. Nach dem Dollar Peg schwankt der Renminbi nun innerhalb einer Spanne, die an einen Devisenkorb gebunden ist, während sich die Kapitalmärkte im Zuge der Reformen allmählich öffnen. Diese Änderungen wurden zugelassen, weil sie im Interesse Chinas sind. Wahrscheinlich wird der Renminbi in ferner Zukunft frei konvertierbar sein mit flexiblen Wechselkursen. Seine Internationalisierung hat definitiv begonnen, wozu sein Status als Reservewährung beitragen wird.

Chinas Behörden handeln pragmatisch: Die Vorteile einer Liberalisierung des Kapitalverkehrs überwiegt aus ihrer Sicht gegenüber den potenziellen Risiken. Der Kapitalzufluss nach China und der hohe Leistungsbilanzüberschuss führten zu einer dauerhaften Aufwertung der Währung, bis sie im August 2015 abgewertet wurde. Lange Zeit finanzierte der chinesische Überschuss im Wesentlichen das Leistungsbilanzdefizit der USA. Doch dies könnte sich künftig ändern. Obwohl nach der Abwertung im Sommer 2015 massive Abflüsse befürchtet wurden, verzichtete China auf Kapitalkontrollen, da ein solcher Schritt nicht im Interesse des Landes gewesen wäre. Chinas Unternehmen wurden in der jüngsten Vergangenheit einige M&A-Transaktionen erlaubt, um Technologien zu erwerben und/oder internationale Marktanteile zu gewinnen

Philippe Visson - Au rythme du bien être - 73x92cm



(z.B. Syngenta-Übernahme). Neben anderen Vorteilen würde der freie Kapitalverkehr chinesischen Unternehmen auch die Auslagerung von Aktivitäten mit geringer Wertschöpfung in Länder mit niedrigeren Arbeitskosten ermöglichen.

Für Aktieninvestoren hat die Öffnung des Kapitalmarktes bereits begonnen. Seit 2002 gibt es in China das QFII-Programm (*Qualified Foreign Institutional Investor*): Ausländische Investoren erhalten selektiv Kontingente für Investitionen in Renminbi am chinesischen Markt (der berühmte A-Aktien-Markt). Die Transaktionskosten waren jedoch hoch und die Liquidität suboptimal. Im November 2014 ging der Shanghai-Hong Kong Stock Connect an den Start: Dies ermöglichte einen Zugang zu 568 A-Aktien – bei wesentlich geringeren Transaktionskosten und einer höheren Liquidität. Einige dieser Unternehmen sind von sehr hoher Qualität. Der freie Kapitalverkehr in China würde ausländischen Investoren den Zugang zu den lokalen Märkten zweifelsohne erleichtern. Wenn der Rechtsrahmen verbessert wird, vor allem mit Blick auf die Repatriierung investierter Gelder, dürfte letztlich auch die Aufnahme der A-Aktien in den MSCI EM-Index möglich werden.

China kann sich eine Liberalisierung des Kapitalverkehrs durchaus leisten – derzeit verfügt das Land über 3 Billionen USD an Währungsreserven (40% des BIP!). Die ausschließlich auf Renminbi lautende Verschuldung ist zudem praktisch vollständig in den Händen lokaler Investoren: Das Land hängt eindeutig nicht von ausländischem Kapital ab. Die Chinesen sind sparsam und mangels Alternativen legen sie ihr Geld entweder kurzfristig oder in Immobilien an. Dies erleichtert die Blasenbildung, etwa am Immobilienmarkt, eine direkte Folge der Nichtkonvertierbarkeit der Währung und ein Musterbeispiel für die Schwierigkeiten, die daraus entstehen. Würde China seine Währung frei konvertierbar machen, hätte dies auch eine bessere Kapitalallokation innerhalb des Landes zur Folge.

Ein Land, dessen Anteil am weltweiten BIP bei 14% und am weltweiten Wachstum noch höher liegt, das allmählich den Kapitalverkehr liberalisiert und seine Finanzmärkte reformiert, dürfte kaum auf ewig vom globalen Finanzmarkt fernbleiben. Bislang

ist der Renminbi noch nicht in die Sonderziehungsrechte der Weltbank integriert. Dies ändert sich ab Oktober 2016. Chinas Währung macht dann 10,9% des Währungskorbs aus. Auf den ersten Blick scheinen die berühmten Sonderziehungsrechte keinen konkreten Beitrag zur Internationalisierung der Währung zu leisten. Es besteht jedoch durchaus ein Zusammenhang: Aus Sicht der internationalen Investoren wird die Aufnahme der Glaubwürdigkeit der chinesischen Währung und damit der chinesischen Finanzmärkte einen Schub verleihen. Chinas Renten- und Aktienmärkte könnten in der Folge Kapitalzuflüsse verzeichnen.

Mikro-Perspektive: Die Rolle der Währungen bei der Auswahl von Aktien

Für Investoren sind Währungsschwankungen ein wesentliches Performance-Element. Beispielsweise hat der MSCI Japan innerhalb der vergangenen 6 Monate in Yen 5% verloren, für einen USD Investor aber 5% zugelegt (14/9/2016). Fonds mit Währungshedging bieten eine Antwort auf Wechsel-

kursschwankungen. Wie können sich langfristige Anleger gegen diese Schwankungen wappnen? Ein fundamentaldatenorientierter „Stock Picker“ sollten sich auf Unternehmen konzentrieren, die Gegenwind verkraften können. Die Eigenkapitalrendite, die Margen und das Wachstum sollten nicht wesentlich von Wechselkursen oder vom Konjunkturzyklus abhängen. Hierbei gilt es v.a. Transaktionseffekte ausführlicher zu betrachten.

Für Schweizer Anleger stellt sich aufgrund der seit mehreren Jahrzehnten anhaltenden Aufwertung des Schweizer Franken gegenüber den wichtigsten Währungen die Frage, welche Auswirkungen dies langfristig auf die Wettbewerbsfähigkeit der schweizerischen Unternehmen hat. Auf den ersten Blick scheint die Aufwertung direkt bestimmte Exportunternehmen mit einer dominierenden Transaktionswährung zu betreffen. Verschiedene Exportländer wie die Schweiz, aber auch Japan und Deutschland widerlegen diese Vermutung jedoch. In den vergangenen 50 Jahren konnten diese drei Länder ihre Marktanteile beispielsweise

in der Uhren- oder Autoindustrie trotz der Aufwertung ihrer Währung halten bzw. in vielen Fällen sogar ausbauen. Andere Länder wie das Vereinigte Königreich, Italien, Frankreich oder die USA erlebten im gleichen Zeitraum trotz Abwertung der Landeswährung eine progressive Erosion ihrer Industrie. Man kann davon ausgehen, dass eine starke Währung ein Produktivitätstreiber sein kann, genau wie es das japanische „Just-in-Time“ in den 1990er-Jahren war. Zugleich wirkt sich eine starke Währung auch akquisitionsfördernd aus. Die Übernahme von ARM (Großbritannien) durch SoftBank (Japan) ist ein gutes aktuelles Beispiel hierfür.

Deshalb ist die weit verbreitete Vorstellung, dass Exportnationen bzw. -Unternehmen hauptsächlich von den Devisenmärkten abhängen, zu beschränkend. Unsere Erfahrung zeigt, dass Unternehmen mit hohen Eintrittsbarrieren kaum von Währungsschwankungen abhängig sind bzw. hiervon profitieren. Eine Vielzahl von schweizerischen, japanischen und deutschen Unternehmen sind hierfür sehr gute Beispiele. ■



Kompetenz
Das zeichnet uns aus

Als Verband Schweizerischer Vermögensverwalter fördern wir Kompetenz und Können aller unserer Mitglieder. Durch unser umfassendes Aus- und Weiterbildungsangebot leisten wir einen wesentlichen Beitrag zur Qualität des Schweizer Finanzplatzes. Kompetenz verbindet uns und macht uns zum branchenführenden Verband von Berufsleuten für Berufsleute.



Verband Schweizerischer Vermögensverwalter | VSV
Association Suisse des Gérants de Fortune | ASG
Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni | ASG
Swiss Association of Asset Managers | SAAM

Bahnhofstrasse 35
8001 Zürich
Tel. 044 228 70 10
www.vsv-asg.ch

Gold: jüngste Vergangenheit, Gegenwart und Zukunft



Von
Sabahudin Softic
Prokurist,
Abteilung Institutionelle Verwaltung

CONINCO Explorers in finance SA

Gold als Währung

“People are fascinated by gold not because it is shiny, but because it is money. Understanding this fact is the starting place for understanding gold.”

James Rickards, *The new case for Gold*, Seite 13, Portfolio Penguin, New York, 2016, 182 Seiten.

Seit Tausenden von Jahren wird die Menschheit von Gold fasziniert. Es war immer Synonym von Heiligkeit, Wohlstand und Langlebigkeit. Gold dient seit Beginn der Zivilisation als Zahlungsmittel. Es weist alle unerlässlichen Eigenschaften auf, die bereits von Aristoteles definiert wurden (griechischer Philosoph, 380-322 v. Chr.):

– **Dauerhaft:** Die Münze muss die Prüfung der Zeit und der Elemente bestehen. Sie darf nicht schadhafte werden, nicht rosten und sich im Laufe der Zeit nicht verändern.

– **Tragbar:** Eine Münze muss leicht von anderen getrennt und neu kombiniert werden können, ohne dass sich dies auf ihre grundlegenden Eigenschaften auswirkt. Spinnt man diesen Gedanken weiter, muss die Sache „fungibel“ sein, das heisst, „leicht ganz oder teilweise durch eine andere gleichartige Sache austauschbar oder ersetzbar“.

– **Innerer Wert:** Dieser Wert der Münze muss unabhängig von jedem anderen Gegenstand und in der Münze selbst enthalten sein. Dies beginnt damit, dass sie knapp sein muss.

In der heutigen Welt, die vom Interventionismus der Zentralbanken in Form von mengenmassiger Lockerung und niedriger oder gar negativer Zinssätzen sowie – damit verbunden – von übermässiger Verschuldung geprägt ist, hat Gold offiziell keine

Charles Belle - 130x180 - détail



Wahrungsfunktion mehr. Dennoch halten dieselben Zentralbanken weiterhin einen Teil ihrer Reserven in diesem gelben Metall. Einige davon, zum Beispiel die russische und die chinesische Zentralbank, haben ihren Goldvorrat in den letzten Jahren sogar offiziell erhöhet. China ist im übrigen der grösste Goldproduzent der Welt und auch Nettoimporteur des gelben Metalls.

Bretton-Woods-Abkommen

Die offizielle Abkehr vom Gold im Währungssystem geht auf den Anfang der 70er-Jahre zurück. Am 15. August 1970 gab der amerikanische Präsident Nixon im Fernsehen live die Aufgabe der Goldbindung des Dollars durch die USA bekannt. Diese Goldparitat lag dem berühmten Bretton-Woods-Abkommen von 1944 zugrunde, das ein neues internationales Währungssystem begründete. Kern des Abkommens war ein fixes Umtauschverhältnis zwischen Dollar und Gold von USD 35 pro Unze Feingold. Zudem mussten alle übrigen Währungen gegen den Greenback umgetauscht werden können. Dies hatte zur Folge, dass der Dollar zur internationalen Handelswährung und dementsprechend zur weltweiten Währungsreserve wurde. Anlässlich des Bretton-Woods-Abkommens konnten die USA diese Bedingungen „aufzwingen“, weil sie unter anderem die grössten Goldreserven aller Unterzeichnerstaaten besaessen.

Das Bretton-Woods-Abkommen hatte nicht die Rückkehr zum Goldstandard im eigentlichen Sinne zur Folge, zementierte das gelbe Metall allerdings als ein zentrales Element des internationalen Währungssystems. Einige Jahre lang funktionierte das System recht gut. Letztlich erlebte die Welt unter diesem System seine glorreichen 30 Jahre. Aber nach einiger Zeit begannen die USA, ihr Privileg im System zu missbrauchen und immer mehr Dollars in Umlauf zu bringen. Die Intensität dieser Emissionen erhöhete sich in den 60er-Jahren, um unter anderem den Vietnamkrieg und die Anfänge des amerikanischen Wohlfahrtsstaates zu finanzieren.

General de Gaulle hatte das Problem schon sehr früh erkannt, wie dies seine berühmte Rede vom 4. Februar 1965 beweist, in der er klar zu einer Rückkehr zum Goldstandard aufrief:

Gold/USD



Quelle: Bloomberg

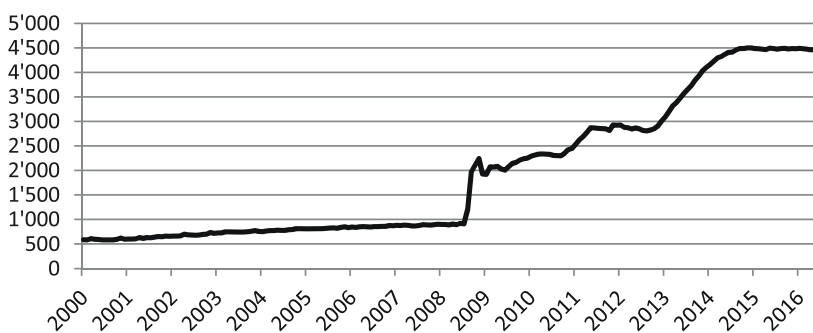
„Die Tatsache, dass viele Staaten als Bezahlung der amerikanischen Zahlungsbilanzdefizite Dollars grundsätzlich gleich wie Gold akzeptieren, verleitet die Amerikaner dazu, sich gegenüber dem Ausland zu verschulden, denn was sie ihm gegenüber schulden, zahlen sie ihm – zumindest teilweise – in Dollars, die sie nur zu emittieren brauchen. Angesichts der möglichen Folgen einer Krise in diesem Bereich denken wir, dass Massnahmen zu deren Verhinderung ergriffen werden müssen. Wir halten es für notwendig, dass der internationale Handel auf einer indiskutablen monetären Grundlage, die von keinem bestimmten Land geprägt ist, erfolgen sollte, wie es vor den grossen Unglücken der Welt der Fall war. Aber auf welcher Grundlage? Wir sehen eigentlich keine anderen brauchbaren Kriterien als den Goldstandard.“

Daher verlangte Frankreich in den 60er-Jahren mit Rückendeckung des Bretton-Woods-Abkommens, dass alle seine Dollars aus diesen jahrelang angesammelten Handelsbilanzüberschüssen gegen Gold umgetauscht werden. Bald schlossen sich weitere Länder an. Dies führte logischerweise zu

gefährlich schwindenden Goldreserven in Amerika. Und da viel mehr Dollars im Umlauf waren, als Metall, um sie zu decken, war abzusehen, dass den USA schon bald das Gold ausgehen würde. Um den Aderlass zu stoppen, beschloss die amerikanische Regierung, die 27 Jahre zuvor eingegangene Verpflichtung zu brechen.

Verstärkt durch die hohe amerikanische Inflation und die beiden Ölkrisen, führte dieses Ereignis von 1971 zu einem spektakulären Anstieg des Goldkurses bis Ende der 70er-Jahre. Erst zu Beginn der 80er-Jahre beschloss der neu gewählte Präsident der amerikanischen Federal Reserve (FED), Paul Volcker, den Leitzins auf bis zu 20% anzuheben, wodurch die Goldhausse (oder war es der Zerfall des Dollars?) gestoppt wurde. Dieses gewagte Vorgehen von Volcker, das damals nur möglich war, weil die Verschuldung des amerikanischen Staates und der Privathaushalte überhaupt nicht vergleichbar war mit der heutigen Situation, brachte gewissermassen das Vertrauen in den Dollar zurück. In den folgenden 20 Jahren büsste das Gold einen grossen Teil

Bilanzsumme des FED (in Millionen USD)



Quelle: Bloomberg

der in den 70er-Jahren erzielten Gewinne wieder ein.

Der Petrodollar

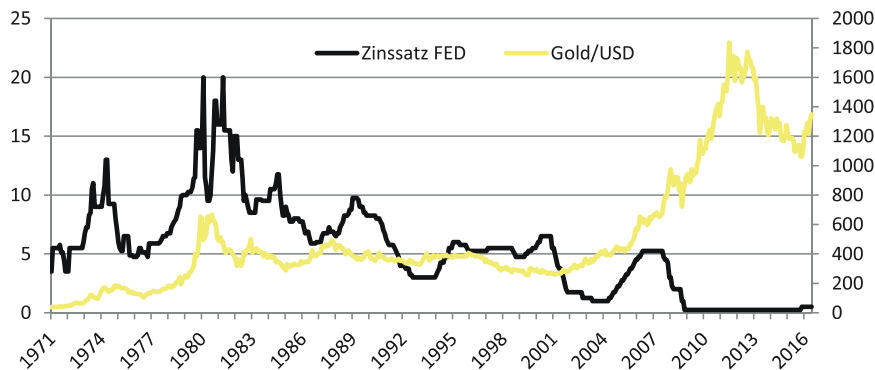
Nachdem die USA ihre mit dem Bretton-Woods-Abkommen eingegangene Verpflichtung gebrochen hatten, sah sich die Welt nicht mehr veranlasst, Dollar zu halten. Daher lag es auf der Hand, dass der Greenback ohne Gegenmassnahme seine Rolle als internationale Reservewährung und somit den Freibrief für die Amerikaner, ohne lokale Hyperinflation Dollars nach Lust und Laune zu drucken, verlieren würde. Die amerikanische Regierung, die sich an dieses Privileg gewöhnt hatte, konnte einen solchen Verlust nicht tolerieren. 1973 unterzeichneten die Amerikaner ein Abkommen mit Saudi-Arabien, in dem sich dieser Staat verpflichtete, sein Erdöl nur gegen Dollar zu verkaufen und keine andere Währung zu akzeptieren. Da alle Länder Erdöl benötigten und Saudi-Arabien damals ein derart wichtiger Produzent war, dass niemand auf ihn verzichten konnte, kam auch niemand um den Dollar herum. So entstand das Petrodollar-System. Obwohl die Dollar-Gold-Konvertibilität nicht mehr gewährleistet war, blieb die amerikanische Währung so internationale Handelswährung und dementsprechend Währungsreserve.

Befreit vom Zwang einer teilweisen Verankerung im Gold und gestützt auf das neue Abkommen erlaubten sich die USA über 40 Jahre lang Haushalts- und Handelsbilanzdefizite noch und noch, ohne im Inland übermässige Preissteigerungen befürchten zu müssen. Die Inflation wurde gewissermassen in die ganze Welt exportiert.

Als eine von verschiedenen Auswirkungen dieser Situation wurde das eigentliche Wesen des Kapitalismus seit den 70er-Jahren – und wird es auch heute noch – nach und nach verwässert. Die Welt ist von einem gesunden, auf Sparen und Investition fussenden Kapitalismus zu einem auf Schulden und Konsum aufbauenden verdorbenen Kapitalismus übergegangen. Dieses neue Paradigma scheint langfristig nicht haltbar zu sein.

In den vergangenen Jahren haben immer mehr Staaten begonnen, den Petrodollar und dementsprechend die Verwendung der

Entwicklung Goldkurs und Leitzins des FED



Quelle: Bloomberg

amerikanischen Währung für den internationalen Handel infrage zu stellen. Kürzlich haben Russland und China vereinbart, in ihren eigenen Währungen zu handeln. Der Iran verkauft sein Erdöl nun nicht mehr gegen Dollar. China hat offiziell angekündigt, es wolle seine Dollarreserven nicht weiter erhöhen, und sogar ihren Abbau eingeleitet.

