

Editorial • Leitartikel

LA FACE CACHÉE DES INVESTISSEMENTS

Cette nouvelle édition du SWISS GLOBAL FINANCE doit permettre de mieux appréhender la formulation et l'implémentation de différentes propositions de gestion, tout en apportant la transparence attendue des investisseurs pour le retour sur investissement qui se concrétise au fil du temps.

Les performances du passé ne sont pas une garantie des résultats à futur. Un postulat qui prend une dimension encore plus affirmée avec les niveaux des taux d'intérêt qui sont éloignés de ce que le marché offrait il y a bien des années. Il en est de même des investissements en actions, au moment où l'économie mondiale évolue à deux niveaux. Pour le premier, nous sommes face à une « vieille » économie qui génère de substantiels revenus, dont la croissance peut être mise en doute. Et, pour le second, nous avons une succession de ruptures technologiques depuis deux décennies qui créent des poches d'opportunités qui semblent être temporaires ou en mutation permanente. Ces dernières offrent toutes autant d'opportunités de rémunération des investissements au-dessus de la moyenne que de risques spécifiques parfois difficilement quantifiables. C'est sans compter sur un éventail étendu d'opportunités d'alternatives d'investissement qui permettent tout autant de diversification du ratio rendement/risque.

Pour les risques qu'ils soient cachés, car inhérents à la spécificité de la solution d'investissement proposée, ou visibles, par un modèle sur le moment aboutit, et confirmé par une évolution économique conjoncturelle favorable à sa promotion, il n'en demeure pas moins que le « stress » de perte potentielle est de plus en plus affirmé et conduit à des structures ou propositions qu'il convient de plus en plus de comprendre.

Le développement durable devient une composante qui prend de plus en plus d'importance, cela touche aussi les matières premières et des solutions existent aussi. Un regard sur le comment il est possible d'avoir une offre d'or physique responsable.

Nous vous souhaitons une bonne lecture et restons à votre disposition si vous désirez des informations sur le CONINCO MASTER CLASS et l'un ou l'autre des thèmes développés.

L'éditeur



Olivier Ferrari - CEO

Fondateur de / Gründer von

CONINCO 
Explorers in finance

DIE SCHATTENSEITE DER INVESTISSEMENTS

Diese neue Ausgabe von SWISS GLOBAL FINANCE soll ein besseres Verständnis der Definition und Umsetzung von verschiedenen Verwaltungsarten erlauben. Sie soll den Anlegern gleichzeitig die erwartete Transparenz über die Anlagerendite bieten, die sich im Laufe der Zeit herauskristallisiert.

Vergangene Ergebnisse bieten keine Garantie für künftige Resultate. Dies gilt umso mehr, als die Zinssätze weit von dem entfernt sind, was die

Märkten noch vor einigen Jahren zu bieten hatten. Das Gleiche lässt sich bei den Aktienanlagen sagen, weil sich die Weltwirtschaft zurzeit auf zwei Ebenen verändert: Einerseits gibt es die « kalte » Wirtschaft, die erhebliche Renditen einbringt, deren Wachstum aber in Frage gestellt werden kann. Andererseits erleben wir seit 20 Jahren eine Reihe technologischer Quantensprünge, die ungeahnte Möglichkeiten bergen, jedoch befristet oder im ständigen Wandel erscheinen. Diese Quantensprünge eröffnen genauso viele überdurchschnittliche Renditemöglichkeiten wie sie spezielle, oft schwer zu beziffernde Risiken enthalten. Zudem gibt es noch eine breite Palette an Möglichkeiten für alternative Anlagen, die eine Diversifizierung des Rendite/Risiko-Verhältnisses erlauben.

Es gibt verborgene Risiken im Zusammenhang mit den Besonderheiten der vorgeschlagenen Anlagelösungen. Und es gibt mithilfe eines ausgereiften und durch die günstige konjunkturelle Entwicklung bestätigten Modells sichtbar gemachte Risiken. Trotzdem nimmt der « Stress » wegen eines potenziellen Verlusts ständig zu und führt zu Strukturen und Vorschlägen, deren Verständnis immer bedeutsamer wird.

Die nachhaltige Entwicklung wird zu einem zunehmend wichtigen Faktor – u.a. bei den Rohstoffen, wo es auch Lösungen gibt. Dazu genügt ein Blick auf die Frage, ob ein Angebot an nachhaltigem physischem Gold möglich ist.

Wir wünschen Ihnen eine angenehme Lektüre und stehen Ihnen für Informationen zum CONINCO MASTER CLASS oder anderen behandelten Themen zur Verfügung.

Der Herausgeber



Les sociétés participant au
Beteiligten Unternehmen in der

CONINCO  MASTER CLASS

se présentent en pages 86 à 95
sind auf Seiten 86 bis 95
vorgestellt

AberdeenStandard
Investments



CONINCO 
Explorers in finance



Schroders



Swiss Finance & Property Group



SGF No 13

SOMMAIRE / INHALTSVERZEICHNIS

novembre/November 2017

LA FACE CACHÉE DES INVESTISSEMENTS DIE SCHATTENSEITE DER INVESTMENTS

- 4 **Investir dans l'immobilier résidentiel paneuropéen**
- 44 **Anlagen in paneuropäischen Wohnimmobilien**
Aberdeen Standard Investments
- 8 **Le High Yield: en recherche de rendement**
- 50 **Auf Renditejagd am Highyield-Markt**
Allianz Global Investors
- 11 **Comment exploiter les primes de risque alternatives?**
- 53 **Alternative Risikoprämien nutzen**
Banque Cantonale Vaudois
- 15 **Allocation géographique et actions cotées**
- 57 **Geographische Allokation und Börsennotierte Aktien**
Comgest
- 18 **Les caisses de pensions, un maillon fort et durable de la sécurité sociale en Suisse**
- 59 **Pensionskassen: ein starkes und nachhaltiges Element des Schweizer Sozialsystems**
CONINCO Explorers in finance SA
- 22 **Le système monétaire et ses implications**
- 64 **Das Währungssystem und seine Auswirkungen**
CONINCO Explorers in finance SA
- 25 **L'or éthique et responsable de source artisanale**
- 67 **Ethisch und nachhaltig gefördertes Gold aus Kleinbergbauminen**
PX GROUP / Dynacor
- 28 **Gestion passive ne signifie pas gestion inactive**
- 70 **Passives Anlagen bedeutet nicht inaktives Anlagen**
Franklin Templeton Switzerland Ltd



Béatrice Mazzuri, *Éléphant debrocard*, 150 x 100 cm

- 32 **Private Equity**
- 74 **Private Equity**
Mirabaud Asset Management
- 34 **La dette infrastructure – Un éventail d'opportunités pour les investisseurs institutionnels**
- 76 **Infrastrukturschuldtitle – vielfältige Möglichkeiten für institutionelle Investoren**
Schroders
- 37 **Placements immobiliers mondiaux**
- 79 **Globale Immobilieninvestitionen**
Swiss Finance & Property Group
- 39 **Obligations**
- 81 **Anleihen**
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
Couverture : Pauwel Kuczynski

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:

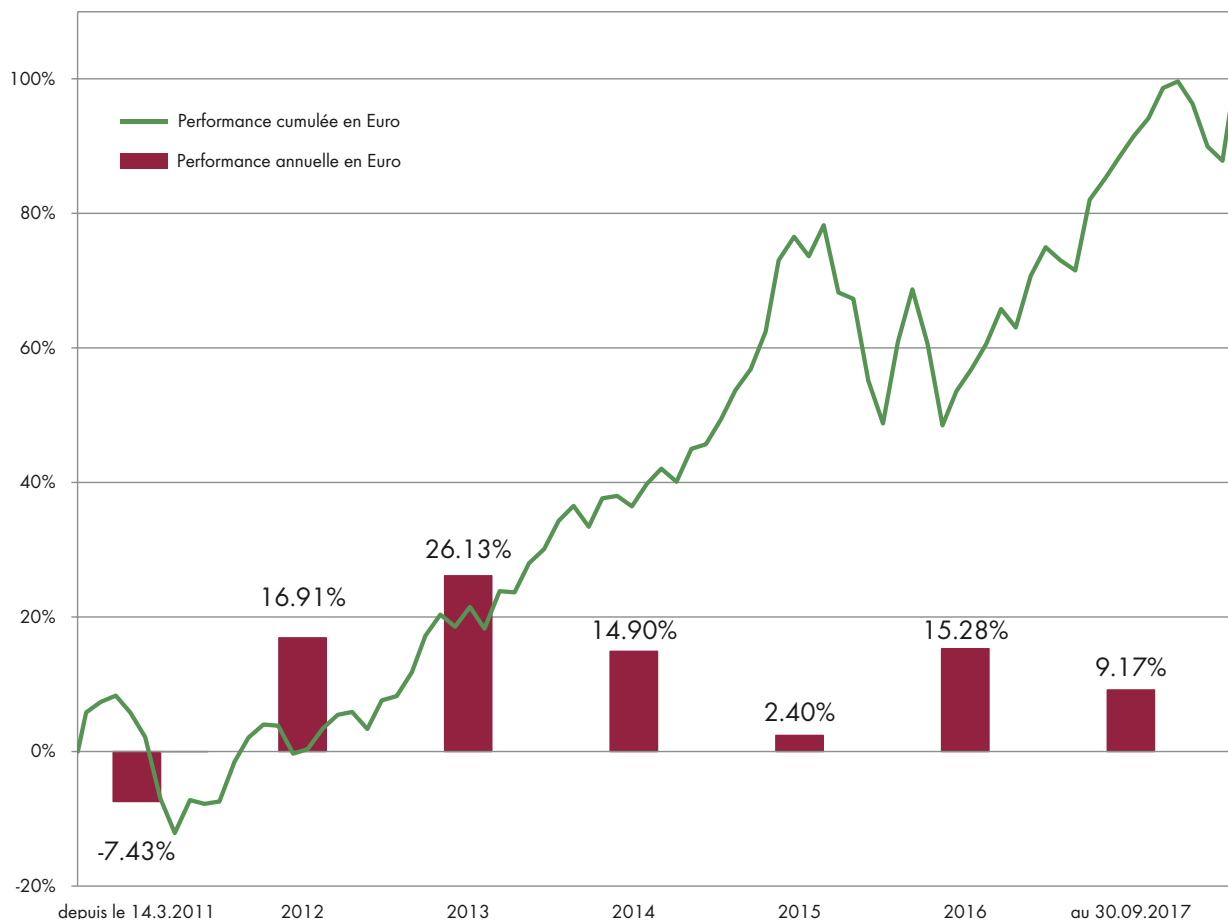
FERRARIARTGALLERY
VEVEY

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

PERFORMANCE OU INVESTISSEMENTS DURABLES ?

Deux en un avec

ONE Sustainable Fund - Global Environment - B



Les performances du passé ne sont pas une garantie de résultats à futur.

ISIN LU0594231770



SUSTAINABLE DEVELOPMENT GOALS



www.explorersinfinance.ch
Vevey | Genève

CONINCO 
Explorers in finance

Investir dans l'immobilier résidentiel paneuropéen



de
Julien Boissier
Investment Director
Switzerland & Monaco
Standard Life
Investments

Aberdeen Standard Investments

Paola Bissoli
Senior Business
Development
Manager
Aberdeen
Asset Managers
Switzerland AG



D'

- Ce placement suscite un intérêt croissant dans toute l'Europe, les investisseurs reconnaissant son potentiel de diversification, mais aussi de rendements ajustés du risque élevé générés par la longévité des revenus résidentiels.

- Le secteur affiche une volatilité du rendement moindre et un rendement ajusté du risque supérieur par rapport à l'immobilier commercial.

- Plus important encore pour les investisseurs prenant moins de risques, il génère un revenu conservant sa valeur réelle au fil du temps, ce qui n'est pas forcément le cas des actifs commerciaux. L'immobilier résidentiel devrait fortement intéresser les investisseurs qui recherchent un revenu de grande qualité.

- Une stratégie multi-pays diversifie les bénéfices et réduit le risque.

Le marché locatif peut sembler similaire à l'immobilier commercial, puisque tous deux constituent un investissement dans la pierre.

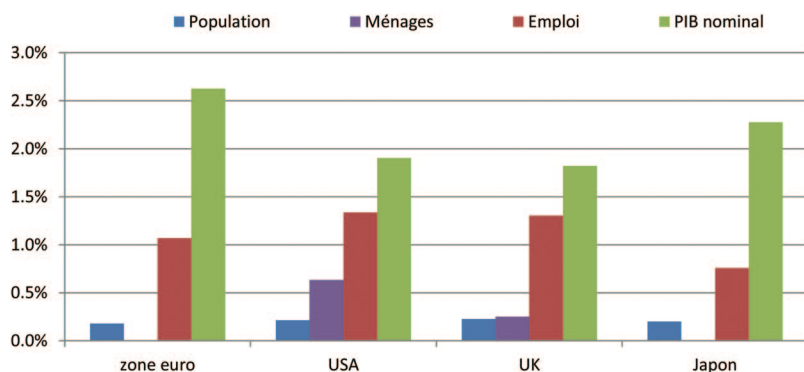
Mais à y regarder de plus près, ils présentent des caractéristiques de risque et de rendement bien différentes. Cela tient essentiellement à leurs fondamentaux :

- La demande locative est liée à la croissance démographique et du nombre de ménages, relativement stable tout au long du cycle économique, et à une offre généralement restreinte (en particulier dans les grands centres urbains).

- La demande de biens commerciaux dépend des entreprises ; elle est sous-tendue par l'emploi et l'activité économique. L'emploi et la croissance du PIB sont très cycliques, et les nouvelles constructions ont toujours un temps de retard sur la demande et les prix.

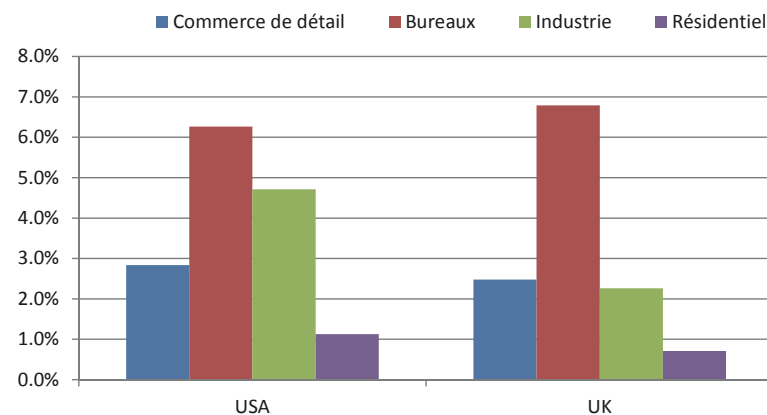
Le marché des biens résidentiels locatifs privés se modernise rapidement dans toute l'Europe. Il se professionnalise et des modèles opérationnels de premier plan mieux harmonisés apparaissent. Les possibilités d'investissement se multiplient donc et l'appétit des investisseurs s'aggrave.

Graphique 1: Volatilité (1980 - 2015), % par an



Source: FMI, Statistiques nationales Août 2016.

Graphique 2: Volatilité réelle des loyers (1995 - 2015), % par an



Source: MSCI, REIS, CBRE, OCDE, Thomson Reuters Datastream, Août 2016.

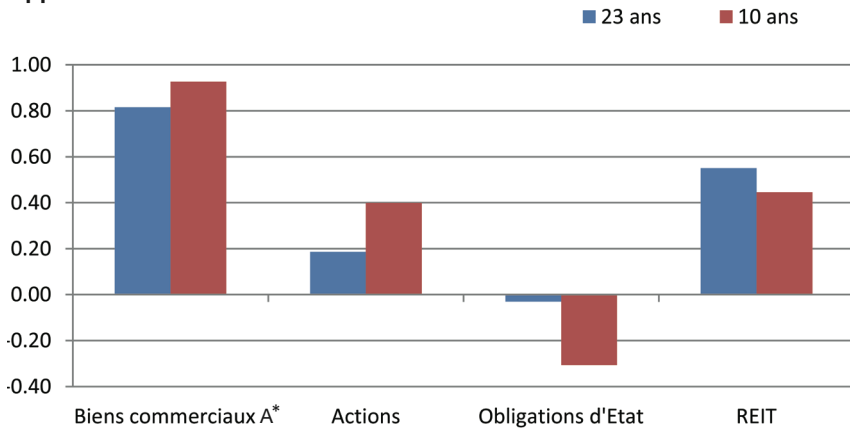
Un placement stable

La demande résidentielle affiche une plus grande stabilité par rapport au secteur commercial. La demande locative est animée par la croissance démographique et du nombre de ménages, deux facteurs stables dans le temps (*graphique 1*).

La croissance du PIB et de l'emploi est cinq à dix fois plus volatile que celle de la population. Bien que l'écart de volatilité soit moindre par rapport aux facteurs macro-économiques, le locatif commercial reste deux à trois fois plus volatil que le locatif résidentiel (*graphique 2*).

Se loger est une nécessité et les dépenses de logement prévalent sur les biens de consommation discrétionnaires (comme les loisirs). Cela met le secteur à l'abri des dégradations de la situation économique. Et lorsque les conditions sont favorables, les ménages aspirent à des logements plus spacieux et de meilleure qualité. À l'inverse, les biens commerciaux sont intrinsèquement liés au processus de production et sont sensibles aux évolutions de la conjoncture. Les entreprises n'occuperont pas plus d'espace

Graphique 3: Corrélations du rendement total multi-actifs avec les appartements aux É.-U.



Source: Thomson Reuters Datastream, NCREIF, 2016

*inclus les appartements

que nécessaire et s'efforceront pour beaucoup de réduire la surface occupée afin de faire baisser leurs charges. Cette tendance transparaît clairement dans la baisse progressive de la surface de bureau occupée par chaque personne et le recul de la demande d'espaces commerciaux induite par la croissance du commerce en ligne.

Maximiser le rendement ajusté du risque

La stabilité de la demande résidentielle par rapport à l'économie en général suggère des avantages liés à la diversification. En Europe, les données relatives à la performance du secteur résidentiel sont récentes. Aux États-Unis (là où le marché résidentiel locatif est le mieux établi au monde), le rendement total du segment collectif affiche

historiquement une corrélation positive faible à modérée aux actions, et une faible corrélation aux obligations (**graphique 3**). L'examen d'autres marchés de l'investissement résidentiel matures, tels que le Japon, permet de tirer les mêmes conclusions.

Les loyers et la valeur des biens progressent plus rapidement dans le secteur résidentiel

L'offre n'ayant pas suivi la demande, les loyers et la valeur des biens résidentiels ont systématiquement progressé plus rapidement que ceux des bureaux, et ce de manière parfaitement uniforme dans toute l'Europe. Le sérieux manque de constructions résidentielles par rapport à la multiplication des ménages nous laisse penser que cette tendance se poursuivra.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

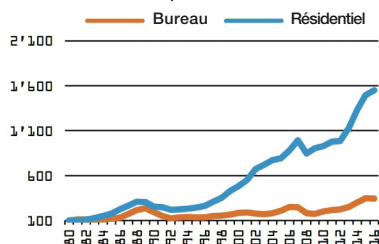
Il n'existe pas d'ensembles de données comparables de bonne qualité pour les loyers résidentiels, mais les données disponibles suggèrent toutefois fortement que ceux-ci progressent bien plus rapidement que les bureaux, et avec une volatilité moindre. Si, à Londres, les loyers résidentiels ont augmenté de 140 % depuis 1988 (ONS, Savills), dans le quartier de la City, les loyers les plus élevés ont baissé en valeur réelle. Par ailleurs, en tenant compte de la dépréciation, importante pour les bureaux, les loyers de bureaux de la City ont accusé un fort repli sur la période. Les données locatives pour Francfort et Stockholm indiquent une tendance similaire : les loyers résidentiels progressant bien plus vite. En effet, les loyers de bureaux les plus élevés à Francfort restent près de 20 % inférieurs à leur niveau de 2000.

Demande : forte croissance démographique, contraction de la taille des ménages, coût considérable de l'achat et augmentation de l'immigration sont autant de facteurs qui stimulent la demande de biens privés à louer

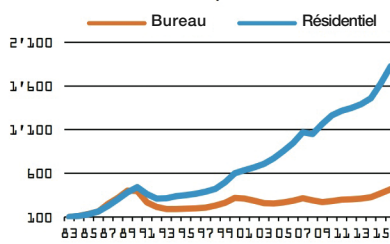
Si la population européenne devrait demeurer stable dans les 15 années à venir, les grandes métropoles, les « villes gagnantes » comme nous les appelons (notamment

Graphique 4: La valeur vénale progresse plus rapidement pour les biens résidentiels que pour les bureaux

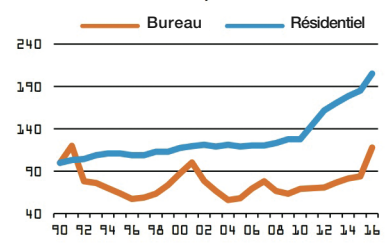
Croissance du capital à Londres



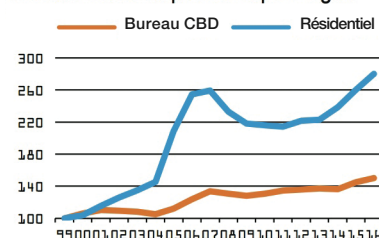
Croissance du capital à Stockholm



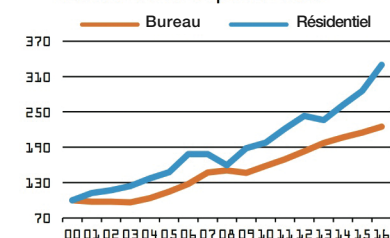
Croissance du capital à Francfort



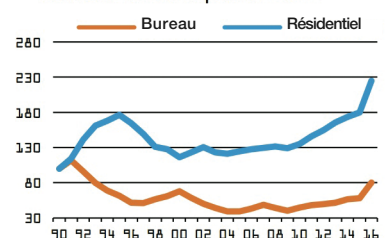
Croissance du capital à Copenhague



Croissance du capital à Oslo



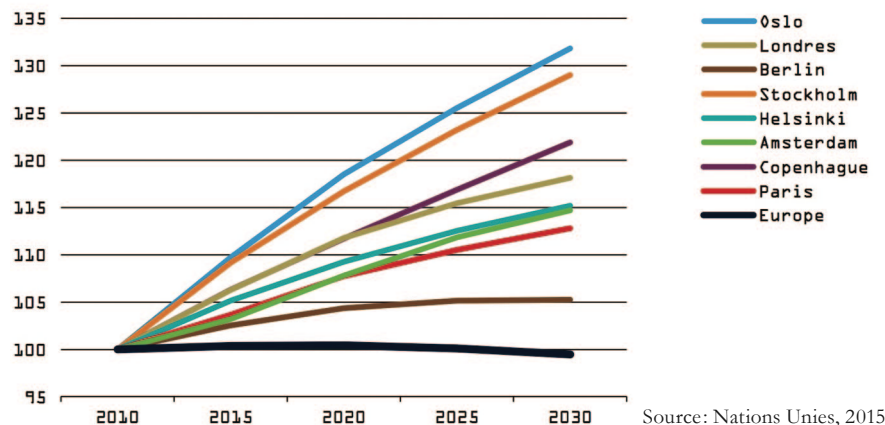
Croissance du capital à Berlin



Source : MSCI, Bulwien, Nationwide, 2015.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Graphique 5 : Croissance démographique rapide dans les « villes gagnantes »
(prévision démographique, indice 2010 = 100)



Londres, les capitales scandinaves, Amsterdam, Francfort, Munich et Berlin), devraient enregistrer une croissance de 15 à 30 %, un taux qui rappelle souvent étonnamment celui de certains marchés émergents (graphique 5).

Les taux d'urbanisation continuent d'augmenter, la location privée prédominant dans les « villes gagnantes » et devenant la norme pour la plupart des gens. Ces villes rajeunissent, ce qui stimule une croissance démographique plus rapide. La population augmente, mais la taille des ménages diminue, ce qui signifie qu'il faut un plus grand nombre de logements par habitant. Par ailleurs, les foyers plus restreints ont tendance à occuper plus d'espace au sol par habitant, puisque chaque ménage a besoin de ses propres cuisine, salle de bains, etc.

La population active européenne gagne en flexibilité et en mobilité. La hausse des volumes migratoires, tant à une échelle nationale qu'internationale, bénéficie au secteur locatif privé, les migrants étant susceptibles de louer plusieurs années avant d'acheter un bien.

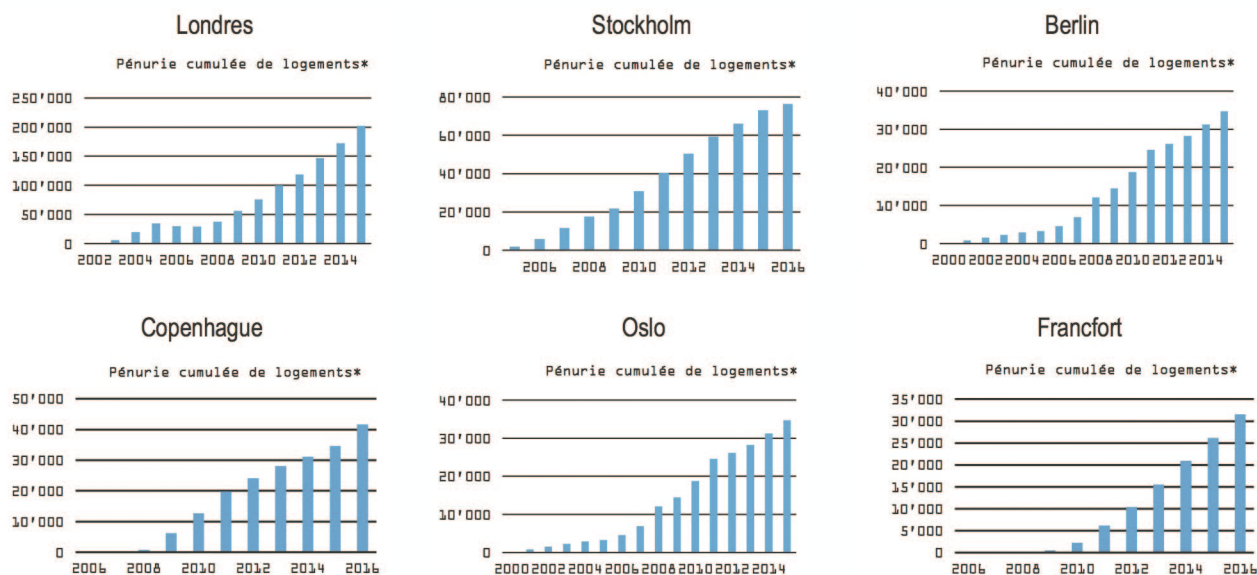
La tendance à se marier et à avoir des enfants plus tardivement, les parcours professionnels moins prévisibles, la généralisation des études supérieures et la croissance persistante de l'emploi dans les services basé en ville combinés au déclin de l'industrie stimulent eux aussi l'expansion du secteur locatif privé en Europe. Les locataires sont généralement jeunes, mobiles et instruits. Les recherches montrent également que cette génération est bien plus disposée à rechercher un logement durable et à payer

plus cher pour l'obtenir. Un bâtiment économe en énergie, bien conçu engendrera des frais de fonctionnement moindres, voire même quasi nuls si en termes de frais de chauffage, on prend l'exemple du label Passivhaus (très exigeant). Le coût considérable de l'achat, induit par la hausse de la valeur vénale liée à des taux hypothécaires ultra-faibles, contraint beaucoup de personnes à louer dans le secteur privé. Le durcissement des critères d'octroi des prêts opéré par les banques, qui imposent notamment des apports personnels plus conséquents (par ex. au Royaume-Uni et aux Pays-Bas), produit le même effet. Dans certains endroits, louer devient une nécessité plutôt qu'un choix. Au Royaume-Uni notamment, la proportion des personnes qui louent dans le privé a doublé ces dix dernières années, passant de 10 % à 20 %. Un chiffre encore plus conséquent à Londres, où 50 % de la population est aujourd'hui locataire. En Allemagne, les proportions sont encore plus importantes, 70 à 80 % des habitants des principales villes, à l'instar de Berlin et de Munich, louant des biens privés.

Offre : les nouvelles constructions n'ont pas suivi et ne suivent toujours pas le rythme de la demande

La construction de biens résidentiels est très modérée en Europe et correspond en moyenne à moins de 0,5 % des bâtiments

Graphique 6 : L'offre de nouveaux logements ne suit pas le rythme de la croissance démographique



Source: Nations Unies, agences statistiques nationales, Aberdeen Asset Management, 2016

existants chaque année en dépit de la forte demande déjà exposée. Cela signifie que tout nouveau logement construit devra durer 200 ans, en se basant sur une population statique, alors que certains marchés en forte demande, comme l'Allemagne, les Pays-Bas et le Royaume-Uni affichent un niveau de construction particulièrement bas.

Les contraintes d'aménagement du territoire, telles que les « ceintures vertes » autour des villes et la préservation des zones historiques, constituent le principal frein au développement résidentiel. De nombreux habitants, et hommes politiques les représentant, ne souhaitent pas qu'une nouvelle offre conséquente voit le jour car elle pourrait compromettre leur environnement et freiner la croissance du prix des maisons. Les nouvelles constructions de bureaux et d'espaces commerciaux sont perçues bien plus favorablement, puisqu'elles sont génératrices d'emploi et soulèvent moins d'oppositions, et nécessitent par ailleurs moins d'espace physique par occupant. Le manque de financement bancaire pour les nouvelles constructions, notamment en Irlande, et l'augmentation des coûts de construction (due à la hausse des prix des terrains et à des normes de durabilité plus strictes) entravent également les nouveaux projets sur de nombreux marchés.

Le problème est encore plus flagrant dans certaines « villes gagnantes », où l'écart entre les constructions de logements et la multiplication des ménages se pérennise, conséquence d'une demande excédentaire qui s'amplifie sur fond d'offre insuffisante (*graphique 6*). Cela suppose par ailleurs que les marchés étaient équilibrés au début de la période, ce qui n'était généralement pas le cas. Le manque de logements ne date pas d'hier, mais il s'est accentué au fil des années. Par ailleurs, la vague de réfugiés qui déferle sur l'Europe devrait accentuer la pénurie dans les grandes villes.

Cette offre généralement insuffisante contraste fortement avec le segment des bureaux, qui affiche, sur les marchés bien portants, un taux de construction pouvant atteindre 10 % de l'existant par an. Elle contraste également avec le secteur des espaces commerciaux, qui subit les pertes infligées par le commerce en

ligne, qui n'est rien d'autre qu'une offre « virtuelle ».

L'avantage d'un changement structurel : la baisse des besoins d'espaces de bureaux et commerciaux, poussée sur le segment résidentiel

Le segment résidentiel ne subira pas la même tendance à l'économie d'espace que d'autres pans de l'immobilier. De nombreux locataires d'espaces de bureaux et commerciaux souhaitent occuper moins grand pour réduire leurs coûts, alors que les occupants de logements aspirent à plus d'espace. Les bureaux décloisonnés (par opposition aux bureaux cellulaires), l'archivage électronique, la flexibilité du travail et les bureaux partagés permettent d'occuper l'espace plus efficacement que par le passé, en réduisant l'espace par occupant. Les taux de vacance sont bien plus élevés dans l'immobilier de bureau que dans l'immobilier résidentiel. Beaucoup de commerçants cherchent par ailleurs à réduire leur portefeuille de boutiques, en ne conservant que les sites principaux, puisqu'une part croissante de leur chiffre d'affaires est réalisé en ligne. Le segment résidentiel ne subit pas la même pression à la réduction des espaces que les bureaux et les espaces commerciaux, puisque tant les propriétaires occupants que les locataires aspirent à plus d'espace. La taille des logements tend à augmenter avec l'aisance financière. Les gens ont plus de biens à abriter. Ils veulent de l'espace pour travailler à domicile. Comme nous l'avons déjà évoqué, les petits ménages sont sans doute des utilisateurs d'espace inefficaces, chaque foyer ayant besoin de ses propres cuisine, salle de bain, salon, etc. Le flux de revenus des biens résidentiels est habituellement très sûr et les taux de vacance sont minimes dans les grandes villes.

Durabilité

La durabilité et la prise en compte des problématiques environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) devraient sous-tendre tous les aspects des projets résidentiels. Un projet de construction doit être économiquement viable tout au long de son cycle de vie, tout en minimisant son impact sur l'environnement. Il peut parallèlement contribuer à la création de nouvelles com-

munités ou en régénérer d'autres. En clair, les gens veulent vivre dans des bâtiments durables de bonne qualité, dans des environnements propres et sains.

Les problématiques ESG doivent être envisagées dès la construction du bien. Si les principes de bâtiment écologique seront inscrits dans les réglementations locales, il existe de bonnes raisons d'aller au-delà et d'envisager d'innover dans des concepts et des constructions respectueux de l'environnement si cela est économiquement viable. Les idées telles que l'utilisation de concepts Passivhaus ou l'installation d'équipements peu énergivores ou à faible émission de carbone ont un impact pratique sur les frais de fonctionnement, de maintenance et de remplacement, qui sont tout aussi importants que les coûts de construction. Considérer la valeur sociale au travers d'initiatives favorables à la communauté ou à l'emploi local peut permettre de nouer des liens avec des acteurs locaux et de se différencier des concurrents. Outre les avantages environnementaux et sociaux concrets plus larges, des programmes bien conçus et durables peuvent présenter un atout marketing et susciter l'intérêt de la cible visée.

Conclusions

Pour conclure, disons que la très forte demande et l'offre limitée prédisent une croissance bien plus importante pour le secteur résidentiel que pour les autres biens commerciaux. L'immobilier résidentiel présente aussi une volatilité moindre, des avantages en termes de diversification et un rendement ajusté du risque plus élevé. Il semble donc offrir des prix plus intéressants que la plupart des biens commerciaux. Bien entendu, les niveaux de prix, les perspectives de croissance et les taux de rendement varient considérablement d'un pays et d'une ville à l'autre. Les marchés nationaux présentent des perspectives très différentes, qui sont étudiées dans nos articles relatifs aux prix. Sur certains marchés, à l'instar de Dublin et des grandes villes allemandes, nous pensons que les perspectives de croissance du secteur locatif sont bonnes, tandis que dans d'autres, comme le centre de Londres, nous craignons les très faibles taux de rendement qui ont été atteints, des niveaux d'abordabilité tendus et les faibles perspectives de performance. ■

Le High Yield : en recherche de rendement



de

Pierre Wrobel

Director, Senior Product Specialist
Fixed Income Creditpierre.wrobel@allianzgi.comAllianz Global Investors

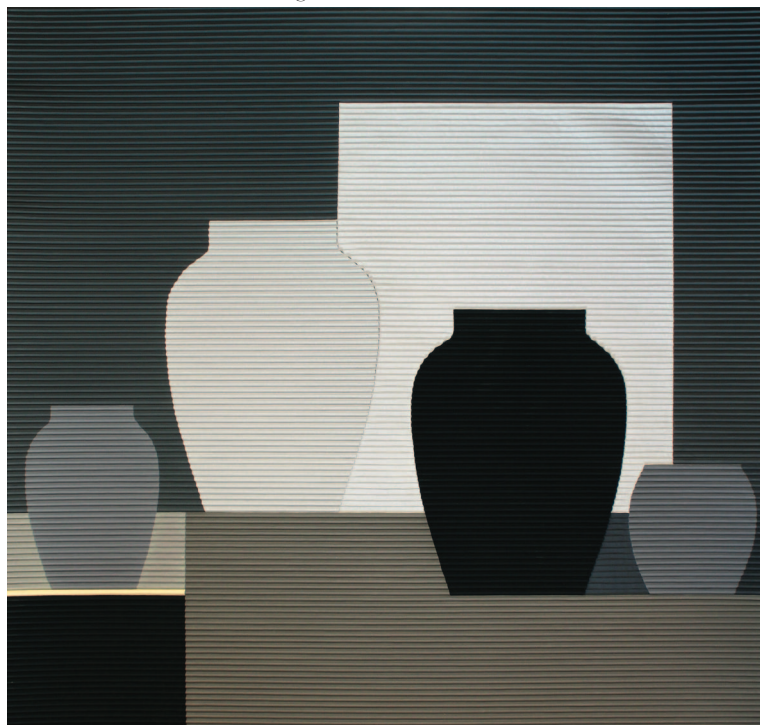
Dans un environnement de taux bas, où les titres souverains allemands à 5 ans affichent un rendement négatif depuis 2015, la course au rendement a poussé de nombreux investisseurs à élargir leur horizon en termes d'actifs éligibles. Depuis 2012 les particuliers comme les institutionnels, fonds de pension, caisses de retraite et compagnies d'assurance ont commencé pour les premiers à allouer une part de leur épargne dans des actifs plus risqués ou augmenté leur allocation pour les seconds. Que ce soit par le biais de fonds de placement ou de mandats, les encours gérés dans des classes d'actifs jugées plus risquées ont significativement augmenté au cours des années passées.

À titre d'illustration, les encours dans les fonds européens High Yield ont enregistré plus de € 30 milliards de souscription entre 2012 et 2016 selon JPMorgan, les flux commençant à devenir négatifs depuis mars 2017 (€ -2,5 Mrds à fin juillet 2017). Cependant, la baisse des rendements n'est pas le seul facteur explicatif : la crise des Etats souverains

de l'Union Européenne en 2011 a conduit les investisseurs à prendre conscience que les actifs sans risque ne le sont pas.

Mais si une certaine prise de risque est nécessaire, tout est dans la mesure des choses ; l'analyse du couple rendement/risque est essentielle. Les investisseurs tra-

Magdolna Rubin, 120 x 120 cm



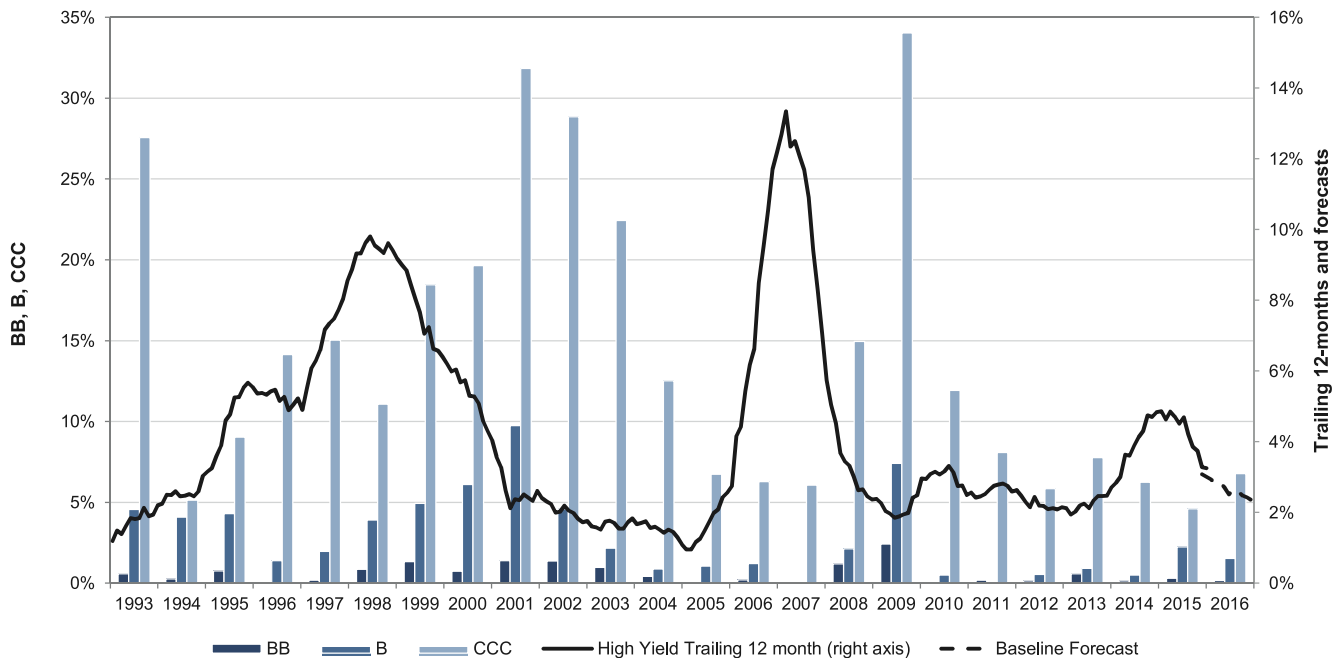
ditionnels dans les titres d'Etats se sont peu à peu tournés vers le segment du crédit Corporate Investment Grade (IG) comme une alternative relativement sécurisante et offrant plus de rendement. Les fonds Crédit IG ont commencé à utiliser leurs poches de diversification dans le High Yield et à élargir leur zone géographique des pays développés vers les pays émergents. Les obligations convertibles également ont fait l'objet d'attentions particulières, d'autant plus attrayantes qu'elles offrent une sensibilité très faible aux taux d'intérêt et qu'elles pourraient profiter d'une hausse possible de l'inflation.

Considérer un investissement dans des émetteurs de qualité de crédit inférieure constitue un choix naturel dans la recherche de rendements supérieurs. Attachons-nous plus précisément au sujet qui nous intéresse dans le cas présent : le marché obligataire « High Yield euro ». Quelle est sa nature, comment évaluer son risque, quelle performance a-t-il généré, quelles solutions d'investissement peut-on aujourd'hui trouver sur le marché et à quel coût ?

Pour mémoire, le marché des « junk bonds » est né aux Etats-Unis dans les années 1980 sous l'impulsion de Michael Milken, alors trader chez Salomon Brothers. Il a eu l'intuition d'un nouveau marché en finançant des sociétés dont le profil crédit était bien inférieur à celui des « blue chip companies » et qui seules avaient accès au marché obligataire. En effet, pourquoi financer uniquement des sociétés de la meilleure qualité de crédit possible, les fameuses « blue chip », offrant une grande sécurité mais des rendements faibles et dont le profil crédit ne pouvait que rester stable ou se détériorer ? En Europe, le marché High Yield a véritablement décollé dans les années 2000 et atteint aujourd'hui une taille significative de près de € 300 milliards (\$ 1,300 milliards pour le marché high yield américain), ainsi qu'une bonne diversification sectorielle. Ce marché, bien que moins connu des investisseurs, présente néanmoins la possibilité d'investir dans des entreprises renommées telles que Fiat, Telecom Italia, Arcelor Mittal, Barry Callebaut, Selecta, Dufry ou Ineos.

Généralement, le sentiment des investisseurs à l'égard de ce marché est qu'il est

Tableau 1 : Évolution du taux de défaut des entreprises High Yield (Monde)



Source: Moody's Annual Default Study 1920-2016 (Février 2017)

très risqué. Il est vrai que le taux de défaut de ces entreprises est supérieur à celui de l'Investment Grade, mais si l'on regarde de plus près son évolution historique, nous pouvons observer deux choses : d'une part il n'est pas stable dans le temps et montre des pics en période de récession comme en 2000/2002 et 2008/2009, et d'autre part il est bien différent d'une catégorie de notation à une autre. En effet, si le segment le moins bien noté (CCC et inférieur) affiche un taux de défaut historique (agence de rating S&P / 1981-2015 en Europe) cumulé à 5 ans d'un peu plus de 50%, celui du segment le mieux noté (BB) n'est que légèrement supérieur à 4%. Bien entendu, dans le cadre d'une gestion active, les titres obligataires ne sont pas forcément conservés jusqu'à maturité, donc un taux de défaut cumulé est à considérer dans le contexte d'une gestion « buy & hold ». Néanmoins, le défaut de paiement par l'émetteur (capital ou coupon) constitue le principal risque de crédit pour l'investisseur.

L'occurrence d'un événement de crédit ne conduit cependant pas irrévocablement au défaut. Comme nous l'avons vu en 2015 avec AngloAmerican ou Glencore, un stress de marché, dans ce cas dû à la chute du prix des matières premières, peut impacter fortement la notation d'un émetteur et la valeur de ses titres fi-

nanciers. Ceci peut engendrer des opportunités d'investissement.

Ainsi le cimentier allemand *Heidelberg Cement* qui s'était lancé dans une opération de rachat d'envergure en mai 2007 (finalisée en juin 2008) avec l'acquisition de son homologue britannique *Hanson* (GBP 8 milliards) juste avant que la demande globale pour cette matière ne chute de 30% à 40% fin 2008/début 2009, a vu sa notation dégradée du niveau Investment Grade (Baa3 en octobre 2007) à high yield (B3 mi-2009) et le prix de son obligation d'échéance avril 2018 chuter de 95 à 40. Suite à diverses opérations de restructuration menées par le Management (réduction des dividendes et des dépenses d'investissement, vente d'actifs...) le groupe a réussi à générer un cash-flow libre suffisant pour rembourser sa dette et son obligation avait retrouvé un niveau proche de 90 dès la fin de l'année 2009. Elle cote aujourd'hui au-dessus du pair.

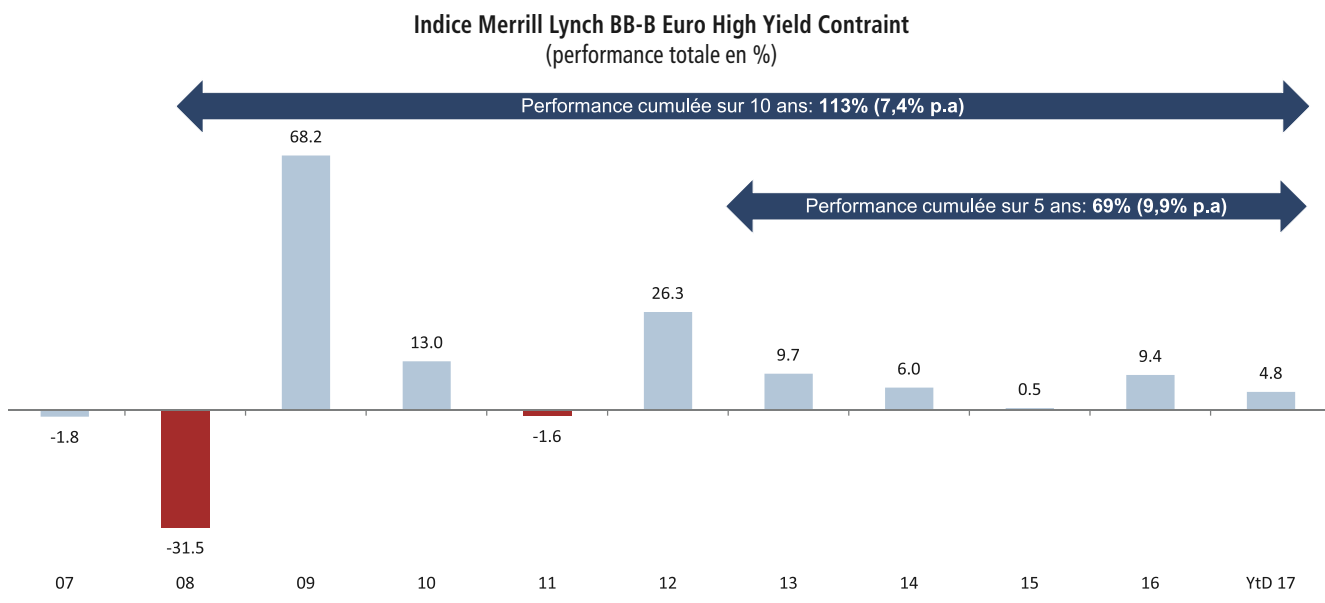
Afin d'éviter le défaut et d'identifier les opportunités d'investissement, Il est cependant absolument nécessaire de bien connaître l'émetteur que l'on finance et de procéder à une analyse très fine de son profil crédit, du degré de subordination du titre dans lequel on investit ainsi que des clauses qui lui sont rattachées dans la docu-

mentation juridique. Le recours à des fonds réputés et à des équipes de recherche et de gestion spécialisées dans ce type d'opérations est ainsi recommandé.

Au cours des 10 années passées (01/2007 à 07/2017), la performance cumulée de l'indice Euro High Yield (Indice BofA ML BB-B Euro HY Contraint) affiche 113% soit 7,4% annualisé. A titre de comparaison, les performances du Crédit IG (Indice BofA ML Euro Investment Grade) et du marché actions Eurostoxx 600 étaient dans le même temps de 4,40% et 3,30% respectivement. Il est intéressant de noter que l'élément « portage » est le principal contributeur (95% de la performance totale), bien plus que l'effet prix. Outre la régularité de son revenu, le coupon joue un rôle d'amortisseur (contrairement aux actions et hors titres hybrides et perpétuels, son montant est contractuellement obligatoire selon les conditions précisées dans la documentation juridique tandis que le dividende est laissé à la discrétion de l'émetteur). De plus, un titre obligataire a une maturité définie qui pousse mécaniquement son prix vers le pair (sauf défaut) lorsque l'on se rapproche de son échéance, contrairement à une action dont le cours peut rester déprécié pendant longtemps.

Pour mémoire, la performance totale de l'indice BofA ML Euro High Yield de-

Tableau 2 : Une performance historique remarquable



puis le début d'année (au 31/07/2017) est de 5,10% composée de façon équivalente entre un effet « prix » de 2,40% et un effet « portage » de 2,70% (coupon moyen de 5% en début d'année). L'effet prix résulte d'un mouvement contradictoire sur les taux (+30 bp de hausse des taux à 5 ans pour une sensibilité d'environ 3,5 soit une 100aine de points de base d'effet négatif sur le prix de l'indice) compensé par un resserrement des spreads de crédit de 110 bp pour une sensibilité équivalente soit 385 bp d'effet positif.

Les performances passées ne préjugent toutefois pas des performances futures, quel niveau de performance peut-on attendre de ces actifs plus risqués que les titres Souverains ou crédit de notation Investment Grade ? Si le niveau de rendement actuel est au plus bas historique depuis la création de l'indice en 1998 (2,44% de rendement «yield-to-worst» pour l'indice BofA ML Euro High Yield au 01/08/2017), ceci est principalement dû à l'élément « taux sans risque » (par abus de langage). Le spread contre obligation d'état de 268 bp, qui mesure notamment la prime de risque, est quant à lui supérieur à son point bas de 2007 (178 bp) alors que les taux de défaut à 1 an attendus par les agences de rating sont toujours sous les 2%. Il existe donc toujours un potentiel de resserrement. Toutes choses étant égales par ailleurs, sans mouvement sur les spreads, la classe d'actif générerait donc une performance de près de 2,5% sur 1 an.

Ce niveau de performance à un chiffre peut-il être encore qualifié de haut rendement ? En absolu certainement pas, mais au regard des rendements offerts par les autres classes d'actifs et en intégrant les paramètres de volatilité et de liquidité/horizon de placement, la valeur relative du high yield prend tout son sens.

Contrairement à des placements moins liquides comme l'immobilier, les infrastructures ou la dette privée, le high yield offre en effet la possibilité d'investir dans des fonds ouverts à liquidité quotidienne, dont la durée est relativement courte (3,5 ans). La durée de placement recommandée est cependant de 3 ans afin de bénéficier du portage. L'investissement peut être considéré comme une allocation satellite stratégique dans un portefeuille diversifié.

À quel coût ?

Que ce soit grâce à un fonds dédié ou un fonds ouvert, la gamme de solutions de gestion active offertes aux investisseurs est large et transparente: inclusion ou non des entreprises financières ou exclusivement dédié à ces dernières, inclusion ou non des titres perpétuels, flexibilité concernant les zones géographiques émergentes, limitation des ratings par exclusion des plus basses notations comme les CCC... La tarification est elle aussi transparente : plutôt que de regarder les frais de gestion, il est préférable de tenir compte de l'ensemble des frais (ad-

ministratifs & gestion) réunis sous la dénomination TFE (Total des Frais sur Encours) ou TER (Total Expense Ratio). Attention toutefois, les frais d'entrée et de sortie, si appliqués, ne sont pas inclus. Il est donc aisé de comparer des fonds de même catégorie et à parts équivalentes.

Les solutions de gestion active sont depuis quelques temps concurrencées par la gestion passive, notamment celle des ETFs. Dans ce cas également les TER sont directement comparables et contrairement à ce que l'on pourrait penser, il existe des fonds gérés activement dont la tarification est équivalente à leurs homologues ETFs. A noter pour ces derniers que si les fourchettes de prix (Bid/Ask spreads) mises en avant dans leur commercialisation sont serrées, la valeur liquidative sur laquelle on traite peut exploser en cas de stress de marché. Autre élément indispensable à prendre en compte: la gestion du risque du défaut, l'élément détracteur de la performance, est la grande absente de ces produits relativement récents, dont la résilience en cas de crise n'a pas été testée. ■

Comment exploiter les primes de risque alternatives ?



par

Fabio Alessandrini

Responsable des investissements alternatifs et quantitatifs à la BCV

fabio.alessandrini@bcv.ch

Banque Cantonale Vaudoise

Où trouver des placements qui permettent de générer du rendement et qui sont décorrélés des titres composant le reste du portefeuille ? La question taraude nombre d'investisseurs aujourd'hui alors que les obligations n'offrent quasi aucun rendement ou que les actions s'avèrent relativement coûteuses. Une des réponses impose de sortir des stratégies de primes de risque traditionnelles, que sont, du côté des actions, celle liée à l'évolution des bénéfices des entreprises et, du côté des obligations, celle d'inflation à la base du mouvement des taux d'intérêt.

Pour dégager des rendements décorrélés des actifs traditionnels avec un coût réduit, les approches basées sur les primes de risque alternatives exploitent des sources de rendement nouvelles en appliquant une politique de diversification systématique, sans intervention humaine, tant pour le choix des stratégies que des classes d'actifs.

Les sources de rendement alternatif

Quelles sont ces sources de rendement qui ne sont pas corrélées avec les primes de croissance ou d'inflation ? Il en existe plusieurs que l'on distingue le plus souvent selon leur origine. Nous avons tout d'abord les stratégies qui rémunèrent les investisseurs au gré du risque auquel ils s'exposent. Ce sont les stratégies qui correspondent le plus à la notion originelle de la prime de risque. On peut, par exemple, mentionner la prime liée à la taille des entreprises. En achetant systématiquement des entreprises de petite taille, l'investisseur reçoit à long terme un rendement plus élevé qui dépend du risque intrinsèque d'une entreprise moins établie sur le marché. D'autres types de stratégies profitent d'éléments plus comportementaux. Il s'agit notamment des primes de type «momentum» où l'investisseur privilégie les actifs dont la performance récente a été la meilleure. Finalement, certaines straté-

gies sont plus liées à des caractéristiques structurelles du marché. Les stratégies de type «low beta», qui privilégient les actifs peu risqués, bénéficient de l'impossibilité de nombreux investisseurs de pratiquer de l'effet de levier sur le marché. En résumé, on constate que la notion de prime de risque est quelque peu usurpée ou, pour dire les choses différemment, doit être interprétée dans un sens assez large.

De manière générale, les stratégies de primes de risque présentent les principales caractéristiques suivantes : elles doivent

bénéficier de l'intuition qu'il existe un mécanisme économique ou comportemental pouvant être expliqué de manière simple ; elles doivent être persistantes avec une évidence de performance sur le long terme ; elles doivent être exhaustives et pouvoir s'appliquer sur plusieurs marchés et classes d'actifs ; enfin, elles doivent être reproductibles, il doit donc être possible d'extraire la prime de manière systématique et à travers des instruments liquides.

Concrètement, on peut recenser de telles primes de risque. Ce sont les types «value», qui consiste à privilégier les actifs bon marché par rapport à ceux qui sont chers ; «momentum», qui privilégie les actifs ayant une tendance favorable ; «carry», qui sélectionne les actifs dont les rendements attendus sont les plus élevés ; «défensif», qui choisit les actifs au risque plus faible ou qui sont de meilleure qualité ; ou encore «volatilité», qui profite de l'aversion au risque des investisseurs et de la tendance des brokers à vendre de la volatilité. D'autres primes existent également sur certains marchés spécifiques, telles que celle liée à la taille des entreprises sur le marché des actions.

Une meilleure compréhension de la performance

Au-delà de son intérêt comme outil d'investissement, le concept des primes de risque permet aux investisseurs d'affiner leur compréhension de la performance des produits. Historiquement, l'excès de performance d'un gérant par rapport à son

Illustration 1: Typologie des primes de risque

Value	• Privilégier les actifs bon marché par rapport aux actifs chers
Momentum	• Privilégier les actifs ayant une tendance récente favorable
Carry	• Privilégier les actifs dont les rendements attendus sont les plus élevés
Défensif	• Privilégier les actifs qui ont un risque plus faible ou qui sont de meilleure qualité
Volatilité	• Profiter de l'aversion au risque des investisseurs et de la tendance des brokers à vendre de la volatilité
Autres	• Facteurs idiosyncratiques (taille, segmentation de marchés, contraintes spécifiques, etc.)

Source : BCV



CharElie Couture, 40 x 40 cm

indice de référence était considéré comme le résultat de son talent à sélectionner les bons titres. Dans la perspective des primes de risque cependant, tout ou partie de l'excès de performance peut dériver d'une exploitation plus ou moins systématique de primes de risque alternatives. À titre d'exemple, un gérant peut surperformer en achetant de manière régulière des titres bon marché, qui, à long terme, ont tendance à afficher de meilleurs rendements. Dans ce cas, il ne s'agit pas forcément de talent, dans la mesure où ce type de surperformance peut être répliqué grâce à une stratégie systématique de primes de risque. Ce que l'on appelait «alpha» ou talent du gérant n'est donc qu'un «bêta» différent.

Si ces considérations ne sont restées dans un premier temps que théoriques, elles ont pris une portée plus pratique avec l'apparition des produits qui permettent de répliquer les primes de risque alternatives. Ceux-ci étant désormais largement disponibles sous divers formats et à un prix bien plus favorable, l'investisseur pourra obtenir le même type d'exposition à un tarif globalement plus avantageux. Ce constat fait particulièrement des dégâts dans l'industrie des hedge funds qui a traditionnellement largement profité des primes de risque alternatives tout en les vendant à des tarifs équivalents à ceux de l'alpha. Au final, l'apparition des solutions de primes de risque permet à l'investisseur d'allouer son budget de frais

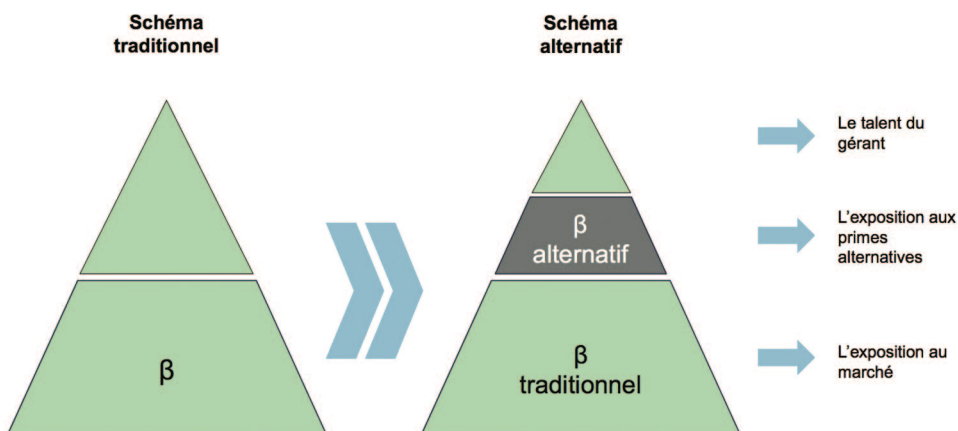
de manière plus efficiente en payant cher uniquement ce qui peut véritablement être assimilé à du talent.

Un concept, plusieurs styles

Dans la jungle des nouveaux produits et terminologies liés aux primes de risque, l'investisseur peut facilement s'y perdre. C'est d'autant plus vrai que le concept de primes de risque peut être facilement implémenté dans une variété de styles de gestion. Cette modularité constitue d'ailleurs un de ses atouts, puisqu'elle permet à l'investisseur d'adapter l'approche parfaitement à ses besoins et à ce qui existe déjà dans son portefeuille.

Prenons un exemple. La prime de risque «défensif» sur le marché des actions, vise à privilégier les titres les moins risqués, mesurés, par exemple, par la volatilité, au détriment de ceux qui affichent le plus de fluctuations. Si on se limite à des positions acheteuses, on peut construire un portefeuille qui surpondère les titres les moins volatils et sous-pondère ceux qui le sont plus. En y ajoutant une contrainte de «tracking error» limitée par rapport à un indice donné, on aboutit à ce qu'on appelle une approche «smart beta». A contrario, en concentrant le portefeuille sur un nombre de titres restreint et sans contrainte d'indice de référence, on obtient une gestion active. Finalement, on peut simplement combiner les positions acheteuses et vendeuses. Pratiquement, on compose un portefeuille avec les seuls meilleurs titres selon le critère considéré, mais on le complète en vendant à découvert un portefeuille avec les moins bons titres.

Illustration 2 : Décomposition de la performance



Ce faisant, on obtient une stratégie neutre vis-à-vis du marché et la performance ne sera le résultat que du «momentum» des titres. Cette dernière implémentation est la plus pure puisqu'elle permet d'isoler l'effet de la prime de risque en question, sans y ajouter d'exposition au marché. Le graphique ci-dessous illustre les différents profils obtenus en fonction du type d'implémentation sur la prime de risque «défensif». La version avec uniquement des positions acheteuses délivre une surperformance sur le long terme, mais reste néanmoins sujette aux fluctuations du marché. À l'opposé, la version neutralisée, à l'aide de positions vendeuses, affiche un profil beaucoup plus stable et n'est pas

affectée par les baisses brutales du marché observées au début des années 2000 ainsi que durant la crise de 2008.

Un concept, plusieurs classes d'actifs

Si l'on évoque régulièrement le marché des actions, le concept ne se limite de loin pas à cette seule classe d'actifs. L'intuition développée plus haut s'applique en fait parfaitement aux autres classes d'actifs telles que les obligations, devises ou autres matières premières. Là aussi, l'approche n'est pas complètement nouvelle. Les gérants sur le marché des devises, par exemple, appliquent depuis longtemps de manière discrétionnaire la stratégie visant à privilégier les devises des pays ayant des taux d'intérêt plus élevés. Ce faisant, ils captent une prime dite de «carry», qui peut parfaitement être systématisée.

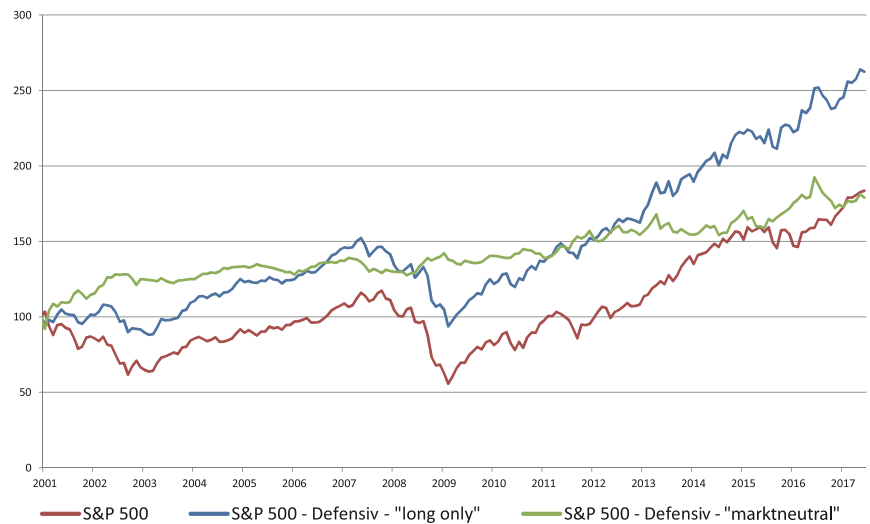
L'intuition demeure donc identique, mais est adaptée à d'autres types d'actifs. Les différentes devises, obligations ou matières premières sont classées selon certains critères similaires à ceux mentionnés plus haut, «value», «momentum», «carry» ou «défensif» et des portefeuilles de ces actifs sont composés de manière correspondante selon le critère considéré. Cette diversité dans les classes d'actifs va encore renforcer le potentiel de diversification. Analysés sur le long terme, ces différents couples style-classe d'actifs affichent des performances qui démontrent qu'ils dépendent peu les uns des autres.

Comment construire des portefeuilles de primes de risque ?

Dans sa version la plus aboutie, l'approche basée sur les primes de risque profite de manière maximale de l'effet de diversification en combinant à la fois des types de primes et des classes d'actifs. De plus, les stratégies sont neutralisées par rapport à l'effet de marché, comme expliqué plus haut, de manière à ne pas réintroduire un risque déjà présent dans le portefeuille de l'investisseur.

Étant donné le profil différent de chaque stratégie, un premier travail est nécessaire pour sélectionner celles qui sont le plus

Illustration 3: Performance de la même prime de risque diversement utilisée



Source: BCV - Bloomberg

appropriées en fonction du profil désiré et ainsi aboutir à un sous-ensemble pertinent. La sélection peut, en outre, être statique ou dynamique. Chaque stratégie ayant elle-même des périodes plus ou moins favorables, on peut être tenté d'ajuster le type de prime en fonction, par exemple, du contexte macroéconomique et financier. Si, à priori, l'idée semble raisonnable, elle est encore loin de faire l'unanimité. Elle implique en effet la capacité à prévoir de manière suffisamment régulière les performances futures des stratégies, ce qui est encore loin d'être acquis.

La dernière étape de la construction s'attache à déterminer le niveau de risque global du portefeuille. En raison de son très

fort effet de diversification, un portefeuille de primes de risque affiche peu de volatilité, mais un rendement également peu élevé. Pour obtenir un rendement supérieur, il peut être nécessaire d'appliquer du levier, comme c'est souvent le cas pour des produits implémentés de manière neutre par rapport au marché. Néanmoins, cet effet de levier doit être utilisé de manière raisonnable et appropriée puisqu'il s'applique à des portefeuilles extrêmement diversifiés et décorrélés.

Les défis de l'approche

Si l'approche est séduisante à bien des aspects, elle n'en demeure pas moins parsemée d'embûches, dont il est bon d'avoir

Pierre Olivier Barman, huile sur toile de lin, 100 x 150 cm





Béatrice Magguri, *Rue des poudres bleues*, 100 x 150 cm

conscience. Elle a en premier lieu le défaut de la jeunesse, dans la mesure où l'investisseur n'a encore que peu de recul par rapport à son implémentation. Même si les intuitions ne sont de loin pas nouvelles, les formats les plus récents ne sont disponibles que depuis la crise de 2008. On attend donc encore le baptême du feu, soit une crise majeure, pour évaluer, en particulier, les caractéristiques de diversification. Par ailleurs, la jeunesse de l'approche implique que de nombreuses observations sont basées uniquement sur des données simulées. De récentes études ont comparé les performances réelles vis-à-vis des simulations et ont montré qu'il fallait en général compter avec une réduction substantielle des rendements.

Un autre écueil provient de la variété des approches proposées. Il est surprenant de voir comment un même concept peut fournir des performances différentes en fonction du type d'implémentation. Si l'on considère la prime «value» sur les actions par exemple, la question est de savoir comment on identifie un titre bon marché. De nombreux indicateurs peuvent être utilisés, que ce soit le ratio cours-bénéfices, la valeur comptable ou encore le rendement aux dividendes. Or, ce choix conduit parfois à des résultats très variés. Il est donc primordial que l'investisseur ne se contente pas de l'étiquette d'une prime, mais procède à une évaluation détaillée de la stratégie et de son implémentation.

La complexité des portefeuilles peut également représenter une difficulté pour l'investisseur. La combinaison de styles et de classes d'actifs différents aboutit à des portefeuilles d'une grande complexité et incluant un nombre de sous-jacents particulièrement élevé. L'utilisation extensive de produits dérivés de type swaps ou contrats à terme ainsi que l'usage fréquent d'effet de levier rend le tout parfois difficile à appréhender. Pour être à l'aise, l'investisseur doit être suffisamment doté de connaissances tant des marchés que des technologies. Sur ce dernier point, une plateforme permettant d'obtenir une vision claire des portefeuilles complexes est souvent nécessaire pour en gérer les risques et bien comprendre qu'elles en sont les sources de performance.

La complexité engendre un dernier défi, celui des frais. Si l'approche permet d'allouer efficacement un budget, elle doit, là encore, se montrer totalement transparente. Or, le cumul d'instruments et de types de gestion différents peut facilement conduire l'investisseur à ne pas avoir conscience de certains coûts cachés qui vont grever d'autant la performance future.

Quel rendement faut-il en attendre?

Le rendement attendu de ce type de portefeuille va varier considérablement en fonction du profil adopté. Il est donc illu-

soire de vouloir donner un seul chiffre pour une approche qui peut prendre mille et une formes. On distinguera notamment les produits de type «long only» – où le rendement attendu sera essentiellement lié à la classe d'actifs sur laquelle la stratégie opère – des produits «long-short». Sur ces derniers, le rendement attendu sera largement le résultat du type de stratégie choisi ainsi que du levier appliqué.

De manière générale, une première règle veut que le rendement attendu soit revu à la baisse par rapport aux simulations historiques afin de tenir compte des potentiels biais positifs qui y ont été intégrés – volontairement ou pas. On mentionnera en particulier le biais de sélection. A posteriori, c'est-à-dire en ayant connaissance des performances passées, l'analyste sélectionnera pour sa simulation uniquement des stratégies dont la performance a été satisfaisante, ce qui aura tendance à sous-estimer les erreurs potentielles et donc surestimer la performance à venir.

De plus, le contexte historique de la simulation varie forcément de celui que l'on connaît actuellement. On pense en particulier aux mouvements des taux d'intérêt, dont la baisse constante au cours des deux dernières décennies peut avoir engendré des performances sur certaines stratégies peu porteuses d'enseignements pour le futur. Le rendement attendu doit donc être ajusté au contexte actuel. Dans un environnement marqué par des politiques monétaires ultra-expansives qui ont conduit à des taux historiquement bas, toutes les estimations doivent être revues à la baisse. Les investisseurs en quête de rendement vont chercher des alternatives. Ce faisant, le prix de tous les actifs augmente et fait ainsi baisser le rendement attendu. Les primes de risque n'échappent pas à cet effet de domino déclenché par les banques centrales. Toutefois, même ajusté à la baisse, le rendement n'en demeure pas moins intéressant, notamment ajusté au niveau de risque. Sur-tout, décorrélée des autres sources de rendement, l'approche peut offrir une excellente diversification dans les portefeuilles. ■

Plus d'informations sur :
www.bcv.ch/premia

Allocation géographique et actions cotées



de
Sébastien de Frouville
Investor Relations Manager
sdefrouville@comgest.com

Comgest

Le sens à accorder à la notion de lieu de cotation d'une entreprise (ou allocation géographique) a considérablement évolué avec la globalisation. Ce mot de globalisation est très fréquemment repris, aussi bien par les politiques, journalistes et dirigeants d'entreprise que par des chercheurs en économie ou en sciences sociales. L'objectif de cet article sera de détailler les grandes étapes de la mondialisation financière et ses conséquences pour les grandes entreprises cotées.

La plupart du temps employée de façon abstraite et connotée soit comme un fléau, soit comme une opportunité, elle se caractérise d'abord par un manque de définition précise. Les grandes étapes de la

globalisation recouvrent des politiques économiques spécifiques, des réformes financières, des institutions économiques internationales, un accroissement de l'internationalisation des échanges de biens et services ou encore des stratégies et organisations productives typiques. La notion de mondialisation employée sans qualificatif demeure insuffisante pour pouvoir caractériser avec précision le contexte économique international dans lequel évoluent les grandes entreprises cotées aujourd'hui.

Capitalisme et mondialisation

En effet, loin d'être un phénomène nouveau, la mondialisation économique est inhérente au capitalisme. Depuis sa naissance au XVe

siècle, le capitalisme se serait toujours déployé dans une perspective internationale, outrepassant les frontières de ses pays originaux. En économie, l'avantage comparatif est le concept principal de la théorie traditionnelle du commerce international. Il a été approché par Robert Torrens en 1815 et démontré pour la première fois par l'économiste britannique David Ricardo en 1817. La théorie associée à l'avantage comparatif explique que, dans un contexte de libre-échange, chaque pays, s'il se spécialise dans la production pour laquelle il dispose de la productivité la plus forte ou la moins faible, comparativement à ses partenaires, accroîtra sa richesse nationale. Cette production est celle pour laquelle il détient un « avantage comparatif ».

Outre sa consubstantialité avec le capitalisme qui fait traditionnellement reposer sa définition sur les échanges de biens et de services au niveau mondial, la configuration de la mondialisation semble dépendre également de deux autres facteurs : la mobilité des unités de production et la liberté de circulation des capitaux. C'est l'ampleur respective de chacune de ces trois composantes principales et les combinaisons particulières qu'elles forment selon les époques qui vont permettre de déterminer les différentes figures de la mondialisation. Plus particulièrement, c'est la prépondérance prise par les échanges de capitaux sur les deux autres composantes à partir des années 1980 qui justifie désormais d'employer le concept de globalisation.

Les étapes de la globalisation

L'émergence de la globalisation est le produit d'une série de mesures politiques et de réformes financières précises réalisées durant trois périodes d'importances inégales. La première configuration de la mondialisation économique (la plus longue) démarre des débuts du capitalisme jusqu'au milieu des années 1960 et que l'on peut qualifier d'internationale. Dans cette première phase, les échanges commerciaux semblent largement prévaloir sur la mobilité des unités de production ou la circulation des capitaux. Au cœur de ce mécanisme se situe la spécialisation internationale des territoires nationaux qui repose sur les disparités de productivités sectorielles d'un pays

Sonya Sklaroff, Two Water towers with lit windows, 45 x 45 cm



à l'autre. Une telle spécialisation nécessite l'immobilisation des unités de production entre les différents pays. D'autre part, la régulation de cette phase se caractérise par la souveraineté des États sur les marchés des biens et des services. La meilleure illustration de cette régulation de l'économie mondiale est la signature des accords de Bretton Woods en 1944. Ces accords mettent en place un nouveau système monétaire destiné à prévenir les crises monétaires susceptibles d'être responsables de différents maux comme le chômage ou les guerres. Afin d'assurer une certaine stabilité économique, cette nouvelle architecture monétaire repose sur l'instauration de taux de changes fixes entre monnaies, le dollar devenant une devise internationale en étant doté d'une convertibilité en or (le « Gold Exchange Standard »).

À partir du milieu des années 1960, une seconde phase, transitoire cette fois-ci, va assurer le passage de la configuration internationale de la mondialisation à sa configuration globale, ou globalisation. C'est d'ailleurs à partir de cette période que date le franchissement des premières étapes de libéralisation et de déréglementation – adoptées par les principaux pays industrialisés –, conduisant à l'avènement de la globalisation. Dans un contexte de concurrence accrue, la compétitivité par les prix et par les coûts devient un élément important de la logique économique de nombreux secteurs. Signe de la fin de la configuration « internationale », annonciateur de la globalisation : les firmes multinationales occupent désormais une place centrale dans l'économie, au détriment des États, étant donné l'augmentation de leurs ventes à l'étranger. On passe progressivement d'un système dans lequel les pouvoirs publics et les gouvernements représentant les intérêts économiques de leurs entreprises dominent les relations commerciales internationales à un système où les entreprises multinationales vont davantage peser sur les décisions publiques. La transformation du système monétaire international va donner un coup d'accélérateur à la globalisation.

En août 1971, par un discours du président Nixon, les États-Unis décrètent de façon unilatérale l'abrogation des accords de Bretton Woods pour un certain nombre de raisons propres à la situation économique

du pays. La mutation du système monétaire international via le démantèlement du « Gold Exchange Standard » et la création du principe dit de taux de changes flexibles marque une étape décisive dans le processus qui a mené à la configuration globale de la mondialisation. Le cours des devises est déterminé par l'offre et la demande. Dans un contexte de ralentissement de la croissance mondiale et de remise en question des politiques keynésiennes qui avaient prévalu depuis 1945, les États-Unis et le Royaume-Uni inaugurent une politique économique d'inspiration monétariste au tournant des années 1980. Le credo monétariste pose le marché comme principe de régulation par opposition à l'ingérence de l'État dans l'économie. Elle pousse à la réduction de l'interventionnisme étatique et favorise l'initiative privée en encourageant la privatisation de l'économie et des capitaux des entreprises. Cette nouvelle doctrine économique favorise l'accentuation de la déréglementation financière. Pour y parvenir, elle conduit à alléger les législations, les réglementations et le contrôle des transactions. Le décloisonnement et la déréglementation du marché des actions viennent compléter celui des devises.

Conséquences pour une société cotée

À partir du milieu des années 1970, la globalisation peut être qualifiée de configuration multinationale de la mondialisation puisque commencent à prédominer les investissements directs à l'étranger (IDE) à travers une forte mobilité des activités économiques en dehors des pays d'origine. Ce mouvement touchera d'abord les multinationales américaines et britanniques, puis ensuite les multinationales européennes. L'IDE devient au passage un meilleur indicateur du niveau de globalisation que les échanges commerciaux qui dominaient jusqu'alors.

La vague de privatisation des grandes entreprises publiques depuis le milieu des années 1980 constitue peut-être la traduction la plus immédiate et la plus tangible de la globalisation au niveau des organisations productives. En Europe, les mutations de la propriété du capital des grands groupes qui ont eu lieu ont touché de multiples do-

maines d'activité, allant du secteur de l'énergie à celui des biens d'équipement, en passant par le commerce, les transports, les télécommunications, les assurances ou encore les organismes bancaires. Dans ces secteurs, les grandes entreprises qui étaient devenues publiques lors des grandes phases de nationalisation entre 1935 et 1983 deviennent des groupes privés soumis à la concurrence.

L'internationalisation des entreprises nécessite souvent pour espérer conquérir des parts de marché d'atteindre la fameuse taille critique. Cette dernière a augmenté en liaison avec la taille du marché qui souvent de nationale est devenue à travers le temps régionale puis mondiale. Cela entraîne également la cession de certaines activités afin de se recentrer sur celle(s) pour laquelle l'entreprise possède un avantage compétitif substantiel.

Avec la libre circulation des capitaux, le recours au marché supplante peu à peu le traditionnel endettement bancaire. On parle alors de désintermédiation bancaire. Les marchés de capitaux, les organisations financières non bancaires (fonds de pension, sociétés d'investissement collectif, OPCVM, etc.) deviennent des sources de financement dominantes.

La notion de lieu de cotation a considérablement évolué ces cinquante dernières années et la globalisation a atténué son sens, du moins pour les grandes entreprises cotées. Il en a davantage généralement pour les small et mid caps. Pour un investisseur action qualité et croissance, cela permet ex post de constater qu'il y a, par exemple, sans doute davantage de sociétés industrielles ou technologiques bénéficiant d'un avantage concurrentiel durable respectivement au Japon et aux États-Unis. Enfin, ces quinze dernières années ont vu les inégalités augmenter dans les pays développés en segmentant lors des rendez-vous électoraux (US, Brexit, France) les vainqueurs et perdants de la globalisation, laissant parfois entrevoir une hypothétique de globalisation. Un des enjeux des prochaines années sera sans doute un rééquilibrage de la distribution des richesses. ■



**L'heure tourne
et votre
présentation
devant les
investisseurs
n'est toujours
pas prête?**

EASYFACT4FUNDS

la première factsheet interactive à mise à jour automatique

Demandez une démo !



CAPITAL MÉDIAS
Think New Finance. Invest Digital.

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

Les caisses de pensions, un maillon fort et durable de la sécurité sociale en Suisse



de
Olivier Ferrari
CEO
oferrari@coninco.ch

CONINCO Explorers in finance SA

N'en déplaie aux détracteurs qui souhaiteraient d'une part que le minimum de la prévoyance professionnelle obligatoire soit versé dans l'AVS et d'autre part, que sa partie sur obligatoire passe dans le 3ème pilier a. Un démantèlement souhaité tant par des pressions d'une partie de la gauche, que d'une certaine droite.

Des chiffres qui parlent d'eux-mêmes !

Il ne s'agit pas de refaire l'histoire de la sécurité sociale, mais bien de remettre en exergue certains éléments fondamentaux qui font ressortir clairement que les caisses de pensions sont un des maillons les plus sûrs de garantie de prestations pour notre retraite, entre autres.

Sur le premier tableau, il est relevé quelques notions essentielles qui permettent de

déterminer la bonne santé de l'une ou l'autre des structures appliquant la sécurité sociale. En l'occurrence, sont considérées tant la Confédération, la caisse AVS et la PP (Prévoyance Professionnelle).

Ces mêmes données sont reprises sur un graphique. Chacune des données relevées devient comparable entre les différents systèmes et permet de relever l'amplitude des valeurs considérées.

Comme il ressort de ces différents éléments, il peut être relevé que la Prévoyance Professionnelle est la seule structure qui dispose d'un capital substantiel et avéré et que, par conséquent, chaque citoyen a ainsi la garantie « qu'un montant » lui est acquis pour la période du temps de la plénitude qui lui appartiendra après la fin de sa période professionnelle. Si l'on se réfère aux données disponibles, les revenus de la Confédération sont 50% supérieurs à ceux de l'AVS, mais inférieurs à ceux de la PP. Près

de 15% des revenus de la Confédération soutiennent ceux de l'AVS, car pour cette dernière, les cotisations ne représentent que le 72% des dépenses (Contributions AVS assureurs employés : CHF 30.862 milliards / Dépenses AVS 42.530 milliards). Le capital de l'AVS couvre juste un peu plus d'une année de dépenses. Pour la PP, le capital social disponible représente près de 15 ans des dépenses actuelles. Sachant que les cotisations (45.813 milliards) sont largement supérieures aux prestations sociales (35.504 milliards), et que le rendement du capital (13.796 milliards) permet en plus de renforcer la sécurité financière. Ce rendement du capital n'était encore que de 10.977 milliards en 1990.

Qu'en est-il de la Confédération ?

La Confédération tire ses revenus uniquement d'une seule source, à savoir de l'économie. Pour le budget 2018, les recettes ordinaires de notre institution fédérale sont planifiées à raison de 21.507 milliards de l'impôt fédéral direct, 23.390 milliards de la taxe sur la valeur ajoutée, 6.180 milliards de l'impôt anticipé, 4.565 milliards de l'impôt sur les huiles minérales, 2.360 milliards du droit de timbre, 2.045 milliards de l'impôt sur le tabac et 11.939 milliards d'autres recettes fiscales et non fiscales.

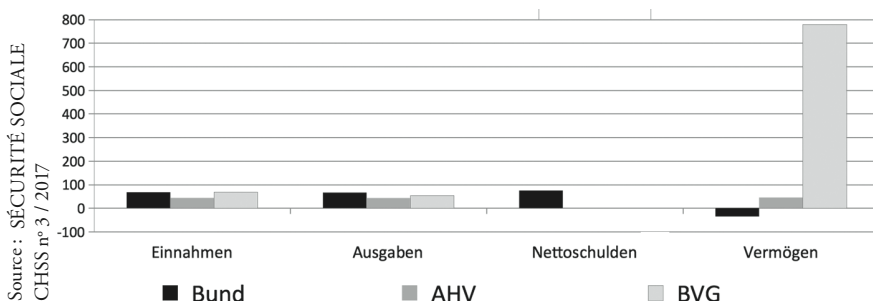
Cette énumération démontre que la Confédération ne peut en aucun cas suppléer à un financement insuffisant de l'AVS, ce étant qu'elle y contribue déjà à un très haut niveau (voir plus en avant), et que ces recettes sont directement liées à la santé économique tant de notre pays, que du contexte international et, par capillarité, de nos entreprises.

Il est illusoire que de croire que seule l'augmentation de la TVA sera à même de garantir la pérennité de notre sécurité sociale. Il en est de même, par exemple, de l'impôt sur le tabac pour soutenir encore plus l'AVS.

Financement de la sécurité sociale

Si l'AVS bénéficie de près de 10,9 milliards de contributions des pouvoirs publics (la Confédération prend à sa charge 19,55%

Chiffres en mias CHF	Revenus	Dépenses	Dette nette	Capital
Confédération	67.15	65.43	74.11	-35.35
AVS	42.97	42.53	0.00	44.67
PP	68.23	53.47	0.00	779.40



des dépenses de l'AVS en puisant ces fonds dans les recettes de l'impôt fédéral direct, de la TVA et des impôts sur le tabac, les spiritueux et les maisons de jeu), le solde de son financement est assuré uniquement par les cotisations des employés et de l'employeur. Le principe de répartition constitue son modèle, à savoir les actifs financent directement les rentes versées actuelles. En 1960, les cotisants étaient au nombre de 5,1 pour financer un bénéficiaire de rente. En 2002, ce rapport n'était plus que de 3,6 et évoluera à 2,3 en 2035. Bien que le nombre de travailleurs ne cesse d'augmenter encore aujourd'hui, l'évolution du nombre de rentiers est exponentielle, surtout avec l'impact des baby boomers des années soixante.

Pour le deuxième pilier, celui-ci bénéficie d'une fortune conséquente qui est directement placée dans l'économie, et son rendement ne pourra être supérieur à ce que l'économie elle-même est à même de produire en termes de retour sur investissement. La deuxième source de ce financement est naturellement les cotisations. Néanmoins, comme relevé précédemment, la PP est la seule à disposer d'un capital qui permettra dans la durée de servir des rentes, même si celles-ci subiront une modification nécessaire, ce qui ne veut pas dire que ces rentes seront inférieures à l'objectif constitutionnel !

Ceci est renforcé par le principe de la primauté des cotisations, ce qui implique que tout un chacun contribue directement, et proportionnellement à son salaire. Néanmoins, compte tenu que le rendement du capital n'est plus un contributeur à haut niveau de financement du capital retraite, il convient de reconsidérer non pas le système, mais bien son mode de financement, de prestations, et de prendre conscience de notre responsabilité individuelle sur les objectifs et priorités que tout un chacun mettons en avant.

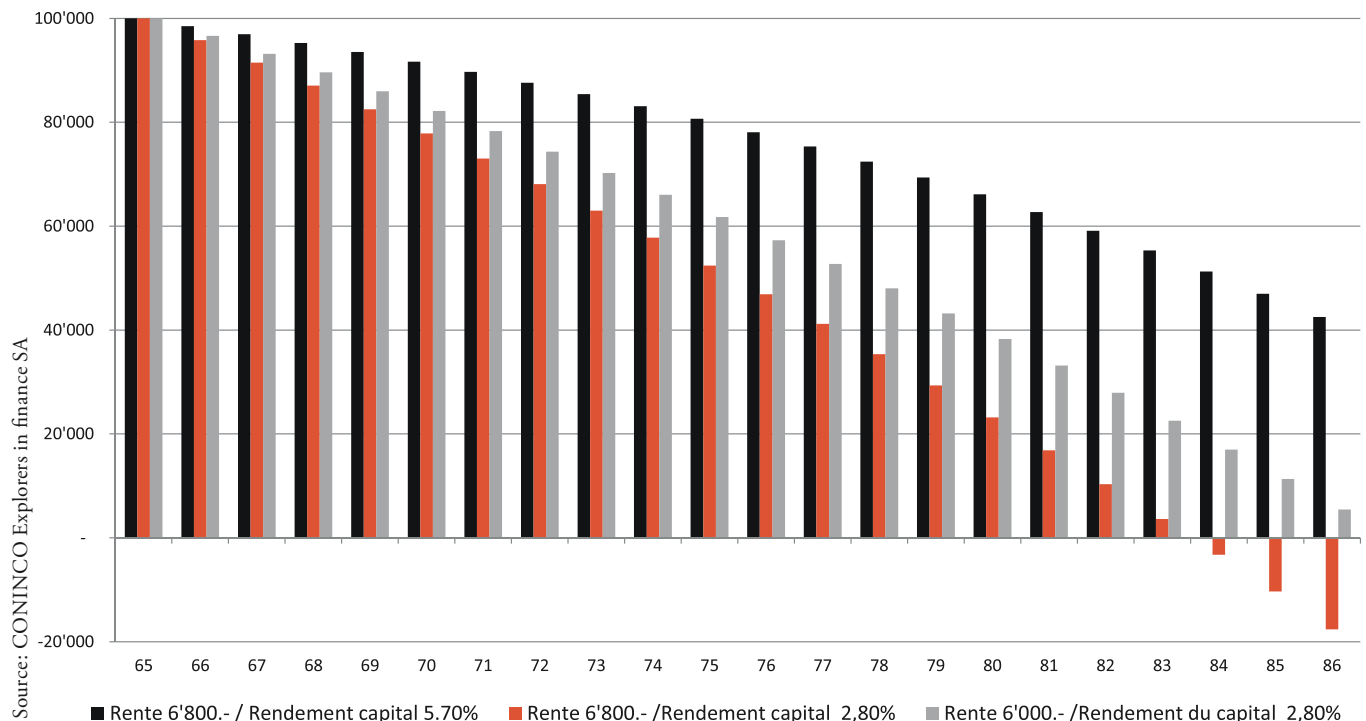
“ L'économie est le seul et unique contributeur du financement de toutes prestations sociales. (...) La croissance économique est un facteur de potentielle amélioration des ressources de financement, par une augmentation des sources.”

Économie, longévité, sécurité sociale – Un lien indissociable

L'économie est le seul et unique contributeur du financement de toutes prestations sociales. Que cela soit tant au travers des impôts et taxes prélevés par les collectivités publiques, que de par les cotisations prélevées sur les salaires. Seules les formes de contributions de ces prélèvements et le niveau des prestations promises peuvent différer. La croissance économique est un facteur de potentielle amélioration des ressources de financement, par une augmentation des moyens disponibles à la source. Mais là aussi, une évolution exponentielle ne peut être considérée comme l'unique moyen de soutenir un État social. Le développement de notre société et plus spécifiquement la qualité de cette évolution a conduit en Suisse à augmenter de manière significative la qualité de la vie et son corol-

“ La Confédération tire ses revenus uniquement d'une seule source, à savoir de l'économie.”

Comme on le voit clairement, l'AVS arrive dans la phase de maturité de son fonctionnement. Si les cotisations sont restées inchangées depuis près de quarante années, pour un financement durable, ce ne sont ni la Confédération, ni les recettes des placements financiers de sa fortune, encore existantes, qui permettront de répondre à la nécessité de solutionner des comptes pérennes.





Jean-Claude Schwarz, *Grand large*, acier inox, H 300 cm

laire, l'espérance de vie. Si en 1981 l'espérance de vie à l'âge de la retraite était de respectivement 14,3 ans pour les hommes et 18,2 ans pour les femmes, ces valeurs sont respectivement de 19,8 ans et 22,6 ans en 2016. Soit près de 5 années supplémentaires. Cela induit que tant l'AVS et la PP devront payer encore beaucoup plus longtemps les rentes promises. Et ceci indépendamment de la source de financement.

Sur le tableau (en page 17), il est relevé comment le capital disponible à l'origine, pour une rente donnée et un rendement acquis, se consomment dans le temps.

En 1985, lors de l'entrée en vigueur de la LPP (Loi fédérale sur la prévoyance professionnelle vieillesse et survivants), il était possible d'obtenir de l'économie un retour sur investissement du capital disponible de

5,7%. Aujourd'hui, avec la même politique de placement, ce rendement attendu n'est plus que de 2,8%. Si aujourd'hui la LPP donne pour CHF 100'000.- de capital disponible une rente de CHF 6'800.- (ou 6,8% de taux de conversion) en retirant du marché les 2,8% potentiels, il n'y aura plus d'argent disponible dès l'âge de 83 ans (soit 18 ans). Alors même qu'avec les 5,7% de retour sur investissement de 1985, il était possible de servir des rentes au-delà de 86 ans. Pour assurer une rente sur une durée objective d'espérance de vie, aux conditions offertes par l'économie en 2017, il convient de considérer une rente de CHF 6'000.-, ou augmenter les cotisations, ou réduire les prestations.

Ces considérations appliquées à la prévoyance professionnelle sont bien évidemment les mêmes pour l'AVS. Sauf que pour l'AVS, afin de garantir le coût de l'augmen-

tation de l'espérance de vie et la diminution du nombre de cotisants proportionnellement aux bénéficiaires de rentes, il faudrait favoriser une augmentation à futur de ce nombre de cotisants. Chose impossible si l'économie ne peut en assurer les places de travail.

Dès lors, il faut demander une contribution supplémentaire à la Confédération. Cela conduirait celle-ci à s'endetter et nous connaissons ce que représente l'endettement d'un État qui se veut social, sans participation contributive, objective de ses concitoyens, avec l'exemple de notre voisin la France et bien d'autres pays encore. Sachant que là aussi l'économie ne pourrait permettre une hausse infinie des impôts, sous réserve d'une marge actuellement disponible dans la TVA pour la Suisse. Pour les protagonistes d'une augmentation des rentes AVS, il convient de relever, sur la base des chiffres ci-dessus communiqués, qu'une hausse de rente de 2% des prestations sociales représente CHF 826 millions de rentes annuelles (pour des prestations actuelles de CHF 42,326 milliards).

S'il fallait disposer du capital équivalent à la PP pour garantir ces rentes, celui-ci devrait augmenter de CHF 13,766 milliards. Voici ce que représente la réalité de toute augmentation de l'AVS sur les générations futures. Que diront les jeunes générations devant une telle construction d'un système qui a aussi ses limites. C'est sans compter que l'espérance de vie ne doit plus augmenter à futur, car pour chaque année de plus de retraite des bénéficiaires AVS, le coût de cette augmentation sera de CHF 826 millions supplémentaire au capital qui vient d'être calculé. Le serpent qui se mord la queue.

Agir et ne plus réagir

Redonner la mémoire aux événements doit permettre non pas de culpabiliser mais de se mettre en contexte pour comprendre ce qui est advenu.

Lors de la mise en place du système de sécurité sociale actuel, le contexte économique était totalement différent. L'espérance de vie était courte, il y avait très peu de rentiers, tout était à construire, la population mondiale était à peine plus

de deux milliards d'habitants, la jeunesse était dominante et tout était en devenir. L'Occident a pu mettre en place des systèmes de politique sociale pour mettre à disposition des citoyens un revenu de base selon que chacun devenait en incapacité de travail, veuf/veuve, orphelin ou allait se retrouver à la retraite.

Pour la Suisse, le système AVS est entré en vigueur. Cela implique conceptuellement qu'il faut 44 années de cotisations pour toucher son plein droit à une rente complète. Cela veut aussi dire que 44 années de cotisations depuis l'origine nous conduit en 1992 pour la durée complète nécessaire à ce droit. Cela signifie que toutes les personnes qui avaient plus de vingt ans en 1948 n'ont pas de droit à des rentes complètes. Pour chaque année de manque de cotisation à notre système de sécurité sociale AVS, la rente sera diminuée de 1/44ème soit, un manque de 2,27% par année. Pour faire plus simple, une personne qui avait 30 ans en 1948 se verra amputé de près de 23% du droit à sa rente.

Dans un autre exemple, une personne qui a dû quitter son pays et qui a été accueillie en Suisse à l'âge de 35 ans, elle verra sa rente réduite de près de 35%. Et lorsque l'on sait le nombre de personnes qui arrivent à la retraite et qui ont été accueillie en Suisse depuis des décennies, pour chacune, le revenu garanti par ce système est inférieur aux objectifs.

Tout ceci n'est pas différent pour la PP. De surcroît la LPP (Loi fédérale sur la prévoyance professionnelle, vieillesse et survivants), a imposé une obligation de mettre en place des prestations de retraite d'entreprises qu'en 1985. Cela veut dire que toute personne arrivant à la retraite avant 2025 n'aura pas droit au plein objectif de cette partie de la sécurité sociale. Et je ne parle pas des mêmes personnes qui ont été accueillie en Suisse et qui se voient imputées d'un objectif de rente qui ne sera pas atteint. Pour une personne de 35 ans (comme notre cas dans l'AVS), cela représentera une rente inférieure de 14%. Uniquement parce qu'il lui manquera 10 ans de cotisations.

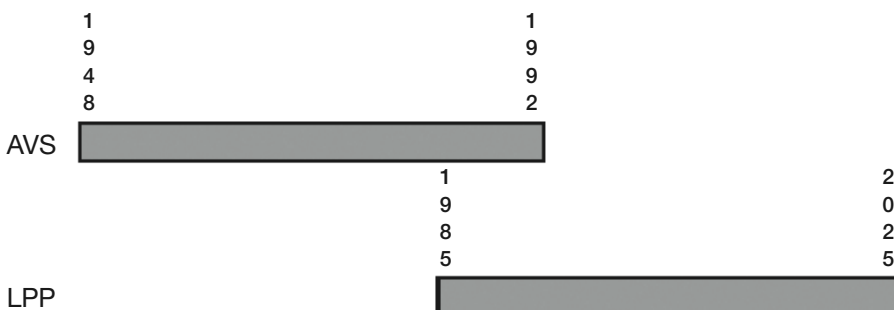
Est-ce à dire que le deuxième pilier va mal, que l'AVS est la solution miracle dont le financement nous tombe du ciel ? Non aux politiciens et partisans d'un dogmatisme obsolète. Notre système ne sera abouti qu'en 2025. Et même lorsque celui-ci agira en plein, toute personne qui rejoindra notre pays au-delà de ses vingt-ans d'âge se verra à jamais amputé du plein droit aux rentes promises, soit tant pour l'AVS que pour la PP. Ceci n'est pas un défaut de système, mais bien une réalité structurelle.

L'AVS et la PP en Suisse sont une extraordinaire réalisation qui arrive à sa maturité. Il ne s'agit pas de tout rejeter, mais de bien prendre conscience que ce n'est pas le système qui est corrompu, que ni l'un ou l'autre

auront en général un faible revenu, c'est aussi que celles-ci nous permettent d'acheter les biens et services qu'elles produisent à des valeurs basses. Alors nous avons aussi une responsabilité collective pour ces personnes spécifiques. La vérité est de répondre à ces manques qui sont une réalité structurelle également.

Il serait dès lors bon ton d'agir et de cesser de réagir. Mais en politique, cela est « politiquement incorrect » car pour un représentant du peuple élu pour une durée déterminée, une grande partie de son mandat est consacrée à ne fâcher qu'un minimum de concitoyens, pour assurer sa nouvelle réélection. Ce ne sera que lors de la dernière législature qu'il souhaitera réaliser qu'il pourra agir en toute liberté et pour le bien de la collectivité. Mais ce propos est applicable à bien des situations.

À suivre ... ■



“ Redonner la mémoire aux événements doit permettre non pas de culpabiliser mais de se mettre en contexte pour comprendre ce qui est advenu.”

n'est meilleur, ils se complètent. Mais l'État ne peut en être la manne providentielle, car même celui-ci devra faire attention de ne pas se bercer d'illusions. Nous retirons tous nos moyens de l'économie, de notre capacité à avoir notre propre épargne complémentaire, pour ne pas mettre sur le dos de la société nos envies propres à satisfaire. Mais nous devons aussi prendre conscience que si nous accueillions des personnes qui

Le système monétaire et ses implications



de

Sabahudin Softic

Fondé de pouvoir,
département gestion institutionnelle

ssoftic@coninco.ch

CONINCO Explorers in finance SA

Changement de régime monétaire

«Le trading de devises peut maintenant être plus profitable aux banques que le business traditionnel de prêts issus de l'épargne. Le marché des futures et des options est devenu un gigantesque casino. [...] Des milliards de dollars sont maintenant utilisés dans l'industrie dans le but de prendre le contrôle d'autres industries sans signes de développement de nouvelles industries ou de recapitalisation d'anciennes industries. La quantité de dollars impliqués dans la spéculation atteint des trillions au travers de ces diverses entreprises. Tout cela est le résultat d'une monnaie non saine. Il y a dix ans, la plupart des marchés de futures et d'options n'existaient pas. [...] La frénésie avec laquelle la spéculation se développe est littéralement incompréhensible et incommensurable».

Citation traduite de l'ouvrage en anglais : Représentants et membres du Congrès américain Ron Paul et Lewis Lehrman, The case for gold, A minority Report of the U.S. Gold Commission, page 14, Congrès américain, Bureau d'imprimerie gouvernemental, Washington, D.C., 1982.

Après les crises économiques des années trente puis les horreurs de la Deuxième Guerre mondiale, le monde a connu une période relativement stable et prospère que l'on connaît sous le nom des Trente Glorieuses et qui a été l'occasion d'une amélioration du niveau de vie dans la plupart des pays (du moins ceux n'ayant

pas succombé à la folie du communisme !) tout à fait phénoménale et à bien des égards sans précédent. Depuis la fin des Trente Glorieuses et jusqu'à nos jours, la situation mondiale a été de plus en plus instable aussi bien d'un point de vue politique, économique que financier.

Riccardo Cordero, Luna, 48 x 70 x 32 cm

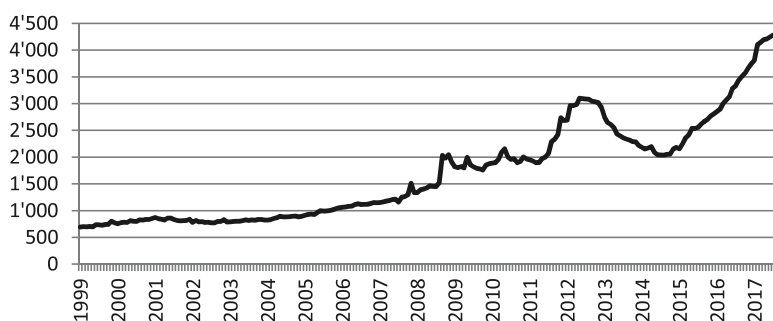


Le défaut américain de 1971 a été à la source de ce changement. En effet, comme je l'ai mentionné dans un article précédent (voir *Swiss Global Finance* N°12, édition automne 2016, p. 16-18), en août 1971 le gouvernement américain décide de faire défaut sur l'engagement pris lors des accords de Bretton Woods. Le monde venait de fait, comme lors de nombreuses autres occasions au travers de l'histoire, de changer de système monétaire, mais sans aucune concertation puisqu'il s'est agi d'une décision unilatérale prise par les États-Unis. Ce fut un changement radical, car sa conséquence a été que plus aucune économie d'importance n'avait sa devise adossée d'une manière ou d'une autre à un actif tangible tel que l'or ou l'argent par exemple.

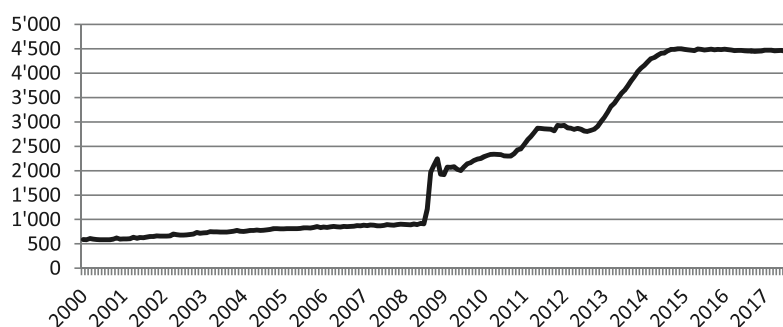
Endettement massif et ses conséquences économiques

La principale conséquence de la libération de la contrainte imposée par un adossement du dollar à l'or a été le développement de la dette. En effet, une fois libérées de la discipline imposée par l'or, les banques centrales ont pu beaucoup plus librement décider du niveau des taux, les fixant le plus souvent artificiellement trop bas. Lorsque cela ne suffit plus, elles injectent également des nouvelles devises dans le système en rachetant directement des papiers obligataires. Au début, c'était seulement de la dette d'État de la plus haute qualité, puis récemment toutes sortes de papiers obligataires sans égard quant aux niveaux de qualité. La dette ainsi favorisée a pu se développer de plus en plus et se trouve aujourd'hui, dans le monde, à un niveau record et dont toutes les projections anticipent une hausse continue dans les années qui viennent. Ce véritable boulet économique, qui grossit de jour en jour, est une des principales raisons pour laquelle les potentiels de croissance économique sont en constante diminution.

En résumé, le système monétaire actuel est basé sur les taux d'intérêt bas et son corollaire, la dette excessive. Il en résulte une instabilité toujours plus grande, qui oblige les banques centrales à toujours plus intervenir pour empêcher le système de s'effondrer. Au début, ces dernières se contentaient de descendre les taux d'intérêt à des niveaux toujours plus bas, mais elles sont arrivées au bout de la logique puisque les taux direc-

Bilan de la BCE (en milliards d'EUR)

Source : Bloomberg

Bilan de la FED (en milliards d'USD)

Source : Bloomberg

teurs sont aujourd'hui tous proches ou inférieurs à 0%. Les instituts monétaires ont ensuite toujours plus augmenté la taille de leur bilan en procédant d'abord à l'achat d'obligations d'État puis à toutes sortes d'autres papiers obligataires et depuis quelques années certains instituts monétaires admettent acheter des actions. Les distorsions des prix des actifs ainsi engendrées ne sont pas saines sur le long terme et engendreront encore plus d'instabilité, ce qui logiquement poussera les banques centrales à encore plus intervenir et les agents économiques, États en tête à encore plus s'endetter et ainsi mettre encore plus de pression sur les potentiels de croissance futurs. C'est un véritable cercle vicieux qui nous pousse toujours plus vers l'atrophie économique.

Guerre des devises

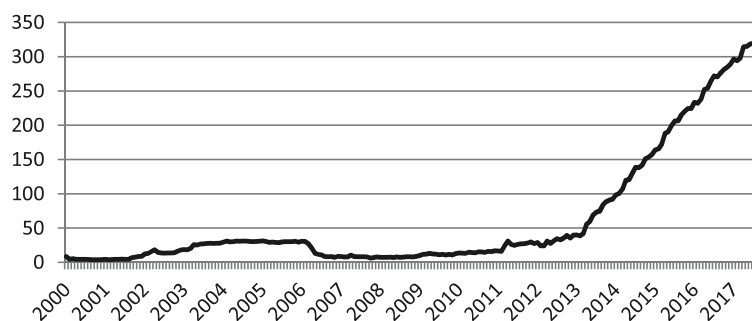
Au cours du 20^{ème} siècle, la plupart des États se sont livrés à des guerres de devises. Le but consiste à tenter de faire baisser le cours de sa devise face à celle de ses compétiteurs économiques dans l'espoir de favoriser ses exportations et ainsi sa croissance économique. Souvent, cela fonctionne sur le court terme et permet à certains dirigeants de se sortir de situations politiques difficiles, par exemple, une réélection serrée. Mais sur le long terme, les effets potentiels négatifs peuvent être importants : inflation, distorsion économique, manque d'épargne pour la croissance économique future, etc. Le système

monétaire actuel démultiplie la puissance des armes à disposition. Sans attachement à l'or, l'impression de nouvelles devises est techniquement illimitée et le niveau des taux d'intérêt peut être fixé beaucoup plus librement avec, à priori, peu de conséquences néfastes sur le court terme tout en augmentant l'instabilité sur le long terme.

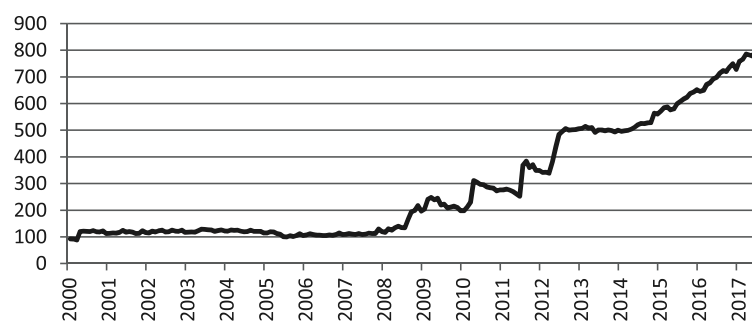
Implications sur les marchés financiers

En plus des conséquences souvent néfastes sur l'économie à long terme, la manipulation à la baisse des taux d'intérêt et la création massive de liquidités impactent fortement les marchés financiers. Cela favorise la spéculation au travers de l'encouragement du recours aux leviers financiers qui permettent de démultiplier l'impact de ses investissements, aussi bien à la hausse qu'à la baisse. Lorsque les taux sont trop bas, même les investisseurs sérieux et de long terme (par exemple les caisses de pensions) sont poussés à prendre plus de risque en surpondérant les classes d'actifs ayant des espérances de rendement plus élevées et réduisent ainsi leur diversification.