Rückkehr zum Goldstandard?

Zu Beginn der 2000er-Jahre begann das damals von Alan Greenspan geleitete FED nach dem Platzen der Internetblase, den Leitzins nach und nach zu reduzieren. In drei Jahren verringerte er sich von 6,5% auf 1% – damals ein historischer Tiefstwert. Diese Senkung des Leitzinses war zudem von einer regelmässigen Bilanzerhöhung des FED und somit von einer steigenden Geldmasse begleitet.

Als direkte Folge der Massnahmen von Greenspan bildete sich in den USA eine Immobilienblase. Während dieser Boomzeit stiegen die Immobilienpreise um rund 100%,

in gewissen Regionen gar 200 bis 300%. Nicht überraschend fielen diese starken Lockerungen auch mit dem Wiederanstieg des Goldpreises zusammen. 2008 platzte die Immobilienblase und der Wert des gelben Metalls erhöhte sich bis 2011 auf USD 1900 pro Unze. Auf diese aussergewöhnliche Hausse folgte eine Korrektur, die bis Ende 2015 andauerte, als das Gold USD 1045 pro Unze erreichte. Seit Anfang 2016 zeichnet sich wieder eine gewisse Erholung ab.

“Gold is a currency. It is still, by all evidence, a premier currency. No fiat currency, including the dollar, can match it.” So äusserte sich Alan Greenspan in einem von *“The Council of Foreign Relations”* im Oktober 2014 organisierten Referat. In einem Interview von Bloomberg im Juni 2016 machte sich derselbe Alan Greenspan Sorgen über eine kommende Krise und forderte eine Rückkehr zum Goldstandard. Dabei sagte er unter anderem: *“Remember that the period 1870 to 1913 was one of the most aggressive periods economically that we’ve had in the United States, and that was a golden period of the gold standard”*.

Bloomberg Composite Gold Spot Preis, Inflationsajustiert



Der Mann, der als Präsident des FED von 1987 bis 2006 mit einer Niedrigzinspolitik und einer regelmässigen Ausweitung der Bilanzsumme des amerikanischen Geldinstituts entscheidend zur Fäulnis des Kapitalismus beigetragen hat, fordert somit eine Rückkehr zum Goldstandard.

Geht man – wie offenbar selbst Alan Greenspan – davon aus, dass Gold der monetäre Vermögenswert par excellence ist, wird es früher oder später wieder eine offizielle Rolle im internationalen Währungssystem spielen müssen. Funktioniert das derzeitige System einst überhaupt nicht mehr, kann das Vertrauen nur mit der Wiedereinführung des Goldstandards neu hergestellt werden.

Gold als Investition?

Stellt man sich auf die historische Entwicklung seines Preises ab, scheint Gold weder besonders teuer noch besonders günstig zu sein.

Inflationsbereinigt ist der Goldkurs weit von seinem historischen Höchstwert entfernt, liegt aber auch erheblich über seinem historischen Tiefstkurs. Aus rein quantitativer Sicht kann der Kurs somit steigen oder sinken.

“Gold gets dug out of the ground in Africa, or someplace. Then we melt it down, dig another hole, bury it again and pay people to stand around guarding it. It has no utility. Anyone watching from Mars would be scratching their head.”

Warren Buffet

Ein Anleger, der wie Warren Buffet der Ansicht ist, dass Gold keinen Nutzen hat, dass der unaufhörliche Sog von Negativzinsen, immer höherer Verschuldung und quantitativer Lockerungsmassnahmen, in den die Welt geraten ist, ein gangbarer Weg ist, wird Goldanlagen sicher uninteressant finden. Wer jedoch denkt, dass sich die Geschichte zwar nie vollständig, aber doch ähnlich wiederholt, wird Gold als eine durchaus sinnvolle Anlage betrachten. ■



... and climbing.

Ein Global Player in Asset Servicing...

Offerieren von führenden Investor Service Dienstleistungen erfordert eine ständige Weiterentwicklung. CACEIS Strategie des nachhaltigen Wachstums ist Kunden zu helfen, ihre Herausforderungen im Wettbewerb auf globaler Ebene zu erfüllen. Finden Sie heraus wie Sie mit unseren kundenorientierten Dienstleistungen einen Sprung voraus bleiben.

CACEIS, Ihr Partner für die Fondsverwaltung und Depotbank in der Schweiz.

www.uniker-bbri.com

Unsere Büros in der Schweiz:

CACEIS Switzerland

Nyon +41 58 261 9400

Zürich +41 58 261 9471

www.caceis.com

caceis

INVESTOR SERVICES

solid & innovative

Bank Loans

Eine Ertragsquelle im Dienste der Realwirtschaft



Von
Arnaud d'Anterrosches
Institutional Sales Director

Franklin Templeton Investments

Seit der Finanzkrise kennzeichnen zwei sich weiter verstärkende Eigenschaften die Finanzmärkte: (i) ihre extreme Sensibilität gegenüber makroökonomischen Informationen und (ii) die riesige Geldmenge, mit der die Finanzmärkte von den Zentralbanken überschwemmt werden.

Die Zinsen sind auf dem historischen Tiefststand. Die Anleiherenditen sind oft null oder sogar negativ; dadurch haben Vorsorgeeinrichtungen keine Möglichkeit, Mindestrenditen zu erzielen, um ihren Verpflichtungen nachzukommen. Vielmehr muss man versuchen, das Risiko eines Kapitalverlusts einer Anlage in Anleihen für den Fall eines möglichen Zinsanstiegs zu diversifizieren.

Verschiedene Lösungen bieten sich an. Man kann zum Beispiel die durchschnittliche Kreditqualität des Portfolios senken. Oder die Anlagen im Immobilienmarkt in der Schweiz oder im Ausland erhöhen, wie es institutionelle Anleger seit langem tun. Oder alternative Anlageklassen suchen. Aber welche? Ein Aufkommen verschiedener neuer Anlagemöglichkeiten war zu beobachten. Verschiedene Anlageklassen, die lange in Vergessenheit geraten waren, wie z.B. Senior Secured Loans, die auch einfach «Bank Loans» genannt werden, lebten wieder auf.

Was sind «Senior Secured Bank Loans»?

Die Antwort liegt auf der Hand: Dies sind Schuldtitel von Unternehmen gegenüber Banken, die bei einem Zahlungsausfall einen hohen Rang haben (senior) und mit ver-

schiedenen Vermögenswerten des Unternehmens oder Garantien der Anteilseigner des Unternehmens selbst besichert sind (Pfand). Oft sind es Gesellschaften mit höherem Verschuldungsgrad und infolgedessen beschränktem Zutritt zum traditionellen Anleihemarkt, die auf Bank Loans zurückgreifen. Die Schuldner fallen im Allgemeinen nicht in das Investment Grade Rating (BB+ und niedriger).

Kapitalgeber haben zwei Möglichkeiten, sich an einem Darlehen zu beteiligen: (i) entweder durch direkte Beteiligung an der Syndizierung bzw. am Konsortium oder (ii) durch Zeichnung eines verbrieften Instruments, das die gleiche Schuld repräsentiert und mit denselben Bedingungen und Sicherheiten wie das Konsortialdarlehen ausgestattet ist.

Bevor man in diese Anlageklasse investiert, gilt es drei Dinge zu beachten: (i) den Rang der Schuld unter den Verbindlichkeiten der Gesellschaft, (ii) die Qualität der Garantien, mit denen das Darlehen besichert ist, und (iii) die Liquidität des Darlehens.

Der Hauptunterschied zwischen Bank Loans und Anleihen ist neben der Tatsache, dass der Darlehensgeber ein Finanzinstitut ist, dass Bank Loans keine Wertpapiere darstellen, die nach Vereinbarung abgetreten werden können, auch wenn die Verbriefungstechniken dies ermöglichen könnten. Bank Loans sind für Unternehmen oft mit strengeren Verpflichtungen verbunden als die direkte Kapitalaufnahme am Markt. Die zugrundeliegenden Darlehensverträge sehen im Allgemeinen hohe Sicherheiten zugunsten der an der Syndizierung beteiligten Gläubiger vor sowie strenge Bedingun-

gen an die Geschäftsentwicklung des Unternehmens, welches das Darlehen aufnimmt. Diese gelten, solange das Darlehen nicht vollständig zurückgezahlt ist (Beschränkungen bei Fremdkapitalerhöhungen, Bedingungen im Hinblick auf die Ausgabe von Aktien oder bei Veräusserung von Vermögenswerten).

Für einen Anleger ist es oft kompliziert, sich an der Syndizierung zu beteiligen oder direkt verbrieft Instrumente zu kaufen, da dies oftmals hohe Mindestanlagen, komplizierte und umfangreiche Analysen rechtlicher Dokumente sowie die Fähigkeit erfordert, oft kleinere Unternehmen eingehend zu analysieren. Daneben müssen Anleger in der Lage sein, die operativen Aspekte dieser Darlehen zu bewältigen, Zinsen und Kapital entgegen zu nehmen sowie Entscheidungen zu treffen bei einer Insolvenz oder einer wesentlichen Änderung der Solvenz der Gesellschaft. Ausschlaggebend für den Erfolg eines Investments in dieser Anlageklasse ist jedoch der Zugang zu den Darlehen. Die enorme Liquidität des Marktes und die niedrige Rendite im Anleihenmarkt haben den Wettbewerb unter den Darlehensgebern stark angefacht. Meist haben nur die erfolgreichsten Akteure Zugang zu diesen Gelegenheiten. Es ist daher sinnvoll, auf renommierte institutionelle Anlagefonds und auf Teams zurückzugreifen, die sich auf solche Geschäfte spezialisiert haben.

Bank Loans werden auch oft mit hochverzinslichen Anleihen («High Yield Bonds») verglichen, insbesondere aufgrund ihres Ratings. Sie unterscheiden sich jedoch stark in ihren Eigenschaften. Bank Loans werden im Allgemeinen mit einem variablen Zinssatz («floating rate») vergeben, der den Anleger vor einem Ansteigen der Zinsen schützt. Im Gegensatz zu hochverzinslichen Anleihen, mit denen der Anleger hauptsächlich eine Wertsteigerung des Kapitals bei sinkenden Zinsen sucht, bieten Bank Loans im Wesentlichen eine regelmässige Einnahmequelle («Coupon») für den Gläubiger, wobei dieser vor einem Ausfall durch die Sicherheiten und die Seniorität der Darlehen relativ gut geschützt ist. Bank Loans erzielen durchschnittlich 80% der Rendite von hochverzinslichen Anleihen, aber mit einer weit niedrigeren Volatilität (Tabelle 1).

Wie unterscheiden sich Bank Loans von traditionellen Anleihen? Das zusätzliche Risiko für einen Anleger ist, dass das Darlehen vor seiner Fälligkeit refinanziert werden kann. Die Refinanzierung kann jederzeit vor Fälligkeit des Darlehens erfolgen. Der Marktpreis variiert im Allgemeinen um den Nennwert, selten darüber, da Darlehen stets vorzeitig zurückgezahlt werden können. Bei einer Refinanzierungswelle, wie beispielsweise im Mai 2016, kann es zu einer Marktkorrektur kommen.

Stellen Bank Loans eine gute Investitionsmöglichkeit dar?

Wir nähern uns dem längsten Kreditzyklus der Geschichte und die Kreditausfallraten bei Unternehmen (mit Ausnahme von Rohstoffen) sind auf einem historischen Tiefstand. Die Zinsen in Europa sind null oder sogar negativ. Niemand weiss, wann der Zyklus dreht, aber wir müssen uns darauf vorbereiten. In diesem Zusammenhang stellen Bank Loans aus verschiedenen Gründen eine gute Gelegenheit dar.

Ihre Struktur mit variablen Zinsen schützt den Anleger bei einem Zinsanstieg, da die höheren Zinsen einen zusätzlichen Ertrag darstellen. Da niemand weiss, wann die US-amerikanische Notenbank (Fed) ihre Leitzinsen anhebt und wann der Kreditzyklus dreht, ist eine Diversifizierung der Anlagen mit dieser Anlageklasse naheliegend.

Ausserdem weisen Bank Loans eine im Vergleich zu anderen Anlageklassen, wie z.B. Unternehmensanleihen, niedrigere Volatilität auf. Durch die Korrektur im Mai 2016 hat die Anlageklasse wieder ein interessantes Preis-Rendite-Verhältnis, insbesondere im höheren Rating-Segment («upper tier») BB+, gewonnen. Diese Vermögenswerte schneiden tendenziell im Markt unterdurchschnittlich ab, wenn die Kreditqualität sinkt, und überdurchschnittlich, wenn die Anleger mehr Wert auf Sicherheit legen. Wir befinden uns momentan in dieser letzteren Situation.

Die Seniorität dieser Werte in der Kapitalstruktur der Unternehmen sowie die damit verbundenen Sicherheiten gleichen das Ausfallrisiko aus, das Anleger zunehmend eingehen, da sie sich gezwungen sehen, auf riskantere Investments zurückzugreifen, um

Tabelle 1 - Rendite und Volatilität - 31. Mai 2016	Rendite	Volatilität
Credit Suisse Leveraged Loan Index	6.72%*	0.79%
JP Morgan Euro Loan Index	5.68%*	0.60%
Barclays US Corporate High Yield Index	7.31%	4.63%
Barclays Pan-European High Yield Index	4.66%	3.57%**
Barclays US Corporate Index	3.14%	4.11%
Barclays Euro Aggregate Corporate Index	1.03%	2.46%**
Barclays EM USD Aggregate Index	5.22%	3.07%
Barclays EM Local Currency Government Index	4.76%	10.30%

* Rendite bei Fälligkeit ** Abgesichert in USD

Quelle: Bloomberg. Annualisierte Volatilität über 60 Tage

eine Mindestrendite in ihrem Portfolio zu erzielen.

Bank Loans sind ein optimales Instrument, um regelmässige Erträge zu erzielen. Daher ist die Nachfrage der Anleger nach dieser Anlageklasse stark gestiegen, während das Angebot gleich geblieben ist. Heute stehen Anleger eher vor der Herausforderung, günstige Investitionsmöglichkeiten und Zugang zu den Emittenten zu finden, als die bereits in ihren Portfolios erworbenen Darlehen zu veräussern. Durch dieses Ungleichgewicht steigt der Preis dieser Papiere erheblich und der Markt wird spekulativer. Im Gegensatz zu den strukturierten Produkten, die für die Finanzkrise 2008 verantwortlich gemacht wurden, haben Bank Loans den Vorteil, dass sie stark an die zugrundeliegenden Unternehmen, deren Finanzierung und die Realwirtschaft gekoppelt sind. Bank Loans interessierte Anleger können dadurch die Risiken abschätzen, welche die Manager solcher Produkte eingehen.

Bank Loans weisen also angesichts der aktuellen Lage interessante Eigenschaften auf: Sie bieten immer noch eine interessante Rendite bei geringer Volatilität, sowohl absolut gesehen, als auch im Vergleich zu Anleihen mit vergleichbarer Rendite. Ausserdem bieten sie mehr Sicherheiten sowie kein Durationsrisiko. Sie ermöglichen dem Anleger, sogar an künftigen Zinsanstiegen zu partizipieren. Die aktuelle Marktsituation bietet gute Eintrittsmöglichkeiten, um ein Portfolio mit Bank Loans zu diversifizieren. ■

Wichtige Informationen:

© 2016 Franklin Templeton Investments.

Alle Rechte vorbehalten. Daten per Juli 2016, sofern nicht anders angegeben.

Dieses Dokument dient ausschliesslich Informationszwecken und stellt weder eine rechtliche oder steuerliche Beratung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zur Zeichnung von Anteilen der in Luxemburg domizilierten SICAV Franklin Templeton Investment Funds dar. Nichts in diesem Dokument darf als Anlageberatung interpretiert werden.

Franklin Templeton Investments hat die in diesem Dokument enthaltenen Informationen mit der grössten Sorgfalt zusammengetragen. Franklin Templeton hat jedoch Daten aus Drittquellen, die für die Erstellung verwendet wurden, nicht von unabhängiger Stelle überprüfen, validieren oder kontrollieren lassen. In diesem Dokument enthaltene Research-Ergebnisse und Analysen wurden von Franklin Templeton Investments für eigene Zwecke erstellt und werden Ihnen nur nebenbei bereitgestellt. Franklin Templeton Investments übernimmt gegenüber Nutzern dieses Dokuments oder anderen natürlichen oder juristischen Personen für unpräzise Informationen, Fehler oder Unterlassungen im Inhalt, unabhängig von ihrer Ursache, keine Haftung.

Herausgegeben von Franklin Templeton Switzerland Ltd, die von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA als Vertreterin von Franklin Templeton Investment Funds zugelassen ist und reguliert wird.

Nur für institutionelle Anleger.

Kein Interesse an Europäischen Aktien? Lassen Sie sich eines Besseren Überzeugen



Von
Matthew Leeman
Head of European Equities

Morgan Stanley | Investment Management

Die jüngst enttäuschende Performance der europäischen Aktienmärkte hat gemeinsam mit zunehmender wirtschaftlicher und politischer Unsicherheit dazu geführt, dass einige Anleger sich fragen, ob eine Investition in Europa eigentlich sinnvoll ist und ob Europa in einer Welt, die zunehmend von den USA und China dominiert wird, überhaupt noch relevant ist. Die Entscheidung Großbritanniens, aus der Europäischen Union auszutreten, hat die Position der EU-Skeptiker noch gefestigt und den Anstoß für die Diskussion gegeben, ob die EU überhaupt überlebensfähig ist.

Vor einem solchen Hintergrund ist es kein Wunder, dass Europa von einigen Investoren gemieden wird. Wenn man sich aber von den Schlagzeilen nicht abschrecken lässt und etwas tiefer gräbt, so zeigt sich ein ganz anderes Bild. Der europäische Aktienmarkt

ist global gesehen immer noch relevant: Er macht etwa 20% der globalen Marktkapitalisierung und 20% der globalen Gewinne aus.

Europa ist zudem einer der großen Konsumgütermärkte weltweit. Die Verbraucherausgaben betragen ca. zwei Drittel von denen in den USA und sind doppelt so hoch wie in China und dreimal so hoch wie in Japan.