La volatilité des devises mentionnée précédemment a également des implications importantes sur les marchés financiers. Cela attire les spéculateurs et parfois cela accentue les mouvements et l'instabilité au travers

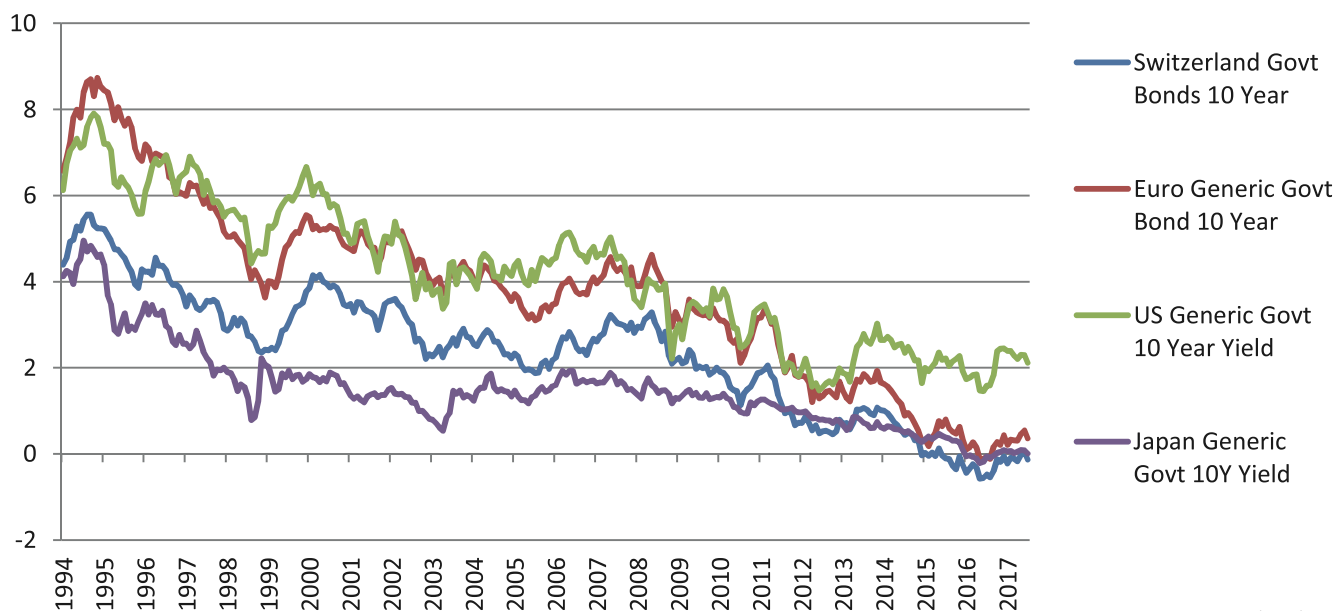
Bilan de la BOJ (en trillions de YEN)

Source : Bloomberg

Bilan de la BNS (en milliards de CHF)

Source : Bloomberg

Taux obligataires de référence à 10 ans (en %)



Source: Bloomberg

de la volatilité. Les investisseurs de long terme sont poussés à mettre en place des couvertures de changes, afin de réduire les risques de volatilité de leur portefeuille et cela engendre des coûts importants. A contrario, certains autres investisseurs de long terme utilisent parfois les devises

comme classe d'actifs permettant de générer de la performance au travers du trading de ces dernières. Cela en raison du fait que les taux d'intérêt trop bas ne permettent plus de générer suffisamment de rendement sur les classes d'actifs obligataires notamment.

CharlElie Couture, REligious, 100 x 100 cm



Conclusion

Le système monétaire qui est en place depuis 1971 a démontré une certaine instabilité et les conséquences aujourd'hui sont un niveau de dettes record, des crises financières de plus en plus fréquentes, de fortes volatilités sur les devises, des taux d'intérêt qui empêchent de faire face aux besoins de rendement pour assurer les retraites d'une population vieillissante, etc. Un système monétaire non arrimé à un actif tangible peut sembler avoir des effets positifs à court terme, mais les effets à long terme sont néfastes, voire hautement problématiques. ■

L'or éthique et responsable de source artisanale



de
Philippe Chave
CEO de PX GROUP
philippe.chave@pxgroup.com

Dr Richard Devitre
Directeur,
Mines d'or Dynacor
devitre@dynacor.com



D'où vient l'or artisanal ?

L'origine de l'or qui sert à la manufacture de produits de luxe tels que les bijoux et les montres et, de plus en plus, de produits d'investissement comme les barres, lingots et les pièces d'or, est aujourd'hui source de préoccupation pour les consommateurs, la presse et, en réalité, toutes les parties prenantes. Ce questionnement reflète une tendance sociétale manifeste pour de nombreux biens de consommation produits et exportés par des pays en développement puis transformés et vendus dans le monde développé.

En général, les questions portent sur les facteurs économiques et sociaux qui ont une incidence sur les moyens d'existence et le bien-être des populations locales impliquées dans la production ainsi que sur les chaînes commerciales et les intermédiaires, sans oublier la pollution de l'environnement. Souvent, la production d'or, et plus particulièrement d'or artisanal, est associée au secteur informel et à son cortège d'injustice sociale, d'exploitation, d'évasion fiscale, d'illégalité et de grave contamination de l'environnement par le mercure qui sert à extraire l'or.

Dans de nombreux pays en développement, l'exploitation aurifère artisanale, à petite et moyenne échelle, est une activité importante et, même si le pourcentage d'or artisanal produit n'est que de l'ordre de 10 à 15% de la production mondiale, la subsistance d'un très grand nombre de personnes et de leurs familles en dépend.

Récemment, plusieurs programmes et initiatives ont été créés dans le but d'assurer la traçabilité et de garantir que l'or de source artisanale soit produit de manière responsable.

Traçabilité et responsabilité

Le secteur de production de produits de luxe utilise l'or sous différentes formes et de différentes sources : barres et lingots vendus par une banque, matériel recyclé ou venant directement des sites d'extraction, les mines.

Seul l'or extrait de mines, le plus souvent industrielles, est totalement traçable jusqu'à sa source, à condition qu'un système de suivi et de traçabilité complet soit en place, permettant de suivre l'or à chaque étape, de la mine au produit fini. Cependant, il est rare qu'un système de suivi et de traçabilité très détaillé soit en place pour la production d'or à grande et moyenne échelle.

Pour tenter d'améliorer la traçabilité et faire en sorte que l'or soit produit de manière responsable, plusieurs programmes et initiatives de certification ont été conçus, notamment FairMined, FairTrade, Swiss Better Gold Initiative et RJC CoC.

Certaines initiatives se concentrent sur les petites mines artisanales qui reçoivent une prime élevée (jusqu'à 10%) pour les encourager à rejoindre leur programme mais d'autres adoptent une approche plus globale et ont des critères d'acceptation plus larges qui tiennent compte de l'or non traçable issu de matériel de recyclage ou de barres et de lingots provenant de banques, sans aucune prime.



La production d'or artisanale informelle entraîne la déforestation et la contamination de l'eau.

Photo : Solidaridad

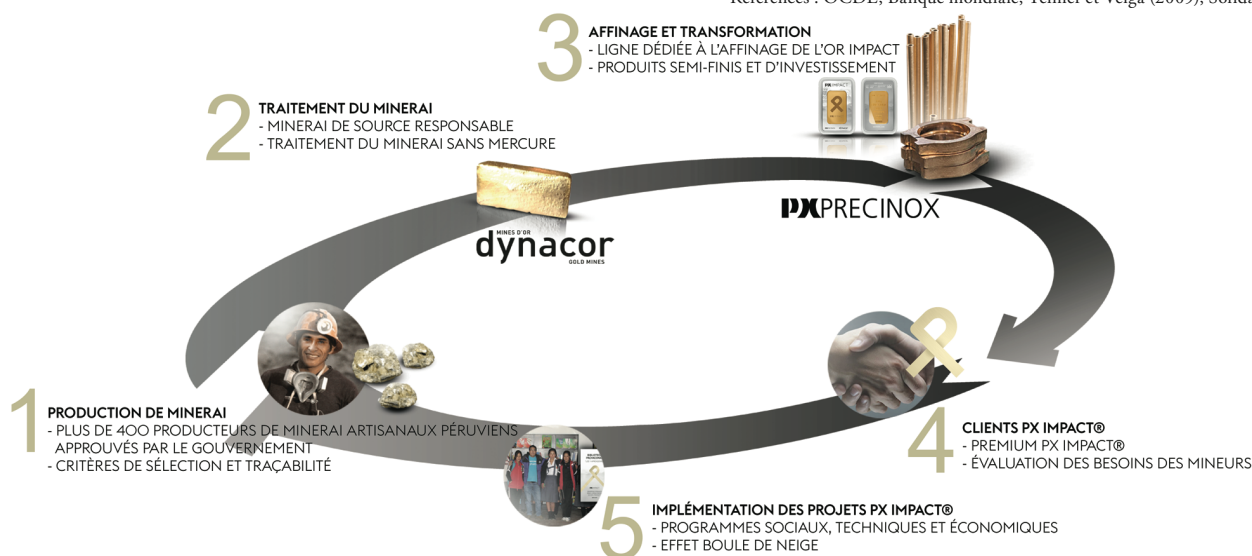


En dépit de tous les efforts déployés pour trouver une solution viable, la situation est complexe et aucun programme de certification n'a réussi à résoudre les principaux problèmes du secteur de production d'or artisanal tout en offrant une approche économiquement viable à l'or issu de source responsable.

L'exploitation d'or artisanale dans le monde (estimée selon plusieurs sources)

Nombre de mineurs artisanaux	15 millions
Nombre de femmes participant à l'exploitation minière artisanale	4,5 millions
Nombre d'enfants participant à l'exploitation minière artisanale	0,6 million
Nombre de personnes dont la subsistance dépend de l'exploitation minière artisanale	100 millions
Production mondiale annuelle totale des mineurs artisanaux	330 tonnes
Nombre de pays où il y a une exploitation minière artisanale	80

Références : OCDE, Banque mondiale, Telmer et Veiga (2009), Solidaridad



L'or PX IMPACT®

Une des clés de cette initiative est que le marché n'acceptera de payer une prime raisonnable (moins de 1-2%) que pour des quantités économiquement importantes. La deuxième clé est que cette initiative utilise les fonds issus de la prime, sans frais administratifs, pour financer des projets qui améliorent le bien-être et les moyens d'existence des mineurs artisanaux et de leurs communautés. Il est impératif de démontrer clairement que la prime a des incidences durables, tangibles et mesurables sur la vie et les conditions de travail des mineurs. Et tout doit être fait pour sensibiliser aux dangers associés au mercure et réduire son utilisation.

L'un des partenaires de l'Initiative PX IMPACT® possède une usine de traitement de minerai ultramoderne grâce à laquelle les mineurs artisanaux péruviens ont maintenant la possibilité de vendre leur minerai sans utiliser le mercure pour extraire l'or. Inutile de dire que cette usine, gérée efficacement, a un taux de récupération plus élevé que de petits mineurs traitant indi-

viduellement de petites quantités avec du mercure d'une manière très traditionnelle. La situation est donc gagnante pour toutes les parties.

De l'or totalement traçable, dans les quantités requises par l'industrie (jusqu'à trois tonnes par an) est produit par une usine centralisée en mesure de traiter des centaines de petits lots de minerai provenant de petites et moyennes mines artisanales. Ces mines artisanales sont vérifiées pour s'assurer qu'elles remplissent toutes les obligations légales nationales et qu'elles disposent de tous les permis nécessaires. Chaque lot de minerai acheté est vérifié et entièrement documenté.

Avec le volume produit et une prime raisonnable, l'Initiative PX IMPACT® peut financer plusieurs projets PX IMPACT® ayant pour objet d'améliorer les conditions de travail, la sécurité au travail, les pratiques d'exploitation des mineurs et de mettre sur pied des projets communautaires pour la santé et l'éducation, pour n'en citer que quelques-uns.

Grâce à l'appui fourni, les mineurs peuvent être plus efficaces dans leur travail et produire plus, ce qui à son tour génère plus de primes pour le programme d'appui.

Un cercle vertueux est en place, créant une chaîne de valeur durable et responsable de l'extraction du minerai aurifère jusqu'au produit fini.

L'exploitation artisanale responsable de l'or peut contribuer considérablement au développement socioéconomique de pays riches en minerai. Si l'on veut que la production d'or réponde aux plus hautes normes sociales, environnementales et sanitaires, il est essentiel que le secteur artisanal soit formalisé et que la transparence caractérise l'ensemble de la chaîne de responsabilité. Dans plus de 80 pays en développement, à travers le monde, cent millions de personnes dépendent du secteur minier artisanal pour vivre. La production d'or est synonyme de possibilités d'emploi, d'amélioration de l'infrastructure et de revenus fiscaux. Elle peut aussi attirer des investissements étrangers directs et générer des devises. ■



Dynacor produit de l'or depuis 19 ans, au Pérou, en traitant du minerai d'origine artisanale

Dynacor s'est fait un nom au Pérou.

Son excellente réputation et les liens solides qu'elle a tissés avec les mineurs artisanaux du pays sont les clés de son succès.

Un jury composé d'associations professionnelles, d'universités et de chefs d'entreprises du Pérou a décerné à Dynacor en 2016 le titre de 'Première entreprise de traitement de minerai d'or'.

www.dynacor.com

625, boul. René-Lévesque Ouest, bureau 1105, Montréal, Québec H3B 1R2

Gestion passive ne signifie pas gestion inactive



de
Fabien Ize
Product Manager Solutions Group
info@franklintempleton.ch

Franklin Templeton Switzerland Ltd

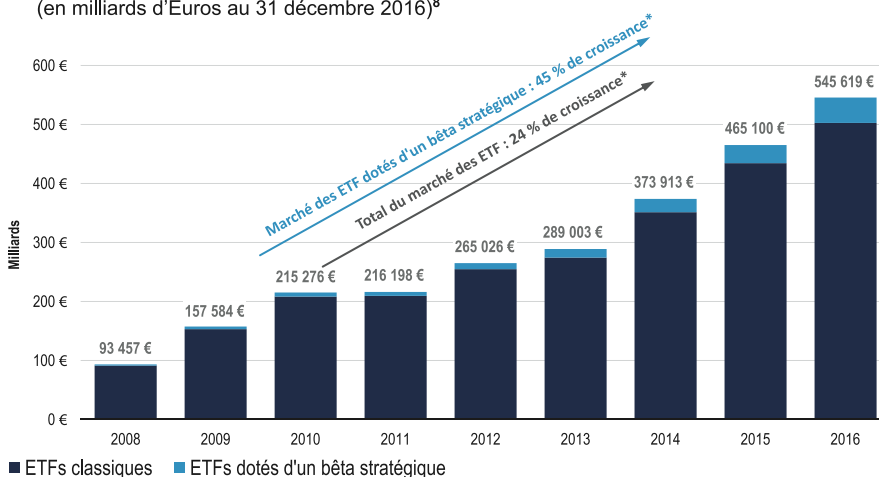
Les instruments passifs, ou les structures plus traditionnelles comme la gestion indicielle, sont une solution de plus en plus utilisée pour accroître son exposition aux marchés financiers et allouer des fonds à différentes sources de bêta¹. Aujourd'hui, les instruments passifs représentent 6'000 milliards de dollars américains². Aux Etats-Unis, ils représentent désormais environ 30 % de l'ensemble des actifs sous gestion.

Si l'on tient compte uniquement des segments d'instruments passifs les plus populaires, les fonds négociés en bourse ou « Exchange Traded Funds » (ETF) représentent 3'000 milliards de dollars d'actifs sous gestion au niveau mondial³. Rien qu'en Europe, les ETFs représentent environ 600'000 milliards d'actifs sous gestion, ayant atteint un

taux de croissance annuel de 24 % depuis 2008⁴. De 2001 à 2014, le marché des ETFs a augmenté d'environ 2'300 %, chiffre à comparer à l'augmentation de 130 % environ des fonds communs de placement.

Les instruments passifs ont plusieurs atouts qui expliquent leur réussite : ils sont considérés comme des placements transparents et liquides, et sont en général moins chers. En outre, au cours des dix dernières années, le rendement des instruments passifs a largement dépassé celui des fonds de gestion active (tous frais déduits). Une note de recherche de l'entreprise S&P Dow Jones Indices relayé par le Financial Times⁵ nous apprend que 88 % des fonds vendus en Suisse n'ont pas réussi à dépasser leur indice de référence au cours des cinq dernières années.

Figure 1 – croissance du marché européen des ETFs
(en milliards d'Euros au 31 décembre 2016)⁸



Source : Morningstar au 31 décembre 2016.

* Taux de croissance annuel composé (TCAC)

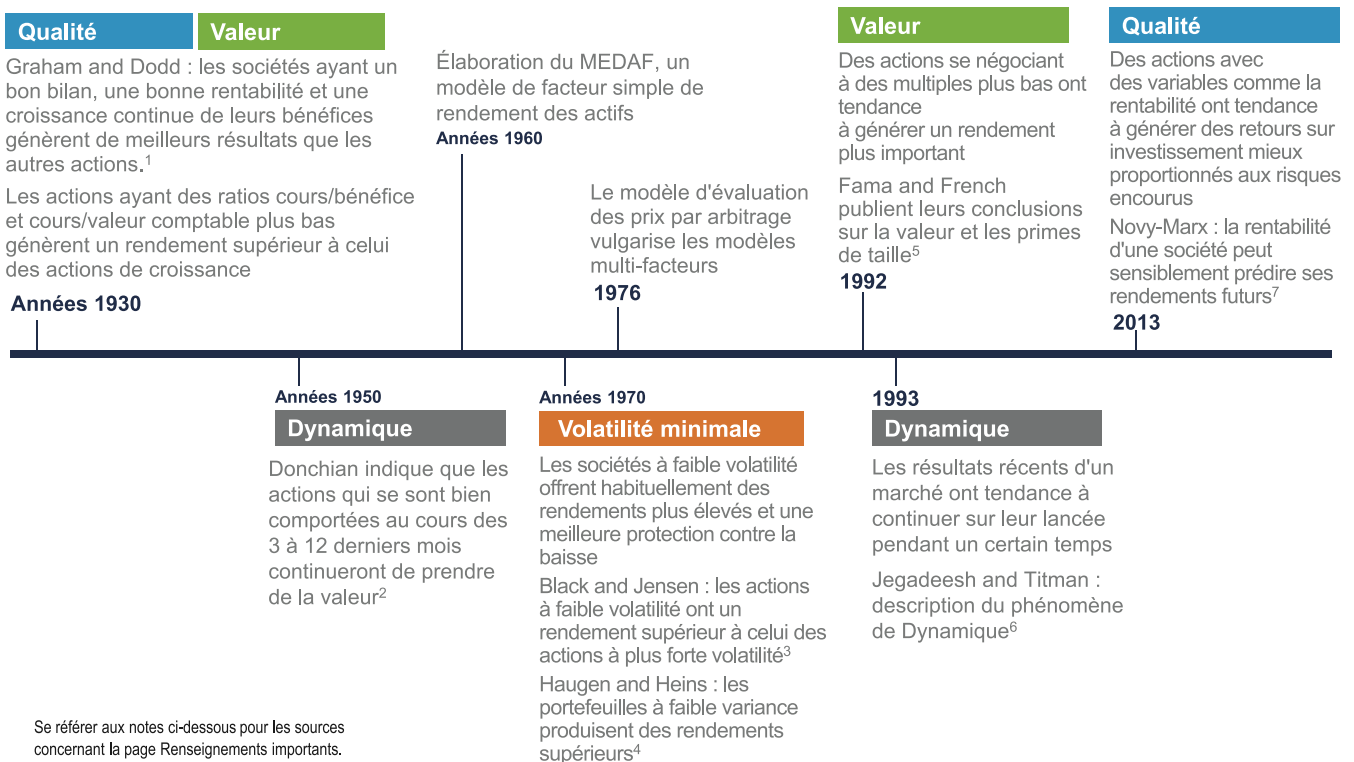
¹ Le bêta est une mesure de l'ampleur des fluctuations historiques du cours des actions d'un portefeuille par rapport à celles du marché mondial (ou de l'indice boursier modèle). Si le marché (ou l'indice) se voit attribuer un bêta de 1,00, alors un portefeuille doté d'un bêta de 1,20 verra son cours augmenter ou diminuer de 12 % lorsque le marché augmente ou diminue de 10 % / ² Source : Moody's, février 2017 / ³ Source : Investopedia / ⁴ Source : Morningstar, données au 31 décembre 2016. / ⁵ Financial Times « 86 % des fonds d'actions actifs ont dégagé un rendement inférieur », 20 mars 2016, par Madisson Marriage / ⁶ Source : Franklin Templeton / ⁷ Du 1er janv. 2007 au 31 déc. 2016. Selon le ratio cours-bénéfices (C/B) actuel par rapport à celui sur 10 ans en moyenne / ⁸ TCAC = taux de croissance annuel composé, soit le taux de croissance moyen annuel d'un placement sur une période donnée supérieure à un an (Source : Investopedia).

Gestion passive ne signifie pas gestion indicielle

Toutefois, les investissements passifs ou indiciels ne sont pas forcément des investissements basés sur la capitalisation boursière. Les ETFs dits « smart Beta » offrent une alternative aux indices pondérés par capitalisation boursière. Contrairement aux ETFs passifs qui se contentent de reproduire un indice pour mimer les mouvements du marché, les ETFs « Smart Beta » ciblent un profil de rendement spécifique. Ils cherchent à accroître la performance ajustée du risque à long terme en investissant dans un sous-ensemble du marché, en vue d'obtenir un biais en direction de facteurs souhaités. Les facteurs sont des caractéristiques qui permettent de décrire le risque, le rendement ainsi que le comportement d'un titre particulier. En Europe, de 2008 à 2016, les ETFs « Smart Beta » ont progressé de 45 % par an⁶ pour atteindre un total de 45 milliards de dollars d'actifs sous gestion, tel qu'illustré sur la *figure 1*.

Les ETFs « Smart Beta » doivent leur soudaine popularité aux principaux inconvénients des indices de référence classiques pondérés par la capitalisation boursière. Ces derniers ont des biais qui les rendent inefficaces à bien des égards. On peut citer deux exemples de biais, comme (i) le biais des grandes entreprises : 2 % d'actions de l'indice MSCI Monde (MSCI All Country World Index) représentent 26 % de la capitalisation boursière de l'indice, ou (ii) le biais d'ordre géographique : 3 % des pays de l'indice MSCI Emerging Markets représentent 53 % de sa capitalisation boursière. En outre, un suivi passif de l'indice de référence pondéré en fonction de la capitalisation boursière a tendance à favoriser davantage les actions surévaluées : les 10 principaux titres de l'indice MSCI Monde sont surévalués à 72 %⁷.

Une autre solution pour investir d'une manière plus intelligente que celle consistant à calquer un indice de référence classique serait de définir un sous-indice plus optimal (petites et moyennes capitalisations, indice

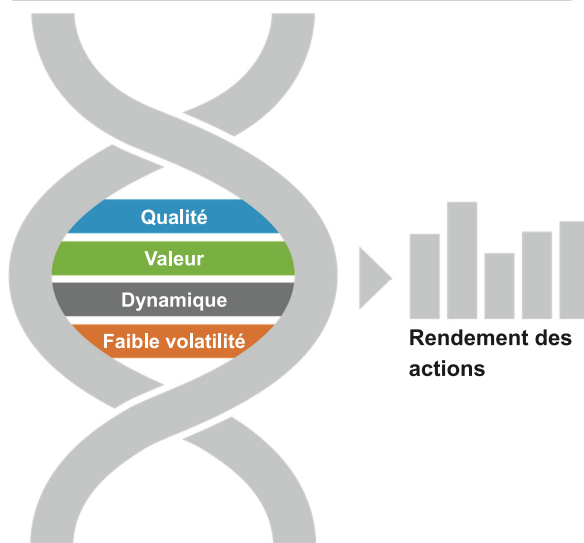
Figure 2 – évolution des recherches universitaires sur le comportement des actions

¹ Graham, Benjamin, Dodd, David L., Security Analysis 1934. ² Schwager, Jack D. The New Market Wizards: Conversations With America's Top Traders. John Wiley and Sons, 1992. ³ Jensen, M.C., ed. Studies in the Theory of Capital Markets, New York : Praeger, 1972. ⁴ Haugen, Robert A., Heins, A James, On the Evidence Supporting the Existence of Risk Premiums in the Capital Market, 1972. ⁵ Fama, E.F. ; French, K.R. «Common risk factors in the returns on stocks and bonds» Journal of Financial Economics, 1993, vol 33, 1er numéro, 3-56. ⁶ Jegadeesh, N. and Titman, S., Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency. The Journal of Finance, 1993, 48: 65–91. ⁷ Novy-Marx, Robert, «The other side of value: The gross profitability premium,» Journal of Financial Economics, vol. 108, n° 1, avril 2013: 1-28.

de secteur, indice d'un sous-ensemble de pays) et d'en créer un ETF en effectuant le suivi. Toutefois, la stratégie de gestion passive qui gagne actuellement du terrain – et des actifs – s'appelle le « smart Beta » ou encore l'investissement par facteurs. Les ETF Smart Beta » reposent sur un principe simple, étayé par des décennies de recherches universitaires ainsi que l'évolution de l'informatique et du traitement des données. Le Smart beta consiste à établir un indice plus optimal qu'un indice de référence et à le suivre le plus étroitement possible de manière systématique, transparente, liquide et efficace en termes de coûts.

Les recherches universitaires qui ont commencé pendant les années 1930 (historique illustré sur la **figure 2**) ont, au fil du temps, repéré quatre principaux attributs qui influent sur le cours des actions et per-

mettent à certaines actions de dégager un rendement nettement supérieur à celui des autres actions de leur groupe sur le long terme, offrant ainsi une « majoration du rendement ». Ces facteurs sont les suivants : valeur (Value), qualité (Quality), dynamique (Momentum) et faible volatilité (Low Volatility).



Les facteurs et leur rôle

1 – Valeur :

Les actions les moins chères génèrent un rendement supérieur à celui des actions les plus chères sur le long terme.

=> peut stimuler le rendement des actions et réduire la volatilité du portefeuille

2 – Qualité :

Les sociétés au bilan solide, ayant une croissance stable du chiffre d'affaires et du bénéfice net génèrent un rendement supérieur à celui des sociétés de leur secteur.

=> peut permettre de saisir des opportunités parmi les sociétés sous-évaluées

3 – Dynamique :

Les actions qui ont monté récemment, vont au cours des 3 à 12 prochains mois continuer à monter plus que les actions qui n'ont pas monté.

=> peut permettre d'éviter le piège «value»

4 – Faible volatilité :

Les actions à faible volatilité ont tendance à monter plus que les actions à plus forte volatilité sur le long terme.

=> peut permettre de réduire les risques à la baisse sur des marchés en dents de scie

Outre la capacité de chaque facteur à apporter une contribution positive à la performance, ces quatre facteurs offrent généra-

Figure 3 – historique de performance des facteurs

Rendement par année civile des indices de facteurs MSCI par rapport à l'MSCI ACWI (en %)

2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Moyenne sur 10 ans
				Vol. minimale 5,34						
	Vol. minimale -25,56			Dynamique 1,93			Vol. minimale 10,95	Vol. minimale 2,76		Qualité 6,77
Dynamique 24,39	Qualité -36,24		Dynamique 15,95	Qualité 1,56		Dynamique 26,84	Qualité 8,22	Dynamique 1,94		Vol. minimale 5,88
Qualité 19,52	Valeur -41,53	Qualité 35,97	Vol. minimale 14,32	Valeur -7,35	Dynamique 17,54	Qualité 23,24	Dynamique 5,92	Qualité 1,48	Valeur 12,57	Dynamique 4,90
MSCI ACWI 11,66	MSCI ACWI -42,20	MSCI ACWI 34,63	MSCI ACWI 12,67	MSCI ACWI -7,35	MSCI ACWI 16,13	MSCI ACWI 22,80	MSCI ACWI 4,16	MSCI ACWI -2,36	MSCI ACWI 7,86	MSCI ACWI 3,56
Vol. minimale 6,95	Dynamique -45,16	Valeur 31,70	Qualité 11,47		Valeur 15,55	Valeur 22,43	Valeur 2,86	Valeur -6,26	Vol. minimale 7,43	Valeur 2,56
Valeur 6,42		Dynamique 19,29	Valeur 10,22		Qualité 14,95	Vol. minimale 16,90			Qualité 5,53	
		Vol. minimale 17,16			Vol. minimale 10,06				Dynamique 4,21	

■ MSCI ACWI Quality Index ■ MSCI ACWI Value Index ■ MSCI ACWI Momentum Index ■ MSCI ACWI Minimum Volatility Index ■ MSCI ACWI Index

Les rendements passés ne constituent pas un indicateur ni une garantie des rendements futurs. Le rendement des indices factoriels est dérivé du rendement vérifié avant leur création et n'est pas représentatif du rendement des ETF. Le rendement de l'indice MSCI ACWI représente le rendement réel. L'indice MSCI ACWI Quality a été créé le 18 décembre 2012 ; l'indice MSCI ACWI Momentum tous pays a été créé le 15 février 2013 ; l'indice MSCI ACWI Minimum Volatility a été créé le 30 novembre 2009. L'indice MSCI ACWI Value a été créé le 8 décembre 1997. Même si les renseignements sont basés sur les rendements hypothétiques des indices avant leur création pour l'indice MSCI ACWI Quality, l'indice MSCI ACWI Momentum, l'indice MSCI ACWI Minimum Volatility et l'indice MSCI ACWI Value, ils ne représentent pas le rendement réel des ETF. Le rendement des indices factoriels MSCI comprend le rendement des indices avant leur création, selon des critères appliqués rétroactivement avant la date de création de l'indice ; par conséquent, il est hypothétique et donné à titre d'information seulement. Il donne une idée générale du profil risque/rendement des indices de facteur simple MSCI respectifs. Les indices ne sont pas gérés, et il n'est pas possible d'y investir directement. Ils ne tiennent pas compte des frais, dépenses ou droits d'entrée.

lement des résultats différents en fonction des conditions du marché. En effet, chaque facteur joue un rôle bien précis au sein d'un portefeuille, ce qui permet de les associer de manière intelligente afin qu'ils puissent non seulement générer un rendement supérieur à celui de leur indice, mais aussi offrir une plus grande régularité ainsi qu'une meilleure résistance aux perturbations des marchés. L'historique de la performance de ces facteurs est illustré sur la **figure 3**.

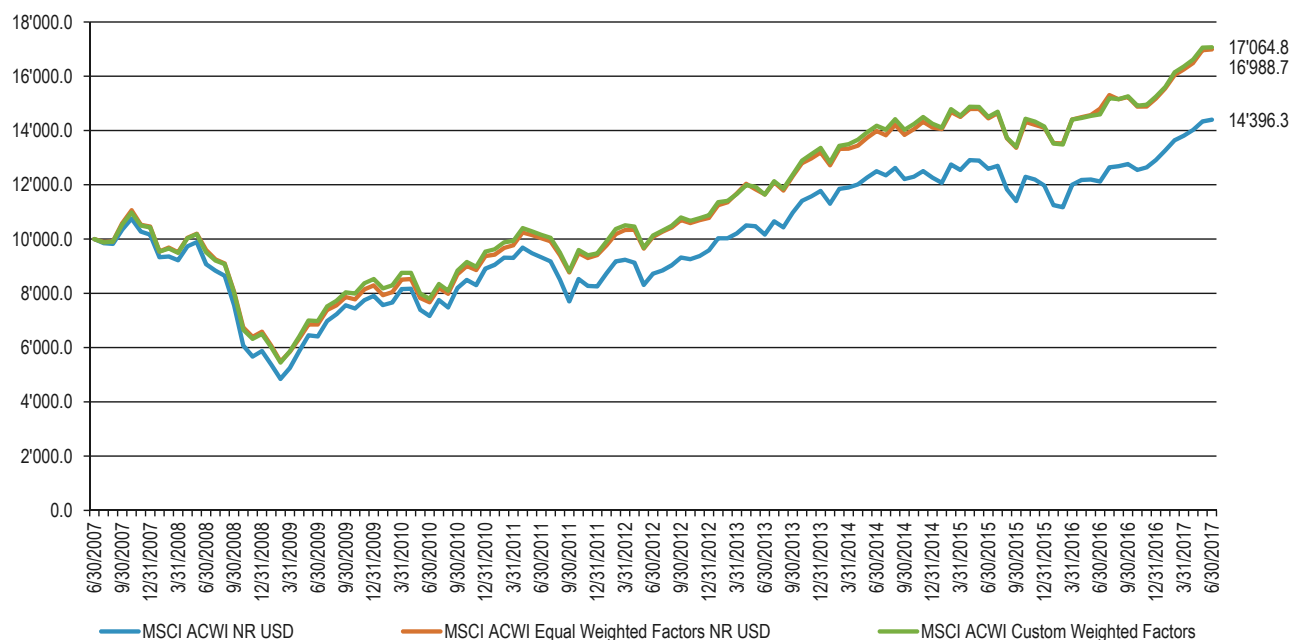
L'investissement par facteurs en pratique

Une fois les facteurs établis, ils peuvent être associés selon une méthodologie systématique pour créer un indice personnalisé sur lequel investir, et qui devrait être plus efficace que l'indice de référence classique pondéré par la capitalisation boursière. L'indice personnalisé vise à générer une meilleure performance (ajustée du risque) ainsi qu'à assurer une meilleure protection contre la baisse que l'indice. La **figure 4** compare la crois-

sance de 10'000 dollars sur une période de 10 ans se terminant au 30 juin 2017 de deux différents indices construits de façon naïve, l'indice MSCI ACWI Equal Weighted Factors et l'indice MSCI ACWI Custom Weighted Factors⁹ par rapport à l'indice MSCI ACWI NR.

⁹ Le portefeuille pondéré par facteurs est compris de 50% MSCI ACWI Quality index, 30% MSCI ACWI Value Index, 10% MSCI ACWI Momentum Index, 10% MSCI ACWI Minimum Volatility Index, et est rebalancé trimestriellement.

Figure 4 – croissance de 10k USD sur 10 ans pour 3 indices



Conclusion :

La gestion passive a beaucoup gagné en popularité au cours des 10 dernières années, principalement en raison des difficultés qu'ont eu les gérants actifs à surperformer leur indice de référence ainsi que du désir de transparence et de maîtrise des coûts des investisseurs. Cette demande des investisseurs pour des placements peu onéreux, transparents et liquides a poussé les professionnels de l'investissement à trouver une autre façon plus intelligente d'investir dans des placements passifs et d'ajouter plus de valeur que la reproduction « classique » de

l'indice de référence pondéré par la capitalisation boursière. Grâce à l'informatique et aux mathématiques, les investisseurs peuvent désormais avoir accès au meilleur des deux mondes : le « Smart Beta », ou bêta intelligent, une façon passive d'investir dans un indice géré de manière active et systématique, construit pour générer de meilleurs retours sur investissement que ceux de l'indice de référence, et offrant une meilleure protection contre la baisse pour un coût moindre. ■

Mentions légales importantes

Ces documents sont uniquement fournis dans l'intérêt général et ne sauraient constituer un conseil d'investissement individuel, une recommandation ou une incitation à acheter, vendre ou détenir un titre ou à adopter une stratégie d'investissement particulière. Ils ne constituent pas un conseil d'ordre juridique ou fiscal.

Les opinions exprimées dans le document sont celle de leur auteur, à la date de publication, et les commentaires, opinions et analyses sont valables à la date de publication et peuvent être modifiées sans préavis. Les informations contenues dans ces documents ne constituent pas une analyse complète des événements survenant dans les divers pays, régions ou marchés. Tout investissement comporte des risques, notamment celui de ne pas récupérer le capital investi.

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 Investments n'a pas vérifié, validé ou audité ces données. 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.

Les produits, services et informations peuvent ne pas être disponibles dans toutes les juridictions et sont fournis en dehors des États-Unis par d'autres sociétés affiliées de Franklin Templeton Investments et/ou leurs distributeurs, dans la mesure où la réglementation/législation locale l'autorise. Veuillez consulter votre conseiller financier pour toute information supplémentaire sur la disponibilité des produits et services dans votre juridiction.

Émis par Franklin Templeton Switzerland Ltd, Stockerstrasse 38, CH-8002 Zurich. Copyright © 2017 Franklin Templeton Investments. Tous droits réservés.

Franklin Templeton Switzerland Ltd



David Rougeul, Tribal, 148 x 99 cm

Private Equity



de
Renaud Dutreil
Head of Private Equity

renaud.dutreil@mirabaud-am.com

Mirabaud Asset Management

Le private equity désigne l'opération par laquelle un investisseur devient actionnaire d'une société qui recherche des fonds propres. Ce type d'investissement est réalisé au profit de sociétés non cotées en Bourse et permet de financer soit la création d'une société en participant à la constitution du capital social, soit son développement, sa transmission ou son redressement financier en prenant part à une augmentation de capital.

Les études sur les rendements historiques élevés par rapport aux marchés boursiers, les avantages d'une allocation en private equity sur la diversification d'un portefeuille, l'aspect long terme, l'enracinement dans l'économie réelle sont désormais des éléments connus de tous et le but de cette présentation n'est pas de revenir sur le « pourquoi investir en private equity ? » car nous imaginons qu'en 2017, la majorité des investisseurs sont devenus familiers avec cette classe d'actif mais plutôt sur le « comment investir en private equity ? »

Le risque d'une bulle ?

Les bonnes performances du secteur private equity en général ces dernières années sont à l'origine d'un afflux massif de liquidités et l'environnement de taux bas est venu encore renforcer cette tendance.

Les marchés boursiers attirent de moins en moins d'entreprises pour leur besoin de financement, renforçant là encore la thématique du private equity pour des investisseurs à la recherche de la prime de risque « action ».

Le phénomène est profond : Le Fonds souverain norvégien, un des premiers investisseurs en actions du monde, vient ainsi de

déplorer qu'en vingt ans, la cote américaine a été divisée par près de deux.

Les raisons sont multiples. Les fusions, les rachats d'actions et les retraits de la cote comptent pour beaucoup.

Mais ce qui préoccupe surtout, c'est que les entreprises optent de moins en moins pour la bourse pour financer leur développement et privilégient des capitaux plus long terme, moins volatils et plus créateurs de valeur que sont les fonds de private equity.

Là où Google trouvait encore naturel en 2004 d'y entrer, Uber en 2016 y songera « le plus tard possible ». À l'inverse, le pri-

vate equity, adapté à tous les stades de la vie des entreprises est en plein essor ; en plus, ce secteur détient le meilleur taux de perception au sein de toutes les classes d'actifs : 84% des investisseurs ont une opinion très favorable à l'égard du private equity.

L'ensemble du secteur culmine désormais à plus de USD 2.5 trillion et l'ensemble des 1850 fonds de private equity dans le monde disposent de plus de USD 820 milliards de « dry powder » c'est-à-dire de liquidités mobilisables mais non encore engagées. Certains fonds généralistes sont de plus en plus importants, les investisseurs qui doivent placer de plus en plus de liquidités choisissent les fonds les plus importants et le serpent commence à se mordre la queue. Fin 2016, les 20 fonds les plus volumineux représentaient 38% de toute l'industrie, en hausse de 8% depuis 2014.

Toutes ces liquidités se retrouvent donc en embuscade des mêmes opportunités ce qui explique que 70% des investisseurs pensent que les prix élevés payés par les fonds de private equity sont désormais le risque principal de cette industrie. Une telle réserve de cash prête à être déployée est rassurante car cela veut dire que le secteur n'est pas en

Ivan Moscatelli, Mont Collon, 70 x 70 cm



danger mais un engouement trop marqué peut aussi avoir des conséquences néfastes sur les rendements délivrés.

Il y aura donc des déçus et l'inscription qui figure sur tous les prospectus aura encore plus de sens : la performance passée n'est pas forcément représentative des performances futures.

Comment faire pour lutter contre ces phénomènes de mode et la compression inévitable des rendements ?

Pour créer de la valeur dans les entreprises dans lesquelles ils investissent, les investisseurs en private equity utilisent trois méthodes non exclusives :

Ingénierie financière : Mise en place de dette (leverage) et d'outils de motivation (incentives) de l'équipe dirigeante pour atteindre des objectifs de rentabilité, de chiffre d'affaires, et de TRI de sortie (primes, stock-options, rétrocession de plus-values, etc.).

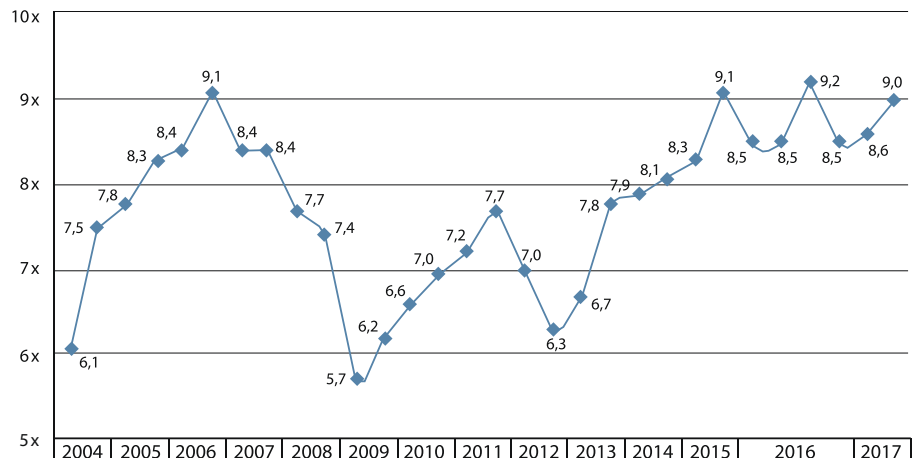
Ingénierie de gouvernance : Mise en place de conseil d'administration, conseil de surveillance ou de comité stratégique spécialisés et impliqués dans le suivi et l'implémentation de la stratégie de l'entreprise.

Ingénierie opérationnelle : Apport technique d'expertises, de réseaux, de managers, de partenaires sur des considérations opérationnelles afin d'aider les entreprises à passer un cap dans leur plan de développement.

Les sociétés spécialisées en private equity ont toutes un biais qui favorise telle ou telle méthode parmi ces trois, en fonction de l'expérience des individus qui composent l'équipe de gestion ou à l'origine de la société.

Les sociétés de gestion composées d'investissement bankers auront tendance à mettre en avant la partie financière. Les équipes de gestion traditionnelles seront eux plus dans une logique de reporting et monitoring avec la gouvernance comme principal moteur. Rares sont les équipes disposant de compétences opérationnelles concrètes et pointues, car cela sous-tend une approche thématique et spécialisée, dans un secteur, ce qui n'est pas forcément compatible avec un fonds généraliste de taille importante.

Indice Argos Mid-Market



Source : Epsilon Research / Indice Argos Mid-Market

Pour les fonds qui se concentrent sur les deux premières méthodes, soit une grande partie de l'industrie, la concurrence est forte et souvent pour emporter un deal le plus souvent intermédiaire qui s'inscrit donc dans une logique d'enchères, les équipes de gestion se retrouvent à devoir surpayer des actifs qu'ils vont avoir de la peine à valoriser avec les multiples habituels.

À rester trop prudent, donc à ne pas déployer les liquidités confiées, ce sont les investisseurs qui risquent de s'impatisser qui peut se cumuler dans certains cas avec une obligation réglementaire d'investir ce qui renforce ce phénomène de pression à l'investissement et de hausse des prix des actifs.

L'inflation des multiples à l'achat est un phénomène qui est continu depuis le point bas de 2009 et au second trimestre 2017, nous avons atteint un point haut similaire à celui connu en 2007, quand tous les investisseurs étaient convaincus alors que les arbres pouvaient atteindre le ciel.

La méthode d'ingénierie opérationnelle permet de se prémunir contre cette concurrence à outrance et de garder des valorisations d'entrée « raisonnables », car au-delà de la taille du chèque, c'est un certain nombre de compétences que le fonds de private equity apporte à la société qui ne voit plus l'investisseur seulement comme un prédateur financier, mais comme un opérateur connaisseur de son secteur d'activité et de ses problématiques et donc partenaire opérationnel créateur de valeur de son développement à long terme.

Cette approche donne les meilleurs résultats avec des entreprises de plus petites tailles, voire familiales, dans des fonds thématiques, car il serait illusoire de prétendre être un spécialiste de tous les secteurs ; ceci implique forcément des fonds plus petits, plus difficiles à identifier pour les investisseurs, mais au final, plus rentables que ce que les fonds mastodontes peuvent désormais offrir. La taille est un aspect qui rassure les investisseurs, mais qui peut également jouer en leur défaveur.

Afin de démystifier ce que nous entendons par ingénierie opérationnelle, nous abordons dans le détail un exemple d'investissement dans lequel des solutions sont apportées à une entreprise sur les cinq niveaux essentiels qui déterminent son avenir :

- Financement
- Management
- Distribution
- Marketing
- Innovation

■

La dette infrastructure – Un éventail d'opportunités pour les investisseurs institutionnels



de
Charles Dupont
Head of infrastructure finance

Schroders

Les actifs d'infrastructure recouvrent une grande variété de secteurs : des aéroports et des réseaux de télécommunications aux hôpitaux et aux écoles. Ces actifs participent à la croissance économique en fournissant des services essentiels à la communauté, ils sont également difficiles à reproduire ou à remplacer. Ils se caractérisent souvent par des barrières à l'entrée élevées, une durée de vie économique longue, des flux de trésorerie relativement stables (souvent liés à l'inflation) et une faible sensibilité à l'environnement économique général.

Bien sûr, certaines activités comme les ports et les aéroports, ou dans une moindre mesure les routes à péage, ont des revenus plus fluctuants en fonction du cycle économique, mais globalement ce secteur a prouvé une plus grande résilience que les autres secteurs. Néanmoins, étant essentiels pour la communauté, et donc souvent réglementés par les autorités, les actifs d'infrastructure sont plus vulnérables aux risques réglementaires et politiques.

Compte tenu de leur flux de trésorerie et de leurs profils de risque très différents, les infrastructures sont classées dans dif-

férentes catégories. On distingue notamment les actifs déjà opérationnels (actifs «brownfield») et ceux qui sont en phase de construction (projets «greenfield»).

Financement des infrastructures

Par nature, les actifs « infrastructure » sont « bancable ». On observe d'ailleurs que leur financement s'accompagne souvent d'un endettement supérieur à celui des entreprises d'autres secteurs : il peut combiner une dette senior (50-75%), de la dette junior (0-10 %) et des capitaux propres (20-40 %). En Europe, historiquement, 70 à 80 % du financement infrastructure en moyenne est d'origine bancaire. Il est de plus en plus souvent complété par les marchés de capitaux. Cette caractéristique n'est pas spécifique au financement d'infrastructures : elle est commune à l'ensemble des petites et moyennes entreprises européennes. Mais ces proportions évoluent rapidement sous le coup de la faiblesse des taux d'intérêt et de l'impact de la réglementation qui favorisent la désintermédiation bancaire. Les investisseurs institutionnels en quête de rendement sont de plus en plus nombreux à s'intéresser à la dette infrastructures.. Les marchés de capitaux occupent eux aussi une place de plus en plus importante, bien que cette voie ne soit généralement accessible qu'aux emprunteurs de grande taille ayant besoin de financements réguliers (tels que les entreprises de services publics).

Un large choix d'instruments pour les investisseurs

Du point de vue d'un investisseur, la dette infrastructure représente un vaste univers de crédit : il permet à des investisseurs obligataires de diversifier une allocation crédit en bénéficiant d'instruments de qualité « investment grade » générant des rendements plus élevés. Compte tenu de la longue vie économique de nombreux actifs d'infrastructure, la dette « senior » peut offrir des maturités très longues, parfois indexées sur l'inflation, et ces flux de trésorerie à long terme sont très appréciés par les régimes de retraite et les compagnies d'assurance-vie. Les tranches juniors ont généralement une durée plus courte et offrent le potentiel de rendements encore plus élevés, avec un risque supérieur à celui de la dette senior

Ivan Moscatelli, Zinalrothorn, 70 x 70 cm



Une classe d'actifs hétérogène :

Typologie	Catégorie	Secteurs	Région	Activité	Notation	Maturité	Seniorité	Devise	Taux
Obligations	Greenfield	Transports	Europe occidentale	Disponibilité	>A-	20 ans+	Senior	EUR	Fixe
Dette privée	Brownfield	Électricité	Europe du Sud	Contractuelle	BBB/BBB+	10–20 ans	Subordonnée	GBP	Variable
	Services publics	CEE	Concession	BBB-	7 – 15 ans	HoldCo	USD	Indexé sur l'inflation	
	Télécoms	Royaume-Uni	Régulée	BB+/BB	<7 ans		AUD		
	Social	OCDE	Commerciale	Non noté		Autres			
			Émergents						

Source : Schrodgers, à titre d'illustration uniquement.

Source : Schroders, à titre d'illustration uniquement.

mais néanmoins inférieur à celui de l'équity. Le tableau ci-dessus présente la grande diversité des opportunités disponibles dans l'ensemble du secteur.

La dette infrastructure se distingue de la dette corporate classique par :

- Le niveau de rendement (spread): la dette infrastructure privée offre une prime importante par rapport aux obligations publiques, estimée entre 1 % et 1,5 % pour un profil de crédit similaire, sur le marché européen.
- La liquidité: la dette privée est par nature illiquide, car la plupart des instruments de dette sont des prêts et non des titres.
- Les sûretés: contrairement à la grande majorité des obligations cotées, les prêts sont souvent assortis de sûretés, fournissant des garanties aux prêteurs dans le cas d'un événement de crédit.
- Des clauses spécifiques: les transactions privées permettent aux investisseurs de négocier des clauses spécifiques leur offrant des protections supplémentaires et une plus grande capacité à gérer les risques.
- Leur structuration: des structures sur mesure peuvent être créées pour des transactions privées afin d'ajuster le profil de risque de l'instrument à celui de l'actif sous-jacent, alors que les obligations cotées offrent moins de flexibilité.
- Des frais de gestion dans le cas d'un investissement en fonds: le travail supplémentaire lié à l'origination, à la mise en œuvre des transactions, au suivi et à la gestion des risques d'un portefeuille de dettes privées entraîne des frais de gestion légèrement supérieurs à ceux des fonds d'obligations d'entreprises traditionnels. Cepen-

dant, compte tenu de la différence d'effort requis, la différence de frais est faible: les frais de gestion sont de l'ordre de 0,4 % en dette infrastructure contre environ 0,3 % pour les fonds obligataires classiques.

Dynamique du marché de la dette privée

La dette privée d'infrastructures est un marché en pleine croissance.

Du côté de la demande, les fonds de pension, compagnies d'assurance et autres investisseurs institutionnels ont été forcés d'élargir leurs horizons d'investissement afin de capter des rendements additionnels, dans un contexte de faibles taux d'intérêt. Plutôt que d'augmenter le niveau de risque dans les portefeuilles, certains investisseurs préfèrent investir dans des actifs de risque modéré mais illiquides, tels que la dette infrastructure.

Du côté de l'offre, la combinaison de difficultés structurelles liées à la crise financière de 2008 et d'une réglementation bancaire accrue (Bâle III) a nettement freiné l'offre de

crédit de la part des banques européennes. La réglementation bancaire pénalise l'exposition des banques à des maturités très longues et à des risques non-investment grade. Cette situation a créé une opportunité pour les investisseurs institutionnels, qui sont ainsi venus pallier le manque de financements.

Le marché de la dette infrastructure est mondial, mais l'Europe est le marché « brownfield » le plus important (50 à 60 % en volume).

Le tableau ci-dessous présente les caractéristiques des principaux segments de ce marché.

Pourquoi investir ?

La dette infrastructure offre une prime de rendement pérenne par rapport au marché obligataire (à risque de crédit équivalent). Les données sont limitées compte tenu de la nature privée du marché, mais le tableau ci-dessous présente une sélection de transactions privées européennes aux caractéristiques « investment grade » par rapport à un indice européen d'obliga-

Caractéristiques des principaux segments du marché de la dette infrastructure

	"Core"	Haut rendement	Duration
Maturité	5-10 ans	5-7 ans	10-30 ans
Taux (fixe/variable)	Principalement variable	Variable et fixe	Fixe
Type d'émission	Prêts	Prêts ou obligations	Obligations
Seniorité	Senior	Principalement subordonné	Senior
Risque de crédit moyen	[BBB]	[BB]	[BBB]
Spread (en pbs)	200	400+	150-200
Volume d'émission annuel estimé (Europe & R.-U.)	50 milliards EUR	5 milliards EUR	10 milliards EUR

Source: Schroders, janvier 2017, à titre d'illustration uniquement.

tions d'entreprises du secteur des infrastructures. En moyenne, la dette privée a offert un spread de 100 à 300 points de base par rapport aux emprunts d'État au cours des 18 mois à mars 2017, soit 50 à 200 points de base de plus que le crédit classique. Bien évidemment, le spread varie en fonction du risque, des clauses spécifiques, de la maturité, de la complexité et d'autres caractéristiques spécifiques à chaque transaction. Une partie de cette prime est également liée à l'illiquidité – une compensation exigée par les investisseurs.

Du point de vue du risque crédit, la dette infrastructure a historiquement subi moins de pertes sur créances que les obligations d'entreprises de qualité équivalente, grâce à la combinaison de trois facteurs :

- une moindre probabilité de dégradation des notations, comme indiqué dans le *illustration 2*.

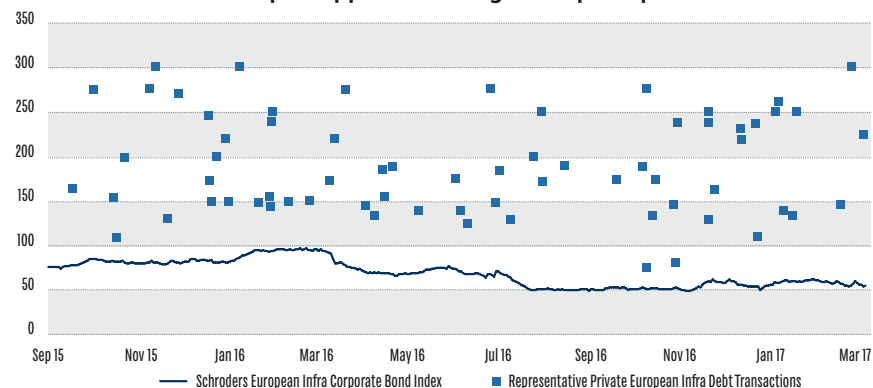
- des taux de défaut à long terme inférieurs (*illustration 3*)

- et enfin des taux de recouvrement plus élevés en cas de défaut (*illustration 4*)

Dans l'ensemble, la dette infrastructure privée offre une prime de rendement par rapport aux obligations d'entreprises de notation équivalente, avec une exposition réduite au risque de crédit. Malgré une compression des spreads, en particulier sur les maturités les plus longues, ce marché reste attractif pour les investisseurs – notamment sur les maturités plus courtes et sur les transactions à risque plus élevé.

Certains actifs seront plus vulnérables au cycle économique que d'autres et les investisseurs doivent bien étudier les typologies de risques auxquelles ils s'exposent. Enfin, ils doivent garder en mémoire la nature illiquide de ce marché. ■

1 – Prime de rendement par rapport aux obligations publiques d'infrastructures



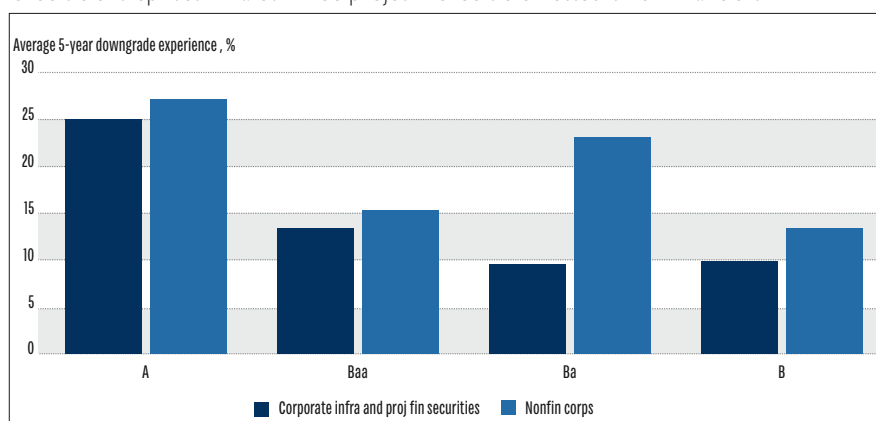
Indice Schroders European Infra Corporate Bond (titres cotés)

– Transactions représentatives de la dette infrastructure européenne privée.

Les données de ce graphique concernent des obligations ou des transactions aux caractéristiques implicites de type « investment grade ». Source : Schroders, Bloomberg, InfraDeals, ThePrivatePlacementMonitor, CBonds.com, Bank of America Merrill Lynch. L'indice est le BoAML European Infrastructure Corporate Bond, développé avec Schroders (indice propriétaire).

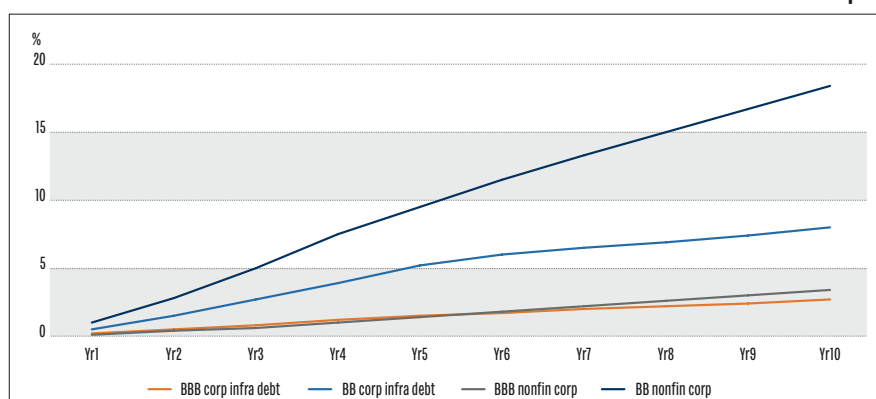
2 – Pourcentage moyen de dégradation de notations sur 5 ans

Crédit d'entreprises infra et fin. de projet – Crédit d'émetteurs non financiers



Source : Moody's, taux de défaut et de recouvrement des infrastructures, 1983-2015.*

3 – Taux de défaut cumulé sur 10 ans de la dette infrastructure et du crédit classique



Source : Moody's, taux de défaut et de recouvrement des infrastructures, 1983-2015.*

4 – Taux moyens de recouvrement, 1983-2015

	Dette Senior secured	Dette Senior unsecured	Dette Subordonnée
Dette infrastructure	74%	56%	32%
Obligations d'émetteurs non financiers	54%	38%	33%

Source : Moody's, taux de défaut et de recouvrement des infrastructures, 1983-2015.*

* À titre d'illustration uniquement

Placements immobiliers mondiaux



de
Frederik De Block
CFA, Portfolio Manager
deblock@sfp.ch

Swiss Finance & Property Group

Les fonds immobiliers étrangers non cotés constituent une solution intéressante offerte aux caisses de pension suisses pour investir dans l'immobilier international.

Introduction

Un nombre croissant de caisses de pension suisses souhaitent renforcer et diversifier leur exposition au marché immobilier en investissant à l'étranger. Selon une étude sur les caisses de pension réalisée par Swisscanto, la part moyenne des placements dans l'immobilier étranger a augmenté l'an dernier de près de 2%, une tendance en nette hausse. En 2010, cette exposition était inférieure à 1%.

De nombreux marchés immobiliers internationaux sont très intéressants à l'heure actuelle, car les taux de vacance reculent et le nombre de nouvelles constructions est plutôt réduit. Tous ces éléments contribuent à une hausse des loyers. De plus, les taux d'intérêt actuellement bas, suscitent un intérêt soutenu pour les placements offrant

un rendement attrayant tels que l'immobilier.

La corrélation entre les marchés immobiliers suisses et étrangers étant faible, une diversification a tout son sens. La solution la plus simple est d'investir dans des actions immobilières étrangères, bien que celles-ci réagissent davantage comme des actions que comme de l'immobilier. C'est la raison pour laquelle les placements effectués conformément aux ordonnances OPP2 ne sont pas qualifiés d'immobilier; la volatilité de cette classe de placements inquiétant de nombreuses caisses de pension.

Une autre option consiste à acheter directement de l'immobilier à l'étranger; ce qui présente toutefois l'inconvénient qu'une large diversification par pays et secteur nécessite beaucoup de capitaux. Cette option requiert en outre un savoir-faire et une équipe disposant d'un réseau international, l'immobilier restant une activité locale. L'achat et la gestion de biens immobiliers dans le monde sont de ce fait très complexes.

La meilleure option consiste donc à investir dans des fonds immobiliers étrangers non cotés. Conformément aux ordonnances OPP2, un investissement dans cette classe de placements relève de la quote-part immobilière qui ne doit pas excéder 10%. Les fonds immobiliers présentent une volatilité réduite et le rapport risque/rendement est tout à fait comparable à celui d'un placement immobilier direct. De plus, cette forme de placement indirect permet de construire un portefeuille très diversifié d'un point de vue géographique et sectoriel avec relativement peu de fonds. Par ailleurs, l'investisseur peut bénéficier du savoir-faire local de différents gestionnaires, ce qui apporte une diversification supplémentaire.

Un dernier vecteur de diversification est le style de placement. Selon nous, le risque représenté par les stratégies de placement Value-Added et Opportunistic est encore trop élevé pour les caisses de pension suisses qui privilégient des rendements stables. Le tableau ci-dessous montre que ces stratégies de placement présentent un risque immobilier plus élevé, mais aussi qu'elles doivent supporter le risque supplémentaire de bilan.

La stratégie de placement Core offre un rapport risque/rendement supérieur

La stratégie de placement Core est centrée sur des immeubles à baux à long terme situés sur des emplacements de premier plan, avec des locataires de qualité élevée. Les revenus

Stratégies de placement en comparaison

La stratégie de placement Core convient aux investisseurs orientés long terme

Stratégie	Core	Value-Added	Opportunistic
Risque	Faible	Moyen	Élevé
Rendement cible (IRR)	6-11%	11-15%	15%+
Composants de rendement	Rendement (70%) + croissance du capital (30%)	Rendement (50%) + croissance du capital (50%)	Rendement (<20%) + croissance du capital (>80%)
Besoins en investissement	Faible	Moyen	Élevé
Période de placement	7+ ans	5-7 ans	2-5 ans
Frais de gestion	+/-1%	+/-2%	+/-3%
Taux d'endettement	0-60%	60-80%	80%+
Type d'immeuble	Qualitatif, baux à long terme, taux de location élevé, locataires de qualité élevée, cash flow stable	Augmentation de valeur grâce à un assainissement, une nouvelle location ou un repositionnement	Développement, actifs en difficulté
Forme de placement et liquidité	Ouvert, liquidité journalière à trimestrielle	Ouvert et fermé, liquidité faible	Fermé, pas de liquidité

Source: SFP

résultent davantage du taux de rendement élevé du cashflow que de l'accroissement de valeur prévu. Les rendements attendus des fonds Core sont donc nettement plus stables.

Les stratégies Value-Added et Opportunistic misant davantage sur une croissance du capital, leurs rendements sont nettement plus volatils. Cette caractéristique est renforcée par un taux d'endettement plus élevé. Avec un taux d'endettement de 80% ou plus, les fonds propres disparaissent très vite en période de crise.

En ce qui concerne la liquidité, les stratégies de placement Core sont presque toujours investies dans des fonds ouverts ayant au minimum une liquidité trimestrielle. Pour les stratégies risquées présentant une structure plutôt fermée, aucune sortie n'est possible avant la clôture du fonds, soit en règle générale 8 à 10 ans.

Il en résulte des risques supplémentaires à plusieurs niveaux. D'une part, il est impossible de vendre ces fonds si l'on souhaite modifier sa stratégie de placement (par ex. en diminuant la part de l'immobilier). Dans ce cas, la part plus liquide des placements immobiliers doit être vendue, ce qui entraîne une augmentation de la pondération relative des investissements illiquides. De plus, les dirigeants de fonds ouverts doivent toujours prévoir des retraits et investir à dessein dans des placements plus liquides sur le marché immobilier. Pour les placements immobiliers Core, il y a presque toujours un acheteur, tandis qu'une tour de bureaux à moitié achevée suscite généralement moins d'intérêt.

Les stratégies plus volatiles exigent une due diligence plus importante et sont donc moins avantageuses pour les clients en termes de frais.

Pour les stratégies Opportunistic, les frais, y compris les commissions de performance élevées, peuvent représenter jusqu'à 3%. Ces frais élevés expliquent en partie pourquoi les investisseurs ne jugent pas toujours judicieux d'investir dans des stratégies Opportunistic, comme le montrent des études menées aux États-Unis et en Europe.

Le Professeur Pagliari, en collaboration avec le syndicat professionnel NCREIF, a établi

que les stratégies Value-Added américaines ont dégagé, sur la période 1995 à 2012, un rendement brut légèrement supérieur aux fonds Core, avec un risque cependant nettement plus élevé (cf. graphique ci-dessous). Après déduction des frais, le rendement est encore inférieur, ce qui n'est pas le cas pour les stratégies Opportunistic. Ces dernières dégagent un rendement nettement plus élevé, pour un risque considérable. Il est également clair que le rendement net est inférieur de presque 3% au rendement brut. Cette stratégie présente donc un intérêt essentiellement pour les gérants de fonds, beaucoup moins pour les investisseurs. De plus, les auteurs de cette étude ont calculé le rendement susceptible d'être dégagé avec un portefeuille immobilier Core, si l'on prend plus de risque côté bilan.

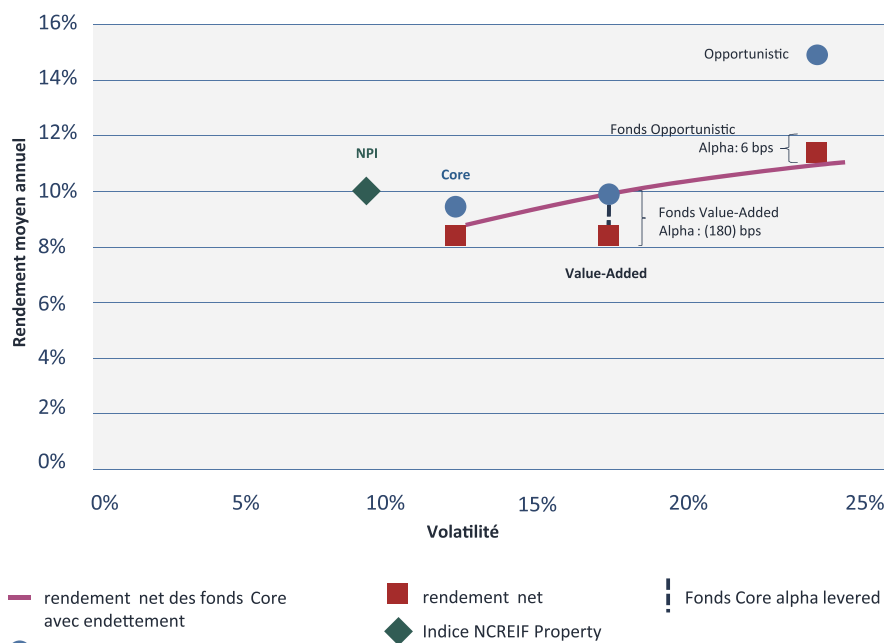
Le graphique ci-dessous montre qu'avec l'immobilier Core (baux à long terme, emplacements de premier plan, locataires de qualité élevée) et un taux d'endettement similaire à celui des stratégies Value-Added ou Opportunistic, il est possible de dégager un rendement nettement supérieur. Enfin, les stratégies Core enregistrent des résultats tout aussi bons que les stratégies Opportunistic, sans prise de risque élevée ni

éventuel problème de liquidité. Des études similaires menées en Europe ont confirmé ces résultats.

Conclusion

Les risques supplémentaires pris en investissant dans des stratégies risquées ne sont pas rémunérés comme il convient. Comparée aux stratégies Value-Added et Opportunistic, une orientation stratégique vers les fonds immobiliers Core présente de nombreux avantages. Le risque immobilier est plus faible grâce à une qualité des sites supérieure, à des immeubles qualitatifs, à des baux à long terme et à un taux de location élevé. À cela s'ajoute un cash-flow stable. Le risque d'endettement et le risque de liquidité sont plus faciles à gérer. C'est la raison pour laquelle les investisseurs souhaitant investir dans des fonds immobiliers étrangers doivent sélectionner exclusivement des fonds Core ouverts. ■

Rendements et risques des fonds américains sur la période 1995–2012



- Le rendement net des fonds Value-Added est inférieur de 1,8% au résultat attendu des fonds Core à taux d'endettement similaire. Le risque immobilier plus élevé n'est donc pas indemnisé
- Les fonds Opportunistic génèrent des rendements plus élevés, toutefois nettement réduits par les frais de gestion

Obligations



de

Adrien Pichoud

Chef économiste,
Gérant de portefeuilleadrien.pichoud@syzgroup.comSYZ Asset management (Suisse) S.A.

Les obligations aux USA, en Europe, en Chine, au Japon, et en Suisse représentent des risques spécifiques. Quelle est la relation entre le poids de la dette et le déficit public ? Quels sont les mouvements attendus dans le futur et quelles sont les performances passées/attendues, les risques visibles/cachés, les frais de gestion/TER.

Les investisseurs affichent depuis plusieurs années une attitude ambiguë à l'égard de leur allocation obligataire. Tout le monde en a, au moins un peu, pour satisfaire aux exigences réglementaires ou aux contraintes des mandats les plus défensifs. Personne ne les aime, au prétexte que les niveaux de taux et de spread sont très bas (qu'il n'y a donc pas grand-chose à gagner) et que ces derniers ne peuvent que remonter (qu'il y a donc beaucoup à perdre). Et, année après année, tout le monde regrette de ne pas en avoir eu plus. Les obligations continuent en effet à délivrer des rendements ajustés du risque nettement supérieurs aux attentes, une caractéristique particulièrement importante pour des investisseurs institutionnels dont le budget de risque est souvent très encadré.

Alors, qu'attendre aujourd'hui des obligations dans une allocation ? Peuvent-elles encore être un contributeur de performance ou sont-elles condamnées à être un investissement « sans risque » obligé que l'on garde à son minimum ? Quels sont les vrais risques liés aux obligations, puisque la dernière décennie nous a rappelé qu'aucun actif n'était vraiment « sans risque » ? Le lien fondamental entre endettement et déficit public, d'une part, et niveau des taux d'intérêt d'autre part est-il toujours d'actualité ? Comment approcher le marché obligataire dans le contexte actuel de coupons bas et de grandes divergences entre zones géographiques, en termes de politique monétaire, d'endettement et de perspectives de croissance ou d'inflation ? Autant de questions qui sont essentielles pour éviter les chausse-

trapes et parvenir à générer de la performance en dépit du contexte de taux bas.

Tout d'abord, il convient de garder en mémoire les raisons qui ont conduit à la situation actuelle sur les marchés obligataires. L'idée selon laquelle les banques centrales sont entièrement responsables des niveaux historiquement bas de taux et de spreads de crédit est largement répandue. Et il est indéniable que les politiques monétaires mises en place depuis 2008 par les grandes banques centrales du monde développé (Federal Reserve, Banque Centrale Européenne, Banque Nationale Suisse, Bank of England) ont amené les taux à court terme à zéro ou même en territoire négatif, tandis que leurs différents programmes d'achats d'actifs pesaient sur les taux d'intérêt à long terme et les spreads de crédit.

Toutefois, la combinaison inédite de croissance et d'inflation faibles à l'échelle globale a également contribué à cette faiblesse des taux d'intérêt. La croissance nominale du PIB mondial mesuré en dollars US a en effet été, sur les cinq dernières années, la plus faible des trois dernières décennies (0.6% par an en moyenne !). Si une partie de cette faiblesse est liée à l'appréciation du billet vert sur la période, les pressions déflationnistes globales et des rythmes de croissance structurellement en baisse dans toutes les grandes économies, Chine y compris, ont constitué un environnement éminemment favorable aux obligations.

Par « environnement favorable », il faut entendre des performances positives pour les investisseurs, en absolu mais aussi en termes réels (retranché de l'inflation). Entre 2012 et 2016, le marché des obligations en USD a généré une performance annuelle moyenne de 2.3%, avec une inflation annuelle moyenne de 1.3%, soit un rendement réel annuel moyen de 1%. Pour les obligations en euro et en franc suisse, le rendement réel a même été supérieur, respectivement +4.7% et +3.1% par an en moyenne, dans un contexte d'inflation très basse.

Ce même environnement a également conduit à une poursuite de la hausse du crédit à l'échelle mondiale. Le contexte de taux bas a en effet conduit le secteur privé (entreprises et ménages) et le secteur

Sonya Sklaroff, Shopping on Houston, 61x61 cm





Pierre Olivier Barman, huile sur toile de lin, 100 x 120 cm

public à accroître leur endettement, dans le monde développé en général mais aussi dans la plupart des grands pays émergents et en particulier en Chine où la hausse a été la plus spectaculaire. Si cette tendance a permis de soutenir l'activité économique dans une phase de digestion de la crise financière, elle a aussi accentué la sensibilité de la croissance mondiale aux variations de taux d'intérêt. Une situation qui, paradoxalement, limite le potentiel de remontée des taux, puisqu'un durcissement des conditions financières impacte maintenant encore plus directement l'activité économique du fait d'un stock de dette plus important.

Aujourd'hui, un contexte économique global favorable caractérisé par une croissance synchronisée des grandes zones économiques et la dissipation des risques immédiats de déflation conduisent les banques centrales à envisager un retrait progressif des mesures extraordinaires mises en place lors de la dernière décennie. Toutefois, l'avancement dans le cycle de croissance n'est pas le même selon les zones, ce qui conduit à des divergences en termes de politique monétaire et de configuration de courbe des taux.

Aux Etats-Unis, le cycle économique est mature après huit années de croissance et un taux de chômage proche du plus bas, ce qui a déjà conduit la Federal Reserve à resserrer graduellement sa politique, d'abord en arrêtant les achats d'actifs en 2014, puis en commençant à relever le taux d'intérêt à court terme. L'Europe, qui a connu une se-

conde récession en 2012/13, est à un stade moins avancé de son cycle d'expansion. La BCE, après avoir dû déployer tout son arsenal ces dernières années, commence seulement à envisager un retrait progressif de son soutien maintenant que les menaces existentielles sur l'euro semblent passées et que la croissance européenne retrouve des couleurs. Ce faisant, elle ouvrirait la voie à la BNS, dont la politique est contrainte depuis la crise des dettes souveraines européennes par la force du franc. Au Japon, le fait que l'inflation ne décolle pas de 0%, bien loin donc de l'objectif de 2% de la Bank of Japan, pousse pour l'instant cette dernière à vouloir maintenir sa politique très expansionniste. Quant à la Chine, elle doit tenter de contenir la forte croissance du crédit enregistrée depuis 10 ans maintenant que l'économie paraît s'être stabilisée.

Toutefois, si ces velléités de « normalisation » de la plupart des grandes banques centrales de la planète se comprennent à la lumière de la conjoncture mondiale la plus favorable depuis la crise de 2008/2009, elles risquent de se heurter assez rapidement à la sensibilité des économies aux conditions de financement engendrée par l'accumulation de dette. Si les choses vont plutôt bien aujourd'hui sur le plan de la croissance, c'est en partie en raison du bas niveau des taux d'intérêt, qui allège la charge de l'endettement public, facilite le refinancement des dettes d'entreprise et soutient la capacité des ménages à investir dans l'immobilier ou à consommer à crédit. Une remontée des taux d'intérêt viendrait déséquilibrer ces

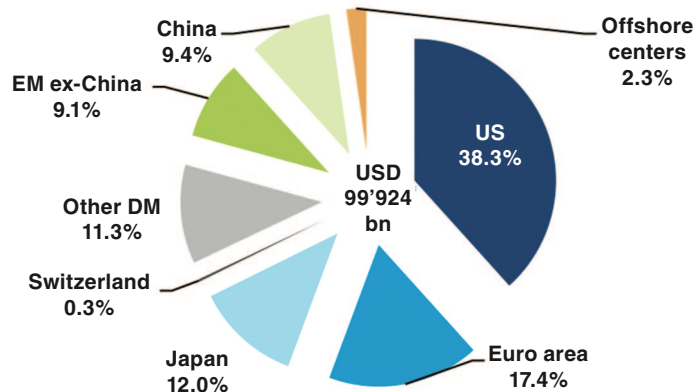
dynamiques, provoquant une dégradation de la conjoncture et sans doute un repli de ces mêmes taux d'intérêt, rappelés par la gravitation à la réalité d'une croissance nominale faible et sans réelle perspective d'accélération.

C'est la raison pour laquelle, structurellement et malgré le niveau bas des taux, l'environnement semble devoir rester favorable aux obligations, pour lesquelles le scénario catastrophe serait une accélération durable et soutenue de la croissance et de l'inflation. Cela ne veut évidemment toutefois pas dire qu'il faut « plonger » aveuglément et sans distinction dans le marché obligataire. Les perspectives de rendement diffèrent entre les régions en raison de niveaux de taux différents mais aussi de configuration différente des cycles de politique monétaire. Mais tous présentent un risque structurel que les investisseurs doivent garder à l'esprit, celui de la liquidité.

En effet, si le marché obligataire est, avec une valorisation de près de USD 100'000 milliards, la plus importante classe d'actif mondiale, c'est toujours un marché de gré à gré pour l'essentiel, à l'inverse des marchés actions. Lorsque les conditions financières se resserrent et que l'aversion au risque augmente, les acheteurs disparaissent ou deviennent beaucoup plus prudents. Il est alors plus coûteux et même parfois impossible de vendre des positions.

Ce phénomène est encore amplifié par l'importance prise par les ETF obligataires ces dernières années, qui génèrent en période de stress d'importants flux simultanés pouvant conduire à des dislocations de prix. À l'exception des obligations gouvernementales des pays développés, toutes les obligations, d'entreprise financières ou non-financières, *Investment Grade* ou *High Yield*, d'émetteurs émergents en devise locale ou en dollar, sont soumises à ce risque : « de ne pas pouvoir vendre une obligation au prix du marché ». L'environnement actuel, avec l'abondance de liquidités liée aux interventions des banques centrales, a sans doute conduit les investisseurs à une certaine complaisance à l'égard de ce risque mais il ne doit pas être mésestimé. Ceux qui se souviennent de 2008 ou, dans une moindre mesure, de l'été 2015, en ont sans doute tiré la leçon.

USD 100'000 milliards d'obligations dans le monde



Fin 2016
Source: BIS, SYZ AM

Parmi les principaux marchés obligataires, le marché en dollar US offre aujourd'hui le potentiel de rendement le plus intéressant. Outre le fait que le niveau absolu des taux y est le plus élevé des grands marchés développés, ce qui constitue déjà un bon point de départ pour un investissement obligataire, le marché intègre déjà dans les prix, au moins en partie, la normalisation en cours de la politique monétaire. L'inconnue réside encore, à l'heure d'écrire ces lignes, sur la politique budgétaire à venir de l'administration Trump. Si le stimulus fiscal d'ampleur promis durant la campagne finit par être mis en place, les taux d'intérêt en dollar pourraient subir des pressions à la hausse, potentiellement renforcées par une banque centrale qui aura plus de marge de manœuvre pour relever les taux courts.

Le potentiel de performance paraît aujourd'hui moins important sur les marchés où les banques centrales n'ont pas encore commencé à normaliser leur politique, en particulier dans la Zone Euro, en Suisse et au Japon. Si l'environnement économique reste positif en 2018, celles-ci vont être sous pression pour retirer progressivement les mesures exceptionnelles mises en œuvre à un moment où le contexte macroéconomique était beaucoup moins favorable (Quantitative Easing, taux négatifs). Cela pourrait conduire à un ajustement à la hausse des taux d'intérêt et donc à une correction au moins temporaire de ces marchés obligataires.

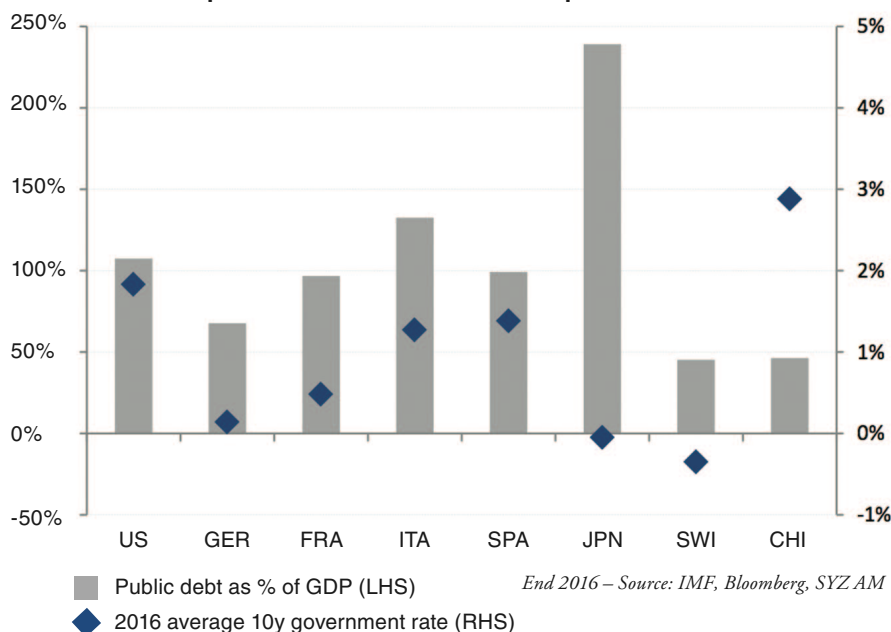
Quant aux marchés émergents et à la Chine en particulier, ils continuent d'offrir des per-

spectives intéressantes. Les éléments susceptibles de faire dérailler cette classe d'actifs sont un brutal ralentissement de la croissance mondiale ou une remontée rapide des taux US et du dollar. En l'absence de l'un ou l'autre de ces facteurs, les marchés obligataires émergents continueront d'attirer par leur rendement additionnel, par des dynamiques de croissance plus favorables que dans le monde développé et par l'accès plus aisé à ces marchés pour les investisseurs internationaux (cf. l'ouverture progressive du marché domestique chinois et la probable inclusion des obligations chinoises dans les indices obligataires mondiaux).

Il y a un élément qui reste déterminant dans les perspectives d'évolution des taux d'intérêt dans les pays émergents : le niveau du déficit et de la dette publique. Les investisseurs internationaux restent sensibles à une croissance trop rapide de l'endettement des États, à l'image de ce qui se passe au Brésil depuis deux ans. Toutefois, dans les économies développées, cette relation « normale » entre niveau d'endettement et niveau des taux d'intérêt a été remise en cause par les interventions des banques centrales. Même en Europe où la crise grecque et les plans de sauvetage du Portugal ou de l'Irlande sont encore frais dans les mémoires, ce risque autour de la dette publique a fini par être occulté par la mise en place du programme d'achat d'obligations de la BCE. Ainsi, on ne constate actuellement pas de lien clair entre niveau de dette publique et taux d'intérêt. La Suisse et le Japon ont tous deux des taux d'intérêt gouvernementaux à 10 ans négatifs. Pourtant, la Confédération fait partie des pays développés les plus vertueux en matière budgétaire, avec des comptes à l'équilibre et un ratio de dette sur PIB de 45%. Tandis que le Japon affiche 25 ans de déficits publics ininterrompus et un ratio de dette sur PIB de 240%. Avec une banque centrale disposée à acheter les obligations d'État, le niveau de dette n'a aujourd'hui plus d'influence sur les taux gouvernementaux.

Tous ces éléments contribuent à créer un environnement plutôt favorable aux obligations mais où l'approche à l'égard des investissements obligataires doit être repensée. Les taux d'intérêt sont bas et peu attractifs de prime abord mais, compte tenu de la faiblesse de l'inflation, les rendements réels continuent de faire des obligations un

Plus de lien clair entre endettement public et taux d'intérêt depuis les interventions des banques centrales



contributeur à la performance de portefeuilles diversifiés. Et l'environnement reste structurellement porteur pour la classe d'actif : l'absence ou la faiblesse de l'inflation, couplée à des croissances potentielles en baisse, justifie des niveaux de taux d'intérêt fondamentalement plus bas que par le passé, même si les banques centrales normalisent un tant soit peu leur politique monétaire. Et la forte hausse de l'endettement ces dernières années (ou décennies) empêche aujourd'hui une remontée significative et durable des taux d'intérêt, en raison de la grande sensibilité de la croissance mondiale aux conditions financières. Pour ces raisons, la perspective d'un « bear market » prolongé pour les obligations après trois décennies de « bull market » paraît peu réaliste.

Toutefois, le contexte de taux bas a sonné le glas de l'approche « traditionnelle » des investissements obligataires : acheter une obligation offrant un coupon/rendement intéressant et la garder en portefeuille jusqu'à la maturité. Une telle approche garantit, dans le contexte actuel, des rendements bas pour une allocation obligataire. Il faut désormais être actif et flexible dans l'allocation pour pouvoir accéder à des sources de rendement supplémentaire (« roll-down » des courbes, marché primaire, diversification de courbe sur la base de valeurs relatives ajustées du risque). Il faut également être flexible dans le portefeuille, afin de pouvoir ajuster tactiquement le positionnement en termes de duration (sensibilité aux mouvements de taux), en termes d'exposition au risque crédit ou au risque de change. Il faut enfin avoir des portefeuilles obligataires « diversifiés » afin de limiter au maximum l'impact potentiel du risque de liquidité.

C'est la raison pour laquelle les investissements en fonds obligataires, gérés de façon active ou passive, ont progressivement pris le pas sur les investissements en ligne directe. Les fonds permettent en effet de diversifier l'exposition et le risque spécifique à chaque émetteur. Ils permettent également d'accéder de façon plus ou moins systématique aux rendements générés par la pente positive des courbes de taux (« roll-down »). Ils permettent enfin de réduire les coûts, puisque les frais de transaction pour les fonds obligataires sont nettement inférieurs (quelques points de base seulement)



Béatrice Mazzuri, *Vélo de lumière*, 100 x 150 cm

à ceux supportés par les investisseurs finaux sur des lignes directes.

La comparaison entre un investissement passif, en ETF, et un investissement dans un fonds géré activement ne doit pas se limiter à la seule comparaison des frais, logiquement en faveur de la gestion passive. Elle doit également prendre en compte la finalité et l'horizon temps de l'investissement. Pour un investisseur désireux prendre, rapidement et efficacement, une exposition tactique à tel ou tel segment du marché obligataire, la large gamme des ETF offre aujourd'hui une palette de choix fournie. Le principal risque de ce type d'investissement reste toutefois la liquidité du sous-jacent puisque, lorsque les conditions de marché se détériorent et que les prix s'écartent, les ventes forcées d'obligations causées par des ventes de parts du fonds peuvent affecter de façon disproportionnée la valorisation de ces ETF.

En revanche, pour une exposition plus structurelle au marché obligataire, dans un portefeuille institutionnel par exemple, la gestion active présente l'avantage de pouvoir adapter le positionnement aux conditions de marchés et donc proposer un meilleur équilibre en termes de contributeurs de performance et de gestion du risque. En construisant un portefeuille avec des thématiques ou classes d'actif décorrélées, en s'affranchissant des risques de concentration liés à la composition des indices obligataires (contrairement aux ETF indexés), et en ayant la possibilité d'ajuster tactiquement la duration et le niveau de risque crédit, la gestion active offre la possibilité de

pouvoir générer des performances ajustées du risque supérieures à celles de la gestion passive. Et la valeur ajoutée de cette gestion active compense, sur le moyen terme, des frais de gestion un peu supérieurs mais qui ont été largement tirés vers le bas ces dernières années.

Ainsi, ce n'est pas parce que les taux d'intérêt sont bas ou que l'endettement public est élevé qu'il faut pour autant négliger les obligations dans une allocation d'actif. De manière générale, les obligations continuent d'offrir des perspectives de rendements réels positifs à condition d'être gérées activement et de tirer partie de toutes les sources de rendement offertes par les marchés obligataires. Une gestion active implique d'identifier les segments avec le plus de potentiel ou de risque, au niveau géographique, en termes de devises, de maturité ou de secteur. Pour ce faire, les perspectives d'évolution des politiques monétaires ont aujourd'hui pris le pas sur les niveaux d'endettement, en particulier dans le monde développé. La diversification reste en tout cas un élément clé de la composition d'un portefeuille, afin de limiter l'impact potentiel d'une évaporation de la liquidité sur les marchés. Ainsi, les obligations continuent à être des contributeurs à la performance et à la gestion du risque des portefeuilles diversifiés. Et cela devrait rester le cas dans les années à venir, n'en déplaise à la vue consensuelle qui a jusqu'à présent généré plus de regrets que de satisfaction. ■

FERRARI
ART GALLERY
VEVEY

PEINTURE
SCULPTURE
PHOTOGRAPHIE



© Grégory Otter

Jean-Claude
SCHWARZ
SCULPTURE

4 NOVEMBRE
16 DÉCEMBRE 2017

Quai Perdonnet 22 | Vevey
www.ferrariartgallery.ch

Anlagen in paneuropäischen Wohnimmobilien



Von
Julien Boissier
Investment Director
Switzerland & Monaco
Standard Life
Investments

Aberdeen Standard Investments

Paola Bissoli
Senior Business
Development
Manager
Aberdeen
Asset Managers
Switzerland AG



Es gibt überzeugende Gründe für institutionelle Anleger, ihr Kapital in Wohnimmobilien zu investieren.

- Das Anlegerinteresse wächst in ganz Europa, da Vermögensverwalter das Potenzial des Sektors erkennen. Er kann nicht nur für Diversifikation sorgen, sondern aufgrund der hohen Beständigkeit des Einkommens aus den Wohnimmobilien auch hohe risikobereinigte Renditen liefern.

- Im Vergleich zum Segment der Gewerbeimmobilien weisen Wohnimmobilien eine geringere Ertragsvolatilität und höhere risikobereinigte Renditen auf.

- Anlegern mit geringerer Risikobereitschaft haben diese Anlagen vor allem ein Einkommen geboten, dessen realer Wert im Laufe der Zeit erhalten blieb. Dies ist am Markt für Gewerbeimmobilien nicht erkennbar. Wohnimmobilien sollten für Anleger, die nach qualitativ hochwertigen Erträgen Ausschau halten, sehr interessant sein.

- Eine mehrere Länder umfassende Strategie bringt Diversifikationsvorteile und reduziert das Risiko.

Der Markt für Mietwohnungen scheint sich nicht allzu sehr vom Segment der Gewerbe-

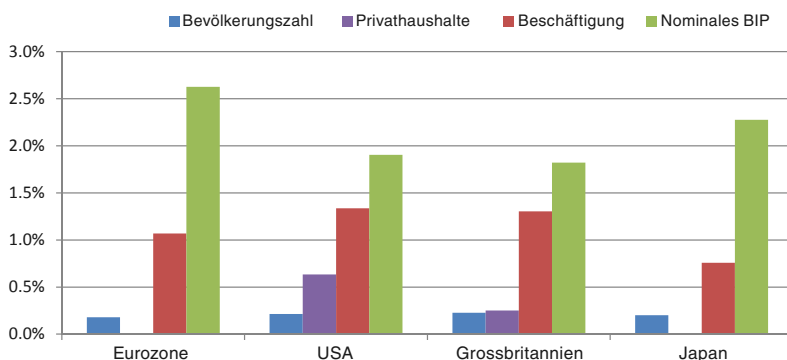
immobilien zu unterscheiden, da es sich in beiden Fällen um Anlagen in physischen Werten handelt. Eine nähere Untersuchung zeigt jedoch, dass die Risiko-Rendite-Merkmale der beiden Bereiche recht unterschiedlich sind. Hauptgrund dafür sind die Fundamentaldaten der beiden Immobiliensegmente:

- Die Wohnungsnachfrage ist mit dem Bevölkerungs- und Haushaltswachstum verbunden, das während des Konjunkturzyklus relativ stabil bleibt. Das Angebot ist in der Regel begrenzt (insbesondere in wichtigen urbanen Lagen).

- Die Nachfrage nach Gewerbeimmobilien wird durch die mietenden Unternehmen sowie die Beschäftigungslage und Wirtschaftsaktivität bestimmt. Das Beschäftigungs- und BIP-Wachstum verläuft sehr zyklisch, während das Neuangebot erst mit Verzögerung auf die Veränderungen der Nachfrage und Preise reagiert.

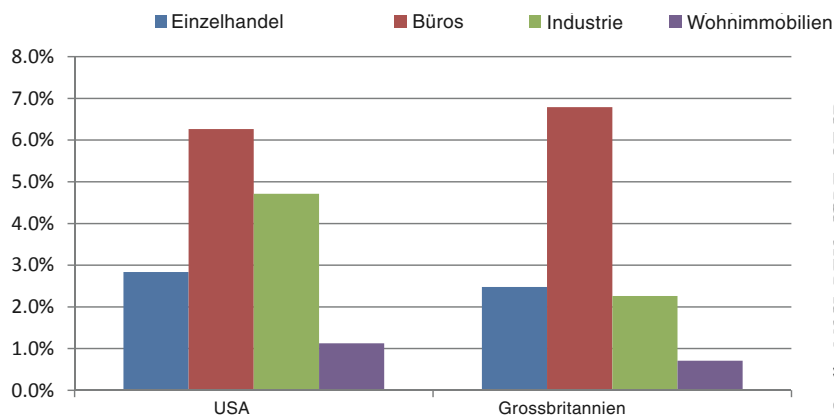
Der Markt für privat gemietete Wohnimmobilien wird in ganz Europa rasch modernisiert. Er wird professioneller, harmonisiert und es zeichnen sich erstklassige Betriebsmodelle ab. Daher expandiert das investierbare Angebot und die Anlagechancen sowie das Anlegerinteresse nehmen zu.

Grafik 1: Volatilität (1980 bis 2015), in % p.a.



Quelle: IWF, nationale Statistiken, August 2016.

Grafik 2: Volatilität der Realmiete (1995 bis 2015), in % p.a.



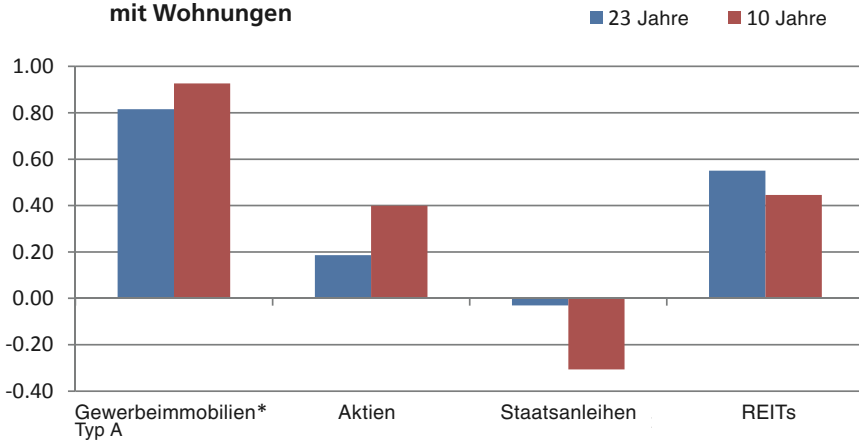
Quelle: MSCI, REIS, CBRE, OECD, Thomson Reuters Datastream, August 2016.

Eine stabile Anlage

Im Vergleich zum Gewerbeimmobilienmarkt weist die Mieternachfrage nach Wohnimmobilien eine niedrige Variabilität auf. Die Wohnungsnachfrage wird durch das Bevölkerungs- und Haushaltswachstum bestimmt und beide Faktoren sind über längere Zeit stabil (**Grafik 1**).

Das BIP- und Beschäftigungswachstum ist fünf- bis zehnmal so volatil wie das Bevölkerungswachstum. Obwohl der Volatilitätsunterschied nicht so extrem ausfällt wie bei den makroökonomischen Faktoren, sind die Mieten für Gewerbeimmobilien zwei- bis dreimal volatil als im Segment der Wohnimmobilien (**Grafik 2**).

Wohnraum ist eine Notwendigkeit und den entsprechenden Ausgaben wird eine höhere Priorität beigemessen als jenen für Nicht-Basiskonsumgüter (wie etwa Freizeit). Dadurch ist der Sektor geschützt, wenn sich die Konjunkturbedingungen verschlechtern. Bei

Grafik 3: Korrelationen von US Multi-Asset Total Return Fonds mit Wohnungen

Quelle: Thomson Reuters Datastream, NCREIF, 2016

*umfasst Wohnungen.

guten Konjunkturbedingungen sind private Haushalte an einem Upgrade interessiert und suchen nach grösserem und qualitativ besserem Wohnraum. Gewerbeimmobilien sind dagegen ein Faktor im Produktionsprozess und reagieren empfindlich auf Veränderungen der Konjunkturbedingungen. Unternehmen werden nicht mehr Fläche belegen als notwendig und viele werden versuchen, den belegten Raum zu reduzieren, um Kosten zu sparen. Dieser Trend ist an der im Laufe der Zeit rückläufigen Nutzung von Bürofläche pro Person und der sinkenden Nachfrage nach Einzelhandelsflächen infolge der zunehmenden Online-Verkäufe zu erkennen.

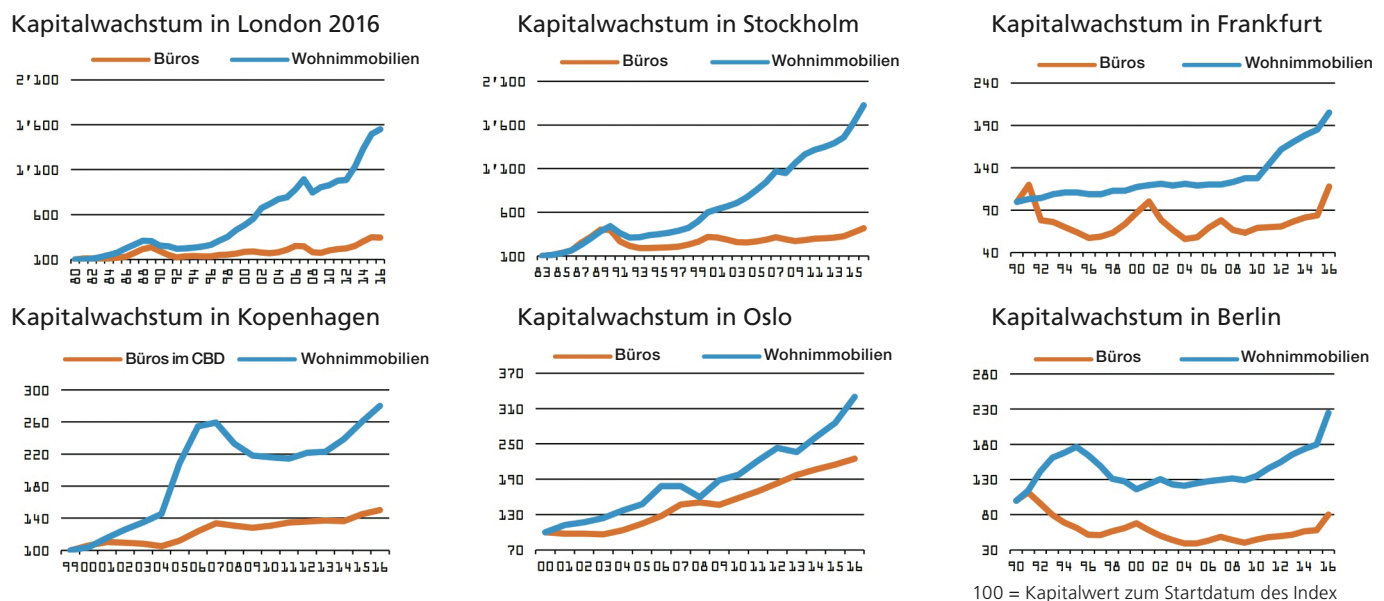
Maximierung der risikobereinigten Renditen

Die Stabilität der Nachfrage nach Wohnimmobilien im Vergleich zur breiteren Wirtschaft legt nahe, dass die Anlage in diesem Bereich Diversifikationsvorteile bieten kann. Im europäischen Wohnimmobilienbereich liegen keine langfristigen Performancedaten vor. In den USA, wo sich der etablierteste Mietwohnungsmarkt weltweit befindet, wiesen die Gesamterrenditen des Mehrfamiliensegments historisch gesehen eine geringe bis moderate positive Korrelation mit Aktien und eine niedrige Korrelation mit Anleihen auf (**Grafik 3**). Bei der Untersuchung anderer reifer Anlagemärkte für Wohnimmobilien wie beispielsweise Japan ziehen wir die gleichen Schlüsse.

Mieten und Kapitalwerte wachsen bei Wohnimmobilien schneller

Kann das Angebot nicht mit der Nachfrage Schritt halten, bedeutet dies in der Regel, dass die Mieten und Kapitalwerte für Wohnimmobilien konsistent schneller steigen als für Büroräume. Dies ist ein bemerkenswert beständiges Muster in ganz Europa. Angesichts des ausgeprägten Defizits von Wohnsiedlungen gegenüber dem zunehmenden Wachstum der privaten Haushalte gehen wir davon aus, dass dieser Trend anhält.

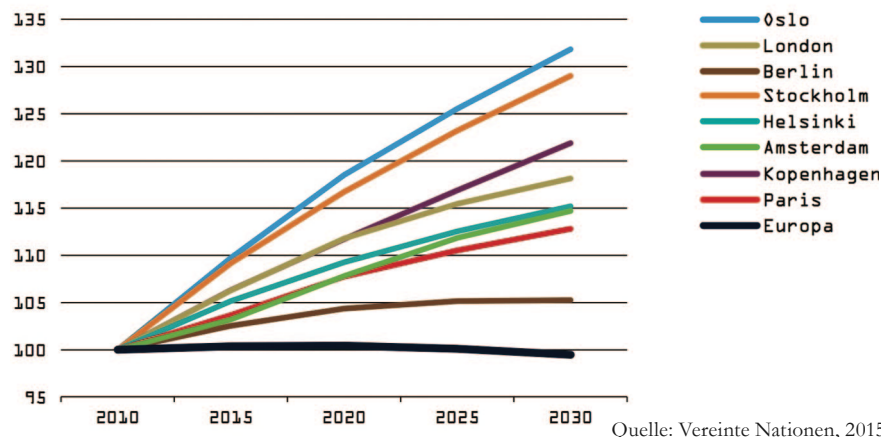
Es stehen keine hochwertigen vergleichbaren Datensätze für Wohnraumieten zur Verfügung. Die vorhandenen Daten weisen jedoch klar darauf hin, dass die Wohnraumieten bei geringerer Volatilität sehr viel schneller wachsen als die Mieten für Büroräume. Obwohl die Wohnraumieten in London seit 1988 um 140% gestiegen sind (ONS, Savills), sind die Spitzenmieten in der City of London real gefallen. Unter Berücksichtigung der erheblichen Abschreibungen auf Büroräume sind die Büromieten in der City in diesem Zeitraum sogar stark zurückgegangen. Mietdaten für Frankfurt und Stockholm lassen auf einen ähnlichen Trend schliessen. Auch dort wachsen die Mieten für Wohnraum weitaus schneller. Die Bürosipitzenmieten in Frankfurt liegen in der Tat weiterhin etwa 20% unter ihrem Niveau von 2000.

**Grafik 4: Die Kapitalwerte für Wohnimmobilien wachsen schneller als jene für Büroräume**

Quelle: MSCI, Bulwien, Nationwide, 2015.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Massstab für künftige Ergebnisse.

Grafik 5: Rasches Bevölkerungswachstum in «Gewinnerstädten»
(Bevölkerungsprognose, Index 2010 = 100)



Nachfrage: Das starke Bevölkerungswachstum, schrumpfende Haushaltsgrössen, die hohen Kosten eines Hauskaufs und die zunehmende Migration kurbeln die Nachfrage nach privat gemieteten Wohnimmobilien an.

Es wird erwartet, dass die Bevölkerung Europas in den nächsten 15 Jahren stabil bleibt. Die wichtigsten europäischen Städte, die wir als «Gewinnerstädte» bezeichnen, sollen Prognosen zufolge jedoch um 15% bis 30% wachsen. Dazu zählen London, die Hauptstädte der nordischen Länder, Amsterdam, Frankfurt, München und Berlin. Dies entspricht vielleicht überraschend häufig der Entwicklung in einigen Schwellenländern (Grafik 5).

Die Urbanisierungsraten steigen weiter. Dabei ist die private Vermietung in «Gewinnerstädten» weit stärker verbreitet und das Mieten wird für die meisten immer mehr zur Norm. Die Altersstruktur verschiebt sich in diesen Städten zunehmend zugunsten jüngerer Menschen, was wiederum für ein höheres Bevölkerungswachstum spricht. Während die Bevölkerung wächst, nimmt die Grösse der Privathaushalte kontinuierlich ab. Dies bedeutet, dass eine höhere Zahl von Wohnungen pro Kopf benötigt wird. Kleinere Haushalte nehmen zudem in der Regel pro Kopf mehr Bodenfläche ein, da jeder Haushalt eine eigene Küche, ein Badezimmer usw. benötigt.

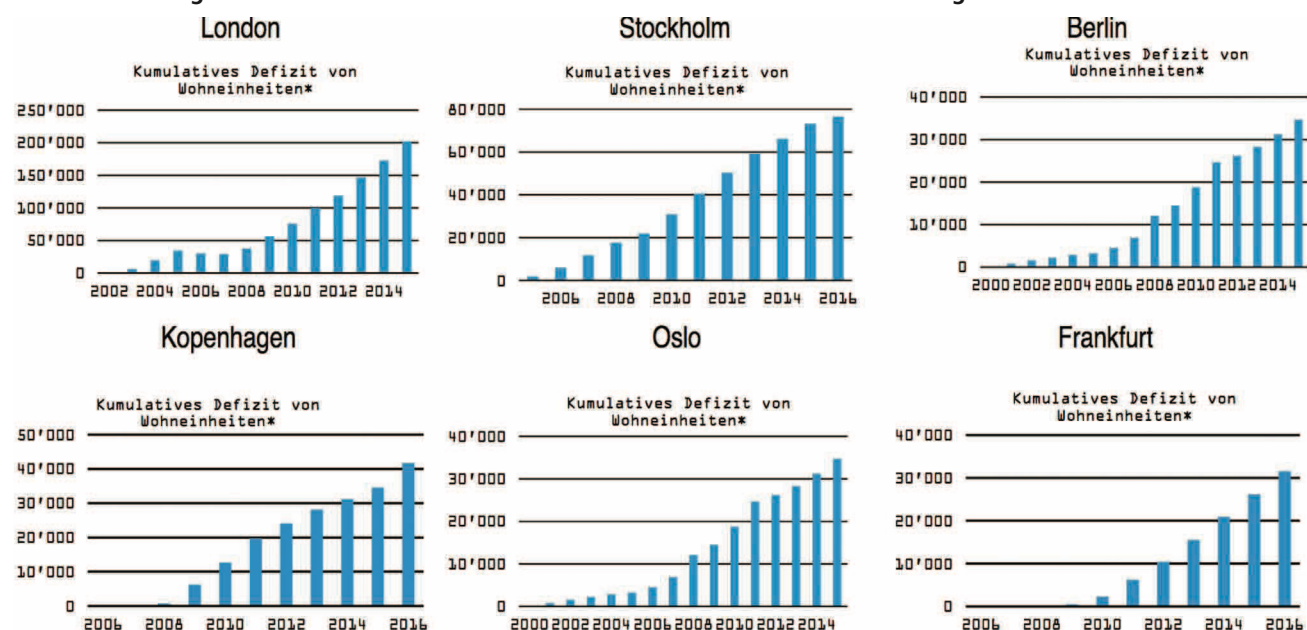
Die europäischen Arbeitskräfte werden immer flexibler und mobiler. Die zunehmenden Migrationsvolumen sind sowohl auf

nationaler als auch internationaler Ebene positiv für den privaten Mietsektor, da Migranten voraussichtlich einige Jahre Mieter sind, bevor sie Immobilien erwerben.

Auch der Trend, später im Leben zu heiraten und Kinder zu bekommen, die geringere Vorhersehbarkeit des Karrierepfads, die Ausweitung der Hochschulbildung und das anhaltende Beschäftigungswachstum im städtischen Dienstleistungssektor tragen wie der Rückgang der Fertigung in ganz Europa zur Expansion des privaten Mietwohnungssegments bei. Die Mieter sind in der Regel jung, mobil und gut ausgebildet. Studien zeigen zudem, dass diese Generation viel eher bereit ist, nachhaltige Immobilien in Erwägung zu ziehen und einen Aufpreis dafür zu bezahlen. Ein gut durchdachtes und effizientes Gebäude weist zudem niedrigere Betriebskosten auf. Tatsächlich kann ein nach dem «Passivhausstandard» (einem sehr hohen Standard) errichtetes Gebäude die Heizkosten auf annähernd null reduzieren. Die enormen Kosten eines Hauskaufs aufgrund der höheren Kapitalwerte in einer Ära äusserst niedriger Hypothekarzinsen haben viele in den privaten Mietsektor gedrängt. Die Verschärfung der Kreditvergabebedingungen seitens der Banken, die (zum Beispiel in Grossbritannien und den Niederlanden) höhere Anzahlungen verlangen, hat den gleichen Effekt.