Auch im Hinblick auf den Export spielt Europa eine wichtige Rolle. Deutschland ist der drittgrößte Exporteur der Welt und rangiert knapp hinter den USA. Frankreich und die Niederlande sind ebenfalls wichtige Exporteure. Von deutschen Autos und Maschinen bis hin zu französischem Wein und italienischer Mode – europäische Produkte und Dienstleistungen werden in die ganze Welt verkauft. Ist es nicht ein Widerspruch, dass man bereit ist, diese Produkte

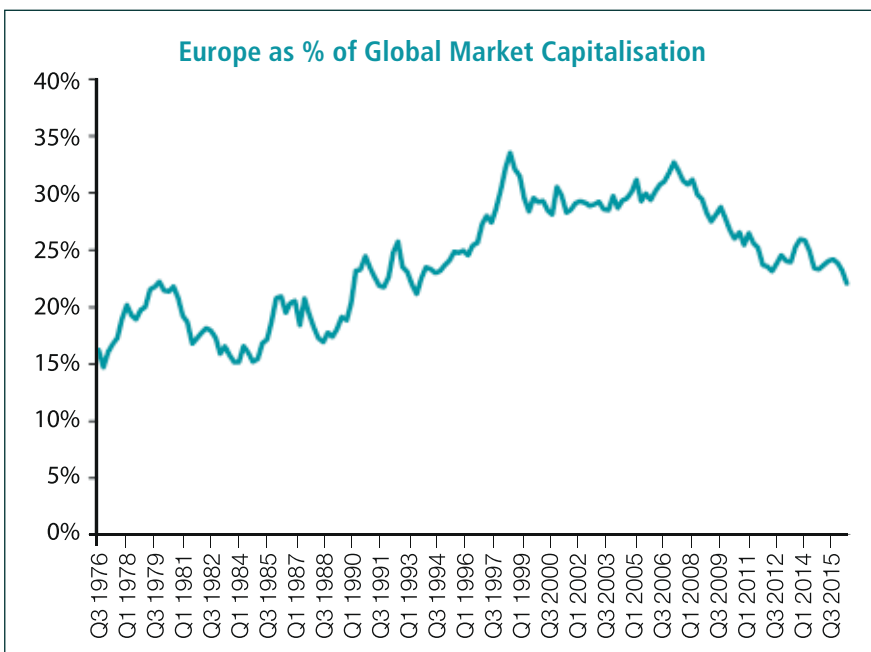
zu kaufen, aber davor zurückschreckt, in die Unternehmen zu investieren, die sie herstellen?

Manche Investoren fragen sich, warum sie ihre Aktivitäten nicht einfach auf ihren Heimatmarkt beschränken können. Europa beherbergt zahlreiche Weltklasse-Unternehmen über das gesamte Marktspektrum hinweg. Trotz der Herausforderungen, denen sich der Kontinent seit der Finanzkrise von 2008 gegenübersteht, spielt Europa im globalen Handel nach wie vor eine wichtige Rolle und macht mehr als 23% der globalen Aktienmärkte aus.

Diversifikation ist für jedes Anlageportfolio wichtig. Die einzelnen Aktienmärkte der europäischen Länder werden häufig von einem bestimmten Sektor oder Industriezweig dominiert, aber als Ganzes ist Europa gut diversifiziert und bietet Investoren Engagements in Aktien und Sektoren, die in ihrem eigenen Markt eventuell nicht vertreten sind. Zudem ermöglicht der europäische Markt ihnen Zugang zu Volkswirtschaften und Märkten auf der ganzen Welt, ohne dass sie direkte Investitionen in solchen Bereichen tätigen und sich den entsprechenden Risiken aussetzen müssen.

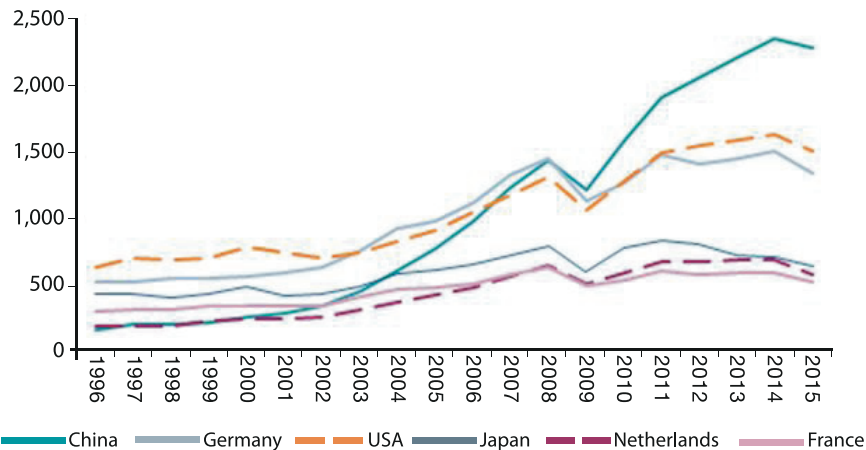
Dies trifft insbesondere auf Märkte wie die Schweiz zu, die stark auf das Gesundheitswesen und den Basiskonsumgütersektor ausgerichtet ist. Der spanische IBEX hingegen hat kaum Engagements in diesen Sektoren, ist aber relativ stark auf Finanztitel und Versorger ausgerichtet. Wenn man also über den Tellerrand seines Heimatmarkts hinaussieht, winken attraktive Aktienideen und Anlagethemen, auf die man sonst keinen Zugriff hätte, und Investoren können so das Risiko innerhalb ihres Portfolios besser verwalten, unabhängig davon, wie attraktiv der eigene Binnenmarkt auch erscheinen mag. Natürlich könnte man einfach einen Index-Tracker-Fonds erwerben, dies bedeutet jedoch per definitionem ein Engagement in allen Sektoren und allen Märkten, und aktuelle Entwicklungen haben gezeigt, dass man bestimmte Märkte und Sektoren meiden sollte.

Trotz des Brexit-Votums ist die Streuung der Renditen über Sektoren nach wie vor wichtiger als über Länder, sodass die Wahl des richtigen Sektors wichtiger ist als die



Quelle: Datastream, Schätzungen von Exane BNP Paribas

The World's Leading Exporters



Quelle: Datastream, estimations Exane BNP Paribas

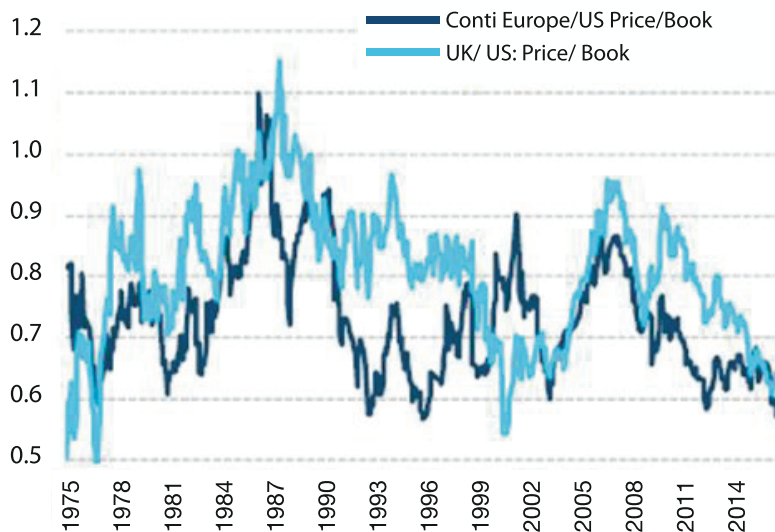
des richtigen Landes. Dennoch waren die Unterschiede bei der Performance der einzelnen Märkte in Europa dieses Jahr besonders ausgeprägt. So hat der italienische Markt seit Jahresbeginn nahezu ein Viertel seines Werts in Schweizer Franken eingebüßt, während der DAX in Schweizer Franken gegenüber Ende 2015 nur um 5% zurückgegangen ist. Die Streuung der Spreads an den europäischen Anleihenmärkten war gering, was vor allem auf das Anleihenkaufprogramm der Europäischen Zentralbank zurückzuführen ist. Wir glauben, dass die EZB ihr Programm der quantitativen Lockerung um mindestens sechs Monate bis September 2017 oder darüber hinaus ausdehnen und Bankanleihen auf die Liste der zu kaufenden Vermögenswerte setzen wird.

Die europäischen Märkte wurden dieses Jahr eher durch makroökonomische als durch mikroökonomische Faktoren beeinflusst, was an der größeren Streuung der Renditen über Sektoren (anstatt innerhalb von Sektoren) erkennbar ist. Überraschend ist dies keineswegs, denn die politische Situation steht in Europa in letzter Zeit besonders im Vordergrund: Die Wahlen in Spanien ergaben keine klaren Mehrheitsverhältnisse und die Entscheidung Großbritanniens, aus der EU auszutreten (das erste Mal, dass sich ein Land zu einem solchen Schritt entschlossen hat) führte zum Antritt der neuen Premierministerin Theresa May an der Spitze der konservativen Regierung, stürzte die oppositionelle Labour-Partei in eine parteiinterne Krise und hatte ein Misstrauensvotum gegen den Vorsitzenden Jeremy Corbyn zur Folge.

Wie schätzen wir also die Aussichten für Europa und die europäischen Märkte ein?

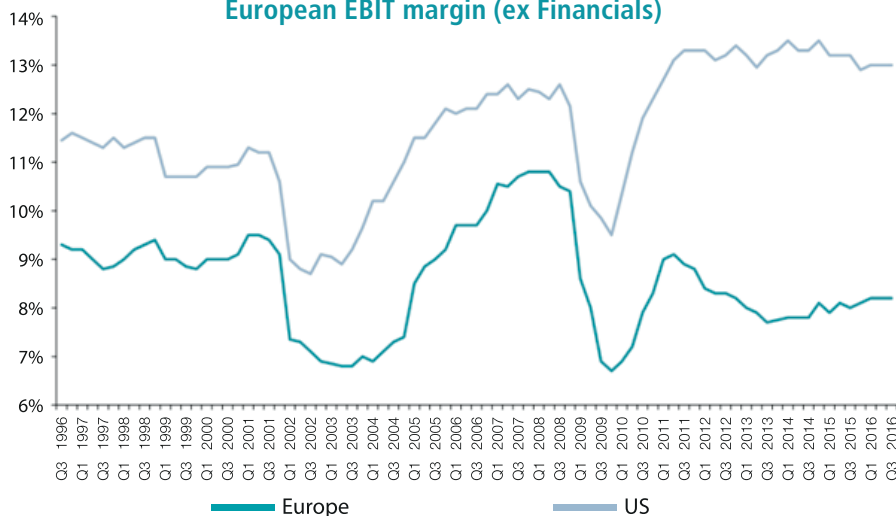
In Deutschland, Frankreich und den Niederlanden finden nächstes Jahr Wahlen statt. In Italien wurde für den Herbst ein Referendum über die Verfassungsreform angekündigt. Wir gehen somit davon aus, dass die politischen Risiken in Europa erhöht bleiben werden, halten aber die Möglichkeit, dass ein anderes Land sich für den Austritt aus der EU entscheiden könnte, für sehr unwahrscheinlich. Protestparteien haben in ganz Europa an Zulauf gewonnen, der ohne Zweifel auch dem Brexit-Ergebnis zu verdanken ist. Aktuelle Umfrageergebnisse in Europa sprechen jedoch dafür,

Europe Equity Strategie Risk and Opportunities

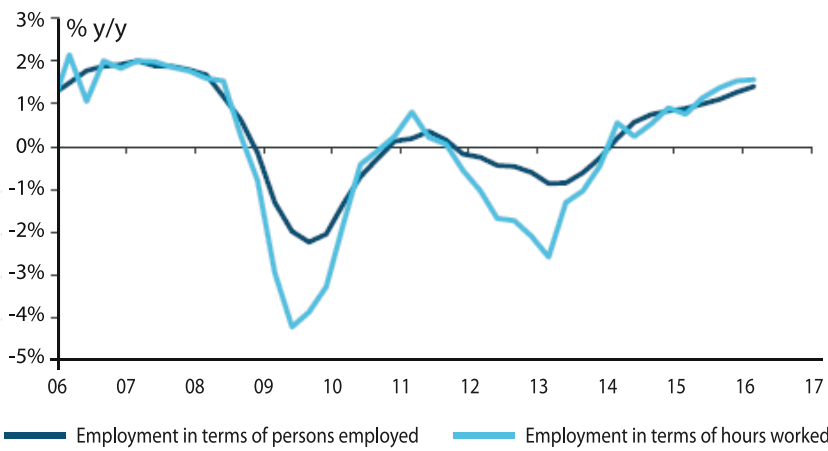


Quelle: Barclays Research, Data Stream, MSCI

European EBIT margin (ex Financials)



Quelle : Datastream, Exane BNP Paribas estimates



Quelle: PMI-Markt, Eurostat, Europäische Kommission, Barclays Research

dass die Zahl der Personen, die für einen Austritt aus der EU stimmen würde, im Abnehmen begriffen ist. Politische Unzufriedenheit scheint sich von der Peripherie zum Kern hin auszubreiten; das wichtigste Thema scheint hier die Immigration zu sein. Lässt man Emotionen einmal außer Acht, so sollte sich die Immigration langfristig positiv auf die europäische Demografie auswirken.

Wir sind der Ansicht, dass sich die Folgen des Brexit auf die europäische Wirtschaft in Grenzen halten werden. Den Bankensektor wird es voraussichtlich am härtesten treffen, da die Anleihenrenditen nach wie vor niedrig sind. Historisch gesehen hält eine Erholung in Europa über einen mittleren Wert von 24 Quartalen an. Derzeit befinden wir uns erst im neunten Quartal, sodass die kommenden Monate unseres Erachtens erhebliches Potenzial bergen.

Beispielsweise notiert der MSCI Pan Europe Index immer noch unter den Höchst-

werten des Jahres 2000, während der S&P 500 Index zu neuen Rekordzahlen aufsteigt. Bedenkt man, dass der europäische Wirtschaftszyklus normalerweise um zwei Jahre hinter dem der USA zurückliegt, sehen wir keinen Grund, warum die europäischen Aktienmärkte nicht weiter steigen sollten, insbesondere angesichts der relativ attraktiven Bewertungen. Die europäischen Gewinne sind zwar zyklisch niedrig, aber die Bewertungen schließen eine Erholung nicht aus und unterscheiden sich nicht besonders von den Bewertungstiefs der Krise von 2012.

Wir glauben, dass die Margen europäischer Unternehmen vor einem Wendepunkt stehen. Die Margen in den USA sind zwar hoch, beginnen aber zu sinken, wohingegen europäische Margen gerade ihre Talsohle erreicht haben. Wir sehen keinen Grund dafür, warum die Margen in Europa nicht wieder steigen sollten. Die bisherigen Gewinne des zweiten Quartals deuten darauf hin, dass die Margen sich verbessern und

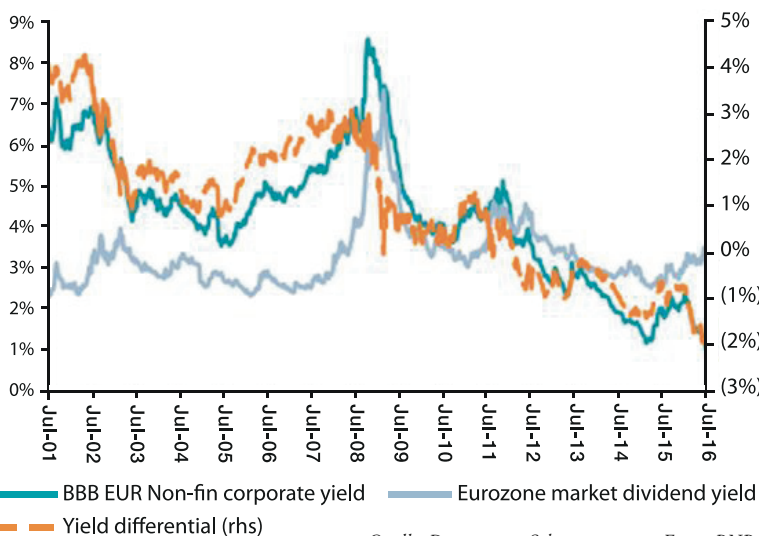
eine angenehme Überraschung bei den Gewinnen mit sich bringen werden.

Andere Wirtschaftsindikatoren verbessern sich ebenfalls. Die Beschäftigungszahlen nehmen zu, auch wenn die Arbeitslosenquote in manchen Ländern weiterhin sehr hoch ist. Außerdem erkennen wir eine zaghafte Erholung beim Wachstum der Kreditvergabe an private Haushalte und Unternehmen im Euroraum.

Schließlich haben europäische Unternehmen ihre Schulden seit der Finanzkrise abgebaut, was gesunde Bilanzen zur Folge hat. Dies ist wichtig, denn bei steigenden Gewinnen sollten Unternehmen dadurch in der Lage sein, attraktive und progressive Dividenden zu zahlen. Angesichts des niedrigen Zinsniveaus erwarten wir, dass die Dividendenrendite von 3,8% des Stoxx 600 für Investoren auf Renditejagd zunehmend attraktiv sein wird.

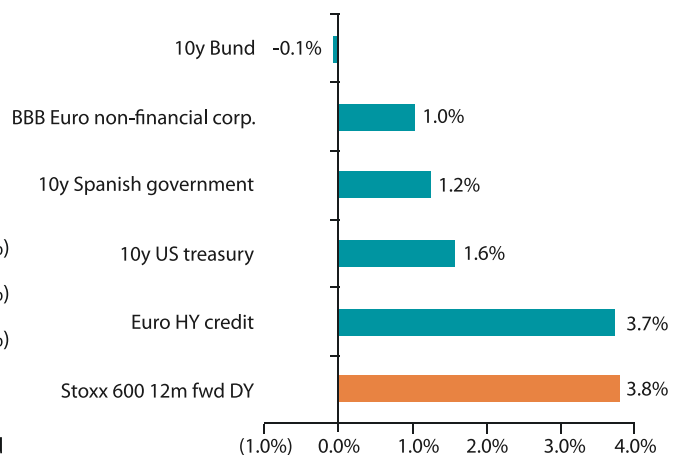
Insgesamt glauben wir, dass die Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Brexit und die politischen Risiken von den Aktienmärkten in Europa mehr als ausreichend eingepreist sind und interessante Chancen erkennbar werden. Die Erholung der Wirtschaft wird unserer Ansicht nach noch weiter anhalten, und die Bewertungen der europäischen Aktien sind attraktiv und werden von einer robusten Dividendenrendite gestützt. Die große Zahl an Spitzenunternehmen, die in Europa angesiedelt sind, sollte es langfristig ausgerichtetem Anlegern schwer machen, diese Region zu ignorieren. ■

Credits vs Equities Yield Differential



Quelle: Datastream, Schätzungen von Exane BNP Paribas

European Equities Have an Attractiv Dividend Yield



Quelle: Datastream, estimations Exane BNP Paribas

GOLF EVENTS MAGAZINE



*Putt your brand
where the decision makers are...*

GOLF EVENTS MAGAZINE – Chemin des Pralies 39, 1279 Bogis-Bossey
Tél. +41 22 362 2110 – www.golf-events.ch

Available on the
App Store

iPad

Eine Assetklasse für institutionelle Portfolios: Private Debt



Von
Jean-François Fouquet
Senior Advisor Private Capital



Jacques Chillemi
Head Private Capital



Alexandre Poisson
Head Institutional Clients

Banque Pâris Bertrand Sturdza SA

Die strukturellen Veränderungen im europäischen Bankenwesen öffnen den Private-Debt-Markt für institutionelle Anleger – ein Markt, der sowohl Renditen als auch Kapitalerhalt bietet.

Die Finanzkrise von 2008 hat das internationale Bankenwesen, und insbesondere die hoch verschuldeten europäischen Banken, tief erschüttert. Die Nachwehen der Krise in Europa haben zu einem systemischen Risiko geführt, das die Zentralbanken und die Regierungen unter Kontrolle bringen konnten. Diese äusserst schwerwiegende Situation führte zu einer tiefgreifenden Veränderung der internationalen Basel II-Vorschriften, die bis dahin das Bankenwesen bestimmt hatten. Ziel der neuen Regelungen von Basel III (Richtlinie IV), die nach der Krise eingeführt wurden, ist die Reduzierung der Kreditvergabe durch Universalbanken. Dieser regulatorische Rahmen in Europa hat deshalb zur Öffnung des Kreditmarkts für neue Akteure ohne Bankenstatus, wie z. B. Versicherungen und spezialisierte Investmentfonds geführt, mit einem Schwerpunkt auf geschlossenen, nicht kotierten Fonds (Private-Equity-Bereich).