Mittlerweile ist das Mieten an einigen Standorten eher eine Notwendigkeit als eine

Grafik 6: Das Angebot neuer Wohnimmobilien hält nicht Schritt mit dem Bevölkerungswachstum



Wahl. In Grossbritannien hat sich der Anteil der privaten Mieter zum Beispiel im letzten Jahrzehnt von 10% auf 20% der Bevölkerung verdoppelt. In London ist dieser Anteil mit über 50% der Bevölkerung noch höher. In Deutschland ist der Anteil der privaten Mieter mit 70% bis 80% in wichtigen Städten wie Berlin und München sogar noch höher.

Angebot: Der Entwicklungsgrad hält bisher nicht Schritt mit der Nachfrage

Der Entwicklungsgrad für Wohnimmobilien ist in ganz Europa sehr niedrig. Trotz der zuvor beschriebenen hohen Nachfrage beläuft er sich im Durchschnitt auf unter 0,5% des vorhandenen Bestandes pro Jahr. Dies bedeutet, dass unter der Annahme einer statischen Bevölkerung jedes neu entwickelte Haus 200 Jahre lang bestehen müsste. Einige Märkte mit hoher Nachfrage wie in Deutschland, den Niederlanden und Grossbritannien weisen einen besonders niedrigen Entwicklungsgrad auf. Planungsbeschränkungen wie Grünzonen am Rande der Ballungszentren und die Erhaltung historischer Bereiche sind ein wichtiger Grund für die geringe Siedlungsentwicklung. Viele Bewohner und die von ihnen gewählten Politiker sind nicht bereit, ein hohes Neuangebot in Kauf zu nehmen, das ihren Komfort und das Wachstum der Hauspreise einschränken könnte. Die Entwicklung neuer Büros und Einzelhandelsflächen wird sehr viel positiver beurteilt, da sie Arbeitsplätze schafft und auf weniger Widerstand stösst. Zudem nehmen diese Immobilien weniger physische Fläche pro Kopf ein. Auch die mangelnde Finanzierung neuer Projekte durch Banken wie etwa in Irland sowie die höheren Baukosten (infolge steigender Grundstückspreise und höherer Nachhaltigkeitsstandards) behindern die Neuerschliessung in vielen Märkten.

Die Angebotsengpässe sind in bestimmten «Gewinnerstädten» sogar noch ausgeprägter. Dort zeichnet sich ein bemerkenswert einheitliches Bild ab: Die Wohnraumentwicklung hält nicht Schritt mit dem Wachstum der Haushalte. Daraus ergibt sich ein kumulativer Nachfrageüberschuss im Verhältnis zum begrenzten Angebot (**Grafik 6**). Ausserdem geht dies von der Annahme aus,



CharElie Couture, Brooklyn Gorilla, 53 x 78 cm

dass sich die Märkte zu Beginn der Periode im Gleichgewicht befinden, was normalerweise nicht der Fall ist. Die Wohnungsnot besteht schon seit Langem und hat sich im Laufe der Zeit noch zugespitzt. Des Weiteren wird die nach Europa strömende Flüchtlingswelle sehr wahrscheinlich die grösseren Städte ansteuern, wodurch die Engpässe noch verschärft werden.

Dieser Angebotsengpass steht im krassen Gegensatz zur Lage am Markt für Büroräume. In starken Märkten können dort bis zu 10% des Bestands in einem einzigen Jahr entwickelt werden. Er steht auch im Kontrast zum Einzelhandelssektor, der infolge des Online-Verkaufs mit Handelsverlusten zu kämpfen hat. Beim Online-Geschäft handelt es sich Wesentlichen um ein «unsichtbares» Angebot.

Vorteile durch strukturelle Veränderungen – Druck auf Büro- und Einzelhandelsflächen, Aufwärtspotenzial bei Wohnimmobilien

Der Bereich Wohnimmobilien wird nicht unter der gleichen Disruption infolge von Flächeneffizienz leiden wie andere Immobiliensegmente. Viele Mieter von Büro- und Einzelhandelsflächen sind motiviert, weniger Fläche zu belegen, um Kosten zu sparen. Mieter von Wohneinheiten würden hingegen lieber mehr Fläche mieten. Grossraumbüros (im Gegensatz zu Einzelbüros), die elektronische Archivierung, flexible Arbeitszeiten und «Hot Desking» tragen alle dazu bei, dass Büros effizienter genutzt werden können als bisher und pro Kopf weniger Bürofläche benötigt wird. ►►►

Die Leerstandsquoten sind im Büroimmobiliensegment deutlich höher als bei Wohnimmobilien. Ausserdem versuchen viele Einzelhändler, ihre Ladenportfolios auf die wichtigsten Standorte zu beschränken, da ein zunehmender Anteil des Umsatzes auf den Online-Handel entfällt. Die Mieter von Wohnimmobilien sehen sich diesem Druck nicht ausgesetzt, denn sowohl Eigennutzer als auch Mieter hätten im Allgemeinen gerne mehr Wohnraum zur Verfügung als derzeit. Die Grösse der Häuser wächst in der Regel mit zunehmendem Wohlstand. Die Menschen haben mehr Güter unterzubringen. Sie benötigen mehr Fläche, um von zu Hause aus arbeiten zu können. Wie zuvor erörtert, dürften kleinere Haushaltsgrössen zu einer ineffizienten Flächennutzung führen, da jeder Haushalt eine eigene Küche sowie ein Bade- und Wohnzimmer usw. benötigt. Die Ertragsströme aus Wohnimmobilien sind in der Regel äusserst sicher, und in den wichtigen Städten sind die Leerstandsquoten minimal.

Nachhaltigkeit

Die Nachhaltigkeit und Berücksichtigung ökologischer, sozialer und ordnungspolitischer Themen (Environment, Social and Governance – ESG) sollten allen Aspekten eines Wohnimmobilienkonzepts zugrunde liegen. Die Erschliessung muss über den gesamten Lebenszyklus hinweg wirtschaftlich tragbar sein und die Umweltbelastung minimieren. Gleichzeitig kann sie zur Schaffung neuer bzw. zur Erneuerung bestehender Gemeinden beitragen. Kurz gesagt: Die Menschen wollen in nachhaltigen, qualitativ hochwertigen Gebäuden sowie in einer sauberen und gesunden Umgebung wohnen.

ESG-Themen sollten beim Bau einer Immobilie berücksichtigt werden. Die Grundsätze des ökologischen Bauens werden zwar in den lokalen Bauvorschriften verankert. Es ist jedoch zu empfehlen, über diese hinauszugehen und, sofern wirtschaftlich tragbar, Innovationen im Hinblick auf eine umweltfreundliche Planung und Bauweise in Erwägung zu ziehen. Ideen wie die Verwendung des Passivhaus-Designs oder die Installation effizienter Geräte oder von Anlagen zur Verringerung der Kohlenstoffemission haben



CharliElie Couture, *Double Winter*, 50 x 60 cm

praktische Auswirkungen auf die Betriebskosten, die Unterhaltung und den Ersatz. Das ist genauso wichtig wie die Baukosten. Ebenso kann die Berücksichtigung des sozialen Werts gemeinschaftsfördernder Initiativen oder der lokalen Beschäftigung dazu beitragen, Beziehungen zu den Menschen vor Ort herzustellen und ein Konzept von der Konkurrenz abzuheben. Jenseits der konkreteren ökologischen und sozialen Pluspunkte kann eine gut durchdachte und nachhaltig gebaute Immobilie einen positiven Marketingvorteil haben, der den wahrscheinlichen Zielmarkt anspricht.

Schlussfolgerungen

Aufgrund der sehr starken Nachfrage und des begrenzten Angebots sind die Aussichten für das Mietwachstum im Wohnimmobilienbereich weitaus besser als bei Gewerbeimmobilien. Das Wohnimmobili-

ensegment weist zudem eine geringere Volatilität, Diversifikationsvorteile und höhere risikobereinigte Renditen auf, sodass es im Vergleich zu den meisten gewerblichen Immobiliensektoren attraktiver bewertet ist. Die Preisniveaus, das voraussichtliche Mietwachstum und die Höhe der Renditen sind selbstverständlich von Land zu Land und von Stadt zu Stadt sehr unterschiedlich. Die nationalen Märkte verfügen über sehr ungleiche Perspektiven. In Märkten wie in Dublin und wichtigen deutschen Städten ist der Ausblick für das Mietwachstum unserer Meinung nach sehr positiv. Andersorts wie in der Londoner Innenstadt betrachten wir die sehr niedrigen Renditeniveaus hingegen mit Sorge. Hier sind die Grenzen der Erschwinglichkeit erreicht und die Performanceaussichten sind schwächer. ■

A SAFE AND TIMELESS INVESTMENT
P&XPRECINOX



SWISS OWNED, INDEPENDANT



LBMA
GOOD DELIVERY
REFINER



P&X IMPACT



www.pxgroup.com

Auf Renditejagd am Highyield-Markt



Von

Pierre Wrobel

Director, Senior Product Specialist
Fixed Income Credit

pierre.wrobel@allianzgi.com

Allianz Global Investors

In einem Umfeld sehr niedriger Zinsen, in dem deutsche Staatsanleihen mit fünf Jahren Restlaufzeit seit 2015 eine negative Rendite aufweisen, hat der Renditehunger viele Investoren dazu veranlasst, ihr Anlageuniversum zu erweitern. Seit 2012 haben private wie institutionelle Anleger, Pensionskassen sowie Versicherungen begonnen, entweder einen Teil ihres Vermögens in riskanteren Anlagen zu investieren oder entsprechende Engagements auszubauen. In Anlagefonds und Mandaten gleichermassen ist das Anlagevolumen in als riskanter geltenden Marktsegmenten in den letzten Jahren beträchtlich gestiegen.

Veranschaulichen lässt sich dies an den Mittelzuflüssen in Fonds für europäische Hochzinsanleihen, die laut JPMorgan zwischen 2012 und 2016 mehr als 30 Mrd. Euro betragen haben; seit März 2017 sind allerdings Mittelabflüsse zu verzeichnen (-2,5 Mrd. Euro per Ende Juli 2017). Zu erklären ist diese Entwicklung aber nicht nur mit den niedrigen Zinsen; die Euro-Staatschuldenkrise hat den Anlegern bewusst gemacht, dass es keine risikolosen Anlagen mehr gibt.

Somit ist das Eingehen eines gewissen Risikos unvermeidlich, doch kommt es dabei auf das Ausmass an. Von entscheidender Bedeutung ist die Analyse des Risiko/Ertrags-Verhältnisses. Traditionelle Staatsanleiheninvestoren haben sich Unternehmensanleihen aus dem Bereich Investment Grade (IG) zugewandt, der relativ solide ist und gleichzeitig eine Zusatzrendite bietet. Unterdessen haben Fonds für IG-Unternehmensanleihen zur Diversifikation Hochzinspapiere beigemischt und ihr zuvor auf die

entwickelten Staaten begrenztes Anlageuniversum auf die Schwellenländer erweitert. Ebenso auf verstärktes Interesse gestossen sind Wandelanleihen. Sie sind besonders attraktiv, da sie nur wenig auf Änderungen des allgemeinen Zinsniveaus reagieren und auch von einer inflationsbedingten Hausse am Aktienmarkt profitieren können.

Auf der Suche nach überdurchschnittlichen Renditen liegt es nahe, in Emittenten mit verminderter Bonität zu investieren. Im folgenden befassen wir uns daher näher mit dem Markt für Hochzinsanleihen aus dem Euroraum. Wodurch zeichnet er sich aus? Wie lässt sich sein Risiko evaluieren? Wie hat er sich bisher entwickelt? Welche Anlagemöglichkeiten bieten sich dort aktuell und welche Kosten sind damit verbunden?

Zur Erinnerung: Der Markt für die einst als „Junk Bonds“ bezeichneten Hochzinspapiere entstand in den 1980er Jahren in den USA auf Initiative von Michael Milken, damals Händler bei Salomon Brothers. Er hatte die Idee eines neuen Marktsegments in dem sich Unternehmen refinanzieren können, deren Bonität deutlich unterhalb derjenigen der grossen Standardwerte lag und die sich nur noch am Anleihenmarkt Kapital beschaffen konnten. Warum sollte man lediglich Unternehmen der höchsten Bonität eine Finanzierung ermöglichen, wenn diese zwar ein hohes Mass an Sicherheit, aber nur geringe Renditen bieten und deren Qualität bestenfalls stabil bleiben oder sich verschlechtern konnte?

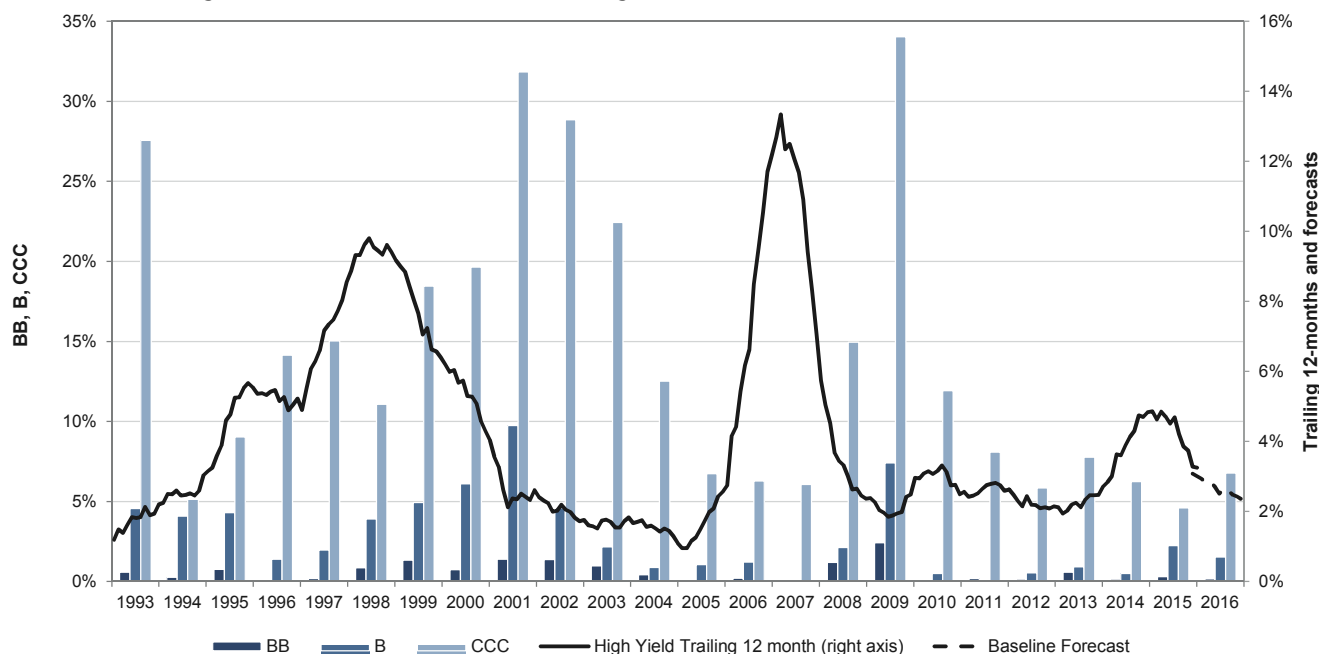
In Europa kam der Markt für Hochzinsanleihen ab dem Jahr 2000 richtig in Schwung. Er hat heute ein Volumen von fast 300 Mrd. Euro (US-Hochzinsmarkt: 1.300 Mrd. Dollar) und ist nach Branchen gut diversifiziert. Dieser vielen Anlegern weniger geläufige Markt bietet gleichwohl die Möglichkeit zur Investition in renommierten Unternehmen wie Fiat, Telecom Italia, Arcelor Mittal, Barry Callebaut, Selecta, Dufray oder Ineos.

Im allgemeinen schätzen Anleger den Hochzinsmarkt als sehr riskant ein. Sicherlich sind die Ausfallquoten der dort vertretenen Unternehmen höher als im IG-Segment; betrachtet man aber deren bisherige Entwicklung, lassen sich zwei Dinge festhalten: Zum einen sind die Ausfallquoten im Zeitablauf nicht stabil, sondern weisen Spitzen

Béatrice Mazzuri, *Vélo rouge*, 150 x 100 cm



Tabel 1: Entwicklung der Ausfallraten von Hochzinsanleihen (global)



Quelle: Moody's Annual Default Study 1920-2016 (Februar 2017)

in Zeiten der Rezession auf, zum Beispiel 2000-2002 und 2008/2009. Zum anderen unterscheiden sie sich stark nach Rating-Segment. So betrug von 1981-2015 die kumulierte Ausfallquote über fünf Jahre im niedrigsten Rating-Segment (CCC und darunter) nach Angaben der Ratingagentur S&P etwas mehr als 50 %, diejenige des höchsten Rating-Segments (BB) lag bei lediglich knapp über 4 %. Wichtig ist in diesem Zusammenhang, dass im Rahmen einer aktiv verwalteten Anlage Anleihen nicht bis zu ihrer Fälligkeit gehalten werden müssen, weshalb die kumulierten Ausfallquoten nur für eine „Kaufen-und-Halten“-Strategie gelten. Dessen ungeachtet stellt ein Zahlungsausfall des Emittenten (seien es Nennwert oder Zinszahlungen) das Hauptrisiko für den Anleger dar.

Kommt es zu einer Verschlechterung der Bonität eines Unternehmens, muss dies jedoch nicht zwangsläufig zu einem Zahlungsausfall führen. Wie im Jahr 2015 im Fall von AngloAmerican und Glencore zu beobachten war, kann eine Stresssituation am Markt, hier der Einbruch der Rohstoffpreise, die Einschätzung der Zahlungsfähigkeit eines Emittenten und damit den Kurs seiner Wertpapiere erheblich beeinträchtigen. Solche Situationen können für aktive Investoren Anlagechancen darstellen. Ähnlich gelagert war der Fall des deutschen Unternehmens HeidelbergCement, das im Mai

2007 die Übernahme des britischen Konkurrenten Hanson im Volumen von 8 Mrd. britischen Pfund startete (Abschluss im Juni 2008), kurz bevor die globale Zementnachfrage Ende 2008/Anfang 2009 um 30-40 % einbrach. Vor diesem Hintergrund wurde das Rating des Unternehmens aus dem IG-Segment (Baa3 im Oktober 2007) in den Hochzinzbereich herabgestuft (B3 Mitte 2009). Gleichzeitig fiel der Kurs der bis April 2018 laufende Anleihe des Unternehmens von 95 auf 40. Nach einer Reihe von Umstrukturierungen (Senkung der Dividende und der Investitionsausgaben, Verkauf von Aktiva usw.) gelang es dem Konzern, wieder einen ausreichenden Cashflow zu erzielen, um seine Schulden zurückzuzahlen. Infolgedessen stieg der Kurs der ausstehenden Anleihe bis Ende 2009 auf annähernd 90, heute bewegt er sich knapp unterhalb des Nennwerts.

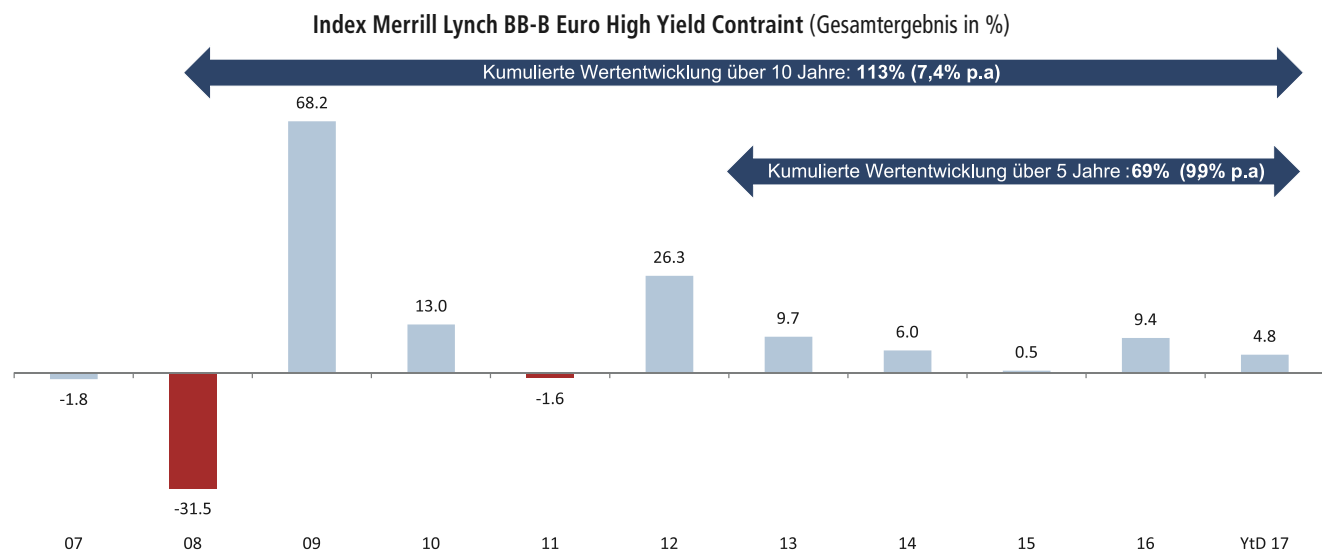
Um einen Zahlungsausfall zu vermeiden und Anlagechancen identifizieren zu können, ist es notwendig, den jeweiligen Emittenten genau zu kennen. Dazu gehören eine sehr sorgfältige und eingehende Analyse seines Bonitätsprofils, des Rangs in der Kapitalstruktur, den das in Frage kommende Wertpapier aufweist, sowie die in den Anleihenbedingungen festgelegten Anleger-schutzklauseln (Covenants). Anlegern empfiehlt es sich dabei, auf Fonds mit guter Reputation sowie auf Hochzinsanlagen

spezialisierte Research- und Management-Teams zurückzugreifen.

In den vergangenen zehn Jahren (Januar 2007 bis Juli 2017) betrug die kumulierte Wertentwicklung des Markts für Euro-Hochzinsanleihen (Index BofA ML BB-B Euro HY Constraint) 113 % oder 7,4 % p.a. Gleichzeitig erzielten I.G.-Unternehmensanleihen (Index BofA ML Euro Investment Grade) und Aktien aus dem Euroraum (Index EuroStoxx 600) lediglich ein Plus von 4,4 % bzw. 3,3 % p.a. Der Hauptbeitrag zu diesem Ergebnis (95 % des Gesamtertrags) entfiel auf den Faktor „Carry“, also den Zinsaufschlag gegenüber herkömmlichen Anleihen. Demgegenüber waren Kursgewinne von untergeordneter Bedeutung. Die Kuponzahlungen bei Hochzinsanleihen fallen nicht nur regelmässig an, sondern haben aufgrund ihrer Höhe auch eine Pufferfunktion für den Fall stärkerer Kursschwankungen. Im Unterschied zu Aktien ist dabei die Höhe der regelmässigen Zahlungen vertraglich fixiert, während die Dividende von Unternehmen nach Gutdünken festgesetzt werden kann. Des weiteren verfügen Hochzinsanleihen über eine festgelegte Endfälligkeit, weshalb sich ihr Kurs bei Ausbleiben eines Zahlungsausfalls zum Rückzahlungstermin hin zwangsläufig dem Nennwert annähert. Dagegen kann eine Aktie auch über einen längeren Zeitraum unterhalb ihres fairen Werts notieren.



Tabel 2: Hervorragende historische Wertentwicklung



Im laufenden Jahr per Ende Juli 2017 hat der Index BofA ML Euro High Yield einen Wertzuwachs von 5,1 % erzielt. Dieser setzt sich zusammen aus einem Kursanstieg von 2,4 % und einem „Carry“-Effekt von 2,7 % (durchschnittlicher Kupon zu Jahresbeginn: 5 %). Der Kurseffekt ergab sich daraus, dass der Anstieg des allgemeinen Zinsniveaus durch eine Verringerung des durchschnittlichen Bonitäts spreads von Hochzinsanleihen überkompensiert wurde (der Anstieg der 5-jährigen Zinsen um 30 Basispunkte bewirkte bei einer Zinssensibilität von rund 3,5 einen Rückgang des Index um ca. 100 Basispunkte; gleichzeitig ergab sich aus der Spread-Einengung um 110 Basispunkte bei vergleichbarer Sensitivität ein positiver Effekt in der Grössenordnung von 385 Basispunkten).

Die bisherige Wertentwicklung von Hochzinsanleihen ist natürlich kein Indikator für ihr zukünftiges Abschneiden. So stellt sich die Frage, welches Ergebnis diese gegenüber Staatsanleihen oder IG-Unternehmensanleihen riskantere Anleihengattung abwerfen wird. Gegenwärtig befindet sich das Renditeniveau von Euro-Hochzinspapieren mit 2,44 % auf dem niedrigsten Niveau seit Einführung des Index BofA ML Euro High Yield im Jahr 1998 (Stand: 01.08.2017). Dies spiegelt hauptsächlich den Rückgang des „risikofreien Zinses“ im Euroraum wider. Der Renditeaufschlag gegenüber Staatsanleihen von derzeit 268 Basispunkten, der die durchschnittliche Risikoprämie von Euro-Hochzinspapieren beziffert, liegt dagegen noch oberhalb seines Tiefststands im Jahr 2007 (178 Basispunkte). Die von den Rating-

agenturen erwartete Ausfallwahrscheinlichkeit auf 1-Jahressicht liegt jedoch nach wie vor unterhalb von 2 %. Demnach besteht weiterhin Spielraum für eine nochmalige Spread-Einengung. Bei gleichbleibenden Gegebenheiten, also ohne eine Veränderung der Spreads, dürfte die Anlageklasse auf Sicht von einem Jahr eine Rendite von ca. 2,5 % abwerfen.

Kann man bei einem solchen Resultat noch von einer hochverzinslichen Anlage sprechen? In absoluter Hinsicht sicherlich nicht. Doch im Vergleich zu den Renditen anderer Anlageklassen und unter Berücksichtigung von Faktoren wie Volatilität, Liquidität und Anlagehorizont ist die relative Vorteilhaftigkeit von Hochzinsanleihen nach wie vor gegeben.

Im Unterschied zu weniger liquiden Anlagen wie Immobilien, Infrastruktur oder Private Debt ermöglicht das Highyield-Segment Investitionen in offenen Fonds mit täglicher Verfügbarkeit und relativ kurzer Duration (im Schnitt derzeit 3,5 Jahre). Um vom „Carry“-Effekt zu profitieren, empfiehlt sich daher ein Anlagehorizont von 3 Jahren. In einem diversifizierten Portfolio kann die Anlage in Hochzinsanleihen als Satellitenstrategie in Betracht kommen.

Wie hoch sind die Kosten?

Das Angebot an aktiv gemanagten Anlagelösungen – seien es Mandate oder Anlagefonds – ist vielfältig und transparent. So gibt es Produkte, die Finanztitel umfassen oder

auch ausschliessen, sowie solche, die ganz auf das Finanzsegment beschränkt sind. Des weiteren können Anleihen unbegrenzter Laufzeit eingeschlossen sein oder nicht, es kann die Möglichkeit zur Einbeziehung von Schwellenländern bestehen, die niedrigsten Ratingkategorien (z.B. CCC) können ausgeschlossen werden usw. Ebenso transparent ist die Gebührengestaltung. Dabei empfiehlt es sich, nicht nur die Verwaltungsgebühr zu betrachten, sondern die Gesamtheit der laufenden Kosten anhand der Total Expense Ratio (TER). Daneben sind etwaige Ausgabe- oder Rücknahmegebühren zu berücksichtigen, die in der TER nicht enthalten sind. So lassen sich Fonds derselben Kategorie und Zusammensetzung leicht vergleichen.

Seit einiger Zeit sind aktive Anlagen dem Konkurrenzdruck durch passive Produkte ausgesetzt, vor allem in Form von ETFs. Auch hier besteht die Möglichkeit des direkten Vergleichs anhand der TER. Auch wenn mancher es nicht erwarten würde, gibt es durchaus aktiv verwaltete Fonds, deren Gebührenbelastung derjenigen entsprechender ETFs entspricht. Zwar ist bei letzteren die Preisspanne (Bid/Ask-Spread) seit ihrer breiten Einführung am Markt gesunken, doch ihr Nettoinventarwert, zu dem sie gehandelt werden, kann in kritischen Marktsituationen einbrechen. Auf jeden Fall zu berücksichtigen ist auch der Umgang mit dem Ausfallrisiko, das die Wertentwicklung beeinträchtigen kann. Dieses Element fehlt den noch relativ neuen ETF-Produkten völlig, und ihre Widerstandsfähigkeit im Fall einer Krise ist noch nicht getestet worden. ■

Alternative Risikoprämien nutzen



Von
Fabio Alessandrini
Leiter Alternative
und quantitative Anlagen
fabio.alessandrini@bcv.ch

Banque Cantonale Vaudoise

Wo lassen sich Anlagen finden, die eine Rendite abwerfen und zudem nicht mit den restlichen Titeln des Portfolios korrelieren? Diese Frage treibt die Anleger um, denn Obligationen rentieren derzeit praktisch nicht und Aktien sind relativ teuer. Eine Möglichkeit ist, sich von den traditionellen Risikoprämien abzuwenden; dazu zählen bei den Aktien die mit dem Unternehmensgewinnwachstum verbundene Prämie und bei den Obligationen die Inflationsprämie, die den Zinsschwankungen zugrunde liegt.

Um möglichst kostengünstig Renditen zu erzielen, die nicht mit den traditionellen Anlagen korrelieren, nutzen die auf alternative Risikoprämien ausgerichteten Ansätze neue Renditequellen. Dabei werden sowohl die Strategien als auch die Anlagekategorien systematisch und ohne menschliches Eingreifen diversifiziert.

Alternative Renditequellen

Welches sind denn diese alternativen Risikoprämien, die nicht mit der Wachstums- bzw. Inflationsprämie korrelieren? Es gibt mehrere derartige Prämien, die zumeist nach ihrem Ursprung unterschieden werden. Da gibt es zunächst die Strategien, die die Anleger für das eingegangene Risiko vergüten. Diese Strategien kommen dem traditionellen Konzept der Risikoprämie am nächsten. Darunter fällt zum Beispiel die Prämie, die mit der Grösse des Unternehmens in Zusammenhang steht. Anleger, die systematisch Aktien kleiner Unternehmen kaufen, erzielen langfristig eine höhere Rendite, welche das mit einem Unternehmen mit schwächerer Marktposition verbundene Risiko honoriert. Andere Strategietypen machen sich eher verhaltensabhängige Faktoren zunutze. Dazu gehören insbesondere die Momentum-Strategien, bei denen jene Titel bevorzugt werden, die in der jüngsten Vergangenheit am besten abgeschnitten

haben und eine Momentum-Prämie beinhalten. Andere Strategien wiederum nutzen strukturelle Eigenheiten des Marktes. Die Low-Beta-Strategien etwa legen den Fokus auf Titel mit geringem Risiko und nutzen dabei den Umstand, dass es einem Grossteil der Anleger unmöglich ist, einen Hebeleffekt auf den Markt auszuüben. Diese Beispiele zeigen, dass der Begriff „Risikoprämie“ in gewissen Fällen irreführend ist bzw. sehr weit ausgelegt werden muss.

Risikoprämienstrategien zeichnen sich generell durch folgende Hauptmerkmale aus: Sie

nutzen die Intuition, dass ein leicht erklärbarer Wirtschafts- oder Verhaltensmechanismus existiert; sie sind nachhaltig und weisen eine langfristige Performancebilanz auf; sie sind erschöpfend und auf mehrere Märkte und Anlagekategorien anwendbar; schliesslich sind sie auch reproduzierbar, d.h., eine systematische Abschöpfung der Prämie mittels liquider Instrumente ist möglich.

Konkret kommen folgende Strategien infrage: „Value“, bei der günstige Anlagen den teuren vorgezogen werden; „Momentum“, bei der die Anlagen mit einem günstigen Trend bevorzugt werden; „Carry“, bei der Anlagen mit den höchsten zu erwartenden Renditen selektiert werden; „Defensiv“, bei der Anlagen mit geringerem Risiko bzw. besserer Qualität ausgewählt werden und „Volatilität“, bei der aus der Risikoaversion der Anleger bzw. der Neigung der Broker, „Volatilität zu verkaufen“, Profit gezogen wird. Ausserdem bieten sich in spezifischen Märkten noch weitere Strategien an wie beispielsweise solche, die mit der Grösse der Unternehmen am Aktienmarkt zusammenhängen.

Ein besseres Performanceverständnis

Das Konzept der Risikoprämien ist nicht nur als Anlagetool von Interesse, sondern ermöglicht es den Anlegern überdies, Performance besser zu verstehen. Bisher wurde die Überschussrendite, die ein Portfolio gegenüber seinem Referenzindex erzielte, dem Titelselektionstalent des Portfolio-

Abbildung 1: Arten von Risikoprämien

Value	• Günstige Anlagen werden teuren vorgezogen
Momentum	• Anlagen mit einem günstigen Trend werden bevorzugt
Carry	• Fokus auf Anlagen mit den höchsten zu erwartenden Renditen
Defensiv	• Anlagen mit geringerem Risiko bzw. besserer Qualität werden ausgewählt
Volatilität	• Risikoaversion der Anleger bzw. Neigung der Broker, „Volatilität zu verkaufen“, wird sich zunutze gemacht
Sonstige	• Spezifische Faktoren (Grösse, Segmentierung der Märkte, bestimmte Einschränkungen usw.)

Quelle: BCV



Pierre Olivier Barman, Öl auf Leinwand, 100 x 100 cm

managers zugeschrieben. Betrachtet man die Sache jedoch aus dem Blickwinkel der Risikoprämien, so lässt sich diese Outperformance ganz oder zum Teil auf die mehr oder weniger systematische Nutzung alternativer Risikoprämien zurückführen. So kann ein Portfoliomanager beispielsweise seine Benchmark übertreffen, indem er regelmässig günstige Titel kauft, die langfristig tendenziell eine bessere Rendite abwerfen. Hier ist nicht unbedingt sein Talent im Spiel, denn diese Art der Outperformance lässt sich mit einer systematischen Risikoprämienstrategie reproduzieren. Damit entpuppt sich das vermeintliche „Alpha“ oder „Talent“ des Portfoliomanagers bloss als ein andersgeartetes „Beta“.

Diese zunächst rein theoretischen Überlegungen haben mit der Entwicklung von Produkten, welche die alternativen Risikoprämien reproduzieren, praktische Bedeutung erlangt. Diese Produkte gibt es heute zuhauf, in unterschiedlichster Ausgestaltung und zu relativ günstigen Preisen. Anleger haben somit für ein analoges Exposure die Wahl zwischen einer teuren und einer günstigen Variante – eine Feststellung, die insbesondere in der Hedgefonds-Industrie Schaden anrichtet. Letztere hat in der Vergangenheit mit den alternativen Risikoprämien, die sie zum „Alpha-Tarif“ verkaufte, satte Gewinne erzielt. Im Endeffekt erlauben die neuen Risikoprämienprodukte den Anlegern eine effizientere Budgetallokation, bei der sie nur noch für die wirk-

lich talentabhängige Performance einen entsprechend hohen Preis bezahlen.

Ein Konzept, mehrere Anlagestile

Für Anleger ist es nicht leicht, sich im Dschungel der neuen Begriffe und Produkte rund um die Risikoprämien zurechtzufinden. Dies umso mehr, als sich das Konzept der Risikoprämien über eine Reihe verschiedener Anlagestile umsetzen lässt. Dieses Baukastenprinzip ist übrigens einer der Vorteile des Konzepts, da die Anleger den Ansatz dementsprechend genau an ihre Bedürfnisse und ihr bestehendes Portfolio anpassen können.

Ein Beispiel: Die Strategie der „defensiven“ Risikoprämie am Aktienmarkt zielt dar-

auf ab, die sichersten Titel zu bevorzugen, wobei das Risiko oft anhand der Volatilität gemessen wird. Beschränkt man sich auf Longpositionen, so kann man ein Portfolio konstruieren, in dem die Titel mit geringer Volatilität über- und die volatileren Titel untergewichtet werden. Wird dieser Ansatz um die Bedingung erweitert, dass der Tracking-Error gegenüber dem Referenzindex einen bestimmten Wert nicht überschreiten soll, erhält man einen sogenannten Smart-Beta-Ansatz. Beschränkt man das Portfolio hingegen auf eine bestimmte Zahl von Positionen und dies ohne Bezug zu einem Referenzindex, so handelt es sich um eine aktive Verwaltung. Schliesslich kann man auch einfach die Long- und Shortpositionen miteinander kombinieren. Dabei konstruiert man ein Portfolio, das neben jenen Titeln, die in Bezug auf das berücksichtigte Kriterium am besten abschneiden, auch Shortpositionen in den schlechtesten Werten enthält.

Auf diese Weise erhält man eine marktneutrale Strategie, deren Performance ausschliesslich auf dem Resultat des „Momentum“ der berücksichtigten Titel beruht. Dies ist die vollkommenste Umsetzung der Momentum-Strategie, da hier der Effekt der entsprechenden Risikoprämie von der Marktentwicklung isoliert wird. Untenstehende Grafik zeigt die verschiedenen Profile auf, die man je nach Umsetzungsart mit der „defensiven“ Risikoprämie erhält. Das Portfolio, das ausschliesslich Longpositionen enthält, weist langfristig eine Outperformance aus, ist jedoch den Marktschwankungen unterworfen. Das – dank Einbezug von Shortpositionen – marktneutrale Portfolio hingegen weist ein

Abbildung 2: Zusammensetzung der Performance

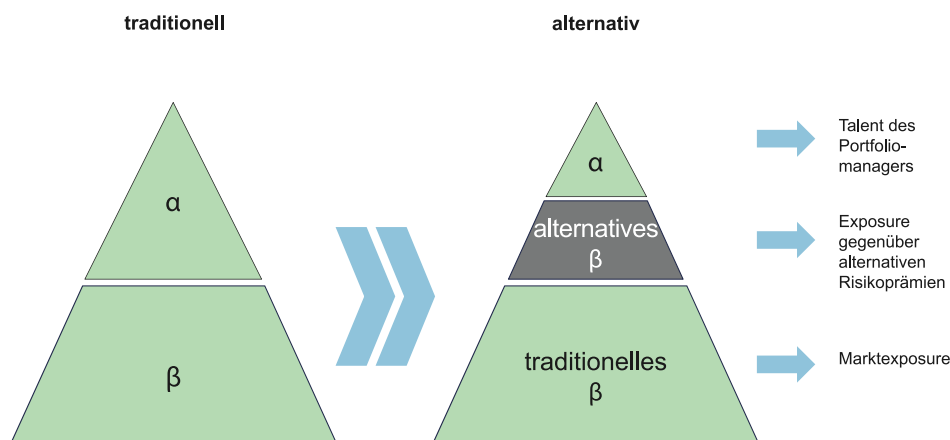
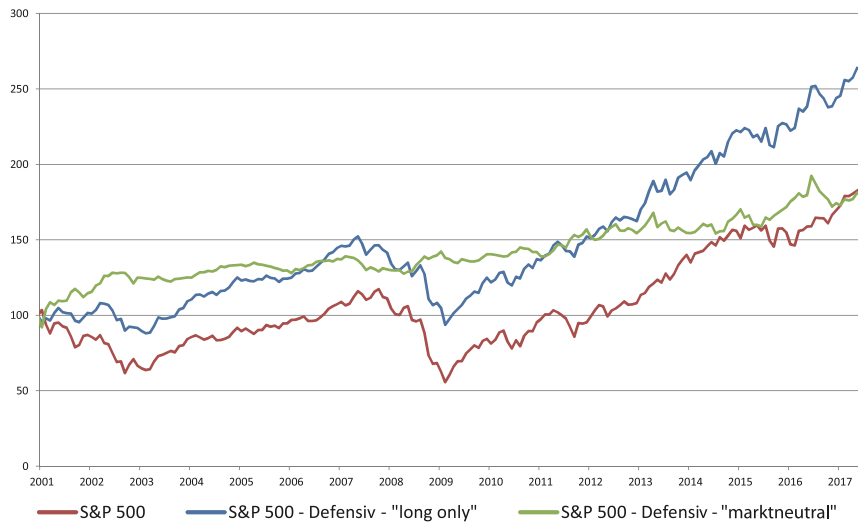


Abbildung 3: Performance derselben, aber anders genutzten Risikoprämie

viel stabileres Profil aus und wird nicht von den schweren Marktkorrekturen zu Beginn der 2000er Jahre und während der Finanzkrise von 2008 beeinträchtigt.

Ein Konzept, mehrere Anlagekategorien

Obwohl das Konzept regelmässig in Zusammenhang mit den Aktienmärkten genannt wird, so beschränkt es sich bei weitem nicht auf diese Anlagekategorie.

Die weiter oben erwähnte Intuition lässt sich durchaus auch auf die übrigen Anlagekategorien wie Obligationen, Devisen oder Rohstoffe anwenden. Auch hier ist der Ansatz nicht völlig neu. Am Devisenmarkt beispielsweise wenden Portfoliomanager schon seit langem die Strategie an, die Währungen der Länder mit einem vergleichsweise hohen Zinsniveau zu bevorzugen. Auf diese Weise schöpfen sie die sogenannte „Carry-Prämie“ ab, die ohne Weiteres systematisiert werden kann.

Ivan Moscatelli, Allain, 70 x 70 cm



Die Intuition bleibt also dieselbe und wird einzig an andere Anlagekategorien angepasst. Man klassifiziert demnach die verschiedenen Währungen, Obligationen oder Rohstoffe nach ähnlichen Kriterien wie oben (Value, Momentum, Carry, Defensiv) und konstruiert in analoger Weise Portfolios unter dem Gesichtspunkt des jeweiligen Kriteriums. Diese Vielfalt an möglichen Kombinationen zwischen Anlagestilen und Anlagekategorien verstärkt das Diversifikationspotenzial zusätzlich. Die langfristige Analyse zeigt, dass die verschiedenen Stil-Anlagekategorie-Kombinationen nur sehr schwach miteinander korrelieren.

Wie konstruiert man ein Risikoprämienportfolio?

In seiner ausgefeiltesten Form zieht der Risikoprämien-Ansatz maximalen Nutzen aus dem Diversifikationseffekt, indem er zugleich verschiedene Prämien- und Anlagekategorien miteinander kombiniert. Ausserdem wird der Markteffekt bei diesen Strategien wie oben erklärt ausgeschaltet, um kein zusätzliches, bereits im Anlegerportfolio enthaltenes Risiko einzuführen.

Jede Strategie hat ihr eigenes Profil. Will man eine zweckdienliche Auswahl treffen, müssen zunächst die Strategien mit dem gewünschten Profil ermittelt werden. Des Weiteren ist sowohl eine statische als auch eine dynamische Selektion möglich. Da jede Strategie in bestimmten Marktphasen besser abschneidet als in anderen, könnte man versucht sein, den Prämientyp entsprechend dem makroökonomischen und finanziellen Umfeld anzupassen. Auf den ersten Blick scheint diese Überlegung vernünftig, sie ist jedoch keineswegs unumstritten. Sie impliziert nämlich, dass die künftige Performance der verschiedenen Strategien mit ausreichender Sicherheit vorhergesagt werden kann. Dem ist aber bei weitem noch nicht so.

Der letzte Schritt bei der Portfoliokonstruktion gilt der Bestimmung des Gesamtrisikos des Portfolios. Aufgrund seines sehr starken Diversifikationseffekts weist ein Risikoprämienportfolio eine geringe Volatilität, aber auch eine niedrige Rendite auf. Zur Generierung einer höheren Rendite ist es

unter Umständen notwendig, einen Hebel anzuwenden, wie dies oft bei marktneutralen Produkten der Fall ist. Da wir es hier mit äusserst stark diversifizierten und nicht miteinander korrelierenden Portfolios zu tun haben, sollte dieser Hebeleinsatz allerdings mit der gebührenden Vorsicht erfolgen.

Problematische Aspekte des Ansatzes

Der Risikoprämien-Ansatz ist in vielerlei Hinsicht verlockend, hat aber auch seine Schwächen, deren man sich bewusst sein sollte. Zunächst und vor allem gilt es zu beachten, dass es sich um einen relativ neuen Ansatz handelt, zu dessen praktischer Umsetzung es noch keine Langzeitdaten gibt. Obwohl die zugrunde liegenden Intuitionen bei weitem nicht neu sind, so sind die darauf basierenden hochentwickelten Produkte erst seit der Finanzkrise von 2008 verfügbar. Es gilt also, zuerst die Feuertaufe abzuwarten, d.h. eine grosse Krise, um insbesondere die Diversifikationseigenschaften dieser Produkte beurteilen zu können. Die Neuheit des Ansatzes bedeutet ausserdem, dass zahlreiche Beobachtungen einzig und allein auf simulierten Daten beruhen. Jüngste Studien, welche die tatsächlichen mit den simulierten Performances verglichen haben, haben ergeben, dass Erstere zumeist deutlich hinter den simulierten Resultaten zurückbleiben, die tatsächliche Rendite also um einiges geringer ausfällt.

Eine weitere Schwierigkeit stellt die Vielfalt der Umsetzungsmöglichkeiten dar. Es ist erstaunlich zu sehen, wie ein und dasselbe Konzept, je nachdem wie es umgesetzt wird, zu höchst unterschiedlichen Resultaten führen kann. Betrachtet man beispielsweise die „Value-Prämie“ bei den Aktien, stellt sich die Frage, wie man einen günstigen Titel ermittelt. Tatsächlich können zu diesem Zweck zahlreiche verschiedene Indikatoren verwendet werden, beispielsweise das KGV, der Buchwert oder die Dividendenrendite. Je nach dem gewählten Indikator fällt das Ergebnis allerdings oft äusserst unterschiedlich aus. Anleger sollten sich also nicht mit dem blossen Label „alternative Risikoprämie“

zufriedengeben, sondern die Strategie und deren Umsetzung genauestens prüfen.

Die Komplexität der Portfolios stellt für Anleger ebenfalls eine Herausforderung dar. Die Kombination von verschiedenen Anlagestilen und -kategorien führt zu hochkomplexen Portfolios mit einer besonders hohen Zahl an Basiswerten. Die ausgiebige Verwendung von Derivaten wie Swaps oder Terminkontrakten und der häufige Hebeleinsatz tragen zu dieser Komplexität oft noch zusätzlich bei. Um den Überblick zu behalten, benötigen Anleger weitreichende Markt- und Instrumentenkenntnisse. In diesem Zusammenhang ist es überaus wichtig, über IT-Plattformen zu verfügen, die ein klares Bild komplexer Portfolios zu vermitteln vermögen und somit den Anlegern helfen können, die Performancequellen dieser Produkte akkurat zu verstehen und die Risiken angemessen zu managen.

Aus der Komplexität erwächst nicht zuletzt auch eine Herausforderung hinsichtlich der Kostenbeurteilung. Der Risikoprämien-Ansatz erlaubt grundsätzlich eine effiziente Budgetallokation. In der Praxis ist dies aber nur der Fall, sofern vollkommene Transparenz gegeben ist. Die Kumulierung verschiedener Anlageinstrumente und -strategien kann indessen rasch dazu führen, dass sich die Anleger bestimmter Kosten nicht bewusst sind, welche die künftige Performance belasten werden.

Renditepotenzial

Die Rendite, die von dieser Art Portfolio erwartet werden kann, ist je nach gewähltem Profil sehr unterschiedlich. Sich auf eine Zahl festzulegen, ist schier unmöglich, kann der Ansatz doch tausendundeine Form annehmen. Es gilt insbesondere, die Long-only-Produkte von den Long-short-Produkten zu unterscheiden. Bei den Ersteren beruht die Rendite vor allem auf der Anlageklasse, auf welche die Strategie angewendet wird, während bei den Letzteren die erwartete Rendite in hohem Masse von der gewählten Strategie und dem angewendeten Hebel abhängt.

Allgemein gilt, dass die erwartete Rendite im Vergleich zu den historischen Simulationswerten nach unten korrigiert werden

muss, um den potenziellen positiven Verzerrungen, die gewollt oder ungewollt in die Simulationen Eingang gefunden haben, Rechnung zu tragen. Besondere Erwähnung verdient hier die Stichprobenverzerrung. A posteriori, d.h. in Kenntnis der vergangenen Performances, wird der Analyst in seiner Simulation nur Strategien mit zufriedenstellender Performance berücksichtigen. Dadurch werden potenzielle Fehler tendenziell unterschätzt bzw. die künftige Performance überschätzt.

Ausserdem unterscheidet sich der historische Kontext der Simulation zwangsläufig von der aktuellen Situation. So verzeichneten bestimmte Strategien dank des in den letzten zwei Jahrzehnten beobachteten stetigen Rückgangs der Zinsen positive Performances, was sich jedoch nicht in die Zukunft extrapolieren lässt. Bei der erwarteten Rendite muss also die heutige Situation berücksichtigt werden. In einem von der ultralockeren Geldpolitik dominierten Umfeld, in dem die Zinsen historisch tief sind, müssen die Renditeprognosen nach unten revidiert werden. Die vielen Anleger auf Renditesuche werden nach Alternativen Ausschau halten. Dies führt bei sämtlichen Vermögenswerten zu einem Preisanstieg und einem entsprechenden Rückgang der erwarteten Rendite. Die Risikoprämien können sich diesem durch die Zentralbanken ausgelösten Dominoeffekt nicht entziehen. Dennoch bleibt auch die nach unten korrigierte Rendite interessant, insbesondere im Verhältnis zum eingegangenen Risiko. Vor allem aber kann dieser nicht mit den übrigen Renditequellen korrelierende Ansatz für eine ausgezeichnete Portfoliodiversifikation sorgen. ■

Geographische Allokation und Börsennotierte Aktien



Von
Sébastien de Frouville
Investor Relations Manager
sdefrouville@comgest.com

Comgest

Die Bedeutung des Notierungslandes eines Unternehmens (oder der geografischen Allokation) hat mit der Globalisierung eine erhebliche Veränderung erfahren. Von Politikern, Journalisten und Unternehmensleuten, aber auch Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlern, wird der Begriff „Globalisierung“ häufig verwendet. Was sich dahinter verbirgt sowie die wichtigsten Meilensteine der finanziellen Mondialisierung und ihrer Folgen für große börsennotierte Unternehmen sollen in diesem Beitrag beleuchtet werden.

Zumeist abstrakt verwendet, gilt die Globalisierung als Fluch und Segen zugleich. Eine einheitliche, exakte Definition des Begriffs sucht man jedoch vergebens. Zu ihren wichtigsten Meilensteinen zählen wirtschaftspolitische Programme, Finanzreformen, die Schaffung internationaler Wirtschaftsinstitutionen, die Ausweitung des internationalen Handels mit Waren und Dienstleistungen sowie typische Produktionsstrategien und -organisationen. Die Verwendung des Begriffs „Mondialisierung“ ohne nähere Erläuterung reicht allerdings nicht aus, um den internationalen wirtschaftlichen Kontext präzise zu

beschreiben, in dem sich die börsennotierten Großunternehmen von heute entwickeln.

Kapitalismus und Mondialisierung

Alles andere als ein neues Phänomen, ist die wirtschaftliche Mondialisierung vielmehr wesentlicher Bestandteil des Kapitalismus, der sich seit seiner Entstehung im 15. Jahrhundert unaufhaltsam über die Grenzen seiner Ursprungsländer hinaus verbreitet hat. In der Ökonomie gilt der komparative Vorteil als das zentrale Element der traditionellen Theorie des internationalen Handels. Sein Konzept wurde 1815 von Robert Torrens entwickelt und anhand der Forschungen des britischen Ökonomen David Ricardo erstmals bestätigt. Gemäß der Theorie des komparativen Vorteils mehrt in einem Freihandelskontext jedes Land seinen nationalen Wohlstand, indem es sich auf die Produkte spezialisiert, bei denen es im Vergleich mit anderen Ländern über die stärkste bzw. am wenigsten schwache Produktivität verfügt. Bei diesem Produktionsfaktor besitzt das Land folglich einen komparativen Vorteil.

Gabriele Fottolini, Le voile de maya, 38 x 101 cm



Abgesehen von der Übereinstimmung mit dem Kapitalismus, dessen Definition auf dem weltweiten Austausch von Waren und Dienstleistungen basiert, sind die verschiedenen Mondialisierungsprozesse offenbar von zwei weiteren Faktoren abhängig: der Mobilität von Produktionseinheiten und dem freien Kapitalverkehr. Anhand der Bedeutung jeder einzelnen der drei oben genannten Kernelemente und ihrer jeweiligen Kombination in den verschiedenen Epochen lassen sich unterschiedliche Mondialisierungsprozesse beschreiben. Vor allem die Dominanz des freien Kapitalverkehrs gegenüber den beiden anderen Elementen ab den 1980er Jahren rechtfertigt von diesem Zeitpunkt an die Verwendung des Konzepts der Globalisierung.

Meilensteine der Globalisierung

Die Globalisierung ist das Produkt einer Reihe gezielter politischer Maßnahmen und Finanzreformen, durchgeführt in drei unterschiedlich bedeutsamen Phasen.

Der erste und längste wirtschaftliche Mondialisierungsprozess dauerte vom Beginn des Kapitalismus bis Mitte der 1960er Jahre und kann als die zwischen-staatliche Phase bezeichnet werden. In dieser ersten Phase überlagerte der Handel die anderen beiden Komponenten Mobilität der Produktionseinheiten und Kapitalverkehr. Grund war die internationale Spezialisierung von Nationalstaaten entsprechend der von Land zu Land verschiedenen Produktivität in einzelnen Branchen. Diese Spezialisierung erforderte den Verbleib von Produktionseinheiten in den jeweiligen Ländern. Des Weiteren war die Regulierung in dieser Phase durch die Souveränität der Staaten auf den Waren- und Dienstleistungsmärkten geprägt. Ein Paradebeispiel für diese Form der Regulierung der Weltwirtschaft war die Unterzeichnung des Abkommens von Bretton Woods im Jahr 1944. Mit ihm wurde eine neue Währungsordnung geschaffen mit dem Ziel, Währungskrisen zu verhindern, die man für unterschiedliche Missstände wie Massenarbeitslosigkeit oder Kriege verantwortlich machte. Ausgerichtet auf eine gewisse wirtschaftliche Stabilität, beruhte diese neue Währungsordnung auf der Einführung fester Wechselkurse und des Dollars als Leitwährung, die jederzeit in

Gold umgetauscht werden konnte („Goldstandard“).