Dieses neue Kreditangebot, das nicht börsennotiert ist und daher Private Debt genannt wird, ist in den USA seit 25 Jahren weit verbreitet und stützt sich auf ein breites Angebot an Playern und Produkten. Es ergänzt bzw. ersetzt das herkömmliche Angebot der Banken, die wegen Basel III nicht mehr über die notwendigen Möglichkeiten verfü-

gen, um die Kreditnachfrage zu befriedigen. Es deckt den Finanzierungsbedarf von Unternehmen, insbesondere von Midcaps (*mittelgrosse Unternehmen*), die normalerweise nicht geratet sind und daher keinen Zugang zum Obligationenmarkt haben.

Private-Debt-Anlagen bringen – bei geringer Volatilität und schwacher Marktkorrelation – Renditen, die offenkundig über dem derzeitigen allgemeinen Niveau liegen. Sie garantieren Kapitalwerterhaltung. Vor dem Hintergrund des Einbruchs der Renditen von Obligationen der üblichen Emittenten stellt Private Debt eine Alternative dar, welche die schweizerischen Vorsorgeeinrichtungen nicht vernachlässigen dürfen. In den Portfolios der wichtigsten institutionellen Verwalter in den USA und Europa ist diese Assetklasse bereits vertreten.

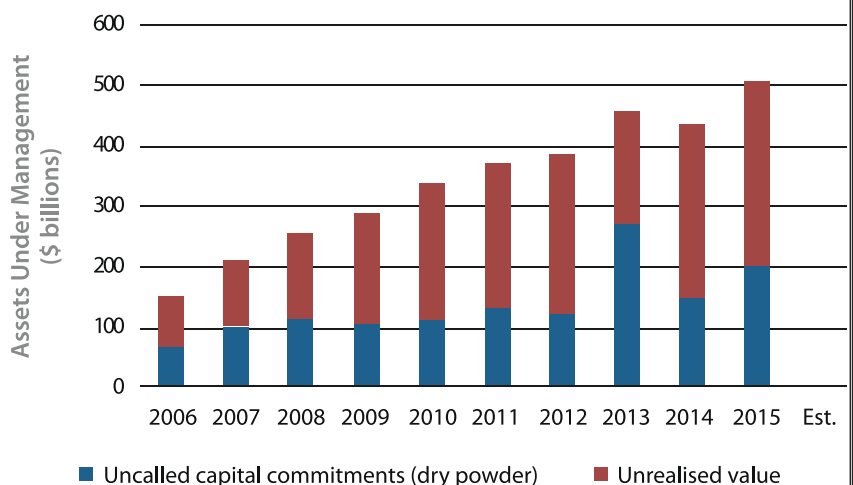
I. Das neue europäische Banken-Paradigma & die steigende Popularität von Private Debt

Die Disintermediation der Banken stellt einen strukturellen und definitiven Wandel des Kreditangebots in Europa dar. Private-Debt-Investitionen gehören in Europa inzwischen zu den institutionellen Anlageklassen.

I.1 Die neuen, nach der Krise eingeführten Basel III-Vorschriften führen in Europa zu einer Disintermediation der Banken, die sich je nach Entwicklung und Art der vergebenen

Global private debt fund market triples in size

Quelle: Brown Harriman, Preqin, 2015



Kredite in einer Reduzierung der Verschuldung in der Bilanz der Banken und einer Erhöhung der Eigenkapitalrückstellungen äussert. Die Eigenkapitalquote der Banken, die unter Basel II bei 2% lag, wird unter Basel III bis 2020 auf fast 10% angehoben, d.h. die Verschuldung wird durch 5 dividiert. Die Eigenkapitalrückstellung für die Kreditvergabe an nicht geratete Kreditnehmer (*Non Investment Grade*), insbesondere an Midcaps, wird von durchschnittlich 6,5% unter Basel II auf 10% unter Basel III angehoben – das entspricht einer Erhöhung um 50%. Die derzeitige Anwendung dieser Regeln, die auch als Basel IV bezeichnet werden, sieht eine Berücksichtigung der risikogewichteten Aktiva vor und verschärft die Bilanz-Anforderungen. Diese Massnahmen führen somit zu einer Kapitalerhöhung der meisten europäischen Banken und erfordern auch eine bedeutende Reduzierung ihrer Bilanzsumme. Der IVF geht daher davon aus, dass eine Senkung der laufenden Kredite der europäischen Banken um weitere 2,6 *Trillionen USD* notwendig ist.

Diese erzwungene Disintermediation zieht einen *Strukturwandel des europäischen Bankenwesens* nach sich, dessen Markt für Schuldtitel sich nach und nach an den in den USA bekannten Praktiken orientieren wird, wo die Banken weniger als 20% der Corporate-Finanzierungen tätigen, im Gegensatz zu gegenwärtig durchschnittlich 80% in Kontinentaleuropa.

1.2 Der europäische Private-Debt-Markt, der bis jetzt als Geheimtipp galt, hat sich in folgedessen *innert 10 Jahren auf ca. 500 Milliarden USD verdreifacht*. Das den spezialisierten Investmentfonds anvertraute, aber noch nicht investierte Kapital („*Dry powder*“) belief sich der amerikanischen Consultingfirma Preqin zufolge im Mai 2016 auf beinahe 200 *Milliarden USD*, davon etwa 55,4 *Milliarden USD* in Europa. Die bedeutenden Private-Debt-Fonds nehmen bei jeder Kapitalbeschaffungsrunde 2 bis 3 *Milliarden USD* auf. Im 2015 waren 260 Fonds auf dem Markt tätig. Sie haben insgesamt über 85 *Milliarden USD* beschafft (davon 30 *Milliarden USD* in Europa und 4 *Mrd. USD* in Asien). Diese zugegebenermassen beträchtlichen Beträge müssen jedoch mit dem Kreditbedürfnis der europäischen Midcap-Unternehmen ins Verhältnis gesetzt werden, die Standard & Poor's bis 2018-2020 auf annähernd 3 *Tril-*

lionen *USD* schätzt, was wiederum in den nächsten Jahren auf ein kontinuierliches Wachstum des Private-Debt-Marktes schliessen lässt.

2. Private-Debt-Anlagen

Private Debt bietet eine breite Anlagen-Diversifizierung, was Wirtschaftszweige, Kreditarten, Schuldenstrategie und Märkte betrifft.

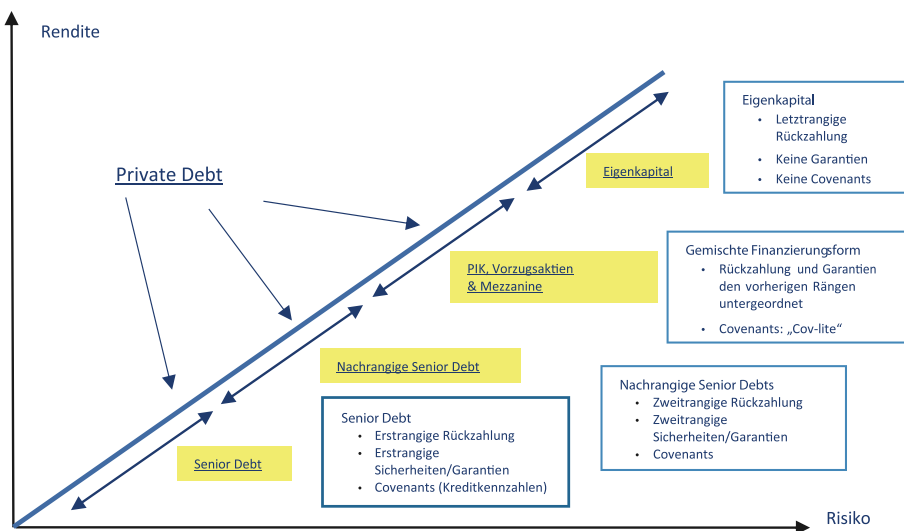
2.1 Private Debt umfasst sämtliche *Kredit- und somit Risikoklassen*: Preferred Stocks & PIK-Kredite (endfällige Rückerstattung und Kapitalisierung der Zinsen), hybride Finanzierungsformen wie Mezzanine, erst-rangige oder nachrangige Senior Debts, Unitranchefinanzierungen. Diese Kredite können durch dingliche Sicherheiten oder verschiedene Garantien besichert werden sowie durch Covenants, die für den Kreditnehmer in der Regel zu grösseren Einschränkungen führen.

Diese Kredite werden in folgende Klassen aufgeteilt: **(I)** in *Unternehmensanleihen (Corporate Debt)*, die hauptsächlich von Midcaps ausgegeben werden, um Entwicklungsinvestitionen, Akquisitionen, Buyout-Operationen oder die Refinanzierung bestehender Schulden zu finanzieren, und die ein breites Spektrum an Industriezweigen oder Dienstleistungen umfassen, und **(II)** in *private Immobilienfinanzierungen (Private Real Estate Debt)*, die für Immobilienentwicklungsfirmen z. B. zur Finanzierung mittelgrosser Transaktionen geeignet sind, die kurz- und mittelfristigen Krediten von bis zu 100 *Millionen* entsprechen – bei einem

Beleihungsauslauf (LTV) von bis zu 80%. Es handelt sich um Transaktionen, die von den Banken aufgrund der ihnen durch Basel III auferlegten Einschränkungen nicht mehr finanziert werden.

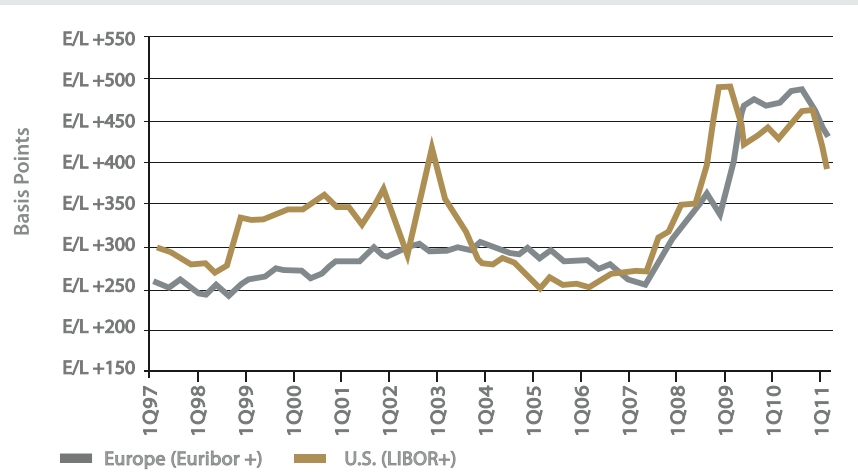
2.2 Die Private-Debt-Fonds entwickeln *sektorbezogene Strategien* (Energie, Gesundheit, Immobilien, Infrastrukturen, Luftfahrt usw.), das sogenannte *Direct Lending*. Es handelt sich um spezielle Kredite, die z. B. Akquisitionen per LBO (Leveraged Buyout), Venture Loan für Startups, gemischte Finanzierungsformen wie Mezzanine oder *Distressed Debt*, typisch für Turnaround-Situationen von kreditnehmenden Gesellschaften, finanzieren. Sowohl im Corporate-Debt als auch im Immobilienbereich greifen die Investmentfonds in die Transaktionen ihrer Kreditnehmer ein (Hands-on-Management), ähnlich wie Private-Equity-Fonds. Dies zeigt sich insbesondere in einer sorgfältig durchgeführten Due-Diligence-Prüfung, in einem strengen Follow-up der Unternehmen („Insider Position“) und in der Möglichkeit, die Kontrolle über die kreditnehmenden Gesellschaften zu übernehmen, sobald sie ihre vertraglichen Verpflichtungen nicht einhalten. Laut Credit-Suisse-Index von 2006 bis 2015 ermöglichte diese Methode, das Ausfallrisiko in den letzten 10 Jahren auf 3% und das Verlustrisiko (*Loss Ratio*) auf 1,7% zu beschränken.

2.3 Private-Debt-Fonds bieten *hohe – in der Regel auf den 3-Monats-Libor bzw. Euribor indexierte – Gewinnspannen (Spreads)*, welche die von den Investoren geforderte *Illiquiditätsprämie* beinhalten. Das gewichtete Mittel der Gewinnspannen lag im 2015



Weighted average New-Issue Institutional Spreads

Quelle: Standard & Poor's, LCD Leveraged Loan Review – US/Europe 2011



bei 450 Basispunkten, kann aber je nach Transaktionstyp, Komplexität (z. B. im Falle von grenzüberschreitenden Cross-Border-Transaktionen), betroffener Branche und Kreditnehmerprofil auf über das Doppelte ansteigen. Die Heterogenität des Private-Debt-Markts räumt den Kreditgebern einen bedeutenden Verhandlungsspielraum für die Festlegung ihrer Bedingungen für häufig sehr spezifische, auf den Kreditnehmer zugeschnittene Transaktionen ein.

2.4 Interessant ist ebenfalls die *Vielfalt der Kreditgeschäfte, und folglich auch der Risiko-profile*, in der Anlageklasse Private Debt. Dazu können sehr spezifische Anlagen gezählt werden, wie *ILS (Insurance Linked Securities)*, häufig *CAT Bonds* genannt, via Spezialfonds, die kotiert sein können und von Versicherern oder Rückversicherern verwaltet werden. Die *jährlichen Renditen* eines ILS-Fonds eines grossen europäischen Rückversicherers beliefen sich im 2015 auf 5% in USD und auf ca. 3% in CHF.

Weitere Nischen-Anlagen von Private Debt sind Fonds zur Finanzierung in USD des Exportzyklus landwirtschaftlicher Rohstoffe von Exportunternehmen, vor allem in Südamerika. Es handelt sich um kurzfristige Corporate Debts (3 Monate), die durch Akkreditive und durch dingliche Sicherheiten auf die Basiswerte besichert sind. Ein von Spezialisten des internationalen Handels verwalteter Fonds in New York bietet ein sehr attraktives Rendite-Risiko-Verhältnis und verbuchte in den letzten acht Jahren bei einer jährlichen Rendite von

über 8% in USD keinen einzigen negativen Monat.

3. Private-Debt-Investitionen

Es ist allgemein bekannt, dass für Investoren die Rendite wichtiger ist als die Anlageklasse. Welche sind nun die Vorzüge, die Vorsorgeeinrichtungen von einem solchen Investitionstyp überzeugen könnten?

Nachfolgende **Graphiken** (Quelle: Studien ICG und Preqin, September 2015), veranschaulichen die Merkmale von Private Debt, vor allem in den USA, da die europäischen Statistiken in dieser Hinsicht nicht umfassend genug sind. *Es geht daraus hervor, dass Private-Debt-Anlagen Sicherheiten und einen Ertrag bieten, der über dem von Obligationen und auch von kotierten Aktien liegen:*

- (I) eine Überperformance von Private Debt über einen Referenzzeitraum von beinahe 20 Jahren in den USA im Vergleich zu den zwei Leitindizes Global High Yield und US Investment Grade Corporate Credit (Abbildung 1).
- (II) eine relative Stabilität der Private-Debt-Renditen im Vergleich zu Aktien, d.h. eine Standardabweichung von 0,017 gegenüber 0,71 während der Zyklusdauer von ca. 20 Jahren, bei geringer Volatilität und Marktkorrelation (Abbildung 2).
- (III) voraussehbare Renditen, die es den Vorsorgeeinrichtungen ermöglichen, ihren

Cashflow zu planen, der konstant positiv war und langfristig (über 20 Jahre) im Durchschnitt bei 5% p.a. lag. Von den derzeitigen Vintages hat Private Debt nach Private Equity von 16 Anlageklassen mit geschätzten 7% die höchste Rendite. Ausserdem erzielten Direct-Lending-Transaktionen der vorherigen Jahrgänge Erträge von über 10%. Distressed Debt ist der Bereich mit der besten Performance mit Erträgen in Höhe von 15% p.a. (Abbildungen 3 und 4).

- (IV) feste Laufzeiten, Garantien und Covenants, die das investierte Kapital schützen.
- (V) ein attraktives Rendite-Risiko-Verhältnis bei schwacher Performancestreuung, z. B. in den Jahren 2003 bis 2013 für Mezzanine-Finanzierungen und für Direct-Lending-Fonds von 5% respektive 7% (Abbildung 5).
- (VI) eine besonders hohe Qualität der privaten Immobilienfinanzierung, die eine Internal Rate of Return (IRR) von 7% bis 10% mit Kapitalschutz bietet.

4. Die Umgestaltung der Asset-Allocation durch die Vorsorgeeinrichtungen und ihre Suche nach Renditen und Kapitalerhalt

4.1 Der aktuelle finanzielle Kontext in der Schweiz erschwert den Verwaltern der Vorsorgeeinrichtungen, deren durchschnittliche Renditen laut dem Credit-Suisse-Index im 2015 auf 0,95% gefallen ist, die Arbeit erheblich. Der Ausblick auf 2016 zeigt keine Verbesserung. Es kann durchaus sein, dass der Rückgang der Renditen, die Negativzinsen, die Volatilität der Märkte für Obligationen und ihre niedrige Liquidität noch lange andauern.