Ab Mitte der 1960er Jahre sorgte eine zweite transitorische Phase für den Übergang des zwischen-staatlichen Mondialisierungsprozesses zur globalen Ausprägung bzw. Globalisierung. In diese Zeit fallen im Übrigen auch die Anfänge der Liberalisierung und Deregulierung in führenden Industrieländern, mit denen die Weichen für die Globalisierung gestellt wurden. In einem Umfeld mit verschärftem Konkurrenzdruck entwickelte sich die Wettbewerbsfähigkeit bei Preisen und Kosten zu einem zentralen Element der wirtschaftlichen Logik zahlreicher Branchen. Als Zeichen für das bevorstehende Ende des „zwischen-staatlichen“ Mondialisierungsprozesses und die aufkommende Globalisierung nahmen multinationale Unternehmen von diesem Zeitpunkt an angesichts ihres zunehmenden Auslandsgeschäfts eine zentrale Stellung in der Wirtschaft ein. Parallel dazu verloren die Staaten an Einfluss. Schrittweise wurde das System, in dem staatliche Stellen und die Regierung als Vertreter der Wirtschaftsinteressen ihrer Unternehmen die internationalen Handelsbeziehungen beherrschten, durch ein System abgelöst, in dem multinationale Unternehmen zunehmend Einfluss auf öffentliche Entscheidungen nahmen. Dabei trug die Transformation der internationalen Währungsordnung zu einer Beschleunigung der Globalisierung bei.

Im August 1971 kündigte der damalige US-Präsident Nixon aus verschiedenen, die wirtschaftliche Lage in den USA betreffenden Gründen das Abkommen von Bretton Woods einseitig auf. Die Modifizierung der internationalen Währungsordnung durch Abschaffung des „Goldstandards“ und die Einführung eines Systems flexibler Wechselkurse markierte eine entscheidende Etappe auf dem Weg zu einer globalen Ausprägung der Mondialisierung. Seitdem werden die Wechselkurse weitgehend durch Angebot und Nachfrage bestimmt. Vor dem Hintergrund der weltwirtschaftlichen Abkühlung und Hinterfragung des seit 1945 herrschenden Keynesianismus gingen die Vereinigten Staaten und Großbritannien in den 1980er Jahren zu einer monetaristisch geprägten Wirtschaftspolitik über. Nach Auffassung der Monetaristen erfolgt die Regulierung durch den Markt,

eine Einmischung des Staates in die Wirtschaft lehnen sie ab. Ihre Theorie zielt auf die Verringerung staatlicher Interventionen und plädiert stattdessen für private Initiativen durch eine Förderung der Privatisierung und des Unternehmenskapitals. Mit dieser neuen Wirtschaftsdoktrin stellte man die Weichen für eine noch stärkere finanzielle Deregulierung, für die Gesetze, Regulierungsvorschriften und Transaktionskontrollen gelockert werden mussten. Die Öffnung und Deregulierung des Aktienmarktes komplettierte die vorangegangene des Devisenmarktes.

Die Folgen für börsennotierte Unternehmen

Ab Mitte der 1970er Jahre setzte sich die Globalisierung als multinationale Ausprägung der Mondialisierung durch, denn ab diesem Zeitpunkt nahmen ausländische Direktinvestitionen dank extrem mobiler wirtschaftlicher Aktivitäten außerhalb des Herkunftslandes stark zu. Vorangetrieben wurde diese Entwicklung zunächst von multinationalen Unternehmen aus den USA und Großbritannien, deren Vorbild ihre europäischen Pendanten folgten. Ganz nebenbei lösten ausländische Direktinvestitionen als neuer Indikator für den Globalisierungsgrad den bisher als Maßstab geltenden Handel ab.

Die zur Mitte der 1980er einsetzende Privatisierungswelle staatlicher Unternehmen ist möglicherweise die unmittelbarste und greifbarste Übertragung der Globalisierung auf die Ebene der Produktionsorganisationen. In Europa haben die Veränderungen beim Kapitaleigentum großer Konzerne in unterschiedlichsten Wirtschaftszweigen Spuren hinterlassen, angefangen vom Energiesektor über Investitionsgüter, Handel, Transport und Telekommunikation bis hin zum Versicherungs- und Bankwesen. In diesen Branchen wurden zwischen den Jahren 1935 und 1983 verstaatlichte Großunternehmen privatisiert und für den Wettbewerb geöffnet.

Bei der Internationalisierung von Unternehmen kommt es häufig auf die kritische Größe an, um Marktanteile zu gewinnen. Diese ist im Gleichschritt mit der Größe des Marktes gewachsen, der sich im Laufe der

Zeit von einem nationalen über einen regionalen und schließlich zu einem globalen Markt weiterentwickelt hat. Damit einher geht auch der Ausstieg aus bestimmten Aktivitäten, um sich auf jene zu besinnen, bei denen das Unternehmen über einen deutlichen Wettbewerbsvorsprung verfügt.

Dank des freien Kapitalverkehrs löst der Zugang zu den Kapitalmärkten nach und nach die traditionelle Finanzierung über Banken ab, auch als Disintermediation bezeichnet. Dabei avancieren Kapitalmärkte und Finanzorganisationen außerhalb des Bankensektors (Pensionsfonds, Investmentfonds, OGAW etc.) zu den wichtigsten Finanzierungsquellen.

Die Bedeutung des Notierungslandes hat sich in den letzten fünfzig Jahren stark gewandelt und durch die Globalisierung an Relevanz verloren – zumindest was die Börsenschwergewichte anbelangt. Für mittelgroße Unternehmen (Small und Mid Caps) ist das Land der Notierung dagegen nach wie vor von größerer Bedeutung. Qualitäts- und Wachstumsanleger werden gleichwohl feststellen, dass es aller Globalisierung zum Trotz in Japan und den USA unbestreitbar mehr Industrie- und Technologieunternehmen mit nachhaltigem Wettbewerbsvorsprung gibt als anderswo. Zugleich hat sich in den letzten fünfzehn Jahren die Ungleichheit in den Industrieländern verstärkt. Bei wichtigen Wahlentscheidungen (USA, Brexit, Frankreich) wurde der Unterschied zwischen Globalisierungsgewinnern und -verlierern besonders hervorgehoben, wobei mitunter sehr unterschiedliche Standpunkte aufeinandertrafen. Zu den großen Herausforderungen der kommenden Jahre wird ohne Zweifel eine gerechtere Umverteilung des Wohlstands gehören. ■

Pensionskassen: ein starkes und nachhaltiges Element des Schweizer Sozialsystems



Von
Olivier Ferrari
CEO
oferrari@coninco.ch

CONINCO Explorers in finance SA

An dieser Tatsache ändert auch der Wunsch der Gegner nichts, die Mindestleistungen der obligatorischen beruflichen Vorsorge an die AHV zu überweisen und den überobligatorischen Teil auf die Säule 3a zu übertragen. Eine solche Aufspaltung wird sowohl von einem Teil der Linken als auch von gewissen rechten Kräften befürwortet.

Zahlen, die für sich sprechen

Es geht nicht darum, die Geschichte der Sozialversicherungen neu aufzurollen, sondern gewisse grundlegende Elemente wieder in den Vordergrund zu rücken, aus denen eindeutig hervorgeht, dass die Pensionskassen u.a. eine der sichersten Garantien unserer Rentenleistungen darstellen.

Die erste Tabelle enthält einige wichtige Fakten zur Beurteilung der finanziellen

Gesundheit der verschiedenen Sozialversicherungsstrukturen: Bund, AHV und BVG (berufliche Vorsorge).

Die gleichen Informationen werden im Folgenden grafisch dargestellt. So können die Zahlen der verschiedenen Strukturen verglichen und die Grössenordnungen dargestellt werden.

Hieraus ist ersichtlich, dass die berufliche Vorsorge das einzige Element ist, das über ein solides und gesichertes Kapital verfügt. Folglich hat jeder Bürger die Garantie, dass ihm für den letzten schönen Lebensabschnitt nach seinem Berufsleben «ein Betrag» zusteht. Aus den verfügbaren Daten geht hervor, dass die Einnahmen des Bundes 50 % höher sind als diejenigen der AHV, jedoch niedriger als die der beruflichen Vorsorge. Fast 15 % der Erträge des Bundes gehen als Unterstützung an die AHV, weil deren Beiträge nur 72 % der Ausgaben entsprechen (AHV-Beiträge der Arbeitneh-

menden: CHF 30,862 Mia., AHV-Ausgaben: CHF 42,530 Mia.). Das Kapital der AHV deckt die Ausgaben für gerade einmal ein Jahr, während mit dem Vermögen der beruflichen Vorsorge zurzeit die Ausgaben von fast 15 Jahren bestritten werden können. Die Beiträge (45,813 Mia.) sind weit höher als die sozialen Leistungen (35,504 Mia.) und die Kapitalrendite (13,796 Mia.) stärkt die finanzielle Sicherheit zusätzlich. 1990 belief sich die Kapitalrendite noch auf lediglich 10,977 Mia.

Wie steht es mit dem Bund?

Der Bund hat nur eine Einnahmequelle: die Wirtschaft. Für den Haushalt 2018 wurden die ordentlichen Einnahmen wie folgt veranschlagt: 21,507 Mia. direkte Bundessteuer; 23,390 Mia. Mehrwertsteuer; 6,180 Mia. Verrechnungssteuer; 4,565 Mia. Mineralölsteuer; 2,360 Mia. Stempelabgaben; 2,045 Mia. Tabaksteuer und 11,939 Mia. sonstige steuerliche und nicht steuerliche Einnahmen.

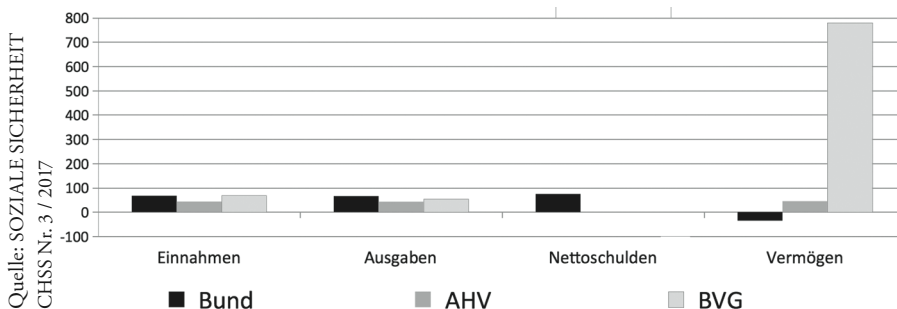
Diese Aufzählung zeigt, dass der Bund der AHV bei einer ungenügenden Finanzierung nicht helfen kann, weil er ohnehin schon hohe Beiträge leistet (siehe oben) und weil die Einnahmen direkt von der nationalen und internationalen Wirtschaftslage sowie der dadurch bedingten Gesundheit unserer Unternehmen abhängig sind.

Es wäre illusorisch zu glauben, dass eine Erhöhung der MWST allein ausreicht, um den Fortbestand unserer Sozialversicherung zu garantieren. Das Gleiche gilt z. B. auch für die Tabaksteuer als weitere Unterstützung für die AHV.

Finanzierung der Sozialversicherung

Die AHV erhält von der öffentlichen Hand knapp 10,9 Mia. Beiträge (der Bund übernimmt 19,55 % der Ausgaben der AHV und bezieht diese Mittel aus den Erträgen der direkten Bundessteuer, der Mehrwertsteuer sowie aus den Fiskalabgaben für Tabak, Spirituosen und Spielbanken). Die restliche Finanzierung wird durch die Beiträge der Arbeitnehmenden und Arbeitgebenden sichergestellt. Das angewendete Umlageverfahren bedeutet, dass die erwerbstätigen

Zahlen in Mia. CHF	Einnahmen	Ausgaben	Nettoschulden	Vermögen
Bund	67.15	65.43	74.11	-35.35
AHV	42.97	42.53	0.00	44.67
BVG	68.23	53.47	0.00	779.40



Versicherten direkt die derzeit ausgezahlten Renten finanzieren. 1960 kamen auf einen Rentenbezüger 5,1 erwerbstätige Versicherte. 2002 waren es nur noch 3,6, und bis 2035 wird das Verhältnis auf 2,3 sinken. Auch wenn die Anzahl Erwerbstätiger bis heute ständig zunimmt, wächst die Anzahl Rentenbezüger exponentiell, insbesondere durch die in den 60er-Jahren geborene Generation der Babyboomers.

“ Der Bund hat nur eine Einnahmequelle: die Wirtschaft.”

Man sieht also deutlich, dass die AHV jetzt in die Reifephase ihres Zyklus eintritt. Die Beiträge sind seit fast 40 Jahren unverändert geblieben. Für eine nachhaltige Finanzierung reichen weder die Bundesbeiträge noch die – zurzeit noch vorhandenen – Erträge aus dem angelegten Vermögen, um eine langfristige Lösung zu garantieren.

Die zweite Säule weist ein substantielles Vermögen auf, das direkt in die Wirtschaft investiert wird. Die Rendite kann somit nicht höher sein, als was die Wirtschaft an Anlagerendite zu bieten hat. Die zweite Finanzierungsquelle sind die Beiträge. Aber wie schon oben erwähnt, kann nur die berufliche Vorsorge auf ein Kapital zurückgrei-

fen, das die Bezahlung der Renten langfristig ermöglicht, auch wenn diese zwangsläufig angepasst werden müssen. Dies bedeutet jedoch nicht, dass die Renten unter das verfassungsrechtlich verankerte Ziel fallen! Dies wird noch durch das Prinzip des Beitragsprimats verstärkt, weil jeder direkt und im Verhältnis zu seinem Einkommen einzahlt. Weil jedoch die Kapitalrendite nicht mehr in hohem Masse zur Finanzierung des Rentenvermögens beiträgt, sollten wir nicht das System, sondern die Art und Weise der Finanzierung und die Leistungen überdenken, und uns unserer individuellen Verantwortung für die von jedem von uns gewählten Ziele und Prioritäten bewusst werden.

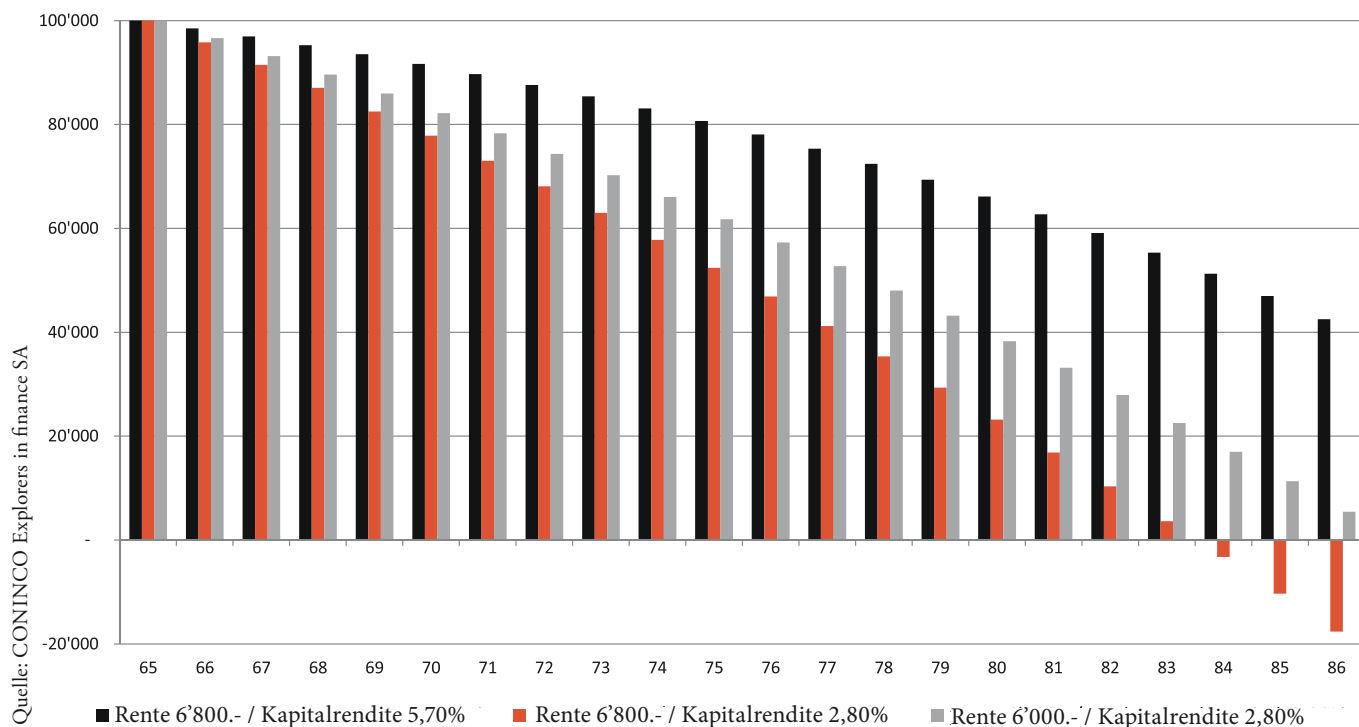
Wirtschaft, Langlebigkeit und Sozialversicherungen: eine unzertrennliche Verbindung

Die Wirtschaft trägt als Einzige finanziell zu sämtlichen Sozialleistungen bei – sei es durch Steuern und Abgaben an die öffentlichen Körperschaften, sei es durch die von den Löhnen abgezogenen Beiträge. Nur die Art der Abzüge und die Höhe der versprochenen Leistungen können sich unterscheiden. Das Wirtschaftswachstum kann gegebenenfalls zu einer Erhöhung der finanziellen Mittel beitragen, wenn an der Quelle mehr Geld zur Verfügung steht. Allerdings kann auch hier eine exponentielle Entwicklung

“ Die Wirtschaft trägt als Einzige finanziell zu sämtlichen Sozialleistungen bei. (...) Das Wirtschaftswachstum kann gegebenenfalls zu einer Erhöhung der finanziellen Mittel beitragen, wenn an der Quelle mehr Geld zur Verfügung steht.”

nicht als einziges Mittel betrachtet werden, um den Sozialstaat zu stützen. Die qualitative Entwicklung unserer Gesellschaft hat zu einer hohen Lebensqualität in der Schweiz und als Konsequenz auch zu einer hohen Lebenserwartung geführt. Während 1981 die Lebenserwartung bei Erreichen des Rentenalters noch bei 14,3 Jahren für Männer bzw. 18,2 Jahren für Frauen lag, betrug sie 2016 schon 19,8 bzw. 22,6 Jahre, d.h. ca. 5 Jahre mehr. Das bedeutet, dass die AHV und die berufliche Vorsorge die versprochenen Renten über einen noch viel längeren Zeitraum zahlen müssen – und dies unabhängig von der Finanzierungsquelle.

Die folgende Tabelle zeigt, wie das ursprünglich verfügbare Kapital bei einer bestimmten Rente und einer gegebenen Rendite mit der Zeit aufgebraucht wird.





Jean-Claude Schwarz, Enlacement noir 1, H 230 cm

Als Mitte der 1980er-Jahre das BVG (Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge) in Kraft trat, konnte man eine Kapitalrendite von 5,7 % auf das verfügbare Kapital erzielen. Mit der gleichen Anlagepolitik erzielt man heute nur noch eine Rendite von 2,80 %. Wenn die 2. Säule pro CHF 100'000.- Altersguthaben eine jährliche Rente von CHF 6'800.- (d.h. mit einem Umwandlungssatz von 6,8 %) auszahlt und auf dem Markt 2,80 % erwirtschaftet, steht ab dem Alter von 83 Jahren kein Geld mehr zur Verfügung (also nach 18 Jahren). Dahingegen war es mit den 5,7 % Anlagerendite von 1985 noch möglich, Renten bis ins 87. Altersjahr zu zahlen.

Um eine Rente sicherzustellen, die der objektiven Lebenserwartung entspricht und gleichzeitig den aktuellen wirtschaftlichen Bedingungen Rechnung trägt, müsste man entweder die Rente auf CHF 6'000.- senken, die Beiträge erhöhen oder die Leistungen reduzieren.

Diese Überlegungen zur beruflichen Vorsorge gelten selbstverständlich auch für die AHV. Um die Mehrkosten aufgrund der höheren Lebenserwartung und der im Verhältnis zu den Rentenbezüglern sinkenden Anzahl Beitragszahler aufzufangen, müsste hier allerdings für die Zukunft eine Erhöhung der Anzahl Beitragszahler angestrebt werden. Dies ist aber unmöglich, wenn die

Wirtschaft nicht genügend Arbeitsplätze zur Verfügung stellen kann. In dem Fall müsste man vom Bund zusätzliche Beiträge verlangen. Dann würde sich der Bund allerdings verschulden, und wir wissen, was eine Verschuldung für einen Staat bedeutet, der sich als Sozialstaat ohne objektive Beteiligung der Mitbürger versteht. Dafür reicht ein Blick zu unseren Nachbarn in Frankreich oder anderen Ländern. Auch dort erlaubt die Wirtschaft keine unbegrenzte Erhöhung der Steuern, wobei es in der Schweiz derzeit noch ein wenig Handlungsspielraum bei der Mehrwertsteuer gibt. Den Befürwortern einer Erhöhung der AHV-Renten sei entgegengehalten, dass auf Grundlage der oben dargelegten Zahlen eine Rentenerhöhung um 2 % einem jährlichen Rentenvolumen von CHF 826 Mio. entspricht (bei derzeitigen Leistungen von CHF 42,326 Mia.). Bräuchte man das der beruflichen Vorsorge entsprechende Kapital, um diese Renten zu garantieren, müsste man dieses um CHF 13,766 Mia. erhöhen. Das wären die konkreten Auswirkungen einer AHV-Rentenerhöhung auf künftige Generationen. Was würden die jungen Menschen angesichts eines so konstruierten Systems sagen, das an seine Grenzen stösst? Und dabei dürfte die Lebenserwartung nicht auch noch weiter steigen, denn jedes zusätzliche Rentenjahr bedeutet für die AHV CHF 826 Mio. mehr Kapitalbedarf als weiter oben berechnet. Da beisst sich die Katze in den eigenen Schwanz.

Agieren statt reagieren

Der Blick in die Vergangenheit dient nicht der Schuldzuweisung, sondern dazu, die Ereignisse in den Gesamtzusammenhang zu stellen und so zu verstehen, wie es dazu kommen konnte.

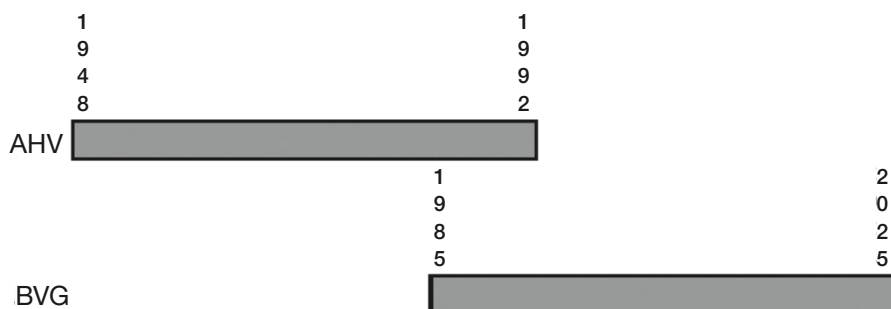
Bei der Einführung des derzeitigen Sozialversicherungssystems war der wirtschaftliche Kontext vollkommen anders. Die Lebenserwartung war kürzer, es gab nur sehr wenige Rentenbezüglern, alles musste noch aufgebaut werden, die Weltbevölkerung lag bei knapp über 2 Milliarden, die junge Generation war vorherrschend, und alles befand sich noch in der Entwicklung. Die westlichen Länder konnten eine Sozialpolitik verfolgen, die den Bürgern ein Grundeinkommen zusicherte, wenn sie

arbeitsunfähig, verwitwet oder verwaist waren oder in Rente gingen.

In der Schweiz wurde die AHV 1948 eingeführt. Dieses System sieht eine Beitragsdauer von 44 Jahren vor, um eine volle Rente zu beziehen. Das Konzept führte daher zum ersten Mal im Jahr 1992 nach 44 Beitragsjahren zu einem Anrecht auf eine komplette AHV-Rente. Das bedeutet im Umkehrschluss, dass alle Personen, die 1948 älter als 20 waren, kein Anrecht auf eine volle Rente haben. Für jedes fehlende Beitragsjahr wird von der AHV-Rente ein Vierundvierzigstel abgezogen, was 2,27 % pro Jahr entspricht. Einfacher gesagt: Eine Person, die 1948 30 Jahre alt war, bekommt 23 % weniger Altersrente. Ein anderes Beispiel: Eine Person, die im Alter von 35 Jahren ihr Heimatland verlässt und in die Schweiz zieht, verliert fast 35 % ihres vollen Rentenanspruchs. Wir alle wissen, wie viele Personen in den letzten Jahrzehnten in der Schweiz aufgenommen wurden und

Wunder vom Himmel fällt? «Nein!», sagen wir den Politikern und Verfechtern eines veralteten Dogmatismus! Unser System wird erst 2025 ausgereift sein. Und selbst wenn es seine volle Wirkung entfaltet hat, wird jede Person, die mit über 20 Jahren in unser Land kommt, sowohl bei der 1. als auch bei der 2. Säule für immer von den versprochenen vollen Rentenleistungen ausgeschlossen bleiben. Dies ist kein Fehler im System, sondern eine strukturelle Realität.

“ Der Blick in die Vergangenheit dient nicht der Schuldzuweisung, sondern dazu, die Ereignisse in den Gesamtzusammenhang zu stellen und so zu verstehen, wie es dazu kommen konnte



jetzt das Rentenalter erreichen. Sie alle werden nicht das vom System als Zielgrösse festgelegte Alterseinkommen beziehen. Im Fall der beruflichen Vorsorge ist es nicht anders. Darüber hinaus forderte das BVG die Einführung von Rentenleistungen durch die Unternehmen erst ab 1985. Dies bedeutet, dass alle, die die Rente vor 2025 antreten, keinen vollen Anspruch auf diesen Teil der Sozialversicherung haben – ganz zu schweigen von den oben erwähnten Personen, die später in die Schweiz kamen und das Rentenziel nicht erreichen können. Für eine 35-jährige Person (wie in unserem AHV-Beispiel) ergibt dies eine um 14 % gekürzte Rente – und das nur, weil ihr 10 Beitragsjahre fehlen.

Heisst das nun, dass die zweite Säule in der Sackgasse steckt und dass die AHV die Lösung ist, deren Finanzierung wie ein

Die AHV und die berufliche Vorsorge in der Schweiz sind eine ausserordentliche Errungenschaft, die nun ihre volle Reife erreicht. Es geht nicht darum, alles über Bord zu werfen, sondern sich darüber im Klaren zu sein, dass nicht das System an sich krankt oder dass die 1. oder die 2. Säule besser ist, sondern dass sich beide ergänzen. Der Staat kann jedoch nicht als Retter in der Not mit einem Geldregen auftreten, denn auch er muss darauf achten, dass er sich nichts vormacht. Wir beziehen alle unsere Mittel aus der Wirtschaft und aus unserer Fähigkeit, zusätzlich selber zu sparen, um unsere eigenen Bedürfnisse nicht auf Kosten der Gesellschaft zu erfüllen. Wir müssen uns jedoch auch bewusst sein, dass genau die Personen mit generell niedrigen Einkommen, die wir bei uns aufnehmen, es uns ermöglichen, die Güter und Dienstleistungen zu erwerben, die sie

zu geringen Kosten produzieren. Deshalb tragen wir eine kollektive Verantwortung für diese Gruppe von Menschen. Im Grunde geht es darum, diese Lücken zu schliessen, die ebenso eine strukturelle Realität darstellen.

Es wäre nun wirklich an der Zeit, zu agieren statt immer nur zu reagieren. Doch in der Politik gilt das als „politisch inkorrekt“, denn ein Volksvertreter, der für eine begrenzte Dauer gewählt wird, achtet während eines grossen Teils seiner Amtszeit darauf, möglichst wenige seiner Mitbürger zu verärgern, um wiedergewählt zu werden. Erst in seiner letzten Amtsperiode handelt er vollkommen unbefangen zum Wohle der Gesellschaft. Diese Feststellung trifft allerdings auch auf manche andere Situation zu.

Bleibt abzuwarten, wie es weitergeht ... ■



... 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.munier-bbr.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

Das Währungssystem und seine Auswirkungen



Von
Sabahudin Softic
Prokurist
ssoftic@coninco.ch

CONINCO Explorers in finance SA

Die Währungsordnung im Wandel

„Der Devisenhandel kann für Banken heutzutage gewinnbringender sein als die klassischen Geschäfte mit der Vergabe von Krediten an die einen aus den Ersparnissen der anderen. Der Markt für Futures und Optionen wurde in ein riesiges Spielcasino verwandelt. [...] In der Industrie werden heute Milliarden Dollar für die Übernahme von anderen Unternehmen ohne Anzeichen für die Entwicklung neuer Industriezweige oder für die Rekapitalisierung alter Branchen verwendet. Die Menge der bei Spekulationen involvierten Dollars geht bei diesen zahlreichen Unternehmungen in die Billionen. All das sind die Folgen einer ungesunden Geldpolitik. Vor zehn Jahren existierten die meisten Märkte für Futures und Optionen noch nicht. [...] Der Rausch, mit dem sich die Spekulationen entwickeln, ist im wahrsten Sinne des Wortes unfassbar und ermesslich.“

Übersetzung eines Zitats aus dem englischen Original: Vertreter und Mitglieder des US-Kongresses Ron Paul und Lewis Lehrman, The Case for Gold, A Minority Report of the U.S. Gold Commission, Seite 14, US-Kongress, Government Printing Office, Washington, D.C., 1982.

Nach der Weltwirtschaftskrise der 1930er Jahre und den Gräueln des Zweiten Weltkriegs hat die Menschheit 3 Jahrzehnte relativer Stabilität und Wohl-

stand erlebt, die als Wirtschaftswunder bekannt sind. In dieser Zeit hat sich der Lebensstandard in den meisten Ländern auf bedeutende und in vielfacher Hinsicht nie

Ivan Moscattelli, Eggenjerloch Saas Fee, 70 x 70 cm, Einzelteil



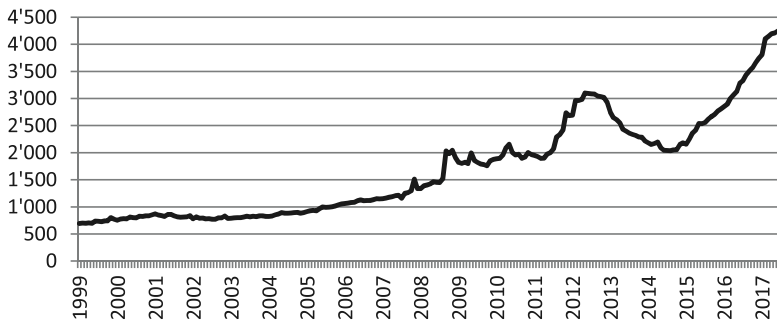
da gewesene Art und Weise erhöht (zumindest in den Ländern, die nicht dem Irrsinn des Kommunismus anheimgefallen sind!). Seit dem Ende des Nachkriegsbooms wurde die weltweite Lage bis heute zunehmend instabiler – sowohl in politischer, wirtschaftlicher als auch finanzieller Hinsicht.

Grund für diese Veränderung war der Nixon-Schock. Wie ich bereits in einem früheren Beitrag erwähnte (siehe *Swiss Global Finance* Nr. 12, Herbst-Ausgabe 2016, S. 50-52), beschloss die amerikanische Regierung im August 1971, die mit dem Bretton-Woods-Abkommen eingegangene Verpflichtung zu brechen. Faktisch hatte die Welt, wie bei vielen anderen Gelegenheiten im Laufe der Geschichte, das Währungssystem gewechselt – jedoch ohne jegliche Absprache, da es sich um einen einseitigen Entscheid seitens der USA handelte. Dieser Wandel war radikal, da er zur Folge hatte, dass keine bedeutende Wirtschaftsnation ihre Währung mehr auf die eine oder andere Weise an einen konkreten Vermögenswert, wie z. B. Gold oder Silber, gebunden hatte.

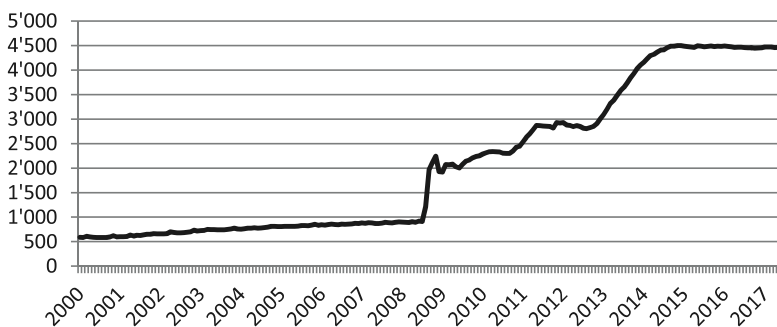
Massive Verschuldung und ihre wirtschaftlichen Folgen

Die wichtigste Konsequenz der Aufhebung der Goldanbindung des Dollars war die Schuldenentwicklung. Nachdem sie nicht mehr an die vom Gold auferlegte Disziplin gebunden waren, konnten die Zentralbanken tatsächlich viel freier über das Zinsniveau entscheiden und hielten dieses häufig künstlich zu niedrig. Als das nicht mehr reichte, brachten sie durch den direkten Ankauf von Anleihen neues Geld in Umlauf. Am Anfang handelte es sich dabei nur um Staatsanleihen höchster Qualität, aber unlängst auch um alle möglichen Anleihen, ohne Rücksicht auf die Qualität. Die so begünstigte Verschuldung konnte sich immer weiter entwickeln und hat heute weltweit Rekordhöhen erreicht. Alle Prognosen gehen davon aus, dass sie noch weiter ansteigen wird. Diese wirtschaftlich gesehen regelrechte Last, die von Tag zu Tag grösser wird, ist einer der Hauptgründe für den konstanten Rückgang der wirtschaftlichen Wachstumspotenziale.

Zusammenfassend lässt sich Folgendes sagen: Die derzeitige Geldpolitik basiert auf niedrigen Zinssätzen und der damit

Bilanzsumme der EZB (in Milliarden EUR)

Quelle: Bloomberg

Bilanzsumme der FED (in Milliarden USD)

Quelle: Bloomberg

verbundenen übermässigen Verschuldung. Daraus ergibt sich eine immer grössere Instabilität, welche die Zentralbanken regelmässig zum Eingreifen zwingt, um einen Zusammenbruch des Systems zu verhindern. Am Anfang beschränkten sie sich darauf, die Zinssätze immer weiter zu senken. Sie sind aber an die Grenzen ihrer Logik gestossen, denn die Leitzinssätze liegen heute bei oder unter 0 %. Daraufhin haben die Währungsinstitute ihre Bilanzsummen immer weiter erhöht, indem sie zunächst Staatsanleihen und dann vielerlei andere Obligationen erwarben. Einige Währungsinstitute räumen ein, in den letzten Jahren auch Aktien gekauft zu haben. Die so erzeugten Preisverzerrungen von Vermögenswerten sind auf Dauer nicht gesund und werden zu noch grösserer Instabilität führen. Dies wird die Zentralbanken logischerweise veranlassen, noch weiter einzugreifen. Die Wirtschaftsakteure wiederum – allen voran die Staaten – werden sich noch weiter verschulden und somit noch mehr Druck auf künftige Wachstumspotenziale ausüben. Es handelt sich um einen regelrechten Teufelskreis, der die Wirtschaft immer mehr erstickt.

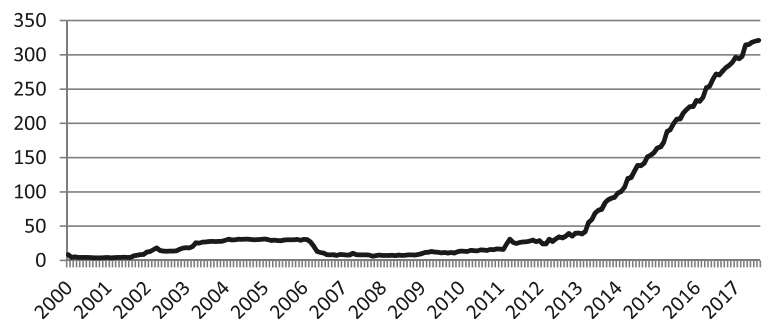
Währungskrieg

Im Laufe des 20. Jahrhunderts haben die meisten Staaten Währungskriege geführt. Das Ziel besteht darin zu versuchen, den eigenen Währungskurs gegenüber dem seiner wirtschaftlichen Konkurrenten in der Hoffnung

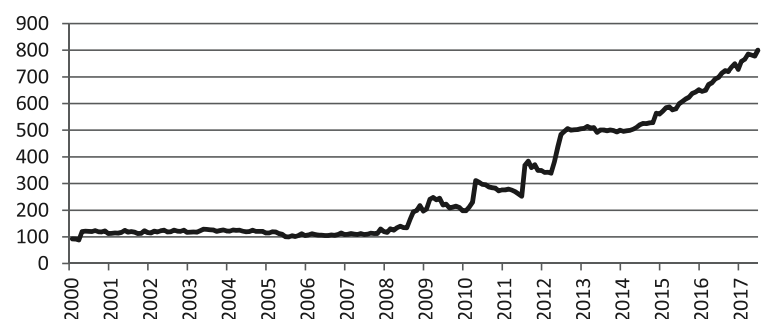
abzuwerten, die eigenen Exporte und folglich das wirtschaftliche Wachstum zu fördern. Kurzfristig funktioniert so etwas und verhilft Regierungschefs, sich aus einer schwierigen politischen Lage zu manövrieren, wie z. B. bei einer knappen Wiederwahl. Langfristig gesehen können die allfälligen negativen Auswirkungen jedoch bedeutend sein: Inflation, wirtschaftliche Verzerrungen, fehlende Ersparnis für zukünftiges Wirtschaftswachstum usw. Das aktuelle Währungssystem verstärkt die Macht der verfügbaren Mittel. Ohne Goldbindung sind die Möglichkeiten, neues Geld in Umlauf zu bringen, technisch unbegrenzt, und die Zinssätze können viel freier festgelegt werden. Auf kurze Sicht hat dies anscheinend wenig negative Auswirkungen, auf lange Sicht wird jedoch die Instabilität vergrössert.

Auswirkungen auf die Finanzmärkte

Neben den langfristig gesehen oft negativen Folgen für die Wirtschaft, haben die Senkung von Zinssätzen und die massive Geldschöpfung einen grossen Einfluss auf die Finanzmärkte. Dies begünstigt Spekulationen durch den verstärkten Einsatz von Derivaten, mit denen die Wirkung der Investitionen durch Leverage-Effekte sowohl bedeutend erhöht als auch reduziert werden

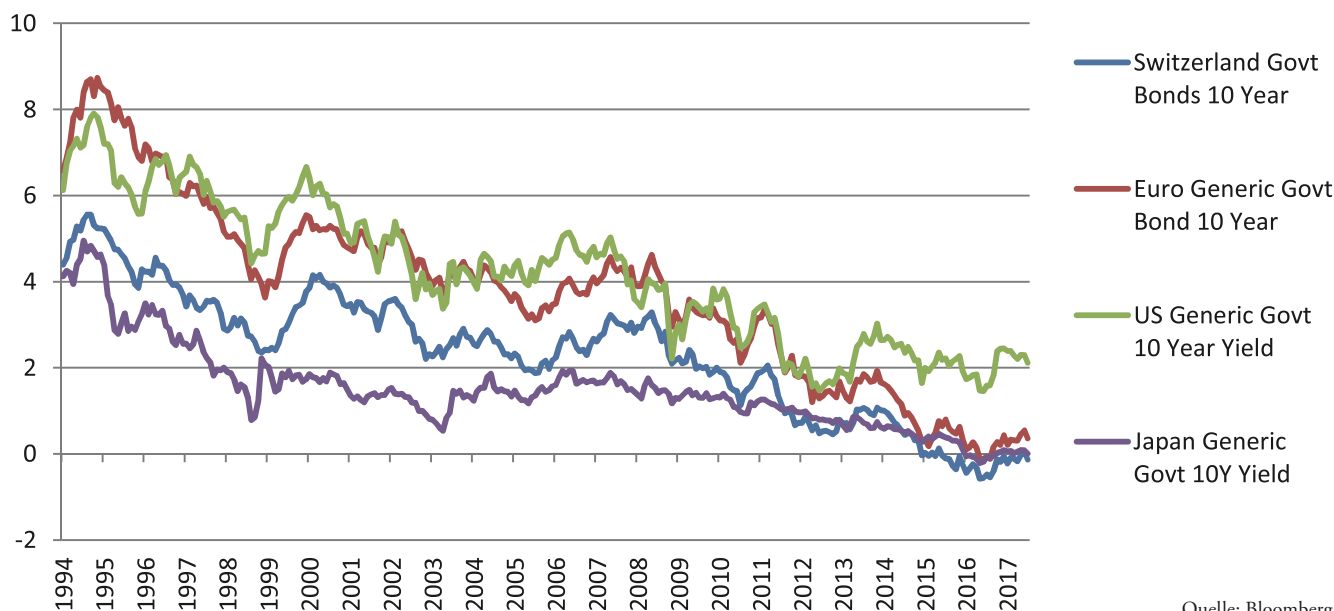
Bilanzsumme der BoJ (in Millionen YEN)

Quelle: Bloomberg

Bilanzsumme der SNB (in Milliarden CHF)

Quelle: Bloomberg

Referenzzinssatz für 10-jährige Anleihen (in %)



können. Sind die Zinssätze zu niedrig, werden sogar seriöse Langzeitinvestoren (z. B. Pensionskassen) dazu verleitet, grössere Risiken einzugehen, indem sie Anlageklassen mit höheren Renditeerwartungen übergewichten und damit ihre Diversifikation verringern.

Die oben erwähnte Wechselkursvolatilität hat ebenfalls bedeutende Auswirkungen auf die Finanzmärkte. Sie zieht Spekulanten an, und dadurch werden manchmal die Volatilität und somit die Schwankungen und Instabilität noch verstärkt. Langzeitinvestoren sind gezwungen, Hedgegeschäfte vorzuneh-

men, um die Volatilitätsrisiken ihrer Portfolios zu reduzieren. Dies ist mit erheblichen Kosten verbunden. Im Gegensatz dazu setzen andere Langzeitinvestoren wiederum Währungen als Anlageklasse ein, mit der im Devisenhandel eine gute Performance erzielt werden kann. Dies ist darauf zurückzuführen, dass aufgrund der viel zu niedrigen Zinssätze, insbesondere bei den festverzinslichen Obligationen, nicht mehr genügend Rendite erwirtschaftet werden kann.

Ivan Moscatelli, Massif du Dom, 70 x 70 cm



Zusammenfassung

Das seit 1971 bestehende Währungssystem hat eine gewisse Unbeständigkeit bewiesen. Die Folgen davon sind heutzutage: Schuldenrekord, immer häufiger auftretende Finanzkrisen, starke Wechselkursschwankungen, Zinssätze, mit denen die Renditen zur Gewährleistung der Renten einer alternden Bevölkerung nicht mehr erwirtschaftet werden können usw. Ein Währungssystem, das an keine greifbaren Vermögenswerte gebunden ist, mag kurzfristig positive Auswirkungen haben, aber seine Konsequenzen sind langfristig gesehen negativ, ja sogar äusserst problematisch. ■

Ethisch und nachhaltig gefördertes Gold aus Kleinbergbauminen



Von

Philippe Chave
CEO von PX GROUP
philippe.chave@pxgroup.com



Dr Richard Devitre
Leiter Goldminen
Dynacor
devitre@dynacor.com

Woher kommt handwerklich abgebautes Gold?

Die Herkunft des Goldes, das zur Herstellung von Luxusgütern wie Schmuck und Uhren sowie vermehrt auch von Investitionsgütern wie Goldbarren und Goldmünzen dient, beschäftigt heutzutage die Verbraucher, die Presse und eigentlich auch alle sonstigen Beteiligten. Die Frage spiegelt einen offensichtlichen gesellschaftlichen Trend für zahlreiche Konsumgüter wider, die in Entwicklungsländern produziert und von dort exportiert werden, um anschliessend in Industrieländern weiterverarbeitet und verkauft zu werden.

Im Allgemeinen geht es um die wirtschaftlichen und sozialen Faktoren, die einen Einfluss auf die Existenz und das Wohlbefinden der einheimischen an der Produktion beteiligten Bevölkerung, die Vertriebsketten und die Zwischenhändler sowie auf die Umweltverschmutzung haben.

Oft wird die Goldproduktion und insbesondere der handwerkliche Goldabbau mit dem informellen Sektor und dessen Folgen wie soziale Ungerechtigkeit, Ausbeutung, Steuerflucht, Illegalität und schwerer Umweltverschmutzung durch den Einsatz von Quecksilber bei der Goldförderung in Verbindung gebracht.

Der informelle artisanale Gold-Erzabbau verursacht die Abholzung von Wäldern und die Verunreinigung des Wassers

In zahlreichen Entwicklungsländern stellt der kleinere und mittlere handwerkliche Goldbergbau eine wichtige Tätigkeit dar. Obwohl der Prozentsatz von handwerklich produziertem Gold nur 10 bis 15 % der weltweiten Produktion beträgt, hängt die Lebensgrundlage einer Grosszahl von Menschen und deren Familien davon ab.

Kürzlich wurden mehrere Programme und Initiativen mit dem Ziel gestartet, die Nachverfolgbarkeit zu sichern und um zu garantieren, dass handwerklich abgebautes Gold nachhaltig produziert wird.

Nachverfolgbarkeit und Verantwortung

Bei der Produktion von Luxusgütern wird Gold in verschiedenen Formen und von unterschiedlichen Quellen verwendet: Goldbarren von Banken, wiederverwertetes Material oder Gold, das direkt aus den Minen stammt.

Nur die Herkunft von industriell gefördertem Gold kann lückenlos bis zur Quelle nachverfolgt werden. Vorausgesetzt, dass ein vollständiges Nachverfolgungssystem besteht, bei dem man jeden Arbeitsschritt der Goldförderung nachverfolgen kann, von der Mine bis zum Endprodukt. Doch gibt es bei der Goldförderung in grösserem und mittlerem Umfang selten Nachverfolgungssysteme.

Damit die Nachverfolgbarkeit verbessert und Gold nachhaltig gefördert werden kann, wurden mehrere Zertifizierungsprogramme und –initiativen gestartet, insbesondere FairMined, FaireTrade, Better Swiss Gold Initiative und RJC CoC.

Einige Initiativen konzentrieren sich auf kleine Minen mit handwerklicher Förderung, welche eine höhere Prämie (über 10%) erhalten, damit sie ihr Programm annehmen. Andere wiederum haben ein globaleres Konzept und allgemein generelle Zulassungskriterien und lassen auch nicht rückverfolgbares Gold aus Recyclingmaterial oder Barren von Banken ohne Prämie zu.

Trotz aller Bemühungen für eine praktische Lösung bleibt die Situation komplex und kein Zertifizierungsprogramm konnte bisher

die Hauptprobleme im Bereich der handwerklichen Goldförderung lösen und gleichzeitig ein wirtschaftlich tragbares Konzept für Gold aus nachhaltiger Quelle vorlegen.



Photo: Solidaridad

Handwerkliche Goldförderung weltweit (Schätzung gemäss mehreren Quellen)

Anzahl von Goldminenarbeitern	15 Millionen
Anzahl der Frauen, die an der handwerklichen Goldförderung beteiligt sind	4,5 Millionen
Anzahl der Kinder, die an der handwerklichen Goldförderung beteiligt sind	0,6 Millionen
Anzahl der Menschen, deren Einkommen von der handwerklichen Goldförderung abhängt	100 Millionen
Weltweite jährliche Produktion der Goldminenarbeiter	330 Tonnen
Anzahl der Länder mit handwerklicher Goldförderung	80

Referenzen: OECD, Weltbank, Telmer und Veiga (2009), Solidaridad



Gold PX IMPACT®

Einer der Schlüsselpunkte dieser Initiative ist die Tatsache, dass der Markt nur bereit ist eine vernünftige Prämie (unter 1-2%) für wirtschaftlich wichtige Mengen zu bezahlen. Der zweite Punkt besteht darin, dass das Programm die Gelder aus der Prämie, ohne administrative Spesen, zur Finanzierung von Projekten die zur Verbesserung des Wohlbefindens und der Existenzmittel der Minenarbeiter und deren Gemeinschaften eingesetzt werden. Es ist unerlässlich darauf hinzuweisen, dass durch die Prämie dauerhaft das Leben und die Arbeitsbedingungen der Minenarbeiter spürbar und messbar verbessert werden. Ausserdem muss alles dafür getan werden, dass auf die Gefahren in Verbindung mit Quecksilber hingewiesen wird und dessen Verwendung reduziert wird.

Einer der Partner der Initiative PX IMPACT® betreibt eine ultramoderne Fabrik zur Erzverarbeitung, dank der die peruanischen Minenarbeiter nun die Möglichkeit haben, das Erz zu verkaufen, ohne das Gold mit

Quecksilber extrahieren zu müssen. Man muss nicht erwähnen, dass diese effizient geführte Fabrik eine höhere Ausbeute erwirtschaftet als die Minenarbeiter, die kleine Mengen individuell und auf traditionelle Art mit Quecksilber gewinnen. Es handelt sich also für alle Beteiligten um eine Win-win-Situation.

Lückenlos rückverfolgbares Gold in den von der Industrie geforderten Mengen (bis zu 3 Tonnen pro Jahr) werden zentral von einer Fabrik produziert, die hunderte geringer Erzmengen aus kleinen und mittleren Bergbauminen verarbeiten kann. Diese Kleinbergbauminen werden kontrolliert um sicherzugehen, dass alle nationalen gesetzlichen Verpflichtungen eingehalten werden und alle erforderlichen Genehmigungen vorliegen. Jede gekaufte Menge Erz wird überprüft und vollständig dokumentiert.

Mit der produzierten Menge und einer vernünftigen Prämie kann das Programm PX IMPACT® mehrere PX IMPACT®

Projekte fördern, deren Ziele die Verbesserung der Arbeitsbedingungen, der Arbeitssicherheit sowie der Förderpraktiken der Minenarbeiter ist. Des weiteren können Gemeinschaftsprojekte für die Gesundheit und die Bildung auf die Beine gestellt werden, um nur einige zu nennen.

Dank der Unterstützung können die Minenarbeiter effizient arbeiten und mehr produzieren, was wiederum zu mehr Prämien für das Unterstützungsprogramm führt.

So entsteht ein positiver Kreislauf, der für eine nachhaltige und verantwortungsvolle Wertkette für die Förderung von goldhaltigem Erz bis hin zum Endprodukt sorgt.

Die verantwortungsbewusste handwerkliche Förderung von Gold kann in Ländern mit einem reichhaltigen Erzvorkommen dauerhaft zur sozialwirtschaftlichen Entwicklung beisteuern. Will man erreichen, dass die Goldförderung den höchsten sozialen, umwelt- und gesundheitstechnischen Normen entspricht, ist es unerlässlich, den handwerklichen Bereich offiziell anzuerkennen und die gesamte Verantwortungskette transparent zu gestalten. In über 80 Entwicklungsländern weltweit sichert der Goldabbau in Kleinbergminen 100 Millionen Menschen den Lebensunterhalt. Die Goldförderung steht für Möglichkeiten zur Beschäftigung, für die Verbesserung der Infrastruktur und der Einkommen. Sie kann auch direkte ausländische Investoren anziehen und Devisen generieren. ■

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

Passives Anlegen bedeutet nicht inaktives Anlegen



Von
Fabien Ize
Product Manager Solutions Group
info@franklintempleton.ch

Franklin Templeton Switzerland Ltd

Passive Instrumente bzw. eher traditionellere, indexabbildende Vehikel sind mittlerweile eine viel genutzte Lösung, um ein Engagement an den Finanzmärkten zu erreichen und Geld auf verschiedene Beta-Quellen zu verteilen¹. In passiven Instrumenten liegen derzeit 6 Bio. USD². Sie machen mittlerweile ca. 30 % der gesamten verwalteten Vermögen in den USA aus.

Im beliebtesten Segment unter den passiven Instrumenten, den börsengehandelten Fonds (ETFs), sind Vermögen von insgesamt 3 Bio. USD angelegt³. Alleine in Europa sind es ca. 600 Mrd. an verwalteten Vermögen, ein jährlicher Zuwachs von 24 % (CAGR) seit 2008⁴. Im Zeitraum 2001 bis 2014 wuchs der ETF-Markt um ca. 2'300 % gegenüber ca. 130 % bei traditionellen Investmentfonds.

Passive Instrumente haben mehrere Vorteile, die diesen Erfolg erklären: sie gelten als transparente, liquide Anlagen und sind in der Regel günstiger. Überdies haben passive Instrumente aktive Manager in den vergangenen 10 Jahren deutlich übertroffen (nach Abzug von Gebühren). Eine Studie von S&P Dow Jones Indices aus der Financial Times⁵ zeigt, dass 88 % der in der Schweiz vertriebenen Fonds in den vergangenen 5 Jahren ihren gewählten Referenzindex nicht schlagen konnten.