Unter diesen Bedingungen liegt die Priorität für die Vorsorgeeinrichtungen darin, eine langfristige Performance aufzubauen und *die Renditen so wiederherzustellen*. Sie werden sich von ihrer Abhängigkeit von festverzinslichen Wertpapieren freimachen müssen, die nun negative Renditen aufweisen und zudem den Fluktuationen der Märkte und deren Volatilität unterworfen sind. Dafür stellt die *Umgestaltung der Asset-Allocation* –

GRAPHIKEN

Abbildung 1: Cumulative average growth return of private debt compared to high yield and US investment grade corporate credit

Quelle: Preqin Private Debt Database 2015, Bloomberg, ICG

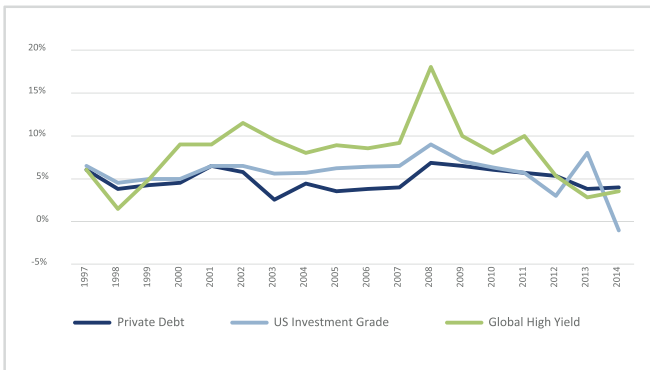


Abbildung 2: Cumulative average growth return of private debt compared to selected equity indices

Quelle: Preqin Private Debt Online 2015

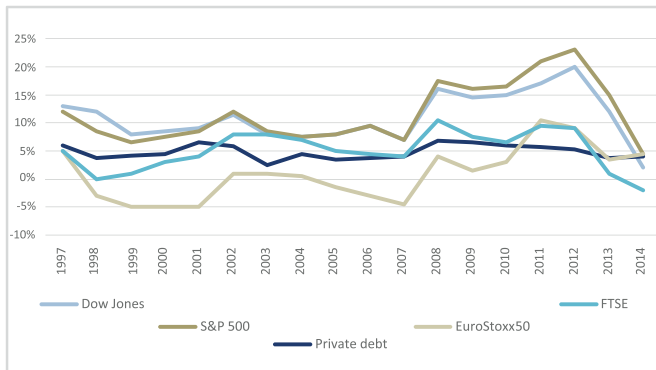


Abbildung 3: Private Debt: Average Net IRR by Vintage

Quelle: Preqin Private Debt Online 2015

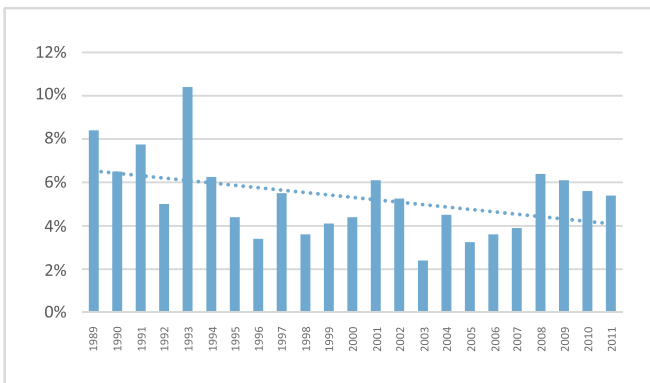


Abbildung 4: Return expectations 2015/2017 - weighted average

Quelle: Preqin 2015

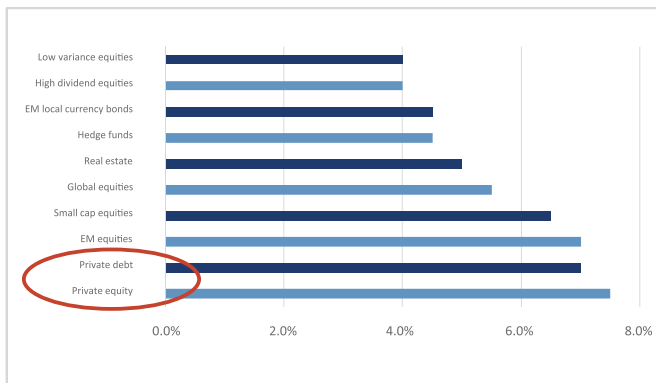
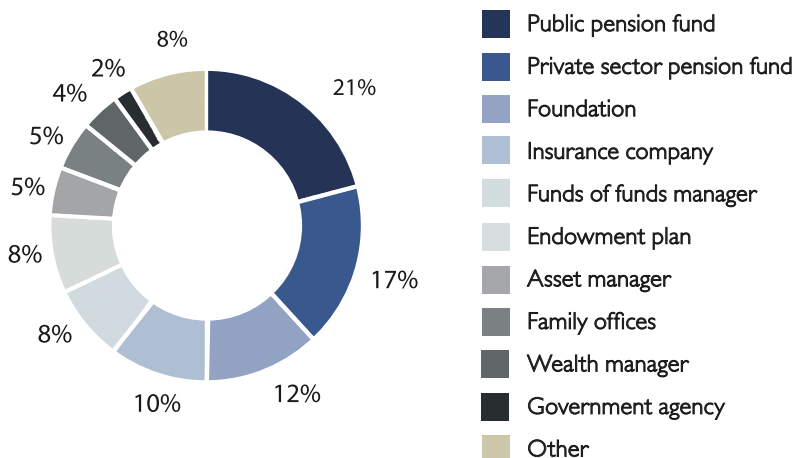


Abbildung 5: Risk/Return by strategy, Vintages 2003-2013

Quelle: Preqin Private Debt Online 2015



Types of Institutional Investors in Private Debt



Quelle: Preqin Private Debt Online 2016

ohne Verschlechterung des Portfolio-Risikoprofils – eine Alternative dar, deren Umsetzung sofort geschehen muss.

Zur Umsetzung dieses Ziels können zwei Wege eingeschlagen werden:

- (I) Umschichtung der zur Zeit im Portfolio befindlichen Obligationen zugunsten von nicht kotierten, Rendite abwerfenden Assets, die einen positiven Ertrag und gleichzeitigen Kapitalschutz ermöglichen;
- (II) Reduzierung des Anteils an kotierten Aktien zugunsten von Private-Equity-Fonds, die das globale Risikoniveau der Portfolios senken werden und langfristige Performance erwirtschaften.

Für einen institutionellen Anleger, der seine Kapitalzuteilung überarbeitet, geht es also darum, zwischen zwei Risikotypen zu

entscheiden: zwischen (I) Aktien, oder High Yields, die der Volatilität der Märkte ohne Schutz vor Verlusten unterworfen sind, und (II) Anlagen wie Private Debt, Corporate Debt und Real Estate Debt, deren oben genannten Merkmale sowohl Vorteile in Bezug auf Renditen, als auch die Fähigkeit zu Kapitalerhalt und eine weitgehend fehlende Marktkorrelation aufweisen.

4.2 Zahlreiche Indizes und Statistiken bestätigen das Interesse von institutionellen Investoren an Private Debt. Die EZB (Europäische Zentralbank) hat vor Kurzem genau dargelegt, dass der Marktanteil von nicht von Banken vergebenen Krediten von 8% im 2009 auf 11,5% im 2014 gestiegen ist. Einer von Preqin 2016 durchgeführten Studie zufolge stellen Pensionsfonds und private Stiftungen annähernd 50% der Private-Debt-Investoren dar. Diese Anleger sehen ihre positive Einschätzung der Assetklasse bestätigt, deren Performance ihren Erwar-

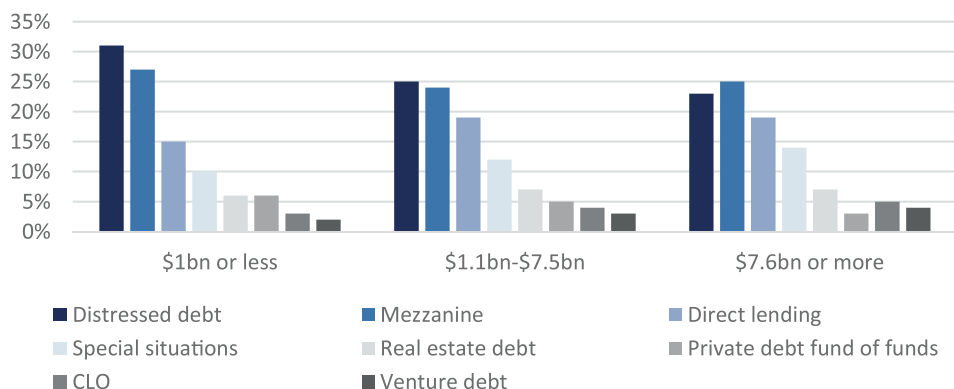
tungen entspricht bzw. sogar übertrifft. So geben 45% der Anleger, die bereits in Private Debt investiert haben, an, ihren Anteil vergrößern zu wollen, wohingegen 32% der Investoren, die in Hedge-Funds investiert haben, die Absicht bekunden, diesen Anteil zu verringern. Es ist anzumerken, dass die Regulierungsbehörden in Frankreich Investitionen in Private Debt, und im Allgemeinen in Private Equity, für die von Versicherungsgesellschaften angebotenen Lebensversicherungen freigegeben haben.

4.3 Laut Statistiken von Preqin streben institutionelle Investoren eine durchschnittliche Private-Debt-Allocation von 5% bis 7% ihrer AuM an. Über die Hälfte (54%) dieser Anleger haben bereits in Private Debt investiert. Analysen zeigen, dass die Vorliebe der Investoren – je nach Höhe des verwalteten Vermögens – zu 25% Distressed-Debt-Fonds und im gleichen Verhältnis diversifizierten Strategien von Dachfonds (Direct Lending) gilt.

Zusammenfassung

Private Debt stellt – dank des Angebots an diversifizierten Fonds, Dachfonds, Fondspools für ausgewählte Strategien – eine eigenständige Assetklasse für institutionelle Portfolios dar. Sie bietet den Pensionskassen positive Renditeerwartungen, die über denen der aktuellen Obligationen liegen, Kapitalschutz und ein attraktives Rendite-Risiko-Verhältnis. Es handelt sich um einen beständigen Markt, in dem die Anlagen in den nächsten Jahren – aufgrund des durch die neue internationale Bankenregulierung verursachten strukturellen Wandels – vor allem in Europa weiterhin Wachstum und Diversifizierung erfahren werden.

Strategy preferences of investors in private debt by total assets under management



Die Zentralbanken an ihren geldpolitischen Grenzen



Von
Adrien Pichoud
Chefökonom

SYZ Asset Management

Seit der Krise in den Jahren 2008 und 2009 zeigen die Zentralbanken einen zuvor nicht gekannten Aktivismus. Durch neue Maßnahmen wie massive Anleihenkäufe, einschneidende Eingriffe am Devisenmarkt oder die Einführung von Negativzinsen ist die Geldpolitik in den Industrieländern schrittweise zum wichtigsten Hebel der Wirtschaftspolitik avanciert. Die Zentralbanken sind dadurch allmählich über ihre traditionelle Rolle als Geldhüter und Kreditgeber in letzter Instanz hinausgewachsen. Welche Gründe haben sie zu solch extremen Maßnahmen veranlasst, die noch vor zehn Jahren kaum denkbar gewesen wären? Sind die Zentralbanken verantwortlich für das, was eine wachsende Anzahl von Akteuren für ein gefährliches Abdriften hält? Sind die derzeitigen geldpolitischen Maßnahmen risiko- oder stabilitätssteigernd für die Wirtschaft und das globale Finanzsyste-

tem? Welche Entwicklungen warten nach den Innovationen der letzten Jahre noch auf uns? Zahlreiche wichtige Fragen stellen sich also zur Rolle dieser Institute, die mehr denn je im Mittelpunkt der Interaktionen zwischen Wirtschaft und Märkten stehen.

Die Mechanismen der Geldschöpfung

Bei der Beschreibung der traditionellen Rolle einer Zentralbank räumen wir am besten erst einmal mit einem Vorurteil auf: Der wesentliche Teil des in einer Wirtschaft im Umlauf befindlichen Geldes wird nicht von der Zentralbank geschaffen. Diese gibt direkt nur einen Teil des physischen Geldes (oder Bargeldes), nämlich die Noten, aus, während die Ausgabe von Münzen in das Ressort des Staates fällt. Auch die Gesamtheit dieses Bargeldes macht lediglich einen

Bruchteil des im Umlauf befindlichen Geldes aus: 8% in der Schweiz, 10% in der Eurozone und in den USA. Der verbleibende Anteil, also der größte Teil des im Umlauf befindlichen Geldes, liegt lediglich in entmaterialisierter Form (als Buchgeld) vor und besteht aus Sichteinlagen oder kurzfristigen Bankeinlagen. Dieses Buchgeld wird nicht von der Zentralbank, sondern von den Geschäftsbanken geschaffen.

Die Zentralbank greift folglich nicht unmittelbar in den Prozess ein, mit dem die Banken Buchgeld schaffen. Letztere schaffen „nach Belieben“ Geld, indem sie dem Konto eines Wirtschaftsteilnehmers auf elektronischem Weg Gelder gutschreiben. Im Gegenzug erfassen sie in den Aktiven der Bank (Hypotheken, kommerzielle Darlehen usw.) eine Verbindlichkeit. Die einzige Beschränkung für die Geschäftsbanken besteht bei diesem Prozess darin, die von der Aufsichtsbehörde vorgegebenen Eigenkapitalquoten einzuhalten: Sie muss ein Eigenkapitalniveau aufrechterhalten, das dem Umfang ihrer Aktiven entspricht. Die Finanzierung dieser Kredite und damit der Geldschöpfung stammt teilweise aus Eigenmitteln (in Höhe der vorgeschriebenen Eigenkapitalquote), teilweise aus Bankeinlagen und schließlich aus den Finanzmärkten, an denen die Banken Anleihen emittieren.

Die Rolle der Zentralbanken

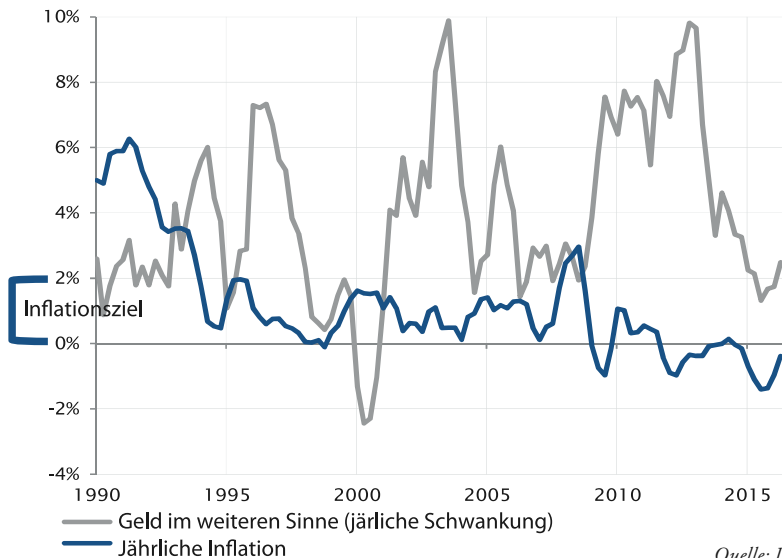
Die Zentralbank verfügt allerdings über ein wesentliches Instrument, mit dem sie das Verhalten der Geschäftsbanken auf Kurs bringen kann. Sie setzt den Tagesgeldsatz fest, von dem die langfristigen Zinsen abhängen. Durch Erhöhung oder Senkung der Zinsen dämpft oder fördert sie die Kreditnachfrage und bremst oder stimuliert die Geldschöpfung durch die Geschäftsbanken. Letztere wälzen logischerweise die Schwankungen ihrer Finanzierungskosten auf die Kredite ab, die sie gewähren.

Die Zentralbank nutzt diese Hebel, um ihr gesetzlich festgeschriebenes Ziel zu erreichen. Für die großen Zentralbanken der Industrieländer (SNB, EZB, Federal Reserve usw.) besteht dieses Ziel darin, die sogenannte Preisstabilität aufrechtzuerhalten, d.h. in einer leicht positiven Inflation, um die Konjunktur zu fördern, aber nicht zu hoch, um die Kaufkraft der Währung



Paul Brunner

Schweiz – Inflation und jährliche Schwankung des im Umlauf befindlichen Geldes



Quelle: Datastream

nicht zu stark zu hemmen. Die Erzielung einer leicht positiven Inflation wird als bestmöglicher Beitrag der Geldpolitik zur Konjunktur im Allgemeinen aufgefasst, weil sie ein Umfeld schafft, in dem wirtschaftliche Entscheidungen (Konsum, Investitionen usw.) nicht durch die Erwartung in Bezug auf Schwankungen der Preise für Waren und Dienstleistungen beeinflusst werden. Um dieses Ziel zu erreichen und die Inflation zu regulieren, setzt die Zentralbank den Zinssatz ein, um die Kreditvergabe der Geschäftsbanken zu korrigieren und sich auf diese Weise zu vergewissern, dass sich das im Umlauf befindliche Geld sich ausreichend entwickelt, um das gewünschte Inflationsziel zu erreichen.

Dieser allgemeine Rahmen ist allen Zentralbanken gemeinsam, doch ihr jeweiliger Auftrag ist unterschiedlich weit und genau gefasst. Wenngleich die Unabhängigkeit der Zentralbank von der politischen Macht in den Industrieländern zur Norm geworden ist, unterliegt sie dennoch weiterhin der Kontrolle eines nationalen Parlaments, das sicherstellt, dass die umgesetzte Geldpolitik tatsächlich auf Kurs liegt. Eine weitere Aufgabe der Zentralbank, nebst der Gestaltung der Geldpolitik, besteht darin, die Stabilität des Finanzsystems zu fördern. Dies insbesondere indem sie als letztinstanzlicher Kreditgeber fungiert, um in Krisenzeiten Liquiditätsengpässe zu verhindern, durch die sich die Lage weiter verschärfen würde. Diese Funktion ist durch die Krise der Jahre 2008–2009 stärker in den Vordergrund getreten.

Das Mandat der Schweizerischen Nationalbank (SNB) ist vergleichsweise umfassend. Es besteht darin, eine Geldpolitik „im allgemeinen Interesse des Landes“ umzusetzen und zugleich der Preisstabilität Priorität einzuräumen. Von der SNB wird sie als jährliche Inflationsrate von unter 2% definiert, die jedoch nicht dauerhaft negativ sein darf. Maßgebende Faktoren für die Geldpolitik der SNB sind das Tempo, in dem die Konsumpreise steigen, und ihre mittelfristigen Entwicklungsaussichten. 2011 führte diese Politik zu einem Eingriff der SNB an den Devisenmärkten, bei dem der Mindestkurs zwischen Euro und Schweizer Franken eingeführt wurde.

Die Aufwertung des Schweizer Franken gefährdete durch seine nachteilige Wirkung auf die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Schweizer Unternehmen und den Abwärtsdruck, den sie auf die inländischen Preise für Importgüter ausübte, das Ziel der Preisstabilität. Und dies bei einem erwarteten Rückgang der Inflation in negatives Terrain. Auch die Aufhebung des Euro-Mindestkurses im Januar 2015 sollte die Aufwertung des Schweizer Franken begrenzen und ging mit einer Einführung von negativen kurzfristigen Zinsen einher.

Die Unabhängigkeit der SNB wird durch ihren Status als Aktiengesellschaft gesichert, deren Namenaktien börsennotiert sind. Sie werden mehrheitlich von den Kantonen und Kantonalbanken, nicht aber von der Eidgenossenschaft gehalten. Die Unabhäng-

gigkeit und das Mandat der Zentralbank sind in einem eigenen Gesetz festgeschrieben (Bundesgesetz über die Schweizerische Nationalbank). Sie ist gegenüber dem Bundesrat und der Bundesversammlung rechen-schaftspflichtig.

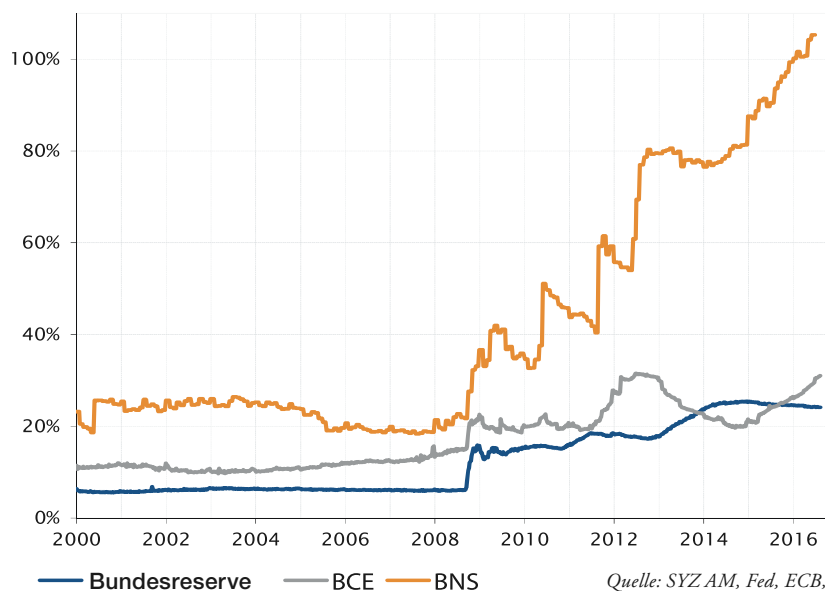
Die Aufgabe der Europäischen Zentralbank (EZB) ist genauer und enger festgelegt, ähnelt allerdings derjenigen der SNB: Sie hält die Preisstabilität aufrecht und definiert den Zinssatz der nahe bei, aber unter 2% liegen soll. Die US Federal Reserve hat ein zweifaches Ziel: Die Aufrechterhaltung der Preisstabilität (Inflationsrate von 2% auf lange Sicht) und die Förderung der Vollbeschäftigung. Sie reagiert daher empfindlicher als die SNB und die EZB auf Wirtschaftswachstum und Arbeitslosenzahlen. In der Praxis sind die geldpolitischen Maßnahmen, die diese drei Zentralbanken ergreifen, jedoch recht ähnlich. Ihr Hauptunterschied besteht vermutlich in ihrer Reaktionsfähigkeit, die in der Schweiz und in den USA höher ist als in der Eurozone, in der nationale Anliegen den Entscheidungsprozess zuweilen ausbremsen.

Das Aufkommen unkonventioneller geldpolitischer Maßnahmen

Diese drei Zentralbanken griffen in den letzten Jahren auch auf ähnliche geldpolitische Maßnahmen zurück, nachdem alle drei sich mit einem von allzu niedriger Inflation oder Deflation geprägten Umfeld konfrontiert sahen. Nach der Senkung ihrer Leitzinsen auf 0% und aufgrund der Notwendigkeit, ihre Geldpolitik zur Erreichung ihrer Ziele immer weiter zu lockern, unterstützten sie das Finanzsystem über Anleihenkäufe mit erheblichen Geldspritzen. Letztendlich haben die Zentralbanken mit der Verteidigung des EUR-CHF-Mindestkurses sowohl in der Schweiz als auch in den USA und in der Eurozone mit den Ankäufen inländischer Anleihen ihre Bilanz stark ausgeweitet und Aktiven in bislang nie da gewesenen Mengen angesammelt.

Es erweist sich häufig als schwierig, im Nachhinein den Erfolg oder das Scheitern einer Wirtschaftspolitik zu beurteilen, da sich nicht mehr feststellen lässt, was geschehen wäre, wenn sie nicht umgesetzt worden wäre. Man kommt dennoch nicht

Bilanz der Zentralbanken in % des inländischen BIP



umhin festzustellen, dass diese massiven Geldspritzen nicht den erwarteten bzw. gefürchteten Effekt auf die Inflation hatten. In den USA, in der Schweiz und in Europa blieb die Inflation hartnäckig niedrig, zeitweise sogar negativ und damit deutlich unter den Inflationszielen der Zentralbanken. Daran zeigt sich, dass die Verwendung des Begriffs „Notenpresse“ in Bezug auf eine überbordende Geldschöpfung, durch die das Geld jeglichen Wert verliert, schließlich das Vorgehen der Zentralbanken in den letzten Jahren doch nicht treffend beschreibt. Wir werden später sehen, dass sich dies eines Tages ändern könnte: Selbst wenn die Anleihenkäufe zu einer Geldschöpfung geführt haben, ist dieses Geld noch lange nicht in der Realwirtschaft angekommen. Die Geschäftsbanken haben die verfügbare Liquidität nicht genutzt, um Haushalten und Unternehmen Kredite zu gewähren. Stattdessen zogen sie es vor, sie auf ihren Zentralbankkonten zu lassen oder an den Finanzmärkten zu investieren. Das von der Zentralbank geschaffene Geld hat folglich nicht wirklich eine Wirkung auf die Konjunktur und die Inflation entfaltet.

Doch warum würde eine Geschäftsbank die ihr zu sehr niedrigen Zinsen zur Verfügung gestellte Liquidität nicht zur Ausübung ihrer Basistätigkeit nutzen, d.h. Kredite mit einer Marge auf den endgültigen Zins gewähren? Die Antwort auf diese Frage liegt zugleich in der schwachen Nachfrage und dem unter Druck stehenden Angebot. Erstens bieten

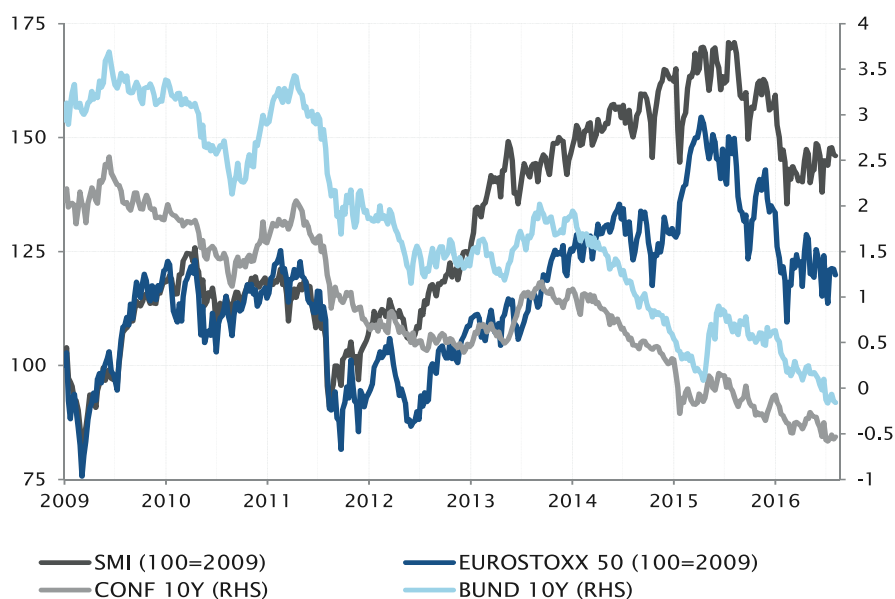
die mageren Wachstumsaussichten Haushalten und Unternehmen allgemein keine Anreize, Schulden aufzunehmen, um zu investieren. Zweitens zwingt die Anhebung ihrer Eigenkapitalquoten nach der Krise im Jahr 2008 die Banken heute dazu, bei der Kreditvergabe selektiver vorzugehen. Entgegen vieler Befürchtungen zeigten die jüngsten Erfahrungen, dass Geldspritzen der Zentralbanken in das Finanzsystem nicht ausreichen, um die im Umlauf befindliche Geldmenge zu erhöhen.

Die Grenzen der unkonventionellen Politik

Da die Nachfrage ausblieb und die Geschäftsbanken nicht in der Lage waren, Kredite zu vergeben, blieben diese liquiden Mittel im Finanzsystem, wo sie momentan eine spürbare Wirkung auf die Anlagenpreise entfalten. Die Kombination aus äußerst niedrigen kurzfristigen Zinsen und übermäßiger Liquidität treibt den Preis für Anleihen und Aktien in die Höhe. Anleger sind bereit (bzw. gezwungen), größere Risiken einzugehen, um positive Renditen zu erzielen. Infolgedessen sind die langfristigen Zinsen in allen Industrieländern historisch gesehen auf ihrem niedrigsten Stand, und die Aktienkurse haben sich seit ihrem Tiefstand im Jahr 2009 verdoppelt oder teilweise sogar noch stärker entwickelt.

Theoretisch ist dieser Mechanismus auch Bestandteil der Übertragungskanäle der Geldpolitik: Niedrigere langfristige Zinsen verbessern die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und Haushalte; der Anstieg der Aktienkurse dürfte den Konsum der Haushalte über einen Reichtumseffekt ankurbeln. Allerdings reicht es nicht aus, die Konjunktur und die Inflation allein anzukurbeln, wenn der Kanal der Kreditvergabe durch die Banken nicht ordnungsgemäß funktioniert. Die auffallende Dichotomie zwischen dem starken Anstieg der Preise von Finanzanlagen seit 2009 und der rela-

Entwicklung der Aktienmärkte sowie Schweizer und europäischer Staatsanleihen seit 2009





Philippe Visson - Couplitude - 92,5x120cm

tiven Wachstumsschwäche, die je nach Region mehr oder weniger stark ausgeprägt ist, erklärt sich größtenteils durch das Ungleichgewicht zwischen den Übertragungskanälen der Geldpolitik. Die von den Zentralbanken geschaffene Liquidität floss weitgehend in Finanzanlagen und begünstigte die Schuldenaufnahme von Akteuren, die an den Märkten eine Finanzierung erhalten konnten (große Unternehmen, Schwellenländer usw.). Die Wirkung auf die Kreditvergabe an Privatpersonen sowie kleine und mittlere Unternehmen blieb sehr begrenzt.

Zweifellos darf man den Zentralbanken dies dennoch nicht zu sehr zum Vorwurf machen, denn sie sind nicht die einzigen, die für die durch ihre Geldpolitik verursachten Ungleichgewichte verantwortlich sind. In einem von schwachem Wachstum und niedriger Inflation geprägten Umfeld bestand (und besteht) ihr Auftrag darin, die Wirtschaft wieder auf Kurs zu bringen. Das einzige Mittel einer Zentralbank, dieses Ziel zu erreichen, besteht jedoch in der Lockerung ihrer Geldpolitik. Liegen die kurzfristigen Zinsen erst einmal bei null (und vor der Entscheidung, den Sprung ins Unbekannte zu wagen und Negativzinsen einzuführen), gab es keine andere Wahl, als auf neue Maßnahmen zurückzugreifen. Die Zentralbanken tragen keine Verantwortung dafür, dass der Bankensektor seine Rolle als Übertragungskanal nicht ebenso wirksam spielte wie in der Vergangenheit, tragen die Zentralbanken nicht die Verantwortung. Diese Fehlfunktion ist insbesondere in Europa, aber auch in den USA auf die (lobenswer-

te) Straffung der Bankenregulierung nach der Krise von 2008 bis 2009 zurückzuführen, die das Kreditangebot gebremst hat. Auch die Haushaltspolitik der Staaten war während des gesamten Zeitraums restriktiv (auch in den USA), bremste die Erholung und belastete die Kreditnachfrage. Nachdem die Regierungen die Wahl getroffen hatten, den Anstieg der Staatsschulden zu reduzieren bzw. zu bremsen, standen die Zentralbanken mit ihrer Geldpolitik allein an vorderster Front dar bei ihrem Versuch, um die Inflation und die Konjunktur in denjenigen Volkswirtschaften anzukurbeln, die unter strukturellen (hohe Verschuldung, Demografie, Produktionsüberkapazitäten usw.) und konjunkturellen (restriktive Haushaltspolitik) Problemen litten. Tatsache ist aber – und das wird auch immer wieder von den Zentralbanken zu hören ist, betont – dass die Geldpolitik nicht alle Probleme lösen kann.

Auf dem Weg zu einer wirksamen Nutzung der Notenpresse?

Nach mehreren Jahren der unkonventionellen Politik stellt sich heute die Frage nach der Wirksamkeit geldpolitischer Maßnahmen. In den USA, in denen in sieben Jahren trotz eines zugegebenermaßen schwachen Wachstums, ein deutlicher Rückgang der Arbeitslosenquote ermöglicht haben, liegt die Inflation nach wie vor unter dem Ziel der Zentralbank. Letzterer gelingt es nicht, ihre Politik so zu normalisieren, wie sie es sich wünschen würde. Der starke Anstieg

der Verschuldung in US-Dollar im In- und Ausland (insbesondere in den Schwellenländern) seit 2009 hat dazu geführt, dass jeder noch so bescheidene Versuch der Straffung der Kreditkonditionen sofort negative Auswirkungen auf die Finanzmärkte und die Konjunktur hat.

In einer Welt, in der die übrigen Zentralbanken äußerst niedrige Zinsen aufrechterhalten, würde eine Zinsanhebung in US-Dollar unweigerlich eine Währungsaufwertung zur Folge haben. Diese hätte ebenfalls negative Auswirkungen auf die Schwellenländer, die amerikanischen Exportunternehmen, aber auch auf die Inflation im Inland hätte, für die sich die Fed eine Beschleunigung erhofft. Wengleich sich der Kurs der Inflation in der Schweiz zu bessern scheint, hängt die strukturelle Stärke des Schweizer Franken wie ein Damoklesschwert über dem Haupt der SNB. Sie kann es sich nicht erlauben kann, ihre Geldpolitik zu normalisieren, weil ihre Währung ansonsten noch stärker aufzuwerten droht und der Deflationsdruck erneut zunehmen würde. In der Eurozone musste die EZB den Umfang ihres Anleihenkaufprogramms um neue Instrumente erweitern, um die fragile Erholung weiter zu unterstützen.

Die Bank of Japan, die nach 2000 als erste eine Nullzinspolitik und Anlagenankäufe einführt, scheint heute an die Grenzen dessen zu stoßen, was sie mit diesen unkonventionellen Instrumenten erreichen kann, die mittlerweile zu konventionellen Instrumenten geworden sind. Die nächste Etappe in der Erprobung neuer Instrumente wird vielleicht einfach in einem wirksamen und realen Einsatz der Notenpresse bestehen: Um die Nachfrage zu stimulieren und den Kanal der Bankenkredite dabei zu umgehen, können sich einige Akteure heute bereits vorstellen, dass die Zentralbanken die von ihnen geschaffene Liquidität direkt an die Verbraucher verteilen, sei es auf elektronischem Wege oder durch eine direkte Verteilung von Banknoten. Dies wäre eine Möglichkeit, um sich zu vergewissern, dass die Politik der Zentralbanken auch die Wirtschaft statt nur die Finanzmärkte fördert! ■

INTERACTION ENTRE ÉCONOMIE ET BOURSE

16^{ème} **Séminaire interactif sur la
gestion des investissements**

2 - 3 NOVEMBRE 2016 | **VEVEY**

PLÉNUMS avec la participation de :

Luc Ferry, écrivain, philosophe, ancien Ministre français

Olivier Pastré, Professeur à l'Université Paris VIII

Kilian Kleinschmidt, networker et expert humanitaire

Daniel Rüfenacht, Group Vice President, Corporate Sustainability, SGS

Page / Seite

71

 Aberdeen

72

 BCV

73

BMO Real Estate Partners

BMO  Global Asset Management

74

 CARMIGNAC
RISK MANAGERS

75

 COMGEST

76

CONINCO 
Explorers in finance

77


FRANKLIN TEMPLETON
INVESTMENTS

78

Morgan Stanley

79

 BANQUE
PÂRIS BERTRAND STURDZA

80

SYZ ASSET
MANAGEMENT

Aberdeen Asset Management

Aberdeen Asset Management est l'un des principaux gestionnaires d'actifs indépendants au monde en termes d'actifs sous gestion. Nous sommes présents dans 25 pays, via 38 bureaux, plus de 750 professionnels de l'investissement et environ 2800 collaborateurs. Au 30 Juin 2016, nous gérons 392,0 milliards de francs.

En tant que spécialistes purs de la gestion d'actifs, nous ne sommes pas distraits par d'autres activités de services financiers. Nous consacrons ainsi la totalité de nos moyens à notre cœur de métier. Nous gérons uniquement pour compte de tiers et ne finançons des stratégies d'investissement que dans le cadre de lancement de fonds, ce qui nous permet de placer les intérêts de nos clients au centre de nos préoccupations. Nous sommes également l'un des rares gestionnaires d'actifs indé-

pendants à être coté à la Bourse de Londres (LSE). Nous gérons notre activité dans le respect des mêmes normes que celles que nous exigeons aux entreprises dans lesquelles nous investissons, de telle manière que les intérêts de nos clients et de nos actionnaires sont totalement alignés.

Aberdeen est principalement spécialisé dans la gestion active, sachant que nous nous gardons la possibilité de recourir à des stratégies semi-actives dès lors qu'elles se révèlent rémunératrices pour nos clients. En réalisant nous-mêmes nos recherches sur les entreprises et les marchés, nous obtenons un panorama complet des tendances financières, des risques et des opportunités et ce depuis notre présence locale.

Aberdeen Asset Managers Switzerland SA

Pour en savoir plus,
veuillez consulter le site Internet :
www.aberdeen-asset.ch

GESELLSCHAFTSPORTRÄT

Aberdeen Asset Management

Aberdeen Asset Management est l'une des plus grandes sociétés de gestion d'actifs indépendants au monde (mesurées par le patrimoine géré). Nous sommes présents dans 25 pays, via 38 bureaux, plus de 750 spécialistes de l'investissement et environ 2.800 collaborateurs. Au 30. Juni 2016, nous gérons 392,0 Mrd. CHF.

En tant que spécialistes purs de la gestion d'actifs, nous ne sommes pas distraits par d'autres activités de services financiers. Nous consacrons ainsi la totalité de nos moyens à notre cœur de métier. Nous gérons uniquement pour compte de tiers et ne finançons des stratégies d'investissement que dans le cadre de lancement de fonds, ce qui nous permet de placer les intérêts de nos clients au centre de nos préoccupations. Nous sommes également l'un des rares gestionnaires d'actifs indé-

pendants à être coté à la Bourse de Londres (LSE). Nous gérons notre activité dans le respect des mêmes normes que celles que nous exigeons aux entreprises dans lesquelles nous investissons, de telle manière que les intérêts de nos clients et de nos actionnaires sont totalement alignés.

Aberdeen est avant tout un gestionnaire d'actifs actif, sachant que nous nous gardons la possibilité de recourir à des stratégies semi-actives dès lors qu'elles se révèlent rémunératrices pour nos clients. En réalisant nous-mêmes nos recherches sur les entreprises et les marchés, nous obtenons un panorama complet des tendances financières, des risques et des opportunités et ce depuis notre présence locale.

Aberdeen Asset Managers Switzerland AG

Weitere Informationen
finden Sie auf
www.aberdeen-asset.ch



L'Asset Management BCV, une expertise de pointe

La BCV figure parmi les établissements les plus réputés en gestion institutionnelle de Suisse. L'Asset Management regroupe les compétences de gestion de fortune discrétionnaire de la Banque dédiées aux clients institutionnels suisses et Private Banking.

Dans toute la Suisse, l'Asset Management accompagne plus de 500 investisseurs institutionnels. A leur service, 85 spécialistes de l'investissement collaborent étroitement avec le secteur Prévoyance professionnelle pour la gestion administrative et technique. Du reste, deux caisses de pensions vaudoises sur trois ont une relation d'affaire avec la BCV.

Depuis 40 ans, l'Asset Management propose son expertise sous forme de mandats sur mesure, de conseil ou de fonds de placement couvrant l'ensemble des grandes classes d'actifs et gérés par 40 gestionnaires. Chaque nouveau produit s'insère dans une logique de pérennité à l'instar du premier fonds de droit suisse sur le Japon créé en 1970 déjà.

Dans son processus d'investissement, la BCV cultive la maîtrise du risque tout en visant une performance stable sur le long terme par une combinaison de techniques de gestion.

BCV Asset Management

Urs Ziegler

T +41 21 212 20 51

F +41 21 212 25 79

www.bcv.ch/invest

GESELLSCHAFTSPORTRÄT



BCV Asset Management: Fachwissen auf höchstem Niveau

Die BCV (Banque Cantonale Vaudoise) gehört zu den renommiertesten institutionellen Vermögensverwaltern der Schweiz. BCV Asset Management ist das Kompetenzzentrum für Vermögensverwaltung der BCV: Es werden sowohl Mandate von Private-Banking-Kunden als auch von schweizerischen institutionellen Kunden verwaltet.