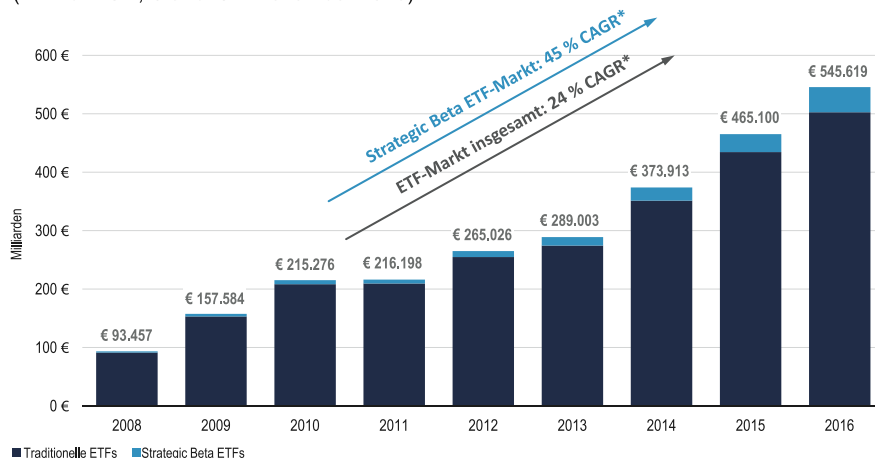
Passive Investments sind keine Benchmark-Investments

Passives oder index-orientiertes Anlegen bedeutet jedoch nicht immer benchmark-orientiertes Anlegen auf Basis der Marktkapitalisierung. Smart Beta ETFs bieten eine Alternative zu nach Marktkapitalisierung gewichteten Indizes. Im Gegensatz zu rein

passiven ETFs, die einen Index als Markt-Proxy lediglich abbilden, streben Smart Beta ETFs bestimmte Anlageergebnisse an. Ihr Ziel besteht darin, die langfristigen, risikobereinigten Renditen zu steigern, indem in einer vorab definierten Teilmenge des Marktes angelegt wird, um einen Schwerpunkt auf gewünschte Faktoren zu setzen. Faktoren sind Eigenschaften, die das Risiko, die Rendite und das Verhalten eines bestimmten Wertpapiers beschreiben. In Europa wuchs der Bereich Smart Beta ETFs von 2008 bis 2016 um 45 % pro Jahr⁶ und erreichte ein Gesamtanlagevermögen von 45 Mrd. USD (siehe Abbildung 1). Diese rasche Entwicklung bei Smart Beta ETFs ist hauptsächlich auf die wesentlichen Nachteile traditioneller, nach Marktkapitalisierung gewichteter Benchmarks zurückzuführen. Nach Marktkapitalisierung gewichtete Benchmarks haben starke Verzerrungen, die zu verschiedenen Ineffizienzen führen. Dies kann durch zwei Beispiele für Verzerrungen veranschaulicht werden: (i) Large-Cap-Verzerrung: die 2 % der grössten Titel im MSCI All Countries World Index machen 26 % der Marktkapitalisierung der Benchmark aus; und (ii) geografische Verzerrung: die 3 % der grössten Länder im MSCI Emerging Markets Index machen 53 % des Index aus. Überdies führt die Abbildung einer passiven, nach Marktkapitalisierung gewichteten Benchmark zu einem starken Schwerpunkt auf überbewerteten Titeln: die 10 grössten Titel im MSCI ACWI sind zu 72 % überbewertet⁷.

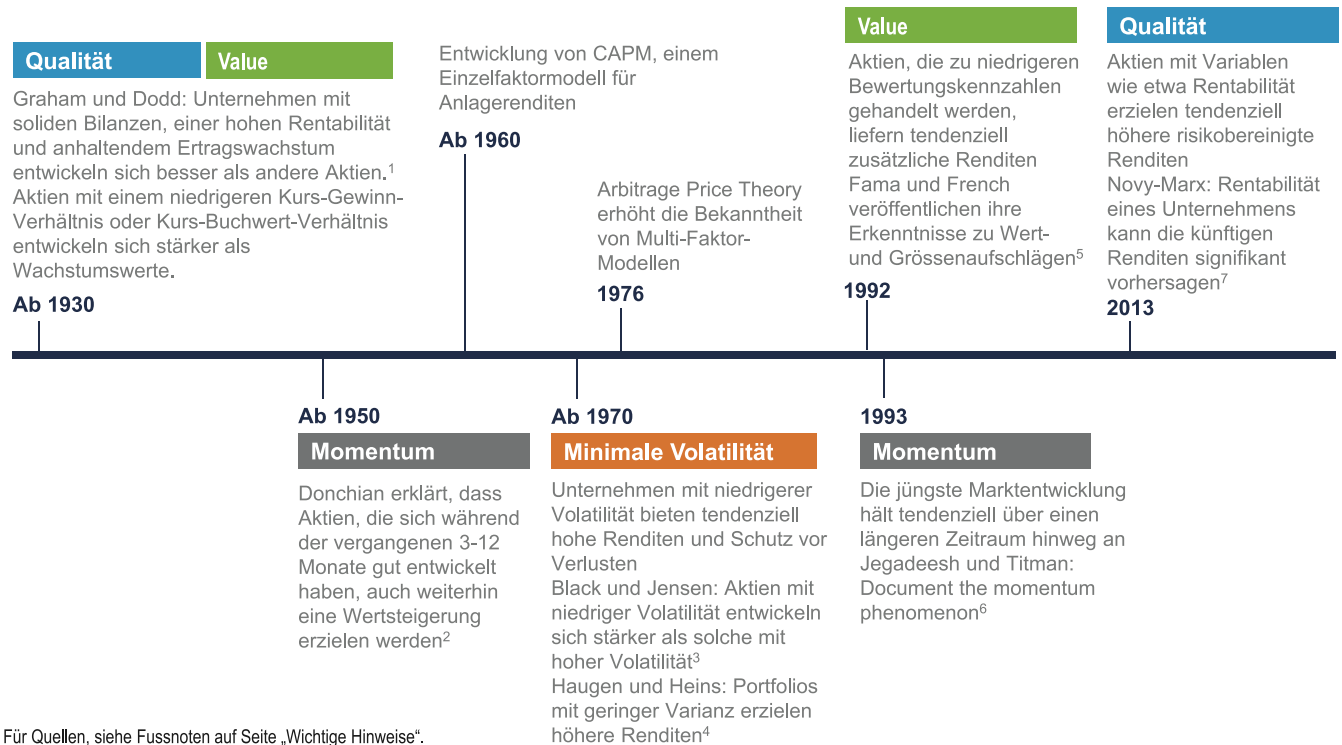
Eine mögliche Lösung für eine Anlage, die cleverer als die Replikation eines traditionellen benchmark-gewichteten Index ist, könnte die Festlegung eines optimaleren Teilindex (Mid Caps oder Small Caps, Sektor-Index, Index nach Untergruppen von Ländern) und dessen Abbildung sein. Die jüngste Methode für passive Investments, die immer stärkere Verbreitung und Kapitalzuflüsse findet, wird Smart-Beta-Investing oder faktorbasierte Anlagen genannt. Smart-Beta-Investing ist ein einfaches Prinzip, das auf jahrzehntelanger Forschung aufbaut und die Entwicklung in der Informatik und Datenverarbeitung

Abbildung 1: Wachstum des ETF-Vermögens in Europa
(In Mrd. EUR, Stand: 31. Dezember 2016)



Quelle: Morningstar, Stand: 31. Dezember 2016.
*Durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR)

¹ Beta ist eine Kennzahl für das Ausmass der historischen Kursschwankungen eines Portfolios im Verhältnis zu den Schwankungen des Gesamtmarktes (oder eines passenden Marktindex). Der Markt (oder Index) bekommt einen Beta-Wert von 1,00. In einem Portfolio mit einem Beta von 1,20 sind die Kurse also um 12 % gestiegen oder gefallen, wenn es am Gesamtmarkt eine Bewegung um 10 % gegeben hat. ² Quelle: Moody's, Februar 2017 ³ Quelle: Investopedia ⁴ Quelle: Morningstar, Stand: 31. Dezember 2016. ⁵ Financial Times „86% of active equity funds underperform“, 20. März 2016, von Madison Marriage ⁶ Quelle: Franklin Templeton ⁷ 1. Jan. 2007 bis 31. Dez. 2016. Auf Basis des aktuellen KGV ggü. 10-jährigem Durchschnitts-KGV. ⁸ CAGR = Compound Annual Growth Rate, die mittlere jährliche Wachstumsrate einer Anlage über einen bestimmten, mehr als einjährigen Zeitraum (Quelle: Investopedia).

Abbildung 2: Entwicklung der wissenschaftlichen Forschung zum Verhalten von Aktien

¹ Graham, Benjamin, Dodd, David L., Security Analysis 1934. / ² Schwager, Jack D. The New Market Wizards : Conversations With America's Top Traders. John Wiley and Sons, 1992. / ³ Jensen, M.C., ed. Studies in the Theory of Capital Markets, New York : Praeger, 1972. / ⁴ Haugen, Robert A., Heins, A James, On the Evidence Supporting the Existence of Risk Premiums in the Capital Market, 1972. / ⁵ Fama, E.F. ; French, K.R. «Common risk factors in the returns on stocks and bonds» Journal of Financial Economics, 1993, vol 33, 1er numéro, 3-56. / ⁶ Jegadeesh, N. and Titman, S., Returns to Buying Winners and Selling Losers : Implications for Stock Market Efficiency. The Journal of Finance, 1993, 48 : 65-91. / ⁷ Novy-Marx, Robert, «The other side of value : The gross profitability premium,» Journal of Financial Economics, vol. 108, n° 1, avril 2013 : 1-28.

nutzt. Bei Smart Beta geht es darum, einen Index festzulegen, der optimaler ist als eine übergeordnete Benchmark, und diesen so genau wie möglich auf systematische, transparente, liquide und kosteneffiziente Weise abzubilden.

Die wissenschaftliche Erforschung begann in den 1930er Jahren (siehe **Abbildung 2**) und stellte im Laufe der Zeit vier Hauptmerkmale heraus, durch welche Aktienkurse beeinflusst werden und die dafür sorgen, dass manche Aktien ihre Pendants langfristig deutlich übertreffen und eine „Renditeprämie“ bieten. Bei diesen Faktoren handelt es sich um Wert, Qualität, Momentum und niedrige Volatilität.

Faktoren und Aufgaben

1 – Value:

Günstige Aktien übertreffen teure Aktien langfristig
=> Kann dabei helfen, die Aktienperformance zu steigern und die Volatilität des Portfolios zu reduzieren

2 – Qualität:

Unternehmen mit soliden Bilanzen, stabilen Umsätzen und Gewinnen übertreffen ihre Pendants
=> Kann dabei helfen, Chancen bei unterbewerteten Unternehmen wahrzunehmen

3 – Momentum:

Aktien, die in jüngster Zeit gut abschnitten, werden in den nächsten 3 bis 12 Monaten diejenigen Aktien übertreffen, die in jüngster Zeit schlecht abschnitten
=> Kann dabei helfen, Investitionen in berechtigterweise günstige Aktien zu vermeiden (value trap)

4 – Niedrige Volatilität:

Aktien mit niedriger Volatilität übertreffen in der Regel langfristig Aktien mit höherer Volatilität
=> Kann an unausgewogenen Märkten zur Verringerung von Abwärtsrisiken beitragen

Jeder dieser Faktoren kann nicht nur positiv zur Wertentwicklung beitragen, sondern diese vier Faktoren entwickeln

sich in der Regel abhängig von den Marktbedingungen unterschiedlich. Daher hat jeder Faktor im Kontext eines Portfolios eine bestimmte Aufgabe zu erfüllen und bietet die Möglichkeit, diese Faktoren auf kluge Weise so zu kombinieren, sodass nicht nur eine bessere Wertentwicklung als bei seinem übergeordneten Index geboten wird, sondern auch mehr Beständigkeit und Ro-

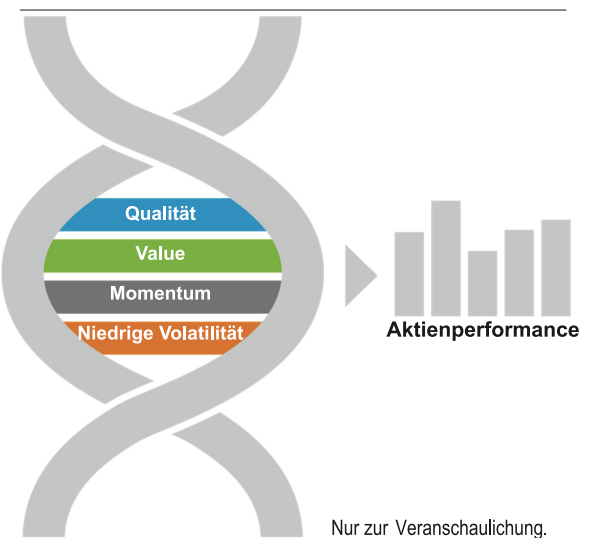
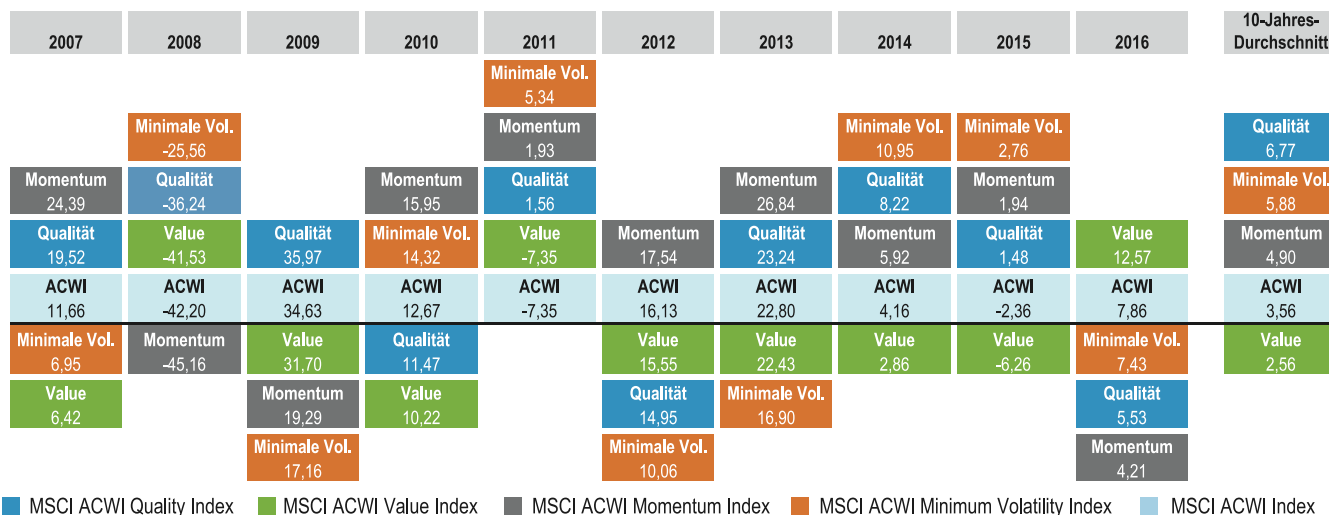


Abbildung 3: Entwicklung der Faktoren in der Vergangenheit

Kalenderjahr - Rendite von MSCI-Faktorindizes im Vergleich zum MSCI AC World Index (in %)



Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist weder ein Indikator noch eine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung. Die Wertentwicklung der Faktor-Indizes ist von Backtests der Wertentwicklung vor Auflegung abgeleitet und nicht für die Wertentwicklung bestimmter ETFs repräsentativ. Die Wertentwicklung des MSCI ACWI Index stellt die tatsächliche Wertentwicklung dar. Der MSCI ACWI Quality Index wurde am 18. Dezember 2012 aufgelegt; der MSCI ACWI Momentum Index wurde am 15. Februar 2013 aufgelegt; der MSCI ACWI Minimum Volatility Index wurde am 30. November 2009 aufgelegt. Der MSCI ACWI Value Index wurde am 8. Dezember 1997 aufgelegt. Die Informationen beruhen zwar auf hypothetischen Indexrenditen vor Auflegung des MSCI ACWI Quality Index, des MSCI ACWI Momentum Index, des MSCI ACWI Minimum Volatility Index und des MSCI ACWI Value Index, sie stellen jedoch nicht die tatsächliche Wertentwicklung eines bestimmten ETF dar. Die Wertentwicklung von MSCI-Faktorindizes umfasst Indexrenditen vor Auflegung. Diese beruhen auf Kriterien, die rückwirkend auf die Zeit vor dem Datum der Auflegung des Index angewandt wurden. Somit sind sie hypothetisch und dienen nur der Veranschaulichung. Sie bieten allgemeine Hinweise auf das Risiko-Ertrags-Profil der jeweiligen MSCI-Einzelfaktorindizes. Indizes werden nicht gemanagt. Es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren. Gebühren, Kosten oder Ausgabeaufschläge sind in den Indizes nicht berücksichtigt.

bustheit gegenüber Marktschocks. Das Verhalten dieser Faktoren in der Vergangenheit ist in **Abbildung 3** dargestellt.

Faktorbasiertes Anlegen in der Praxis

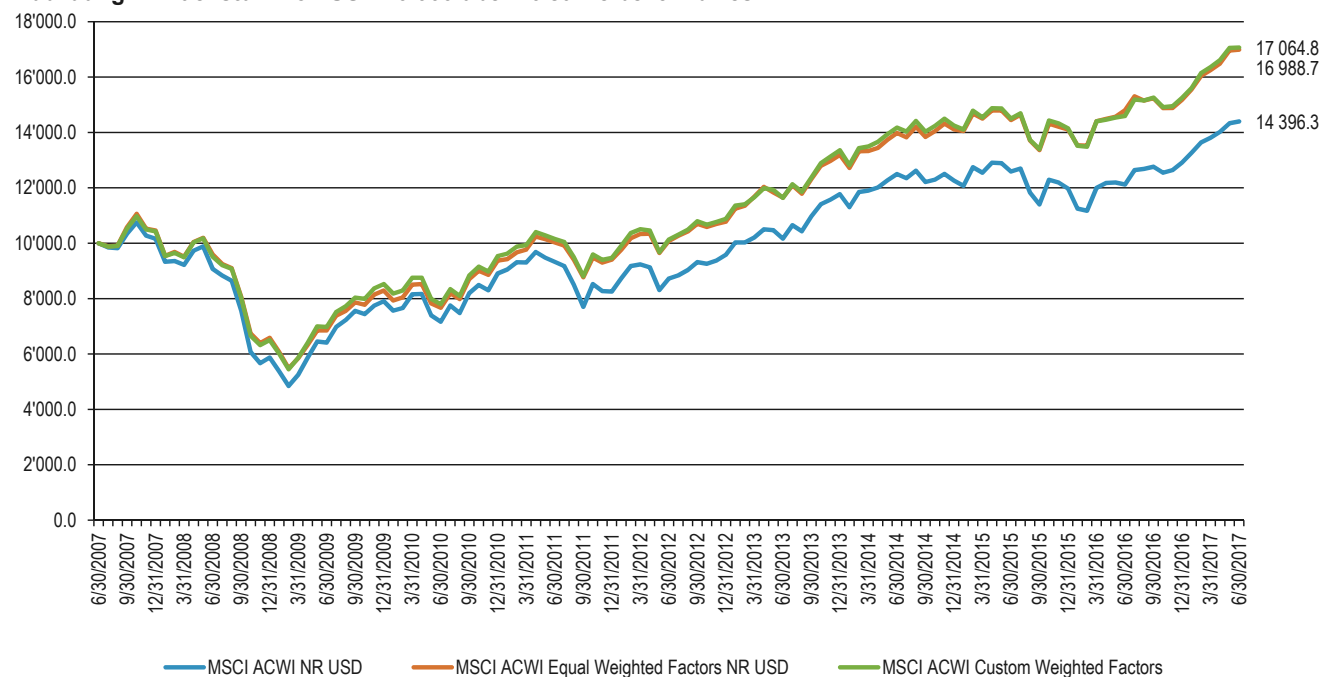
Nach ihrer Festlegung können diese Faktoren mithilfe einer systematischen, regelbasierten Methode kombiniert werden, um

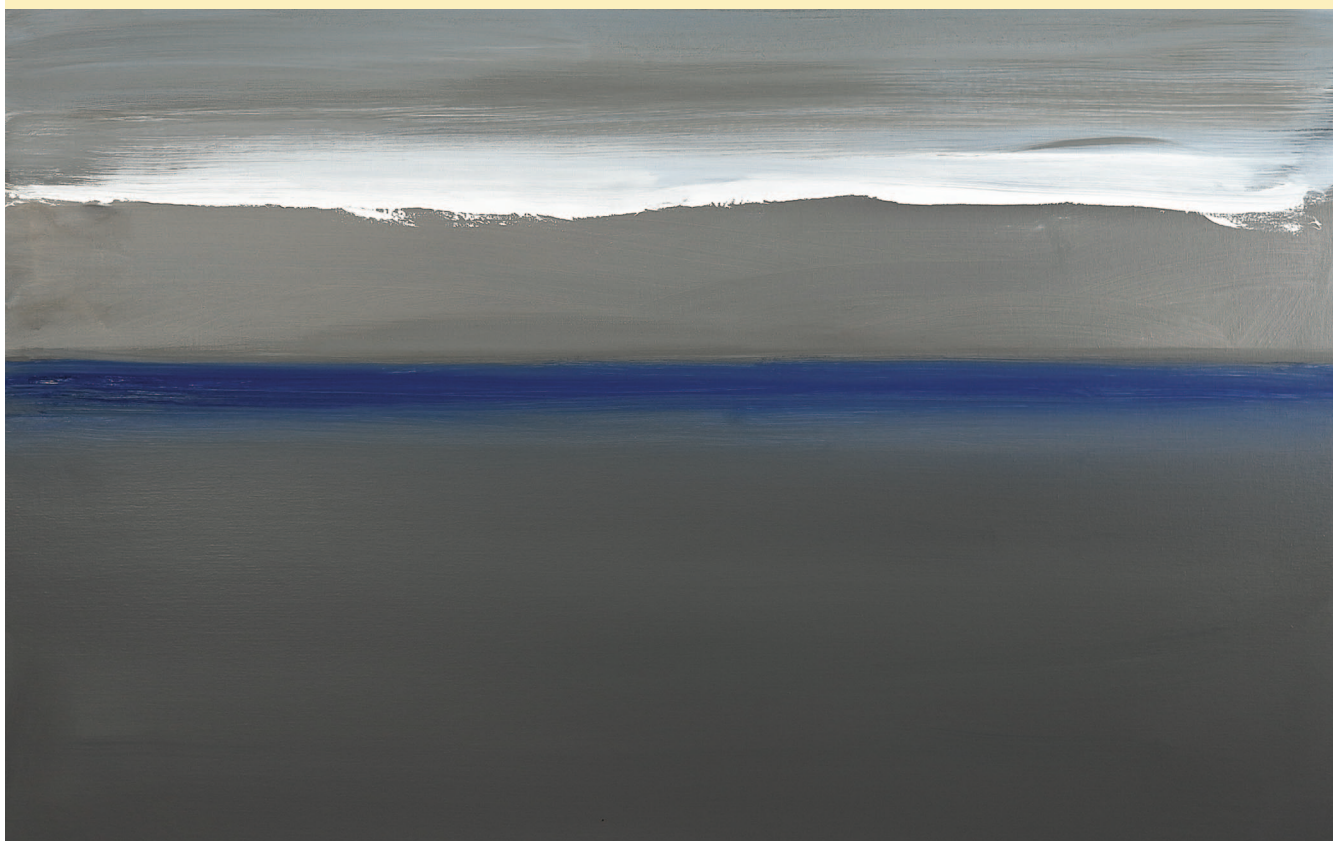
einen abzubildenden spezifischen Index zu erstellen. Dies sollte effizienter sein als der Ansatz mit einer traditionellen, nach Marktkapitalisierung gewichteten Benchmark. Der spezifische Index soll bessere risikobereinigte Renditen und einen besseren Schutz gegen Verluste als der übergeordnete Index bieten. Zur Veranschaulichung vergleicht **Abbildung 4** das Wachstum von USD 10'000 über einen 10-Jahres-

zeitraum bis 30. Juni 2017 bei zwei verschiedenen, simpel konstruierten Indizes, dem MSCI ACWI Equal Weighted Factors und dem MSCI ACWI Custom Weighted Factors,⁹ gegenüber dem MSCI ACWI NR.

⁹ Le portefeuille pondéré par facteurs est compris de 50% MSCI ACWI Quality index, 30% MSCI ACWI Value Index, 10% MSCI ACWI Momentum Index, 10% MSCI ACWI Minimum Volatility Index, et est rebalancé trimestriellement.

Abbildung 4: Wachstum von USD 10'000 über 10 Jahre bei 3 Indizes





Pierre Olivier Barman, Öl auf Leinwand, 100 x 150 cm

Fazit

Passive Anlagen fanden in den letzten 10 Jahren immer stärkere Verbreitung. Dies ist vornehmlich bedingt durch die Schwierigkeiten aktiver Manager, ihre gewählte Benchmark zu übertreffen, sowie durch die Suche der Anleger nach Transparenz und Kostenkontrolle. Die Nachfrage der Anleger nach einer günstigen, transparenten und liquiden Anlagemöglichkeit führte dazu, dass Investmentexperten eine neue und „smarte“ Methode entwickelten, passiv anzulegen und höheren Wert zu erzielen als bei der Abbildung traditioneller oder nach Markt

kapitalisierung gewichteter Benchmarks. Mithilfe von Informatik und Mathematik haben Anleger nun Zugang zum Besten aus beiden Bereichen: Smart Beta, eine passive Methode, in einem aktiv und systematisch gemanagten Index anzulegen, der bessere risikobereinigte Renditen als die übergeordnete Benchmark mit besserem Schutz vor Verlusten bieten soll, und dies zu kosteneffizienten Preisen. ■

Wichtige Informationen:

Dieses Dokument dient ausschliesslich Informationszwecken und stellt weder eine rechtliche oder steuerliche Beratung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf, Verkauf oder Halten eines Wertpapiers oder zur Übernahme einer Anlagestrategie dar. Nichts in diesem Dokument darf als Anlageberatung interpretiert werden.

Die geäusserten Meinungen und Aussagen geben die aktuelle Einschätzung des Autors zum Zeitpunkt der Publikation wieder und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Die hierin aufgeführten Informationen stellen keine vollständige Analyse aller wesentlichen Fakten in Bezug auf ein Land, eine Region oder einen Markt dar. Alle Anlagen sind mit Risiken verbunden, inklusive des möglichen Verlusts der Anlagesumme.

Franklin Templeton hat jedoch Daten aus Drittquellen, die für die Erstellung verwendet wurden, nicht von unabhängiger Stelle überprüfen, validieren oder kontrollieren lassen. 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.

Produkte, Dienstleistungen und Informationen sind möglicherweise nicht in allen Ländern verfügbar und werden ausserhalb der USA von anderen verbundenen Unternehmen von Franklin Templeton und/oder ihren Vertriebsstellen, wie nach lokalem Recht und lokalen Vorschriften zulässig, angeboten. Bitte kontaktieren Sie Ihren Finanzberater für weitere Informationen zu Verfügbarkeit von Produkten und Dienstleistungen in Ihrem Land.

Herausgegeben von Franklin Templeton Switzerland Ltd, Stockerstrasse 38, CH-8002 Zürich. Copyright © 2017 Franklin Templeton Investments. Alle Rechte vorbehalten.

Private Equity



Von
Renaud Dutreil
Head of Private Equity
renaud.dutreil@mirabaud-am.com

Mirabaud Asset Management

Pprivate Equity bedeutet, dass ein Investor Anteile an einer Gesellschaft erwirbt, die Eigenkapital braucht. Diese Art der Anlage erfolgt zugunsten nicht an der Börse notierter Gesellschaften. Mit ihr wird entweder – durch die Beteiligung am Aufbau des Stammkapitals – die Gründung oder aber – durch die Beteiligung an einer Kapitalerhöhung – die Entwicklung, Übertragung oder finanzielle Sanierung einer Gesellschaft finanziert.

Jeder Anleger kennt inzwischen die Untersuchungen zu Private-Equity-Themen wie: hohe historische Renditen im Vergleich zu den Börsenmärkten, die Vorteile einer Mischung mit Private Equity für die Diversifizierung eines Portfolios, der Aspekt der Langfristigkeit, die Verwurzelung in der Realwirtschaft, ... Daher wird sich dieser Beitrag nicht erneut mit der Frage beschäftigen, warum man in Private Equity investieren sollte, denn wir gehen davon aus, dass im Jahr 2017 die meisten Investoren mit dieser Wertpapierkategorie vertraut sind. Vielmehr werden wir der Frage nachgehen, wie in Private Equity investiert werden sollte.

Besteht die Gefahr einer Blase?

Die generell gute Performance des Private-Equity-Sektors in den letzten Jahren hat zu einem massiven Zufluss von Liquidität geführt. Das Niedrigzinsumfeld verstärkt diese Tendenz zusätzlich.

Immer weniger Unternehmen nutzen für ihren Finanzierungsbedarf die Börsenmärkte. Dadurch gewinnt Private Equity für diejenigen Anleger noch weiter an Bedeutung, die aktienähnliche Risikoprämien suchen.

Während es im Jahr 2004 für Google noch völlig natürlich war, an die Börse zu gehen, entschloss sich Uber erst 2016 – so spät wie möglich – dazu.

Private Equity hingegen lässt sich an alle Phasen im Lebenszyklus eines Unternehmens anpassen und verzeichnet daher einen starken Aufschwung. Ausserdem wird dieses Instrument unter allen Anlageklassen am vorteilhaftesten bewertet:

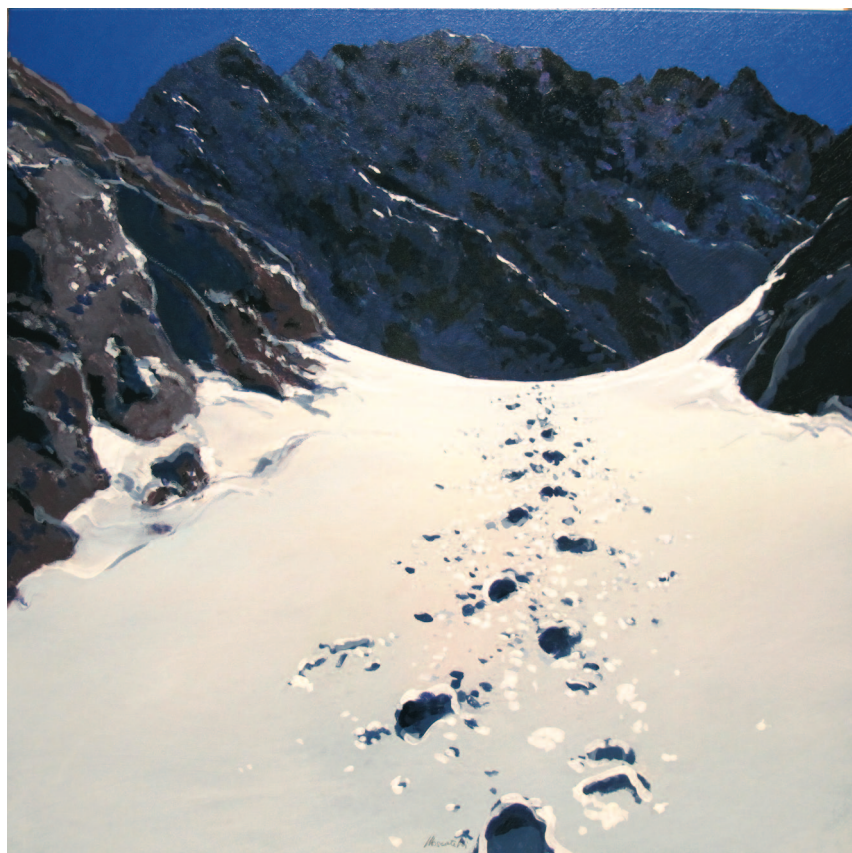
84 % der Anleger stehen Private Equity sehr positiv gegenüber.

Das Volumen des Sektors liegt inzwischen bei insgesamt 2,5 Billionen US-Dollar. Alle weltweit 1850 Private-Equity-Fonds zusammen verfügen über 820 Milliarden US-Dollar an „Dry Powder“, also an verfügbarer Liquidität, die noch nicht gebunden ist. Gewisse Universalfonds gewinnen an Bedeutung. Gleichzeitig müssen die Investoren immer mehr Liquidität anlegen und wählen dafür ebendiese grössten Fonds: So entsteht ein geschlossener Kreislauf. Ende 2016 machten die Fonds mit dem grössten Volumen 38 % der gesamten Branche aus. Das entspricht einem Zuwachs um 8 % gegenüber 2014.

Das Phänomen hat weitreichende Wirkungen: Der norwegische Staatsfonds, einer der weltweit grössten Investoren auf dem Aktienmarkt, beklagte vor Kurzem die Halbierung der amerikanischen Notierungen innerhalb der letzten zwanzig Jahre. Die Gründe dafür sind zahlreich. Fusionen, Aktienrückkäufe und Börsenrückzüge haben einen grossen Anteil an diesem Phänomen.

Besondere Besorgnis erregt jedoch die Tatsache, dass die Unternehmen sich immer seltener dafür entscheiden, ihre Weiterentwicklung über die Börse zu finanzieren. Sie geben einer langfristigeren Kapitalquelle den Vorzug, die eine geringere Volatilität aufweist und höheren Mehrwert generiert: Private-Equity-Fonds.

Ivan Moscatelli, Col du Turol, 70 x 70 cm



Diese Unmengen an Liquidität konkurrieren um die gleichen Investitionsmöglichkeiten. Das erklärt, warum 70 % der Investoren* der Meinung sind, dass die von den Private-Equity-Fonds gezahlten höheren Preise inzwischen das Hauptrisiko dieses Sektors darstellen. Eine einsatzbereite Liquiditätsreserve in dieser Höhe ist beruhigend, denn sie stellt sicher, dass der Sektor nicht in Gefahr ist. Doch auch ein zu starkes Engagement kann verhängnisvolle Auswirkungen auf die erzielten Renditen haben.

Dass es zu Enttäuschungen kommen wird, ist also vorprogrammiert. Als umso zutreffender erweist sich der Hinweis, der auf allen Verkaufsprospekten zu lesen ist: Die vergangene Performance ist kein zuverlässiger Hinweis auf die zukünftige Performance.

Doch wie lassen sich derartige Modephänomene und der unvermeidliche Rückgang der Renditen verhindern?

Um in den Unternehmen, in die die Private-Equity-Anleger investieren, Mehrwert zu generieren, nutzen die Fonds drei Methoden, die sich nicht gegenseitig ausschliessen:

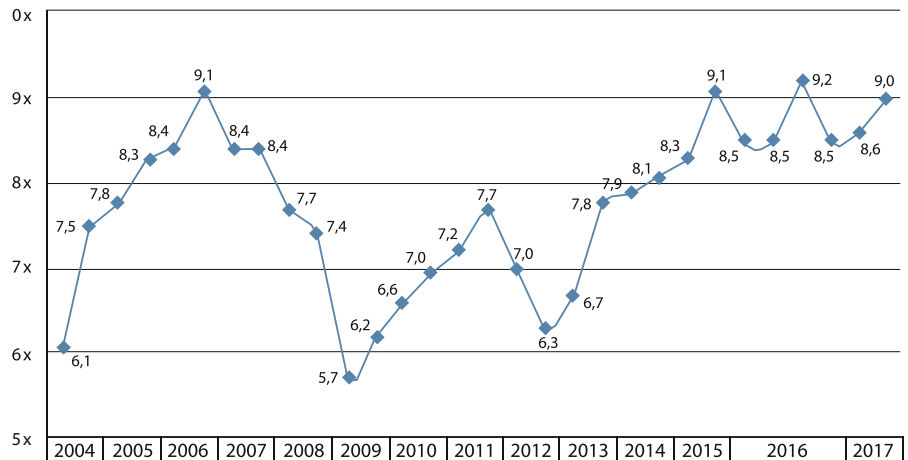
Finanzsteuerung: Einsatz von Fremdkapital (Leverage) und von Motivationsinstrumenten (Incentives) für die Geschäftsführung, damit Ziele hinsichtlich Rentabilität, Umsatz und internem Zinsfuss für den Ausstieg (Prämien, Aktienoptionen, Rückübertragung des Mehrwerts usw.) erreicht werden.

Unternehmenssteuerung: Einsetzung eines Verwaltungs- oder Aufsichtsrats oder von spezialisierten Strategieausschüssen, die an der Kontrolle und Implementierung der Unternehmensstrategie beteiligt sind.

Betriebliche Steuerung: Bereitstellung von technischen Kompetenzen, Netzwerken, Führungskräften und Partnern auf Grundlage betrieblicher Überlegungen mit dem Ziel, den Unternehmen bei der Überwindung von Hürden in ihrer Entwicklungsplanung zu helfen.

Jede auf Private Equity spezialisierte Gesellschaft tendiert stärker zu einer oder anderen dieser drei Methoden – je nach der Erfahrung der Personen, aus denen die jeweilige Abteilung besteht oder die die Gesellschaft aufgebaut haben.

Indice Argos Mid-Market



Quelle: Epsilon Research / Indice Argos Mid-Market

Aus Investmentbankern bestehende Verwaltungsgesellschaften stellen tendenziell den finanziellen Aspekt in den Vordergrund. Traditionelle Verwaltungsteams hingegen legen den Schwerpunkt auf Berichterstattung und Kontrolle, wobei die Unternehmensführung als wichtigster Faktor angesehen wird. Abteilungen, die über konkrete und genau abgestimmte betriebliche Kompetenzen verfügen, sind selten, denn Grundlage hierfür wäre ein thematischer, spezialisierter Ansatz für einen bestimmten Sektor. Dies wäre mit einem grossen Universalfonds nicht unbedingt vereinbar.

Fonds, die sich auf die ersten beiden Methoden konzentrieren – also ein grosser Teil der Branche –, unterliegen starker Konkurrenz. Um einen Abschluss (oft über Vermittler) zu erzielen, müssen die Abteilungen die Vermögenswerte oft zu überhöhten Preisen kaufen. In der Folge haben sie Schwierigkeiten, mit den herkömmlichen Multiplikatoren einen Mehrwert zu erzielen.

Bleibt der Fonds zu vorsichtig und setzt die ihm anvertrauten Mittel nicht ein, dann riskiert er die Ungeduld der Anleger. In manchen Fällen kommen Vorschriften dazu, die ihn zu Investitionen verpflichten. So verstärken sich der Investitionsdruck und der Preisanstieg bei den Vermögenswerten.

Die Inflation bei den Multiplikatoren für den Kauf ist ein Phänomen, das sich seit dem Tiefpunkt im Jahr 2009 fortsetzt. Im zweiten Quartal 2017 ist ein Höhepunkt erreicht, der an 2007 erinnert: Damals waren alle Investoren davon überzeugt, es sei kein Ende des Wachstums in Sicht.

Die Methode der betrieblichen Steuerung bietet einen Schutz gegen übermässige Konkurrenz und hilft, die Einstiegsbewertungen in einem „vernünftigen“ Rahmen zu halten. Denn über den Kaufpreis hinaus bietet der Private-Equity-Fonds dem Unternehmen gewisse weitere Kompetenzen. Dieses betrachtet den Investor dann nicht als Heuschrecke, sondern als Akteur, der als Branchenexperte die jeweiligen Problematiken kennt und sich somit als Mehrwert schaffender betrieblicher Partner für die langfristige Entwicklung engagiert.

Dieser Ansatz erzielt bei kleineren oder Familienunternehmen die besten Ergebnisse, und zwar mit Themenfonds, denn es wäre unglaublich, sich als Spezialist für alle Sektoren auszugeben. Daher sind zwangsläufig kleinere Fonds notwendig, die allerdings von den Anlegern schwieriger zu finden sind. Letztendlich sind sie jedoch rentabler als das derzeitige Angebot von Riesenfonds. Die Grösse eines Fonds kann die Anleger also beruhigen, sich aber auch nachteilig auswirken.

Um alle Unklarheiten darüber zu beseitigen, was wir unter betrieblicher Steuerung verstehen, stellen wir ein Investitionsbeispiel im Detail vor. Darin werden auf den fünf grundlegenden Ebenen, die für die Zukunft eines Unternehmens entscheidend sind, Lösungen umgesetzt:

- Finanzierung
- Geschäftsführung
- Vertrieb
- Marketing
- Innovationen



Infrastrukturschuldtitel – vielfältige Möglichkeiten für institutionelle Investoren



Von
Charles Dupont
Head of infrastructure finance

Schroders

Infrastrukturanlagen umfassen eine grosse Bandbreite an Sektoren: von Flughäfen über Telekommunikationsnetze bis hin zu Krankenhäusern und Schulen. Diese Vermögenswerte partizipieren am Wirtschaftswachstum, da sie grundlegende Dienstleistungen für die Gemeinschaft erbringen und gleichzeitig schwer zu reproduzieren oder zu ersetzen sind. Sie sind oft durch hohe Markteintrittsbarrieren, eine lange wirtschaftliche Lebensdauer, einen relativ stabilen (oft inflationsgebundenen) Cashflow und eine geringe Sensitivität gegenüber dem allgemeinen wirtschaftlichen Umfeld gekennzeichnet.

Auch wenn die Einnahmen bestimmter Anlagen wie Häfen und Flughäfen und in geringerem Umfang auch Mautstrassen natürlich konjunkturabhängig stärker schwanken, hat sich dieser Sektor global gesehen als widerstandsfähiger erwiesen als andere Sektoren. Dafür sind Infrastrukturanlagen, da sie grundlegende Leistungen für die Gesellschaft erbringen und somit oft behördlichen Regulierungen unterliegen, anfälliger für regulatorische und politische Risiken.

Entsprechend ihren Cashflows und ihren stark unterschiedlichen Risikoprofilen werden Infrastrukturanlagen in verschiedene

CharlElie Couture, Something, 114 x 105 cm



Kategorien eingeteilt. Insbesondere unterscheidet man bereits bestehende Anlagen («Brownfield»-Anlagen) und solche, die sich im Bau befinden («Greenfield»-Projekte).

Finanzierung von Infrastrukturprojekten

Infrastrukturanlagen sind von Natur aus «bankfähig». Im Übrigen lässt sich beobachten, dass ihr Fremdfinanzierungsanteil oft höher ist als bei Unternehmen aus anderen Sektoren: bei der Finanzierung können vorrangige Schuldtitel (50–75%), nachrangige Schuldtitel (0–10%) und Eigenkapital (20–40%) kombiniert werden. Historisch gesehen werden Infrastrukturprojekte in Europa zu 70% bis 80% über Banken finanziert. Ergänzt wird die Finanzierung immer häufiger durch die Kapitalmärkte. Dies gilt nicht nur für die Finanzierung von Infrastrukturprojekten, sondern für alle kleinen und mittleren europäischen Unternehmen. Doch aufgrund der niedrigen Zinsen und der Regulierungsfolgen, die die abnehmende Bedeutung der Banken als Finanzmittler begünstigen, verändern sich diese Anteile rasch. Immer mehr institutionelle Investoren, die nach Rendite Ausschau halten, interessieren sich für Infrastrukturschuldtitel. Auch die Kapitalmärkte spielen eine zunehmend grössere Rolle, auch wenn dieser Weg generell nur grossen Kreditnehmern offensteht, die einen regelmässigen Finanzierungsbedarf haben (wie öffentliche Versorgungsunternehmen).

Eine grosse Bandbreite an Instrumenten für Investoren

Aus Investorensicht stellen Infrastrukturschuldtitel ein riesiges Kredituniversum dar: sie geben Anlegern an den Kreditmärkten die Möglichkeit, eine Kreditallokation zu diversifizieren und dabei von «Investment-Grade»-Instrumenten zu profitieren, die höhere Renditen generieren. Angesichts der langen wirtschaftlichen Lebensdauer vieler Infrastrukturanlagen können vorrangige Schuldtitel mit sehr langen Laufzeiten aufwarten, die zum Teil auch inflationsgebunden sind. Diese langfristigen Cashflows werden von Pensionsfonds und Lebensversicherungsgesellschaften sehr geschätzt. Nachrangige Tranchen haben generell eine kürzere Laufzeit und bieten ein noch höheres Renditepotenzial bei höherem Risiko

Eine heterogene Anlageklasse:

Typologie	Kategorie	Sektoren	Region	Tätigkeit	Rating	Laufzeit	Vor- bzw. Nachrangigkeit	Währung	Zinssatz
Anleihen	Greenfield	Verkehr	Westeuropa	Verfügbarkeit	>A-	20 Jahre und mehr	Vorrangig	EUR	Fest
Private Schuldtitel	Brownfield	Elektrizität	Südeuropa	Vertraglich	BBB/BBB+	10–20 Jahre	Nachrangig	GBP	Variabel
	Versorger	EWG	Konzessioniert	BBB-	7 – 15 Jahre	HoldCo	USD	Schwellenländer	
	Telekommunikation	Grossbritannien	Reguliert	BB+/BB	<7 Jahre		AUD		
	Soziales	OECD	Gewerblich	Ohne Rating		Andere			
			Schwellenländer	Quelle: Schindler, nur mit Vorwarnlichkeiten					

als bei vorrangigen Schuldtiteln, das jedoch noch unter dem von Aktien liegt. Die unten stehende Tabelle bietet einen Überblick über die grosse Vielfalt an Möglichkeiten in diesem Sektor:

Infrastrukturschuldtitel unterscheiden sich von traditionellen Unternehmensanleihen durch die folgenden Elemente:

- Renditeniveau (Spread): Private Infrastrukturschuldtitel bieten gegenüber börsennotierten Anleihen einen erheblichen Renditeaufschlag, der auf dem europäischen Markt für ein vergleichbares Kreditprofil geschätzt zwischen 1% und 1,5% liegt.
- Liquidität: Private Schuldtitel sind per se illiquide, da die meisten Schuldinstrumente Darlehen und keine Wertpapiere sind.
- Sicherheiten: Im Gegensatz zur grossen Mehrheit der börsennotierten Anleihen sind Darlehen oft durch Sicherheiten gedeckt, die den Kreditgebern im Ausfallszenario Garantien bieten.
- Spezielle Klauseln: Bei privaten Transaktionen können Anleger spezielle Klauseln aushandeln, die ihnen zusätzlichen Schutz bieten und ein besseres Risikomanagement ermöglichen.
- Strukturierung: Bei privaten Transaktionen können massgeschneiderte Strukturen geschaffen werden, um das Risikoprofil des Instruments an das zugrunde liegenden Vermögenswertes anzupassen, während börsennotierte Anleihen weniger Flexibilität bieten.
- Verwaltungskosten bei Fondsanlagen: Der Mehraufwand für die Auflegung, die Durchführung der Transaktionen, die Überwachung und die Verwaltung der Risiken eines Portfolios aus privaten Schuldtiteln

verursacht Verwaltungsgebühren, die leicht über denen traditioneller Fonds für Unternehmensanleihen liegen. Dennoch ist der Gebührenunterschied in Anbetracht des unterschiedlichen erforderlichen Aufwands nur gering: die Verwaltungsgebühren liegen bei Infrastrukturschuldtiteln in der Grössenordnung von 0,4% gegenüber rund 0,3% bei klassischen Anleihenfonds.

Dynamik des Markts für private Schuldtitel

Der Markt für private Infrastrukturschuldtitel wächst stark an.

Auf der Nachfrageseite waren Pensionsfonds, Versicherungsgesellschaften und weitere institutionelle Investoren gezwungen, ihren Anlagehorizont zu erweitern, um in einem Umfeld niedriger Kapitalmarktzinsen zusätzliche Renditen zu generieren. Anstatt das Risikoniveau ihrer Portfolios zu erhöhen, investieren manche Anleger lieber in Vermögenswerte mit moderatem Risiko, die dafür illiquide sind, wie Infrastrukturschuldtitel.

Quelle: Schroders, nur zur Veranschaulichung

Auf der Angebotsseite hat die Kombination aus strukturellen Schwierigkeiten im Zusammenhang mit der Finanzkrise von 2008 und einer verstärkten Bankenregulierung (Basel III) das Kreditangebot seitens der europäischen Banken stark eingeschränkt. Die Bankenregulierung erschwert es den Banken, Risiken im Zusammenhang mit langen Laufzeiten und Ratings unter Anlagequalität einzugehen. Aus dieser Situation ergaben sich Chancen für institutionelle Anleger, die die entstehende Finanzierungslücke geschlossen haben.

Der Markt für Infrastrukturschuldtitel ist ein globaler Markt, jedoch stellt Europa den bedeutendsten «Brownfield»-Markt (50% bis 60% des Volumens) dar.

Die unten stehende Tabelle bietet eine Übersicht über die Merkmale der wichtigsten Segmente dieses Markts.

Gründe für ein Investment

Infrastrukturschuldtitel bieten einen dauerhaften Renditeaufschlag im Vergleich zum

Merkmale der wichtigsten Segmente des Markts für Infrastrukturschuldtitel

	“Core”	High Yield	Duration
Laufzeit	5–10 Jahre	5–7 Jahre	10–30 Jahre
Zinssatz (fest/variabel)	Hauptsächlich variabel	Variabel und fest	Fest
Emissionstyp	Darlehen	Darlehen oder Anleihen	Anleihen
Vor- bzw. Nachrangigkeit	Vorrangig	Hauptsächlich nachrangig	Vorrangig
Durchschnittliches Kreditrisiko	[BBB]	[BB]	[BBB]
Spread (in Bp)	200	400+	150-200
Geschätztes Emissionsvolumen pro Jahr (Europa und Grossbritannien)	EUR 50 Mrd.	EUR 5 Mrd.	EUR 10 Mrd.

Quelle: Schroders, Januar 2017, nur zur Veranschaulichung

Anleihenmarkt (bei äquivalentem Kreditrisiko). Aufgrund der privaten Natur des Marktes sind die Daten begrenzt. Die unten stehende Tabelle zeigt jedoch eine Auswahl an privaten europäischen Transaktionen mit «Investment-Grade»-Eigenschaften im Vergleich zu einem europäischen Index für Unternehmensanleihen aus dem Infrastruktursektor. Private Schuldtitel wiesen im Verlauf der 18 Monate bis zum März 2017 im Durchschnitt einen Spread von 100 bis 300 Basispunkten gegenüber Staatsanleihen auf, das sind 50 bis 200 Basispunkte mehr als klassische Kredite. Natürlich variiert der Spread je nach Risiko, speziellen Klauseln, Laufzeit, Komplexität und anderen transaktionsspezifischen Merkmalen. Ein Teil dieser Prämie steht auch im Zusammenhang mit der Illiquidität. Dieser Ausgleich wird von den Anlegern gefordert.

Aus Kreditrisikosicht haben Infrastrukturschuldtitel historisch weniger Forderungsverluste erlitten als Unternehmensanleihen von vergleichbarer Qualität. Dies ist der Kombination aus drei Faktoren zu verdanken:

– eine geringere Wahrscheinlichkeit für eine Verschlechterung der Bewertungen wie unten ersichtlich **Abbildung 2**.

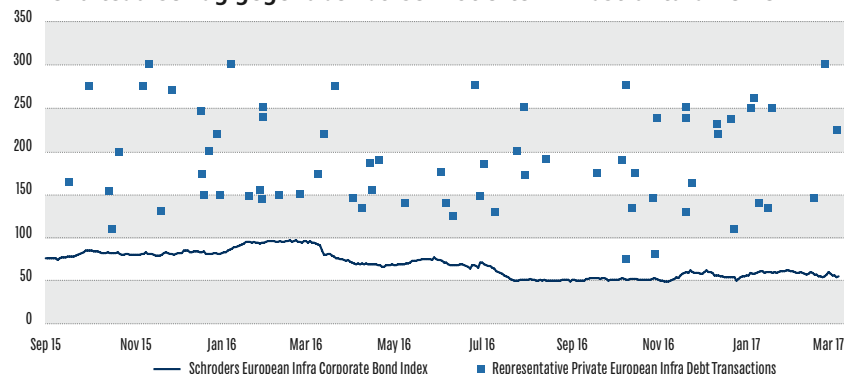
– niedrigere langfristige Ausfallquoten (**Abbildung 3**)

– und schliesslich höhere Einbringungsquoten im Falle eines Ausfalls (**Abbildung 4**)

Insgesamt bieten Infrastrukturschuldtitel einen Renditeaufschlag gegenüber Unternehmensanleihen mit vergleichbarem Rating, wobei das Kreditrisiko geringer ist. Trotz einer Verengung der Spreads vor allem bei den längeren Laufzeiten, ist dieser Markt für Anleger weiterhin attraktiv, insbesondere bei den kürzeren Laufzeiten und bei Transaktionen mit höherem Risiko.

Manche Vermögenswerte sind anfälliger gegenüber dem Konjunkturzyklus als andere, sodass Anleger die Art der Risiken, die sie eingehen, genau analysieren sollten. Und nicht zuletzt sollte die Illiquidität dieses Marktes berücksichtigt werden. ■

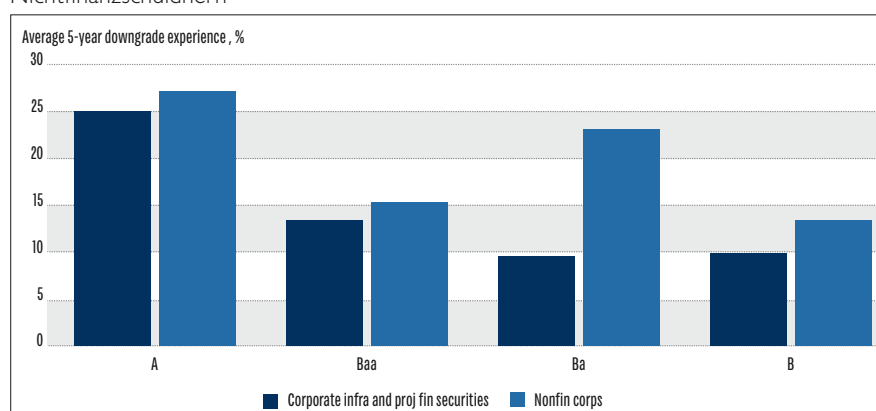
1. Renditeaufschlag gegenüber börsennotierten Infrastrukturanleihen.



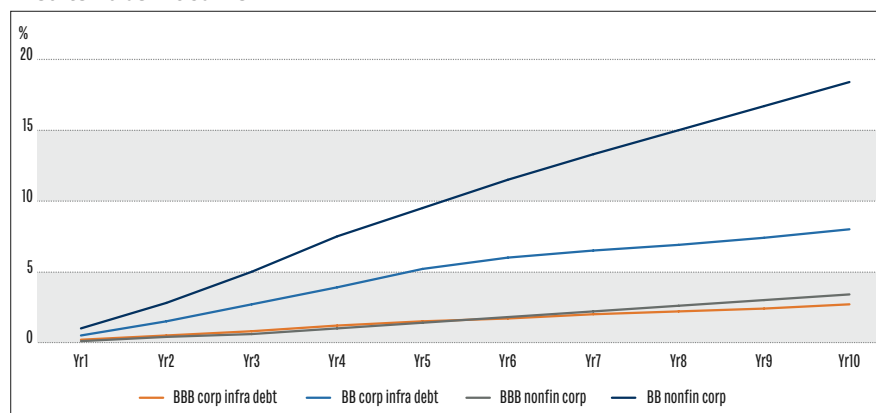
Schroders European Infra Corporate Bond Index (börsennotierte Wertpapiere) – Repräsentative – Transaktionen mit europäischen privaten Infrastrukturschuldtiteln

Die Daten in dieser Grafik beziehen sich auf Anleihen oder Transaktionen mit impliziten «Investment-Grade»-Eigenschaften. Quelle: Schroders, Bloomberg, InfraDeals, ThePrivatePlacementMonitor, CBonds.com, Bank of America Merrill Lynch. Beim Index handelt es sich um den BoAML European Infrastructure Corporate Bond Index, der zusammen mit Schroders entwickelt wurde (proprietärer Index).