BCV Asset Management betreut in der Schweiz mehr als 500 institutionelle Anleger. 85 Anlageexperten arbeiten bei der administrativen und technischen Verwaltung eng mit dem Sektor *Berufliche Vorsorge* zusammen. Immerhin unterhalten zwei von drei Waadtländer Pensionskassen eine Geschäftsbeziehung mit der BCV.

Seit 40 Jahren bietet BCV Asset Management sein Know-how in Form von massgeschneiderten Mandaten, Anlagefonds und Beratung an. Sämtliche wichtigen Anlagekategorien werden abgedeckt und von 40 Portfoliomanagern verwaltet. Jedes neue Produkt ist auf Beständigkeit ausgelegt, wie der erste Japan-Fonds schweizerischen Rechts belegt, der bereits 1970 lanciert wurde.

Bei ihrem Anlageprozess legt die BCV grossen Wert auf Risikokontrolle und strebt mithilfe verschiedener Verwaltungsansätze eine langfristig stabile Performance an.

BCV Asset Management

Urs Ziegler

T +41 21 212 20 51

F +41 21 212 25 79

www.bcv.ch/invest/de

BMO Real Estate Partners

BMO  Global Asset Management

BMO Global Asset Management est la division de gestion d'actifs pour compte de tiers de BMO (Banque de Montréal), l'une des plus grandes banques du Canada. Tout en concentrant principalement notre attention sur nos clients, notre objectif est de faire partie des gérants de placement les plus innovants et les plus réactifs du secteur, en proposant à nos clients davantage de choix – plus de service – et de voies attractives pour réaliser des investissements performants.

Nous gérons actuellement plus de 210 milliards* d'euros d'actifs, dont plus de 90 milliards* d'euros en région EMEA (Europe, Moyen-Orient, Afrique). Nos clients profitent de l'expérience et des connaissances locales de nos équipes basées dans nos centres d'investissement de Londres, Chicago, Toronto et Hong

Kong, ainsi que de l'ensemble de nos pôles d'investissement spécialisés. Notre expertise couvre tout l'éventail des catégories d'actifs, notamment les actions, les obligations, l'investissement adossé au passif, les stratégies multi-actifs, les placements éthiques, les stratégies de rendement absolu, de crédit, l'immobilier et les solutions alternatives.

BMO Real Estate Partners est le spécialiste de l'immobilier au sein de BMO Global Asset Management. Avec un portefeuille de 8,5 milliards d'euros* d'actifs sous gestion, nous offrons une gamme complète et intégrée de services de gestion de fonds immobiliers avec un réseau de bureaux à travers le monde. Nous sommes reconnus parmi les leaders des gestionnaires de fonds en immobilier tant au Royaume-Uni qu'en Europe continentale avec une forte présence dans

tous les marchés dans lesquels nous exerçons nos activités. La qualité de nos fonds immobiliers et stratégies d'investissements a été récompensée par de nombreux prix.

* Au 30 juin 2016

Les vues et opinions proviennent de BMO Global Asset Management et ne constituent ni une recommandation ni une sollicitation d'achat ou de vente des produits mentionnés.

BMO Global Asset Management (EMEA)

Claridenstrasse 40
8002 Zurich
Switzerland

Björn Bahlmann, Sales Director
T +41 44 488 1952

Bjorn.Bahlmann@bmogam.com

GESELLSCHAFTSPORTRÄT

BMO Real Estate Partners

BMO  Global Asset Management

BMO Global Asset Management ist die Assetmanagement-Sparte von BMO (Banque de Montréal), einer der grössten Banken Kanadas. Wir stellen den Kunden in den Mittelpunkt und wollen zu den innovativsten und flexibelsten Investmentmanagern gehören. Dazu bieten wir unseren Kunden mehr Auswahl und Service sowie attraktive, ertragsstarke Anlagelösungen.

Zurzeit managen wir über 210 Milliarden Euro*, davon über 90 Milliarden Euro* in der EMEA-Region (Europa, Naher Osten, Afrika). Unsere Kunden profitieren von der Erfahrung und den lokalen Marktkenntnissen unserer Teams in den Investmentzentren in London, Chicago, Toronto und Hongkong und dem Know-how aller Expertenteams des Unternehmens. Das gilt für alle Assetklassen, insbesondere aber für Aktien, An-

leihen, Liability-driven Investments, Multi-Asset-Strategien, sozialverantwortliche Anlagen, Absolute-Return-Strategien, Credits, Immobilien und alternative Investments.

BMO Real Estate Partners ist der Immobilienspezialist von BMO Global Asset Management. Wir managen 8,5 Milliarden Euro* und bieten mit einem weltweiten Niederlassungsnetz ein Immobilienfonds-Komplettangebot. Wir sind sowohl in Großbritannien als auch in Kontinentaleuropa als führender Immobilienfondsmanager bekannt und an allen unseren Märkten sehr präsent. Unsere Immobilienfonds und Anlagestrategien wurden vielfach ausgezeichnet.

* Stand 30. Juni 2016

Die Ansichten und Meinungen stammen von BMO Global Asset Management. Sie sind weder eine Empfehlung noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der erwähnten Produkte.

BMO Global Asset Management (EMEA)

Claridenstrasse 40
8002 Zurich
Switzerland

Björn Bahlmann, Sales Director
T +41 44 488 1952

Bjorn.Bahlmann@bmogam.com



CARMIGNAC CONVICTION, INDEPENDANCE et PERFORMANCE

Plus de 25 ans d'indépendance et de conviction

Fondée en janvier 1989 par Edouard Carmignac, Carmignac compte aujourd'hui parmi les principaux intervenants européens de son métier : la gestion d'actifs financiers.

Son capital est entièrement détenu par ses dirigeants et ses salariés. La pérennité de la société est assurée par un actionariat stable, reflétant son esprit d'indépendance. Cette valeur fondamentale garantit la liberté indispensable à la conduite d'une gestion performante et reconnue. Carmignac propose une gamme restreinte d'OPC globaux, spécialisés ou diversifiés. Carmignac dispose d'implantations en France, au Luxem-

bourg, en Allemagne, en Italie, en Espagne, en Suisse et au Royaume-Uni. L'ensemble de la gamme de produits Carmignac est également enregistrée à Singapour pour les investisseurs professionnels.

Une gestion active de conviction

Reflète d'une approche différente de notre métier, nous revendiquons une gestion de conviction. Décorrélée des indices de marchés, cette gestion opte pour une flexibilité maximale dans les décisions d'investissement. En nous affranchissant ainsi des limites sectorielles et géographiques, nous élaborons des portefeuilles fidèles à nos convictions et au regard différent que nous portons sur les marchés.

Carmignac Schweiz AG

Marco Fiorini
Talstrasse 65
CH - 8001 Zurich
T +41 41 560 66 20
M +41 78 799 12 28
mfiorini@carmignac.com
www.carmignac.ch

GESELLSCHAFTSPORTRÄT



CARMIGNAC ÜBERZEUGUNG, UNABHÄNGIGKEIT und PERFORMANCE

Mehr als 25 Jahre Unabhängigkeit und Überzeugung

Das 1989 von Edouard Carmignac gegründete Unternehmen Carmignac zählt heute zu den wichtigsten unabhängigen europäischen Akteuren seiner Sparte.

Das Kapital der Gesellschaft wird vollständig von der Geschäftsleitung und den Mitarbeitern gehalten. Diese stabile Aktionärsstruktur sichert den Fortbestand des Unternehmens und verleiht eine Unabhängigkeit, die einen grundlegenden Wert für ein erfolgreiches und ausgezeichnetes Fondsmanagement darstellt. Carmignac bietet allgemeine, spezialisierte und diversifizierte Fonds. Carmignac hat Niederlassungen in Frankreich, Luxemburg, Deutschland, Italien, Spanien, der Schweiz

und Großbritannien. Die gesamte Fondspalette von Carmignac ist in Singapur für professionelle Investoren zum Vertrieb zugelassen.

Ein aktives Fondsmanagement, das auf Überzeugungen beruht

Unser Fondsmanagement beruht auf Überzeugungen und spiegelt damit eine grundlegend andere Herangehensweise an unser Geschäft wider. Bei unseren Anlageentscheidungen streben wir ein Höchstmaß an Flexibilität, ohne Bindung an Marktindizes an. Auf diese Weise können wir uns über sektorspezifische oder geografische Grenzen hinwegsetzen und Portfolios aufbauen, die unseren Überzeugungen und unserer eigenen Sicht auf die Märkte treu bleiben.

Carmignac Schweiz AG

Marco Fiorini
Talstrasse 65
CH - 8001 Zürich
T +41 41 560 66 20
M +41 78 799 12 28
mfiorini@carmignac.com
www.carmignac.ch



Depuis 30 ans, Comgest exerce une seule activité, la gestion de portefeuilles actions « qualité et croissance » à travers une variété de zones géographiques. À partir de ses cinq sociétés de gestion basées à Paris, Hong Kong, Dublin, Tokyo et Singapour, Comgest est au service d'investisseurs qui partagent son horizon long terme.

STYLE D'INVESTISSEMENT : QUALITÉ ET CROISSANCE

Nous sommes guidés par les modèles économiques des sociétés dans lesquelles nous investissons, plutôt que par les tendances du marché à court terme. Nous sommes des investisseurs à long terme positionnés sur un nombre limité de valeurs que nous connaissons parfaitement. Nous conservons nos investissements souvent bien au-delà de 5 ans. Nous sommes prêts à attendre parfois de nombreuses années afin de recueillir pleinement les fruits de nos

décisions d'achats et capter le potentiel d'appréciation estimé.

INVESTISSEMENT RESPONSABLE

Nous pensons que les facteurs 'ESG' ont un réel impact sur la performance à long terme et de ce fait, l'analyse de ces facteurs est intégrée à notre processus d'investissement. Notre approche privilégie les sociétés aux pratiques commerciales et financières saines, capables de générer une croissance bénéficiaire durable.

POURQUOI CHOISIR COMGEST ?

En nous concentrant sur un unique objectif – rechercher une croissance de qualité sur le long terme – nous devrions être en mesure de créer durablement de la valeur. Nous avons bâti une équipe compétente et motivée. L'humain est notre seul actif, nous investissons dans ce dernier indépendamment des conditions de marché.

NOUS OSONS ÊTRE DIFFÉRENTS

Cette différence vaut tant pour notre stratégie entièrement non indicielle que pour notre horizon d'investissement. Ces caractéristiques se reflètent dans la part active élevée de nos portefeuilles (> 80 %) et dans la durée moyenne de détention des valeurs, entre 3 et 5 ans. Enfin, nous nous démarquons par notre culture de partenariat, gage de motivation pour atteindre nos objectifs.

COMGEST

Sébastien de Frouville
Responsable des Relations Investisseurs
sdefrouville@comgest.com

Wolfgang Fickus, CFA
Membre du comité d'investissement
wfickus@comgest.com

17 square Edouard VII 75009 Paris
T +33 1 44 94 19 00
www.comgest.com

GESELLSCHAFTSPORTRÄT



Seit 30 Jahren konzentriert sich Comgest nur auf eines: Das Management von Aktienportfolios, die in Qualitätswachstumswerte aus den verschiedensten Regionen der Welt investieren. Unsere Investmentgesellschaften in Paris, Hongkong, Dublin, Tokio und Singapur betreuen weltweit Anleger, die alle eines mit Comgest gemeinsam haben: einen langfristigen Anlagehorizont.

DER ANLAGESTIL: QUALITÄT – LANGFRISTIGE SICHT – WACHSTUM

Unsere Anlageentscheidungen basieren auf der Einschätzung des Potenzials und der Geschäftsmodelle der Unternehmen, nicht auf kurzfristigen Markttrends. Unsere Portfolios werden wie eine Holding verwaltet: Wir investieren als langfristige Anleger in eine begrenzte Anzahl von Unternehmen, die wir sehr genau kennen. Unsere Positionen halten wir so lange, wie sie unsere strengen Auswahlkriterien erfüllen – häufig über mehr als fünf Jahre.

VERANTWORTLICHES INVESTIEREN

Wir sind überzeugt, dass sich Umwelt-, Sozial- und Corporate Governance-Aspekte (Environmental, Social, Governance: ESG) maßgeblich auf den langfristigen Erfolg eines Unternehmens auswirken. Unser „Qualitätswachstumsansatz“ begünstigt Unternehmen mit adäquaten Geschäfts- und Finanzpraktiken, die nachhaltiges Gewinnwachstum generieren können.

GUTE GRÜNDE FÜR COMGEST

Comgest konzentriert sich auf ein einziges Ziel – Qualitätswachstum auf lange Sicht – und verfolgt eine disziplinierte Aktien-Anlagestrategie. So können wir nicht nur nachhaltig Wert schaffen, wir bauen auch ein Vertrauensverhältnis zu unseren Anlegern auf. Unser Team besteht aus hochqualifizierten, unternehmerisch denkenden Mitarbeitern mit Teamgeist, die unsere Partnerschaftskultur leben. Wir investieren unabhängig von den Marktbedingungen in unsere Mitarbeiter.

WIR WAGEN ES, ANDERS ZU SEIN

Wir unterscheiden uns von anderen durch unsere Strategie (nicht indexgebunden, konzentriert, frei von unnötigen Zwängen) sowie durch unseren Anlagehorizont. Der hohe Active Share unserer Portfolios (über 80%) sowie die durchschnittliche Haltedauer von in der Regel drei bis fünf Jahren belegen dies. Da wir partnerschaftlich organisiert sind, haben unsere Mitarbeiter ein eigenes Interesse an unserem Erfolg.

COMGEST

Sébastien de Frouville
Investor Relations Manager
sdefrouville@comgest.com

Wolfgang Fickus, CFA
Mitglied des Investment-Komitees
wfickus@comgest.com

17 square Edouard VII 75009 Paris
T +33 1 44 94 19 00
www.comgest.com

CONINCO

Explorers in finance

CONINCO est une compagnie financière, agréée FINMA qui s'est spécialisée depuis 26 ans dans la gestion de patrimoine institutionnel et philanthropique ainsi que dans la gestion durable.

Vouée à promouvoir une relation optimale entre l'investisseur et les marchés, CONINCO maîtrise, à des fins de conseil financier et de gestion de patrimoine, les principaux métiers de la finance et de son ingénierie : définition du profil d'investisseur, allocation d'actifs, sélection, qualification, allocation et arbitrage de gestionnaires, solutions d'investissements ainsi que la surveillance et le suivi de portefeuilles.

Notre savoir-faire s'appuie sur une longue tradition de la gestion institutionnelle qui nécessite une croissance structurée du patrimoine combinée à un rendement récurrent. Notre recherche en matière d'analyse financière se fonde sur la nécessité de ne pas prendre les données statistiques comme une valeur absolue de décision mais de bien comprendre le comportement du consommateur et l'im-

part de ses actes sur le développement de l'économie. Cette caractéristique nous permet de prendre de la distance par rapport à une gestion de mouvements à court terme, de mettre en place des politiques de placement fondées sur des besoins individuels propres dans une perspective de construction structurée de chaque patrimoine ou part de patrimoine qui nous est confiée aussi bien en conseil, gestion que de surveillance.

Toutes nos procédures sont compliance ISO 9001:2008. Depuis quinze ans CONINCO s'est engagée dans la gestion sociétale responsable et un développement économique industriel durable. Notre engagement est confirmé par une certification ISO 14001:2004.

CONINCO propose des solutions d'investissements qui respectent des critères spécifiques de placements à long terme. Celles-ci sont formalisées au travers de deux fonds de placements ONE Sustainable Fund – Global Environment et ONE Sustainable Fund – Europe Dividend et d'une coopérative

ONE CREATION, qui depuis 2010 concrétise notre engagement de répondre à la conjonction de besoins sociaux, économiques et environnementaux. www.onecreation.org

CONINCO propose une vision unique de par son expérience liée à la tradition de la gestion privée et de la rigueur de la gestion institutionnelle. Un savoir-faire prenant en compte les besoins et attentes de chaque client au bénéfice de la pérennité et du développement du patrimoine.

Une relation de confiance durable.

CONINCO Explorers in finance SA

Olivier Ferrari, Directeur général
Sabine Mabillard, Placements collectifs
Adrien Koehli, Gestion institutionnelle

Quai Perdonnet 5
CH - 1800 Vevey

T +41 21 925 00 33

F +41 21 925 00 34

coninco@coninco.ch

www.coninco.ch

GESELLSCHAFTSPORTRÄT

CONINCO

Explorers in finance

CONINCO ist eine von der FINMA anerkannte Finanzdienstleisterin, die seit 26 Jahren auf die institutionelle Vermögensverwaltung, die Vermögensverwaltung von Stiftungen mit philanthropischen Zielsetzungen sowie auf nachhaltige Investitionen spezialisiert ist.

CONINCO verfolgt das Ziel, zwischen dem Anleger und den Märkten eine optimale Beziehung zu schaffen. CONINCO beherrscht zwecks Finanzberatung und Anlageverwaltung die wichtigsten Bereiche der Finanzwelt sowie das damit verbundene Engineering: Bestimmen des Anlegerprofils, Asset Allocation, Auswahl, Bewertung und Zuteilung von Vermögensverwaltern, Investment-Lösungen sowie die ständige Überwachung und Begleitung der Portfolios.

Unser Know-how stützt sich auf eine langjährige Tradition der institutionellen Vermögensverwaltung. Letztere erfordert ein strukturiertes Wachstum des Vermögens gekoppelt mit einer regelmässigen Rendite. Unsere Forschung auf dem Gebiet der Finanzanalyse fusst auf der Notwendigkeit, statistische Werte nicht als eine absolute Entscheidungsgrösse zu betrachten, sondern das Verhalten des Anlegers und die

Auswirkung seines Handelns auf die wirtschaftliche Entwicklung umfassend zu verstehen.

Diese Besonderheit versetzt uns in die Lage, uns von der Verwaltung kurzfristiger Anlagebewegungen zu distanzieren und Anlagestrategien umzusetzen, die sich an den jeweiligen individuellen Bedürfnisse ausrichten, mit dem Ziel einer strukturierten Zusammensetzung jedes uns zur Beratung, Verwaltung oder Überwachung anvertrauten Vermögens bzw. Teilvermögens.

All unsere Prozesse sind ISO 9001:2008 zertifiziert. Seit nun mehr fünfzehn Jahren engagiert sich CONINCO zugunsten einer sozial verantwortlichen Verwaltung und einer nachhaltigen Entwicklung der Industrie. Mit der Zertifizierung ISO 14001:2004 wurde dieses Engagement bestätigt und anerkannt.

CONINCO bietet Investment-Lösungen, die spezifischen Kriterien für langfristige Anlagen Rechnung tragen. Diese Kriterien spiegeln sich in den zwei Anlagefonds ONE Sustainable Fund – Global Environment und ONE Sustainable Fund – Europe Dividend sowie der Mitbegründung der Genossenschaft ONE CREATION wieder, die seit 2010 Ausdruck unseres Willens ist, sowohl sozialen und ökonomischen als

auch ökologischen Anforderungen gerecht zu werden. www.onecreation.org

CONINCO bietet aufgrund der Erfahrungen auf dem Gebiet der langjährigen privaten Vermögensverwaltung und einer sehr genauen institutionellen Vermögensverwaltung eine einmalige Vision. Wir verfügen über ein Know-how, das die Bedürfnisse und Erwartungen jedes Kunden berücksichtigt, damit der Fortbestand und die Entwicklung seines Vermögens gesichert sind.

Eine Beziehung, die von dauerhaftem Vertrauen geprägt ist.

CONINCO Explorers in finance SA

Olivier Ferrari, Generaldirektor
Sabine Mabillard, Investitionslösungen
Adrien Koehli, Direktor Institutionelle Vermögensverwaltung

Quai Perdonnet 5
CH - 1800 Vevey

T +41 21 925 00 33

F +41 21 925 00 34

coninco@coninco.ch

www.coninco.ch



FRANKLIN TEMPLETON INVESTMENTS

Franklin Templeton Investments figure parmi les leaders mondiaux de la gestion de fonds et du conseil en investissement avec 732,1 milliards de USD d'actifs sous gestion au 30 juin 2016. Basé à San Mateo en Californie, le groupe compte aujourd'hui plus de 8900 collaborateurs, dont plus de 650 gérants et analystes, localisés dans 35 pays.

Templeton a été fondé en 1940 par Sir John Templeton. Il était un des premiers gestionnaires de fonds qui a reconnu les opportunités de diversification à l'échelle mondiale. La création de Franklin s'est effectuée en 1947 par Rupert H. Johnson. Franklin est réputé pour son expertise excellente des marchés américains. En octobre 1992, les deux sociétés se

sont regroupées en tant que Franklin Templeton.

Franklin Templeton Investments propose des solutions d'investissement gérées par nos différentes expertises: Franklin, Templeton et Mutual Series. Franklin Templeton Investments est présent en Suisse depuis 2000 à travers sa filiale Franklin Templeton Switzerland Ltd basée à Genève et à Zurich et fait partie des 24 bureaux que compte le groupe en Europe. En Suisse Franklin Templeton gère environ 13 milliards de USD.

Notre activité est de proposer aux clients en Suisse l'ensemble des solutions de gestion du groupe, principalement par l'intermédiaire de notre Sicav de droit luxembourgeois,

Franklin Templeton Investments Funds, mais aussi à travers des fonds dédiés et des mandats.

(Au 30 juin 2016)

Franklin Templeton Switzerland Ltd

Arnaud d'Anterroches
Institutional Sales Director
Rue de la Pélisserie 16
1204 Genève

T +41 22 710 60 54

arnaud.d'anterroches@franklintempleton.ch
www.franklintempleton.ch

GESELLSCHAFTSPORTRÄT



FRANKLIN TEMPLETON INVESTMENTS

Franklin Templeton Investments ist eine der grössten und erfolgreichsten Investmentgesellschaften der Welt. Weltweit verwaltet Franklin Templeton Investments ein Fondsvermögen von 732,1 Milliarden USD per 30. Juni 2016. Die Gruppe mit Hauptsitz in San Mateo, Kalifornien beschäftigt heute über 8'900 Mitarbeiter, davon über 650 Portfoliomanager und Analysten mit weltweiter Präsenz in 35 Ländern.

Templeton wurde 1940 von Sir John Templeton gegründet. Er war einer der ersten Fondsmanager, der die enormen Möglichkeiten der weltweiten Investmentanlage erkannte. Die Gründung von Franklin erfolgte 1947 durch Rupert H. Johnson. Franklin ist für seine herausragende Expertise auf dem US-amerikanischen Markt bekannt. Im Oktober 1992 schlossen sich die beiden Gesellschaften zur

Franklin Templeton Gruppe zusammen.

Franklin Templeton Investments bietet unter den Marken Franklin, Templeton, und Mutual Series Investmentfonds für verschiedene Anlageklassen an, die nach unterschiedlichen Strategien verwaltet werden. Die Niederlassung Franklin Templeton Switzerland Ltd wurde im Jahr 2000 gegründet und zählt mit den Standorten Genf und Zürich zu den 24 Büros der Gruppe in Europa. In der Schweiz verwaltet Franklin Templeton rund 13 Milliarden USD.

Unser Geschäftsmodell erlaubt es uns, Kunden in der Schweiz die gesamte Palette an Investmentlösungen der Franklin Templeton Gruppe anzubieten, insbesondere über unsere SICAV-Fonds nach luxemburgischem Recht, Franklin Templeton

Investment Funds, aber auch über Spezialfonds und Mandate.

(Per 30. Juni 2016)

Franklin Templeton Switzerland Ltd

Arnaud d'Anterroches
Institutional Sales Director
Rue de la Pélisserie 16
1204 Genf

T +41 22 710 60 54

arnaud.d'anterroches@franklintempleton.ch
www.franklintempleton.ch

Morgan Stanley

Morgan Stanley, un leader aux États-Unis, en Europe, en Asie et dans les pays émergents, réinvente les services financiers depuis sa création en 1935. Forte de son implantation locale et de son envergure internationale, notre société peut mettre à profit son expertise et ses ressources afin de satisfaire les besoins et les attentes de ses clients, ainsi que ses engagements en matière de développement durable, d'innovation, de philanthropie, de diversité et d'intégration. Nous faisons tout notre possible pour incarner en permanence nos valeurs fondamentales que sont l'excellence, l'intégrité, le leadership, le service et l'éthique.

Morgan Stanley Investment Management (Investment Management) est une organisation centrée sur le client et l'investisseur qui propose des solutions de gestion d'actifs aux investisseurs du monde entier. Grâce à notre présence internationale, à notre réputation d'excellence et à notre large choix de produits et services, nous

relevons, en étroite collaboration avec nos clients, les défis en perpétuelle évolution auxquels ils doivent faire face sur les marchés financiers. Avec plus de quarante années d'expérience de la gestion d'actifs, nos stratégies d'investissement couvrent les différents profils de risque/rendement et un vaste éventail de régions, de styles d'investissement et de catégories d'actif: actions, obligations, liquidités et placements alternatifs et non cotés. Nos équipes d'investissement peuvent compter sur un vivier sans équivalent de spécialistes expérimentés et compétents qui partagent les mêmes valeurs fondamentales telles que la responsabilité et l'engagement envers l'excellence qui ont fait la réputation d'Investment Management depuis ses débuts.

Le vaste éventail de services et de produits d'Investment Management témoigne de nos efforts continus pour fournir des produits adaptés aux besoins des investisseurs du monde entier. De plus, lorsque nous examinons

le profil particulier à chacun de nos clients, nous adoptons une approche globale qui tient compte de tous les facteurs possibles qui influent sur les décisions des investisseurs. Notre objectif est de permettre à nos clients de devenir de meilleurs investisseurs et de les aider à prendre les meilleures décisions possibles. Enfin, la longévité de nos relations avec nos clients témoigne de notre engagement à offrir un service d'investissement de premier ordre et de l'efficacité des partenariats que nous entretenons.

Morgan Stanley

Nicolò Piotti
Country Head
Beethovenstrasse 33
8802 Zurich
T +41 44 588 1020
Nicolo.Piotti@morganstanley.com
<http://www.morganstanley.com/im/fr-ch/intermediary-investor.html>

GESELLSCHAFTSPORTRÄT

Morgan Stanley

Morgan Stanley ist einer der Marktführer in den USA, Europa, Asien und den Schwellenmärkten und hat seit seiner Gründung im Jahr 1935 die Bedeutung des Begriffs Finanzdienstleistungen neu definiert. Dank unserer globalen Reichweite und lokalen Präsenz können wir unsere Erfahrung und unsere Ressourcen optimal einsetzen, um die Bedürfnisse unserer Kunden zu erfüllen. Dabei legen wir Wert auf Nachhaltigkeit, Innovation, Philanthropie, Vielfalt und Integration und achten als Unternehmen darauf, unseren zentralen Werten stets treu zu bleiben: Leistung, Integrität, Führungskompetenz, Service und Verantwortung.

Morgan Stanley Investment Management (Investment Management) ist ein kundenorientiertes, auf die Bedürfnisse seiner Anleger zugeschnittenes Unternehmen, das weltweit Lösungen im Bereich der Vermögensverwaltung anbietet. Dank unserer globalen Präsenz, unserer Vordenkerrolle und unseres breiten Produkt- und Dienstleistungsangebots können wir unseren Kunden

als Partner zur Seite stehen und ihnen dabei helfen, die sich ständig wandelnden Herausforderungen der heutigen Finanzmärkte zu meistern.

Unsere Anlagestrategien stützen sich auf über 40 Jahre Erfahrung im Asset Management und decken das gesamte Risiko-Rendite-Spektrum sowie sämtliche Regionen, Investmentstile und Anlagekategorien ab. Dazu zählen Aktien, Anleihen, alternative Anlagen sowie Private Equity Investments. Jedes unserer Anlageteams besteht aus erfahrenen Experten, die sich allesamt zu ihrer treuhänderischen Verantwortung und einer erstklassigen Anlageperformance bekennen und damit unsere zentralen Werte teilen, die seit unserer Gründung das Markenzeichen von Investment Management sind.

Unser umfassendes Angebot an Dienstleistungen und Produkten ist Ausdruck unserer kontinuierlichen Suche nach Lösungen, die den Bedürfnissen der Anleger auf der ganzen Welt gerecht werden. Bei der Bestimmung

des individuellen Anlageprofils unserer Kunden berücksichtigen wir alle Faktoren, die ihre Anlageentscheidungen in irgendeiner Weise beeinflussen könnten. Wir möchten unseren Kunden dabei helfen, ihre treuhänderischen Kompetenzen zu erweitern und fundierte Anlageentscheidungen zu treffen. Zahlreiche langjährige Kundenbeziehungen sind der Beweis für unser stetes Bemühen um erstklassigen Service in Anlagefragen und die erfolgreichen Partnerschaften, die wir in all den Jahren aufgebaut haben.

Morgan Stanley

Nicolò Piotti
Country Head
Beethovenstrasse 33
8802 Zurich
T +41 44 588 1020
Nicolo.Piotti@morganstanley.com
<http://www.morganstanley.com/im/fr-ch/intermediary-investor.html>



La **Banque Pâris Bertrand Sturdza SA** (PBS) est une banque privée Suisse qui a été fondée début 2009 à Genève dans le but d'offrir aux investisseurs institutionnels et privés un conseil en investissements ainsi qu'une gestion de qualité et sur-mesure.

La Banque est détenue exclusivement par ses associés fondateurs. Georges Gagnebin en est le Président du Conseil d'Administration.

PBS compte parmi ses clients des entrepreneurs réputés, d'importants family offices et des institutions reconnues dans le domaine de la prévoyance professionnelle notamment.

La Banque privilégie une approche « Conseil » par opposition à une approche « Produit ».

Son modèle repose sur quatre piliers essentiels : sécurité, indépendance et ab-

sence de conflits d'intérêts, architecture ouverte, flexibilité.

La Banque s'interdit toute activité financière comportant un risque de bilan, ce qui lui permet d'afficher un tier one ratio proche de 100 %.

Afin de garantir la plus grande objectivité dans ses conseils et ses choix d'investissements, la Banque a volontairement renoncé à développer une activité d'intermédiation financière et de banque d'affaires. Elle offre une totale transparence sur son mode de rémunération et aligne ainsi ses intérêts avec ceux de ses clients.

La Banque fonctionne en totale architecture ouverte et jouit d'un accès privilégié aux principales contreparties (banques d'investissement, brokers, gérants d'actifs). PBS bénéficie également d'une couverture institutionnelle étendue et a la capacité de mettre en œuvre des solutions d'investissements très spécifiques.

Grâce à son positionnement qui consiste à replacer le client au centre des préoccupations et à sa structure optimisée à taille humaine, PBS est capable de proposer une offre « sur-mesure » avec la plus grande réactivité.

Banque Pâris Bertrand Sturdza SA

Alexandre Poisson
Responsable Institutionnel

T +41 22 316 02 42

alexandre.poisson@bkpbs.com
www.bkpbs.com

GESELLSCHAFTSPORTRÄT



Die **Banque Pâris Bertrand Sturdza SA** (PBS) ist eine Schweizer Privatbank, die Anfang 2009 in Genf mit dem Ziel gegründet wurde, institutionellen und privaten Anlegern eine qualitativ hochstehende und massgeschneiderte Investment-Beratung anzubieten.

Die Bank PBS gehört ausschliesslich den Partnern, die die Bank gründeten. Präsident des Verwaltungsrats ist Georges Gagnebin.

Zu unseren Kunden zählen angesehene Unternehmer, bedeutende Family Offices sowie bekannte Einrichtungen, insbesondere im Bereich der beruflichen Vorsorge.

Die PBS zieht den auf die Beratung ausgerichteten Ansatz einem auf Produkte ausgerichteten Ansatz vor.

Unsere Arbeitsweise beruht auf fünf wichtigen Pfeilern: Sicherheit, Unabhängigkeit und Ausschliessen von Inter-

essenkonflikten, Investment-Know-how, offene Architektur und Flexibilität.

Die Bank PBS führt keinerlei Finanzgeschäfte durch, die ein Bilanz-risiko darstellen könnten, so dass sie eine Kernkapitalquote von nahezu 100 % aufweist.

Um bei der Beratung und den Anlage-Entscheiden so objektiv wie möglich zu sein, hat die PBS bewusst auf die Entwicklung jeglicher Form von Finanzintermediation oder Merchant Banking verzichtet. Unsere Bank setzt auf absolute Transparenz bei der Vergütung und bringt ihre Interessen so mit jenen der Kunden in Einklang.

Die PBS hat sich konsequent für die so genannte offene Architektur entschieden und verfügt über einen privilegierten Zugang zu den verschiedenen Partnern (Investment-Banken, Broker, Asset-Verwalter). Unsere Bank hat Zugriff auf ein breitgefächertes Netz an exklusiv-

ven, institutionellen Playern und Partnern und kann sehr spezifische Investment-Lösungen umsetzen.

Da bei der PBS der Kunde im Zentrum steht und unsere Bank über eine optimierte, schlanke Struktur verfügt, sind wir in der Lage, sehr reaktiv zu handeln und massgeschneiderte Lösungen anzubieten.

Banque Pâris Bertrand Sturdza SA

Alexandre Poisson
Verantwortlicher
Institutionelle Kunden

T +41 22 316 02 42

alexandre.poisson@bkpbs.com
www.bkpbs.com

SYZ ASSET MANAGEMENT

SYZ Asset Management est la société de gestion institutionnelle du Groupe SYZ. Depuis 20 ans, nous nous consacrons exclusivement à un objectif simple : **développer des stratégies à haute valeur ajoutée** capables de générer de façon régulière un alpha significatif à l'intention d'une clientèle institutionnelle exigeante et diversifiée.

Vingt ans d'expérience institutionnelle au service de la performance

La gestion d'actifs constitue le fer de lance du Groupe SYZ depuis sa fondation il y a 20 ans, avec un objectif de performance qui n'a jamais varié.

SYZ a ainsi développé dès son origine une expertise aujourd'hui largement reconnue en actions européennes, en obligations et en stratégies multi-asset. Depuis leur lancement en 1996, les fonds OYSTER répondent aux besoins de l'ensemble des investisseurs et sont devenus aujourd'hui une marque bien établie. En ajoutant régulièrement des compé-

tences complémentaires à cette base solide, SYZ Asset Management a construit des franchises fortes dans plusieurs classes d'actifs clés.

Des solutions qui répondent à vos besoins

Notre culture de la gestion active se traduit par une palette riche et équilibrée de stratégies basées sur de fortes convictions et clairement différenciées.

Accessibles sous la forme de fonds de placement ou de mandats ségrégués, nos solutions d'investissement placent un accent particulier sur le contrôle du risque et dégagent de bons résultats dans des environnements de marché très différents.

Chiffres Clés

Présent dans 12 bureaux, comptant près d'une centaine de collaborateurs, dont 38 professionnels de l'investissement, SYZ Asset Management gère CHF 17.03 Milliards à fin juin 2016. Nos encours

sous gestion sont majoritairement détenus par des clients institutionnels (69%). Le reste des encours est réparti entre les clients particuliers (27%) et les conseillers en gestion de patrimoine (4%).

SYZ Asset Management a reçu le Prix de la meilleure société de gestion suisse (dans la catégorie 26-40 fonds notés) aux European Funds Trophy 2016.

SYZ Asset Management

Rue du Rhône 30
Case Postale 5015
CH – 1211 Genève 11

Gaëtan Croix
Responsable institutionnel, Suisse Romande
T +41 58 799 1270

Gaetan.croix@syzgroup.com

Florent Guy-Ducrot
Responsable du développement commercial
T +41 58 799 1764

Florent.Guy-Ducrot@syzgroup.com

www.syzassetmanagement.com

GESELLSCHAFTSPORTRÄT

SYZ ASSET MANAGEMENT

SYZ Asset Management ist die für die Vermögensverwaltung verantwortliche Gesellschaft der SYZ-Gruppe. Seit 20 Jahren widmen wir uns ausschließlich einem einfachen Ziel: **der Entwicklung von Strategien mit hohem Mehrwert** und dem Potenzial, regelmäßig erhebliches Alpha zu generieren, für einen anspruchsvollen und facettenreichen institutionellen Kundenkreis.

20 Jahre Erfahrung in der Vermögensverwaltung im Dienste der Performance

Seit der Gründung vor 20 Jahren bildet die Vermögensverwaltung das Fundament für die Stärke und Innovationskraft der SYZ-Gruppe bei einer seither unveränderten Ausrichtung auf Performance. So entwickelte SYZ seit der Gründung ein heute weithin anerkanntes Know-how über europäische Aktien, Anleihen und Multi-Asset-Strategien. Seit ihrer Auflegung im Jahr 1996 erfüllen die OYSTER Fonds die Bedürfnisse sämtlicher Anleger und sind mittlerweile eine gut etablierte Marke.

Durch regelmäßige Erweiterung dieses soliden Fundaments mit ergänzenden Kompetenzen ist es SYZ Asset Management gelungen, in mehreren wichtigen Anlageklassen ein solides Geschäft aufzubauen.

Lösungen, die Ihre Bedürfnisse erfüllen

Unsere Kultur der aktiven Verwaltung zeigt sich in Form einer vielfältigen und ausgewogenen Palette von Strategien, die auf starken Überzeugungen beruhen und deutlich differenziert sind.

Unsere Anlagelösungen sind in Form von Anlagefonds und gesonderten Mandaten verfügbar. Der Schwerpunkt liegt dabei auf Risikomanagement und einer guten Performance unter unterschiedlichsten Marktbedingungen.

Wichtige Kennzahlen

SYZ Asset Management zählt 12 Niederlassungen mit knapp 100 Mitarbeitern, zu denen 38 Anlagefachleute zählen, und verwaltet mit Stand Ende Juni 2016 CHF 17,03 Milliarden. Unser

verwaltetes Vermögen entfällt hauptsächlich auf institutionelle Kunden (69%). Das restliche Vermögen verteilt sich auf Privatkunden (27%) und Vermögensberater (4%).

SYZ Asset Management wurde bei den European Funds Trophy 2016 mit dem Preis der besten Schweizer Vermögensverwaltungsgesellschaft (in der Kategorie 26-40 benotete Fonds) ausgezeichnet.

SYZ Asset Management

Rue du Rhône 30
Case Postale 5015
CH – 1211 Genève 11

Gaëtan Croix
Verantwortlicher Institutionelle Kunden,
Suisse Romande
T +41 58 799 1270

Gaetan.croix@syzgroup.com

Florent Guy-Ducrot
Abteilungsleiter Vertrieb
T +41 58 799 1764

Florent.Guy-Ducrot@syzgroup.com

www.syzassetmanagement.com