2. Durchschnittliche Verschlechterung der Bewertungen innerhalb von 5 Jahren. Unternehmenskredite im Infrastruktur- und Projektfinanzierungsbereich – Kredite von Nichtfinanzschuldnern



3. Kumulierte Ausfallquote von Infrastrukturschuldtiteln und klassischen Krediten über 10 Jahre.



4. Durchschnittliche Einbringungsquoten, 1983–2015.

	Besicherte vorrangige Schuldtitel	Unbesicherte vorrangige Schuldtitel	Unbesicherte vorrangige Schuldtitel
Infrastrukturschuldtitel	74%	56%	32%
Anleihen von Nichtfinanzschuldnern	54%	38%	33%

Quelle Abbildung 2, 3, 4: Moody's, Ausfall- und Einbringungsquoten im Infrastrukturbereich, 1983–2015. Nur zur Veranschaulichung.

Globale Immobilieninvestitionen



Von
Frederik De Block
CFA, Portfolio Manager
debblock@sfp.ch

Swiss Finance & Property Group

Nicht kotierte ausländische Immobilienfonds – ein attraktiver Weg für Schweizer Pensionskassen um in globale Immobilien zu investieren.

Einführung

Immer mehr Schweizer Pensionskassen möchten ihr Immobilienexposure mit einem Engagement ausserhalb der Schweiz erweitern und diversifizieren. Die durchschnittliche Allokation für Immobilien Ausland ist letztes Jahr gemäss Swisscanto Pensionskassen Studien auf fast 2% gestiegen, Trend deutlich steigend. In 2010 lag das Exposure unter 1%.

Viele internationale Immobilienmärkte sind zurzeit sehr attraktiv, da die Leerstände abnehmen und die Anzahl an neuen Entwicklungen eher zurückhaltend ist. Dies führt zu steigenden Mieten. Des Weiteren sorgt das aktuelle Tiefzinsumfeld für ein anhaltendes Interesse an Anlagen mit attraktiven Renditen, wie zum Beispiel Immobilien.

Die Korrelation zwischen Schweizer und ausländischen Immobilienmärkten ist gering, weshalb eine Diversifikation durchaus Sinn macht. Der einfachste Weg ist eine Anlage in ausländische Immobilienaktien. Diese reagieren jedoch eher wie Aktien als wie Immobilien. Deshalb werden diese Anlagen gemäss BVV2-Richtlinien auch nicht als Immobilien eingestuft, da die Volatilität dieser Anlageklasse vielen Pensionskassen Sorgen bereitet.

Eine andere Möglichkeit besteht darin, Immobilien direkt im Ausland zu kaufen. Dies hat jedoch den Nachteil, dass eine breite Diversifikation nach Länder und Sektoren sehr viel Kapital benötigt. Ausserdem braucht man dafür viel Know-how und ein Team, das weltweit vernetzt ist, denn Immobilien sind immer ein lokales Geschäft. Es ist daher sehr anspruchsvoll, überall in der Welt Immobilien zu kaufen und zu bewirtschaften.

Den besten Zugang sehen wir daher in nicht kotierten ausländischen Immobilienfonds. Eine Investition in diese Anlageklasse fällt gemäss BVV2 unter die Immobilienquote, mit einer Maximalgewichtung von 10%. Immobilienfonds besitzen nur eine geringe Volatilität und das Risiko-Rendite-Verhältnis ist durchaus mit einer direkten Immobilienanlage vergleichbar. Darüber hinaus ermöglicht diese Form der indirekten Anlage mit relativ wenig Kapital die Teilhabe an nach Regionen und Sektoren breit diversifizierten Portfolios. Ausserdem kann der Investor vom lokalen Know-how verschiedener Manager profitieren, was eine zusätzliche Dimension der Diversifikation generiert.

Eine weitere Möglichkeit der Diversifikation ist der Anlagestil. Unseres Erachtens ist für Schweizer Pensionskassen, mit ihrer Vorliebe für stabile Erträge, das Risiko bei Value-Added und opportunistischen Anlagestrategien jedoch zu hoch. Unten-stehende Tabelle zeigt, dass bei diesen Anlagestrategien nicht nur risikoreichere Immobilien zum Einsatz kommen, sondern das zusätzliche Risiko auch von der Bilanz getragen werden muss.

Die Core-Strategie bietet ein überlegenes Risiko-Rendite-Verhältnis

Die Core-Strategie fokussiert sich auf langfristige vermietete Immobilien an Toplagen mit qualitativ hochwertigen Mietern. Der Grossteil der Erträge wird durch eine hohe Cashflow-Rendite erwirtschaftet und we

Anlagestrategien im Vergleich

Der Core- Anlagestil ist für Anleger mit langem Zeithorizont geeignet

Strategie	Core	Value-Added	Opportunistic
Risiko	Niedrig	Mittel	Hoch
Zielrendite (IRR)	6-11%	11-15%	15%+
Ertragskomponenten	Ertrag (70%) + Kapitalzuwachs (30%)	Ertrag (50%) + Kapitalzuwachs (50%)	Ertrag (<20%) + Kapitalzuwachs (>80%)
Investitionsbedürfnisse	Niedrig	Mittel	Hoch
Anlagezeitraum	7+ Jahre	5-7 Jahre	2-5 Jahre
Verwaltungsgebühren	+/-1%	+/-2%	+/-3%
Fremdfinanzierung	0-60%	60-80%	80%+
Gebäudeart	Qualitativ, lange Mietverträge, hoher Vermietungsgrad, qualitative Mieter, stabiler Cashflow	Wertsteigerung durch Sanierung, Neuvermietung oder Neupositionierung	Entwicklung, notleidende Vermögenswerte
Anlageformen und Liquidität	Offen, tägliche bis quartalsweise Liquidität	Offen und geschlossen, tiefere Liquidität	Geschlossen, keine Liquidität

Quelle: SFP

niger durch erwartete Wertsteigerungen. Deshalb sind die erwarteten Renditen bei Core-Fonds viel stabiler.

Da Value-Added und opportunistische Strategien stärker auf Kapitalwachstum setzen, sind deren Renditen bedeutend volatiler. Dies wird durch den höheren Fremdkapitalanteil noch verstärkt. Wenn 80% oder mehr Fremdkapital im Einsatz sind, verschwindet das Eigenkapital in Krisenzeiten sehr schnell.

Hinsichtlich Liquidität handelt es sich bei Core-Strategien fast immer um offene Fonds mit mindestens vierteljährlicher Liquidität. Da risikoreiche Strategien eher geschlossene Strukturen sind, gibt es bis zum Fondsabschluss keine Liquidität, in der Regel zwischen 8 bis 10 Jahre.

Dies birgt zusätzliche Risiken auf mehreren Ebenen. Einerseits können diese Fonds nicht verkauft werden, wenn man seine Anlagestrategie ändern möchte (z.B. bei einer Reduktion des Immobilienanteils). In solch einem Fall muss deshalb der liquider Teil der Immobilienanlagen verkauft werden, was eine Zunahme der relativen Gewichtung der illiquiden Investitionen mit sich bringt. Dazu kommt, dass die Fondsleitung offener Fonds immer mit Rücknahmen rechnen muss und deshalb bewusst in den liquideren Teil der Immobilienmärkte investiert. Für Core-Immobilien gibt es fast immer einen Käufer, für einen halb fertiggestellten Büroturm gibt es generell weniger Interessenten.

Die volatilsten Strategien verlangen ein viel umfangreicheres Due Diligence und sind hinsichtlich der Fees für den Kunden weniger vorteilhaft. Bei opportunistischen Strategien können die Gebühren inklusive Performance Fees, bis zu 3% ausmachen. Diese hohen Fees sind einer der Gründe dafür, wieso es für Investoren nicht immer Sinn macht, in opportunistische Strategien zu investieren.

Dies belegen Studien in den USA und in Europa (siehe untenstehende Grafik). Professor Pagliari z.B. zeigte gemeinsam mit dem Branchenverband NCREIF, dass für die USA Value-Added-Strategien in der Periode von 1995 bis 2012 brutto zwar eine leicht höhere Rendite als Core-Fonds erzielt

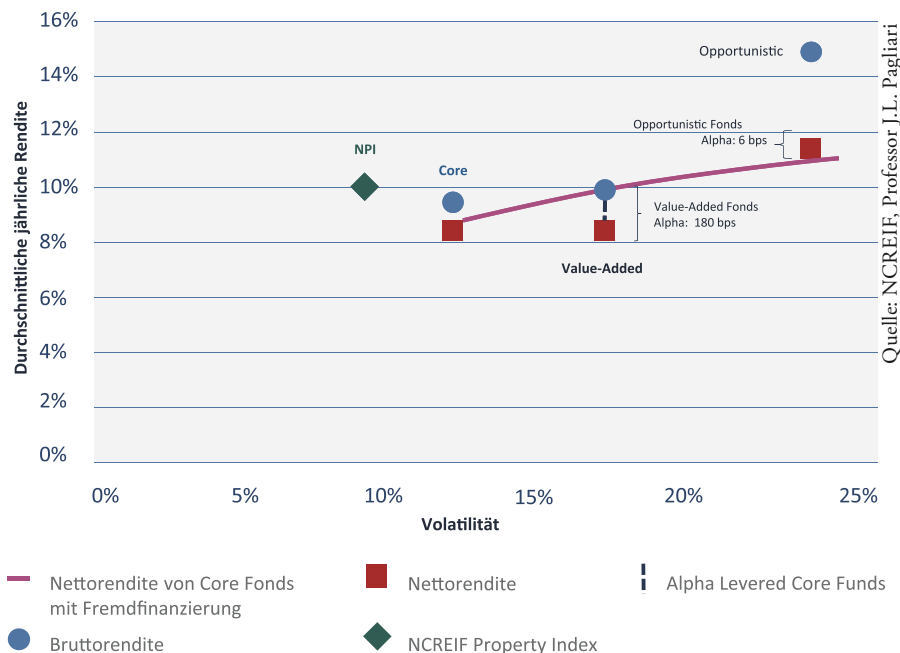
haben, dies jedoch bei deutlich höherem Risiko. Nach Abzug der Fees liegt die Rendite sogar tiefer. Dies ist bei opportunistischen Strategien nicht der Fall. Letztere erzielen bei einem erheblichen Risiko eine deutlich höhere Rendite. Es ist auch deutlich zu erkennen, dass die Nettorendite fast 3% tiefer liegt als die Bruttorendite. Diese Strategie ist also vor allem für den Fondsmanager interessant und somit weniger für den Investor. Zudem haben die Autoren berechnet, wieviel Rendite man mit einem Core-Immobilien Portfolio erarbeiten kann, wenn man mehr Risiko auf die Bilanzseite nimmt.

Aus der Grafik unten wird ersichtlich, dass mit Core-Immobilien (langfristig vermietet, Toplagen, qualitativ hochwertige Mieter) und einer im Vergleich zu Value-Added oder opportunistischen Strategien ähnlichen Fremdfinanzierungsquote, ein viel besserer Return erwirtschaftet werden kann. Letztlich kann man sich mit Core-Strategien genauso gut stellen wie mit einer opportunistischen Strategie, jedoch ohne erhöhtes Risiko bzw. ohne potentielle Liquiditätsprobleme. Ähnliche Studien in Europa bestätigen diese Resultate.

Fazit

Die zusätzlichen Risiken, die man bei einer Anlage in risikoreicheren Strategien in Kauf nimmt, werden nicht adäquat entschädigt. Im Vergleich zu Value-Added und opportunistischen Strategien hat eine strategische Ausrichtung auf Core-Immobilienfonds viele Vorteile. Das Immobilienrisiko ist dank hoher Standortqualität, hochwertigen Immobilien, langen Mietverträgen und hohem Vermietungsgrad geringer. Dazu kommt ein stabiler Cashflow. Das Fremdfinanzierungsrisiko, wie auch das Liquiditätsrisiko sind überschaubarer. Deshalb macht es bei ausländischen Immobilienfonds für Investoren Sinn, nur in offene Core-Fonds zu investieren. ■

Rendite und Risiken von US amerikanischen Fonds für den Zeitraum 1995–2012



- Die Nettorendite eines Value-Added Fonds liegt 1.8% unter dem erwarteten Ergebnis eines Core Fonds mit vergleichbarer Fremdfinanzierung. Das höhere Immobilienrisiko wird daher nicht vergütet
- Opportunistic Fonds erzielen zwar höhere Renditen, diese werden jedoch durch Verwaltungsgebühren deutlich reduziert

Anleihen



Von
Adrien Pichoud
Chefökonom
adrien.pichoud@syzgroup.com

SYZ Asset Management

Anleihen aus den USA, Europa, China, Japan und der Schweiz sind mit spezifischen Risiken behaftet. Welcher Zusammenhang besteht zwischen Schuldenlast und Haushaltsdefizit? Welche Entwicklungen sind künftig zu erwarten und wie ist es um die vergangene bzw. künftige Wertentwicklung, die offenen und verdeckten Risiken sowie die Verwaltungsgebühren bzw. TER bestellt?

Seit mehreren Jahren haben Anleger gegenüber Investitionen in Anleihen eine zwiespältige Einstellung. Sie halten zwar ausnahmslos wenigstens einige dieser Papiere, um gesetzlichen Anforderungen oder den Beschränkungen der defensivsten Mandate gerecht zu werden. Doch in einem Umfeld mit sehr niedrigen Zinssätzen und Spreads (bei denen es folglich nicht viel zu gewinnen gibt), wobei Letztere eigentlich nur noch steigen können (sodass es viel zu verlieren gibt), sind Anleihen nicht beliebt. Dennoch wünscht man sich jedes Jahr aufs Neue, man hätte mehr Anleihen im Portfolio gehabt. Anleihen bringen unter dem Strich effektiv

weiterhin über den Erwartungen liegende risikobereinigte Renditen – eine Eigenschaft, die insbesondere für institutionelle Anleger mit ihrem häufig recht eingeschränkten Risikobudget wichtig ist.

Was kann man also heute im Rahmen einer Portfoliostrukturierung von Anleihen erwarten? Sind sie in der Lage, Beiträge zur Wertentwicklung zu leisten oder müssen sie ihr Dasein als „risikofreie“ Anlage fristen, die man stets auf das Minimum reduziert? Worin bestehen die wahren Risiken in Zusammenhang mit Anleihen, nachdem die vergangenen zehn Jahre bewiesen haben,

dass es keine wirklich „risikofreie“ Anlage gibt? Ist der grundlegende Zusammenhang zwischen Verschuldung und staatlichem Defizit auf der einen Seite und dem Zinssatz auf der anderen noch aktuell? Wie sollte man sich dem Anleihemarkt in dem derzeitigen Niedrigzinsumfeld mit starken Unterschieden zwischen den Regionen im Hinblick auf Geldpolitik, Verschuldung und Wachstums- bzw. Inflationsperspektiven annähern? Diese Fragen sind von grundlegender Bedeutung, will man Fallstricke vermeiden und im aktuellen Niedrigzinsumfeld mit Erfolg Performance generieren.

Zunächst ist es ratsam, sich die Gründe, die zur derzeitigen Situation an den Anleihemärkten geführt haben, in Erinnerung zu rufen. Die Vorstellung, dass einzig die Zentralbanken für das historisch niedrige Niveau der Zinssätze und der Kreditspreads verantwortlich sind, ist weit verbreitet. Unbestreitbar ist, dass die geldpolitischen Massnahmen, die die grossen Zentralbanken der Welt (Federal Reserve, Europäische Zentralbank, Schweizerische Nationalbank, Bank of England) seit 2008 ergriffen haben, auf kurze Sicht zu Null- oder sogar Negativzinsen führten, während die verschiedenen Anleihen-Kaufprogramme die langfristigen Zinsen und Kreditspreads belasteten. Dennoch hat auch die ganz neue Kombination von weltweit stockendem Wachstum und geringer Inflation zu diesem Niedrigzinsumfeld beigetragen.

Ivan Moscatelli, Weissborn, 70 x 70 cm, Einzelteil



Das Nominalwachstum des globalen BIP in US-Dollar hat effektiv in den vergangenen fünf Jahren den niedrigsten Stand der letzten drei Jahrzehnte erreicht (durchschnittlich 0,6 Prozent!). Ein Teil dieser Schwäche mag mit der Aufwertung des US-Dollar in diesem Zeitraum zusammenhängen, doch der weltweite Deflationsdruck und strukturelle Konjunkturabschwünge in allen grossen Volkswirtschaften, einschliesslich Chinas, schufen ein äusserst vorteilhaftes Umfeld für Anleihen.

Unter einem „vorteilhaften Umfeld“ verstehen wir dabei eine positive Wertentwicklung für die Anleger auf absoluter, aber auch realer Basis (inflationsbereinigt). Zwischen 2012 und 2016 hat der US-Anleihemarkt eine durchschnittliche jährliche Performance von 2,3 Prozent erzielt, wobei die jährliche Inflationsrate durchschnittlich



Jean-Claude Schwarz, Anneaux

1,3 Prozent betrug. Dies entspricht einem mittleren realen Jahresertrag von 1 Prozent. Auf Euro und Schweizer Franken lautende Anleihen erzielten eine höhere durchschnittliche reale Jahresrendite von 4,7 bzw. 3,1 Prozent.

Das gleiche Umfeld hat auch auf weltweiter Ebene zu einer Fortsetzung der Hausse im Kreditbereich geführt. Das Niedrigzinsumfeld veranlasste den privaten (Unternehmen und Haushalte) wie den öffentlichen Sektor zur Aufnahme weiterer Schulden. Dies gilt allgemein für die Industriestaaten, aber auch für den Grossteil der Schwellenländer und insbesondere China, wo die Zunahme am spektakulärsten ausfiel. Der Trend half der Wirtschaft zwar bei der Bewältigung der Finanzkrise, erhöhte aber auch die Anfälligkeit des weltweiten Wachstums für Zinsschwankungen. Diese Situation begrenzt paradoxerweise das neuerliche Anstiegspotenzial der Zinssätze, weil ein restriktiveres Finanzumfeld jetzt aufgrund eines bedeutenderen Schuldenstands einen noch direkteren Einfluss auf die Wirtschaftsaktivität ausübt.

Derzeit planen die Zentralbanken angesichts des günstigen globalen Wirtschaftsumfelds, das sich durch gleichzeitiges Wachstum in den grossen Wirtschaftsregionen und das Nachlassen der unmittelbaren Deflationsrisiken auszeichnet, einen allmählichen Abbau der in den vergangenen zehn Jahren eingeleiteten ausserordentlichen Massnahmen. Der Wachstumszyklus

schreitet jedoch nicht in allen Regionen gleich schnell voran, was bei der Geldpolitik und der Entwicklung der Zinskurve Unterschiede erzeugt.

In den USA ist der Konjunkturzyklus nach acht Wachstumsjahren und einer Arbeitslosenquote, die sich im Bereich der Tiefststände bewegt, ausgereift. Dies veranlasste die Federal Reserve bereits zu einer schrittweisen Straffung ihrer Politik: Zunächst stellte sie 2014 die Anleihekäufe ein und begann dann, die kurzfristigen Zinsen anzuheben. Europa, wo 2012/13 eine zweite Rezession einsetzte, befindet sich in einem weniger fortgeschrittenen Stadium seines Expansionszyklus. Die EZB, die in den letzten Jahren alle Geschütze auffahren musste, beginnt gerade erst damit, den allmählichen Rückzug aus ihren Unterstützungsmassnahmen zu planen, da die existenziellen Gefahren für den Euro überwunden scheinen und das Wachstum in Europa wieder anzieht. Dadurch würde sie der SNB, deren Politik seit der europäischen Staatsschuldenkrise durch die Stärke des Franken eingeschränkt wird, den Weg ebnen. In Japan sieht sich die Zentralbank derzeit zur Fortsetzung ihrer expansiven Politik veranlasst, da die Inflation sich nicht von 0 Prozent löst und damit weit von ihrer 2-Prozent-Zielvorgabe entfernt ist. China muss derweil versuchen, das nunmehr seit zehn Jahren anhaltende starke Kreditwachstum einzudämmen, da eine Stabilisierung der Wirtschaft eingetreten zu sein scheint.

Doch selbst wenn diese „Normalisierungstendenzen“ der meisten grossen Zentralbanken der Welt im Kontext der günstigten globalen Konjunkturlage seit 2008/2009 zu sehen sind, besteht die Gefahr, dass sie durch die Anfälligkeit der Volkswirtschaften für die Finanzierungsbedingungen, die in der hohen Verschuldung begründet sind, schnell ins Wanken geraten. Das Wachstum entwickelt sich zurzeit zwar recht positiv, doch ist dies teilweise auf das niedrige Zinsniveau zurückzuführen, durch das die öffentliche Schuldenlast gemildert, die Refinanzierung von Unternehmensschulden einfacher und der Immobilienerwerb für private Haushalte leichter wird. Auch der Kauf von Konsumgütern auf Kredit wird so unterstützt. Diese Dynamik kann durch ein erneutes Anziehen der Zinsen aus dem Gleichgewicht gebracht werden, was die Konjunktur eintrübt und mit Sicherheit zu einem Nachgeben eben dieser Zinsen führt. Somit würde die Wirtschaft auf den Boden der Tatsachen zurückgeholt, auf dem sie mit schwachem Nominalwachstum ohne echte Anstiegsperspektive konfrontiert ist.

Aus diesem Grund scheint das Umfeld für Anleihen trotz des niedrigen Zinsniveaus strukturell günstig zu bleiben. Das schlimmste Szenario für diese Papiere wäre langfristiges Wirtschaftswachstum bei steigender Inflation. Das soll natürlich keine Empfehlung sein, sich blindlings und unterschiedslos in den Anleihemarkt zu „stürzen“. Die Ertragsaussichten für die verschiedenen Regionen schwanken aufgrund der unterschiedlichen Zinssätze, aber auch der abweichenden Entwicklungsstufen der geldpolitischen Zyklen. Alle sind sie jedoch mit einem strukturellen Risiko behaftet, das die Anleger berücksichtigen sollten: Dem der Liquidität.

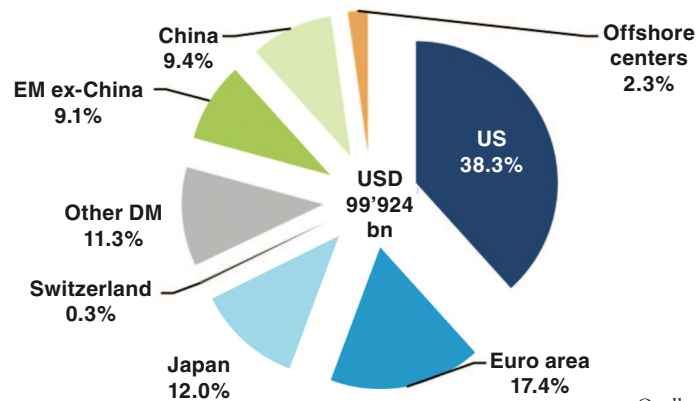
Der Anleihemarkt ist mit einem Wert von annähernd 100'000 Mrd. US-Dollar zwar die weltweit wichtigste Anlageklasse, im Unterschied zu den Aktienmärkten handelt es sich jedoch im Wesentlichen um einen ausserbörslichen Markt. Wenn das Finanzumfeld restriktiver wird und die Risikoaversion steigt, verschwinden die Käufer oder lassen deutlich mehr Vorsicht walten. Somit ist es teurer und manchmal sogar unmöglich, Positionen zu veräussern. Dieses Phänomen verstärkt sich angesichts der Bedeutung, die ETFs in den letzten Jahren erlangt haben, weiter. Diese Papiere erzeugen in Belas-

tungszeiten bedeutende gleichzeitige Flüsse, die zu Preisverzerrungen führen können. Mit Ausnahme von Staatsanleihen der Industriestaaten unterliegen alle Anleihen – egal ob von Finanzunternehmen oder Nichtbanken, ob Investment Grade oder High Yield, ob von Schwellenländern in Lokalwährung oder in US-Dollar – dem gleichen Risiko: „dass die Anleihen nicht zum Marktpreis verkauft werden können“. Das derzeitige Umfeld, das aufgrund der Interventionen der Zentralbanken von übermässiger Liquidität geprägt ist, hat die Anleger zweifellos zu einer gewissen Leichtfertigkeit gegenüber diesem Risiko veranlasst. Doch ist es keinesfalls zu unterschätzen. Wer sich noch an 2008 oder in geringerem Masse an den Sommer 2015 erinnert, hat die Lektion mit Sicherheit gelernt.

An den wichtigsten Anleihemärkten bietet das USD-Segment heute das interessanteste Renditepotenzial. Abgesehen davon, dass sein absolutes Zinsniveau höher ist als das der grossen Industriestaaten (was bereits einen guten Ausgangspunkt für eine Anleiheinvestition darstellt), spiegelt der Markt, zumindest in Teilen, schon die Normalisierung der Geldpolitik wider. Unsicherheit besteht – zumindest während diese Zeilen geschrieben werden – noch über die bevorstehende Haushaltspolitik der Trump-Regierung. Falls der im Wahlkampf versprochene breit angelegte steuerliche Anreiz umgesetzt wird, könnten die Dollarzinsen in die Höhe gehen – möglicherweise verstärkt durch eine Zentralbank, die über mehr Spielraum zur Anhebung der kurzfristigen Zinsen verfügt.

Das Performance-Potenzial scheint heute an den Märkten, an denen die Zentralbanken die Normalisierung ihrer Politik noch nicht in Angriff genommen haben, geringer zu sein, insbesondere im Euroraum, in der Schweiz und in Japan. Falls das Wirtschaftsumfeld 2018 positiv bleibt, werden diese Institute weiter unter Zugzwang geraten, ihre ausserordentlichen Massnahmen, die sie zu einem Zeitpunkt mit einem deutlich unvorteilhafteren wirtschaftlichen Umfeld eingerichtet haben (quantitative Lockerung, Negativzinsen) nach und nach zurückzunehmen. Dies könnte zu einer Anpassung der Zinssätze nach oben und damit zu einer zumindest zeitweiligen Korrektur der betroffenen Anleihemärkte führen.

Anleihen in aller Welt: 100.000 Mrd. USD



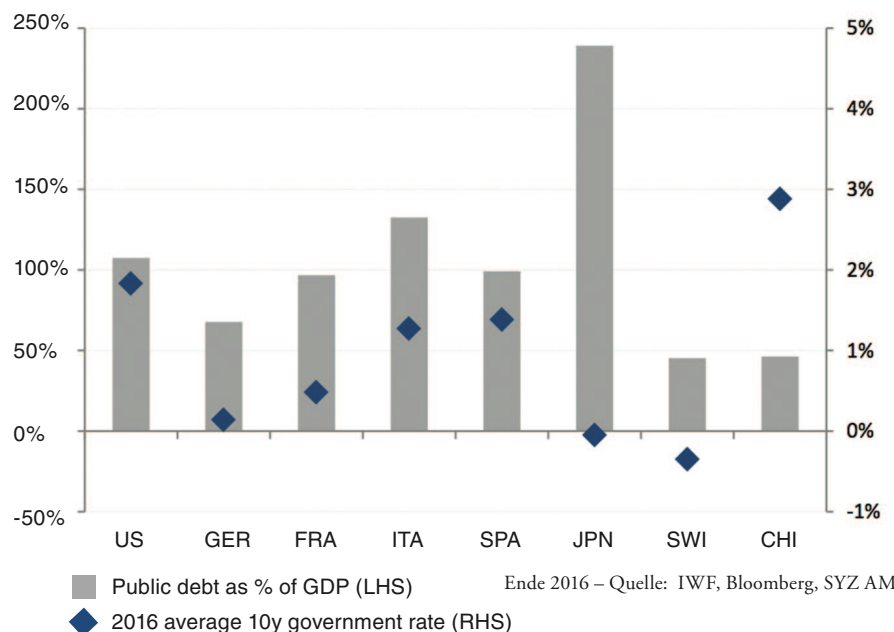
Ende 2016
Quelle: BIS, SYZ AM

Die Schwellenmärkte und insbesondere China bieten weiterhin interessante Perspektiven. Die Faktoren, die die Anlageklasse aus dem Gleis werfen könnten, sind ein drastischer Einbruch des weltweiten Wachstums oder ein rascher Anstieg der US-Zinsen und des US-Dollars. Solange beides ausbleibt, sind die Zusatzrenditen, die Schuldner aus Schwellenländern bieten, die im Vergleich zu den Industriestaaten günstigere Wachstumsdynamik und der vereinfachte Zugang zu diesen Märkten für internationale Anleger attraktiv (man denke etwa an die allmähliche Öffnung des chinesischen Inlandsmarktes und die zu erwartende Aufnahme chinesischer Anleihen in globale Anleiheindizes).

Ein Faktor bleibt entscheidend für die voraussichtliche Entwicklung der Zinssätze

in den Schwellenländern: die Höhe des Defizits und der staatlichen Verschuldung. Angesichts der Entwicklung, die seit zwei Jahren in Brasilien zu beobachten ist, sind internationale Anleger nach wie vor sensibel gegenüber einem zu schnellen Anstieg der Staatsverschuldung. In den Industriestaaten wurde dieses „normale“ Verhältnis zwischen der Höhe der Verschuldung und den Zinssätzen jedoch durch das Eingreifen der Zentralbanken korrigiert. Auch in Europa, wo die Griechenlandkrise und die Rettungspläne für Portugal oder Irland noch gut in Erinnerung sind, wurde das Risiko der Staatsverschuldung letztlich durch die Auflegung des Anleihekaufprogramms der EZB verschleiert. Somit lässt sich derzeit kein klarer Zusammenhang zwischen der Höhe der Staatsverschuldung und den Zinsen erkennen. Die Schweiz und Japan weisen beide

Kein klarer Zusammenhang mehr zwischen Staatsverschuldung und Zinsen seit den Interventionen der Zentralbanken



negative Zinsen für zehnjährige Staatsanleihen auf. Dennoch gehört die Schweiz zu den haushaltspolitisch tugendhaftesten Industriestaaten. Ihr Haushalt ist ausgeglichen und ihre Verschuldungsquote beträgt 45 Prozent. Japan verzeichnet dagegen seit 25 Jahren ununterbrochen ein Haushaltsdefizit und weist eine Verschuldungsquote von 240 Prozent auf. Mit einer Zentralbank, die zum Kauf von Staatsanleihen bereit ist, hat die Höhe der Verschuldung heute keinen Einfluss mehr auf die staatlichen Zinsen.

All diese Faktoren tragen zur Schaffung eines eher günstigen Umfelds für Anleihen bei. Es gilt jedoch, den Ansatz gegenüber Anleiheinvestitionen neu zu überdenken. Die Zinsen sind niedrig und zunächst kaum attraktiv, doch angesichts der schwachen Inflation können die realen Renditen von Anleihen dennoch einen Beitrag zur Performance diversifizierter Portfolios leisten. Das Umfeld ist weiterhin förderlich für die Anlageklasse: Das Fehlen bzw. die Schwäche der Inflation in Kombination mit niedrigem Wachstumspotenzial rechtfertigt ein grundlegend tieferes Zinsniveau als in der Vergangenheit, auch wenn die Zentralbanken ihre Geldpolitik ein wenig normalisieren. Der starke Anstieg der Verschuldung in den letzten Jahren (oder Jahrzehnten) verhindert derzeit aufgrund der starken Abhängigkeit des weltweiten Wachstums von den Finanzbedingungen einen bedeutenden, langfristigen Anstieg der Zinssätze. Aus diesen Gründen scheint die Aussicht auf einen anhaltenden Bärenmarkt für Anleihen nach drei Jahrzehnten Bullenmarkt kaum realistisch.

Dennoch hat das Niedrigzinsumfeld das Ende des „traditionellen“ Anlageansatzes für Anleihen eingeläutet, der im Kauf einer Anleihe mit interessantem Kupon bzw. guter Rendite und dem Halten des Papiers im Portfolio bis zur Fälligkeit bestand. Dieser Ansatz garantiert in dem derzeitigen Umfeld geradezu niedrige Renditen auf eine Anleihenanlage. Heute muss man in der Anlage aktiv und flexibel sein, um zusätzliche Ertragsquellen zu erschliessen („Roll-down“ der Kurven, Primärmarkt, Diversifikation der Kurve auf der Basis von relativen, risikobereinigten Bewertungen). Ebenso ist das Portfolio flexibel zu gestalten, um die Positionierung bezüglich der Duration (Sensibilität gegenüber Zinsbewegungen) sowie

des Eingehens von Kredit- und Wechselkursrisiken taktisch anpassen zu können. Schliesslich müssen Anleiheportfolios diversifiziert sein, um die potenziellen Auswirkungen des Liquiditätsrisikos in höchstmöglichem Umfang zu begrenzen.

Aus diesem Grund haben sich Anlagen in aktiv oder passiv verwaltete Anleihefonds allmählich gegenüber direkten Investitionen durchgesetzt. Fonds ermöglichen effektiv eine Diversifikation des Engagements und des mit den einzelnen Emittenten verbundenen spezifischen Risikos. Zudem geben sie mehr oder weniger systematischen Zugang zu Renditen, die durch das positive Gefälle der Zinskurven („Roll-down“) entstehen. Schliesslich senken sie die Kosten, weil die Transaktionsgebühren für Anleihefonds unter dem Strich (wenn auch nur einige Basispunkte) niedriger sind als diejenigen, die für Direktanleger anfallen.

Der Vergleich zwischen einer passiven Anlage in ETFs und einer Investition in einen aktiv verwalteten Fonds sollte sich nicht auf den reinen Vergleich der Gebühren beschränken, der natürlich zugunsten der passiven Verwaltung ausfällt. Er muss vielmehr auch den Zweck und Zeithorizont der Anlage berücksichtigen. Für einen Anleger, der schnell und effektiv ein taktisches Engagement in einem bestimmten Segment des Anleihemarktes einrichten möchte, bietet das breite Spektrum der derzeit verfügbaren ETFs eine grosse Auswahl. Das wichtigste Risiko dieses Anlagetyps bleibt weiterhin die Liquidität der zugrundeliegenden Vermögenswerte, weil Zwangsverkäufe von Anleihen, die durch den Verkauf von Fondsanteilen erforderlich werden, die Bewertung dieser ETFs unverhältnismässig beeinträchtigen können, wenn sich die Marktbedingungen verschlechtern und das Preisgefälle steigt.

Für ein eher strukturelles Engagement am Anleihemarkt, beispielsweise im Rahmen eines institutionellen Portfolios, bietet dagegen eine aktive Verwaltung den Vorteil, dass die Positionierung an das Marktumfeld angepasst werden kann, sodass hinsichtlich der Beiträge zur Wertentwicklung und des Risikomanagements ein besseres Gleichgewicht hergestellt wird. Bei der Strukturierung eines Portfolios mit unkorrelierten Themen oder Anlageklassen

kann die aktive Verwaltung eine höhere risikobereinigte Performance erzielen als die passive, da sie (anders als einen Index nachbildende ETFs) Konzentrationsrisiken in Zusammenhang mit der Zusammensetzung von Anleiheindizes beseitigen und die Dauer und das eingegangene Kreditrisiko taktisch anpassen kann. Auf mittlere Sicht kompensiert der durch diese aktive Verwaltung erzielte Mehrwert die etwas höheren Verwaltungsgebühren, die in den letzten Jahren aber auch weitgehend gesunken sind.

Somit sollten Anleihen bei einer aktiven Allokation nicht vernachlässigt werden, weil die Zinsen niedrig sind oder die Staatsverschuldung auf hohem Niveau liegt. Generell bieten Anleihen weiterhin positive reale Ertragsperspektiven, sofern sie aktiv verwaltet werden und alle an den Anleihemärkten verfügbaren Ertragsquellen nutzen. Bei einer aktiven Verwaltung sind die Segmente mit dem höchsten Potenzial oder Risiko im Hinblick auf Regionen, Währungen, Laufzeiten und Sektor zu identifizieren. Aus diesem Grund haben die geldpolitischen Entwicklungsperspektiven heute Vorrang gegenüber dem Schuldenstand, insbesondere was die Industriestaaten angeht. Diversifizierung bleibt ein entscheidendes Element der Portfoliostrukturierung, um die potenziellen Folgen eines Liquiditätsverlusts an den Märkten zu begrenzen. Anleihen leisten in jedem Fall nach wie vor Beiträge zur Wertentwicklung und zum Risikomanagement breit gestreuter Portfolios. Dies dürfte im Widerspruch zur Konsenseinschätzung, die bisher meist eher Bedauern als Zufriedenheit hervorgebracht hat, auch in den kommenden Jahren so bleiben. ■

Page / Seite

86



87



88



89



90



91



92



93



94



Swiss Finance & Property Group

95



AberdeenStandard Investments

Aberdeen Standard Investments est un gérant d'actifs mondial de premier plan, engagé dans la création de valeur à long terme pour nos clients. Pour ce faire, nous offrons une gamme complète de capacités d'investissement, ainsi que des services de la plus haute qualité.

Nous gérons 741 milliards de CHF d'actifs pour le compte de clients dans 80 pays. Pour ce faire, nous nous appuyons sur une équipe de plus de 1000 professionnels de l'investissement et offrons un service clients depuis 50 bureaux de relation clientèle à travers le monde. Cela nous assure d'être proches de nos clients et des marchés dans lesquels ils investissent.

Nous sommes des investisseurs de long terme, à forte conviction, cherchant à réaliser la valeur de nos investissements dans la durée. Selon

nous, le travail en équipe et la collaboration entre les gérants à travers toutes les classes d'actifs est la clé pour offrir des performances d'investissement solides et reproductibles. Nous sommes également résolument engagés dans la gestion active.

La marque Aberdeen Standard Investments a été créée le 14 août 2017 dans le cadre de la fusion d'Aberdeen Asset Management Plc et de Standard Life Plc pour former Standard Life Aberdeen Plc. Le siège social de Standard Life Aberdeen Plc est en Écosse. Elle compte près d'1,2 millions d'actionnaires et est cotée à la bourse de Londres.

* Données sur les encours sous gestion/ administrés par Standard Life au 30 juin 2017, données sur les encours sous gestion d'Aberdeen Asset Management au 31 mars 2017, toutes les autres données sont au 30 juin 2017

Julien Boissier
Investment Director
Switzerland & Monaco
Standard Life Investments
Rue du Rhône 14
1204 Genève
T +41 22 819 17 81
julien.boissier@aberdeenstandard.com

Paola Bissoli
Senior Business Development Manager
Aberdeen Asset Managers Switzerland AG
Schweizergasse 14
8001 Zurich
T +41 44 208 26 48
paola.bissoli@aberdeenstandard.com
aberdeenstandard.com

GESELLSCHAFTSPORTRÄT

AberdeenStandard Investments

Unter der Marke Aberdeen Standard Investment haben Aberdeen Asset Management und Standard Life Investments ihr Anlagegeschäft zu einem der grössten aktiven Vermögensverwalter der Welt zusammengefasst.

Unser Ziel ist es, für unsere Kunden langfristiges Wertpotenzial zu schaffen. Deren Anlagebedürfnisse stehen im Zentrum all unseres Handelns. Um dieses Ziel zu erreichen, bieten wir unseren Kunden eine umfassende Auswahl von Anlagekompetenzen sowie einen erstklassigen Service.

Insgesamt verwalten wir im Auftrag unserer Kunden Vermögenswerte in Höhe von 741 Milliarden CHF* in 80 verschiedenen Ländern. Dazu beschäftigen wir mehr als 1.000 Anlageexperten und betreuen unsere Kunden aus über 50 Niederlassungen weltweit. So stellen wir sicher, dass wir stets nahe am Kunden und an den Märkten sind, in denen sie investieren.

Wir handeln aus starken Überzeugung heraus als langfristige Anleger. Dabei sind wir bestrebt, das Wertpotenzial der Anlagen unserer Kunden auf lange Sicht erfolgreich auszuschöpfen. Unserer Meinung nach sind ein teamorientierter Ansatz und die Zusammenarbeit auf Ebene der Investmentmanager sowie über die verschiedenen Anlageklassen hinweg ausschlaggebend, um nachhaltige und robuste Anlagerenditen zu erzielen. Ausserdem bekennen wir uns deutlich zu einem aktiven Investmentansatz.

Aus der Verschmelzung der Aberdeen Asset Management Plc und der Standard Life Plc ist zum 14. August 2017 die Standard Life Aberdeen Plc hervorgegangen. Die Geschäftssitze des Unternehmens befinden sich in Schottland. Standard Life Aberdeen Plc verfügt über rund 1,2 Millionen Anteilseigner und ist an der Börse in London gelistet.

*Daten zum AUM/AUA von Standard Life verstehen sich zum 30. Juni 2017, Daten zum AUM von Aberdeen Asset Management verstehen sich zum 31. März 2017, alle anderen Daten zum 30. Juni 2017.

Julien Boissier
Investment Director
Switzerland & Monaco
Standard Life Investments
Rue du Rhône 14
1204 Geneva
T +41 22 819 17 81
julien.boissier@aberdeenstandard.com

Paola Bissoli
Senior Business Development Manager
Aberdeen Asset Managers Switzerland AG
Schweizergasse 14
8001 Zürich
T +41 44 208 26 48
paola.bissoli@aberdeenstandard.com
aberdeenstandard.com



Allianz Global Investors (Schweiz) AG est une filiale à 100% d'Allianz Global Investors GmbH. Allianz Global Investors est un gestionnaire actif diversifié soutenu par une maison mère robuste et fondé sur une véritable culture de la gestion des risques.

Nous sommes une société de gestion active, avec plus de 498 milliards EUR d'actifs sous gestion. Nous intervenons pour le compte d'une clientèle privée et institutionnelle à travers le monde. Nos activités sont diversifiées et regroupent des stratégies d'investissement en actions et en obligations, des stratégies multi-classes d'actifs ainsi que des solutions d'investissement régionales.

Notre organisation est construite autour de centres d'expertise mondiaux qui nous permettent de mettre à profit les meilleurs talents dans une région donnée, tout en favorisant une

réflexion autonome et différenciée pour chaque classe d'actifs. Nous disposons de plus de 650 professionnels de l'investissement*, incluant des gérants de portefeuille qui bénéficient en moyenne de plus de dix ans d'expérience au sein de notre société.

Un service d'excellence repose nécessairement sur la compréhension de la situation propre à chacun de nos clients et le respect de leurs meilleurs intérêts. Nous nous appuyons sur une approche collaborative et notre réseau de plus de 550 chargés de relation clientèle* afin de développer des solutions qui répondent véritablement aux besoins de nos clients.

Nos équipes de gestion sont situées au plus près des marchés qu'elles couvrent, dans la mesure où nous sommes convaincus qu'une profonde maîtrise locale constitue le pré-

requis du succès de toute approche d'investissement.

Grâce à notre présence sur 25 sites à travers le monde, nous sommes particulièrement bien positionnés pour apporter à tous nos clients des perspectives locales pertinentes.

Données au 30 juin 2017 incluant l'ensemble des entités distribuant l'offre d'AllianzGI.

(*données au 31 mars 2017)

Allianz Global Investors (Schweiz) AG

Gottfried-Keller-Strasse 5
CH - 8001 Zürich

Philippe Sudan, CFA
Institutional Clients Switzerland

T +41 44 206 44 91

Philippe.sudan@allianzgi.com
www.allianzglobalinvestors.ch

GESELLSCHAFTSPORTRÄT



Allianz Global Investors (Schweiz) AG ist eine 100% Tochter der Allianz Global Investors GmbH. Allianz Global Investors ist ein breit aufgestellter aktiver Investmentmanager mit solidem Mutterkonzern und Risikomanagementkultur.

Stärke und Stabilität sind in einem schwierigen wirtschaftlichen Umfeld entscheidend. Als aktiver Investmentmanager verwaltet Allianz Global Investors ein Vermögen von 498 Mrd. EUR AuM für institutionelle und private Kunden. Über alle wesentlichen Anlageklassen und -regionen hinweg decken wir ein breites Anlagespektrum ab: von Aktien- über Anleihen- bis hin zu Multi-Asset- und Alternative-Strategien. Dieses solide Fundament und die Unterstützung durch eines der grössten Versicherungsunternehmen der Welt helfen uns, nachhaltige und langfristige Kundenbeziehungen aufzubauen.

Fundierte Marktkennntnisse sind unerlässlich, um nachhaltige Out-performance zu erzielen. Unsere globalen Investmentzentren liefern uns nicht nur wesentliche Informationen für Anlageentscheidungen, sondern vermitteln unseren Kunden auch Einblicke in die Anlagemärkte. Durch unsere globale Aufstellung können wir lokale Chancen direkt erkennen und dieses Wissen weltweit und über alle Anlageklassen hinweg nutzen. Wir haben über 650* Anlagespezialisten, darunter unsere Portfoliomanager mit jahrzehntelanger Erfahrung. Trotzdem versuchen wir nicht alles abzudecken, sondern konzentrieren uns auf die ausgewählten Anlagebereiche, die unseren Kunden größtmöglichen Nutzen bringen.

Die Bedürfnisse unserer Kunden genau zu verstehen, ist der Schlüssel zu erstklassigem Service. Ziel unseres Beratungsansatzes mit über

550* Kundenbetreuer ist es, unseren Kunden Lösungen anzubieten, die exakt auf ihre Bedürfnisse zugeschnitten sind. Lokales Verständnis ist wesentlich für nachhaltigen Erfolg. Deshalb sind unsere Anlagespezialisten weltweit an 25 Standorten direkt vor Ort und können so unsere Kunden überall auf der Welt mit den wesentlichen Informationen versorgen.

Datenstand 30. Juni 2017. Inkl. AuM von zum Verkauf stehenden Einheiten.

(*Datenstand 31. März 2017)

Allianz Global Investors (Schweiz) AG

Gottfried-Keller-Strasse 5
CH - 8001 Zürich

Philippe Sudan, CFA
Institutional Clients Switzerland

T +41 44 206 44 91

Philippe.sudan@allianzgi.com
www.allianzglobalinvestors.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



Depuis 31 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

17 square Edouard VII

F - 75009 Paris

T +33 1 44 94 19 00

Sébastien de Frouville

Investor Relations Manager

sdefrouville@comgest.com

www.comgest.com

GESELLSCHAFTSPORTRÄT



Seit 31 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

17 square Edouard VII

F - 75009 Paris

T +33 1 44 94 19 00

Sébastien de Frouville

Investor Relations Manager

sdefrouville@comgest.com

www.comgest.com

CONINCO

Explorers in finance

CONINCO est une compagnie financière, agréée FINMA qui s'est spécialisée depuis 27 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-

pact 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 compliées ISO 9001:2015. Depuis seize ans CONINCO s'est engagée dans la gestion sociétale responsable et un développement économique industriel durable. Notre engagement est confirmé par une certification ISO 14001:2015.

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, environnementaux et certifiée B Corp depuis 2017. www.onecreation.org

CONINCO propose une vision unique de par son expérience liée à 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 capital.

Une relation de confiance durable.

CONINCO Explorers in finance SA

Olivier Ferrari, Directeur général
Sabine Giammarresi-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 27 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 9001:2015 zertifiziert. Seit nunmehr sechzehn Jahren engagiert sich CONINCO zugunsten einer sozial verantwortlichen Verwaltung und einer nachhaltigen Entwicklung der Industrie. Mit der Zertifizierung ISO 14001:2015 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. Die Genossenschaft ist seit 2017 B Corp zertifiziert.

www.onecreation.org

CONINCO bietet aufgrund der Erfahrung auf dem Gebiet 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 des Kapitals gesichert sind.

Eine Beziehung, die von dauerhaftem Vertrauen geprägt ist.

CONINCO Explorers in finance SA

Olivier Ferrari, Generaldirektor
Sabine Giammarresi-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 742,9 milliards de USD d'actifs sous gestion au 30 juin 2017. Basé à San Mateo en Californie, le groupe compte aujourd'hui plus de 9000 collaborateurs, dont plus de 650 gérants et analystes, localisés dans plus de 30 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 22 bureaux que compte le groupe en Europe. En Suisse Franklin Templeton gère environ 11,8 milliards de USD.

Notre activité est de proposer aux clients en Suisse l'ensemble des solutions de gestion du groupe, prin-

cipalement 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 2017)

Franklin Templeton Switzerland Ltd

Rue de la Pélissérie 16
CH - 1204 Genève

T +41 44 217 81 81

info@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 742,9 Milliarden USD per 30. Juni 2017. Die Gruppe mit Hauptsitz in San Mateo, Kalifornien beschäftigt heute über 9'000 Mitarbeiter, davon über 650 Portfoliomanager und Analysten mit weltweiter Präsenz in über 30 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 schlo-

ssen 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 22 Büros der Gruppe in Europa. In der Schweiz verwaltet Franklin Templeton rund 11,8 Milliarden USD.

Unser Geschäftsmodell erlaubt es uns, Kunden in der Schweiz die gesamte Palette an Investmentlösungen der Franklin Templeton Gruppe anzubieten, insbesondere über un-

sere SICAV-Fonds nach luxemburgischem Recht, Franklin Templeton Investment Funds, aber auch über Spezialfonds und Mandate.

(Per 30. Juni 2017)

Franklin Templeton Switzerland Ltd

Rue de la Pélissérie 16
CH - 1204 Genf

T +41 44 217 81 81

info@franklintempleton.ch

www.franklintempleton.ch



Mirabaud Asset Management fait partie de la famille des boutiques de gestion d'actifs modernes qui évoluent avec leur temps, en prenant en compte les attentes et les besoins grandissants de sa clientèle institutionnelle ainsi que de l'environnement réglementaire. Offrant un style de gestion active de conviction et proposant une gamme ciblée de solutions d'investissement, Mirabaud se positionne comme un acteur de référence dans ce secteur d'activité en Suisse et dans le monde.

Indépendance, alignement d'intérêts, accessibilité, transparence et entrepreneuriat sont quelques-unes des valeurs au cœur de l'ADN Mirabaud au-travers desquelles se communique notre passion de l'investissement.

Nos spécialistes présents à Genève, Zurich, Londres, Paris, Madrid,

Barcelone, Milan et à Luxembourg disposent de solides compétences et de produits performants dans le domaine de la gestion traditionnelle actions, obligataire, balancée et alternative. Mirabaud Asset Management est l'expert en gestion de l'offre globale Mirabaud prévoyance, prestation unique déclinée au sein des différentes entités du groupe en Suisse.

Mirabaud Asset Management (Suisse) SA

29, Boulevard Georges-Favon
CH - 1204 Genève

Pierre Lingjaerde
Senior Institutional Sales
Directeur

T +41 58 200 60 45
F +41 58 200 60 01
pierre.lingjaerde@mirabaud-am.com

Thierry Zen Ruffinen
Institutional Sales
Sous-Directeur

T +41 58 200 60 50
F +41 58 200 60 01
thierry.zenruffinen@mirabaud-am.com
www.mirabaud-am.com

GESELLSCHAFTSPORTRÄT



Mirabaud Asset Management zählt zur Familie der modernen Boutique-Anlageverwalter, die sich ihrer Zeit anpassen, indem sie die immer höheren Ansprüche und umfassenderen Bedürfnisse ihrer institutionellen Kunden und des aufsichtsrechtlichen Umfelds berücksichtigen. Mit einem aktiven, auf Überzeugungen beruhenden Verwaltungsstil und einem Angebot an zielgerichteten Anlagelösungen positioniert sich Mirabaud in der Schweiz und weltweit als Referenz in der Branche.

Unabhängigkeit, Abstimmung der Interessen, Zugänglichkeit, Transparenz und Unternehmmergeist zählen zu den wichtigsten Werten von Mirabaud, durch die das Unternehmen seine Leidenschaft für Anlagen vermittelt.

Unsere Spezialisten in Genf, Zürich, London, Paris, Madrid, Barcelona und Luxemburg verfügen über solide Kompetenzen und leistungsstarke

Produkte auf dem Gebiet der traditionellen Verwaltung von Aktien, Anleihen, ausgewogener und alternativer Anlagen. Mirabaud Asset Management ist der Experte für die Verwaltung des globalen Angebots Mirabaud Prévoyance, einer einzigartigen Leistungsangebot der verschiedenen Einheiten der Gruppe in der Schweiz.

Mirabaud Asset Management (Suisse) SA

29, Boulevard Georges-Favon
CH - 1204 Genève

Pierre Lingjaerde
Senior Institutional Sales
Directeur

T +41 58 200 60 45
F +41 58 200 60 01
pierre.lingjaerde@mirabaud-am.com

Thierry Zen Ruffinen
Institutional Sales
Sous-Directeur

T +41 58 200 60 50
F +41 58 200 60 01
thierry.zenruffinen@mirabaud-am.com
www.mirabaud-am.com

Schroders

Groupe britannique créé il y a plus de 210 ans, Schroders compte aujourd'hui parmi les plus importants gestionnaires d'actifs indépendants au monde. Coté à la bourse de Londres depuis 1959, Schroders est un groupe à contrôle familial exercé par la famille Schroder, qui l'a fondé en 1804. Avec 48 % du capital et des droits de vote, elle est garante de la stabilité de l'actionnariat et de la sécurité offerte à nos clients.

Aujourd'hui, Schroders se consacre à un seul et unique métier : la gestion d'actifs pour compte de tiers. Avec CHF 530 milliards d'encours sous gestion, une présence de 37 bureaux dans 27 pays et 4'000 collaborateurs dont 700 dédiées à la gestion de portefeuilles, Schroders est un acteur majeur sur les marchés financiers, spécialisé dans la gestion de produits à forte valeur ajoutée, sur l'ensemble des classes d'actifs et des zones géographiques.

Notre succès est dû à notre capacité à créer de la valeur pour nos clients et nos actionnaires en faisant preuve d'innovation et en identifiant les opportunités d'investissement les plus attractives et les mieux adaptées à un environnement en perpétuelle mouvance, qu'il soit réglementaire, économique ou qu'il s'agisse des besoins des clients ou d'environnement de marchés financiers.

Schroders n'est lié à aucun réseau financier, ce qui lui assure une totale indépendance : dépourvu de réseau de distribution captif, ses seuls gages de pérennité à moyen et long terme sont la qualité de ses gestions et des services rendus à ses clients. Cette indépendance nous permet d'adopter une approche collégiale et entrepreneuriale afin d'offrir les meilleures solutions d'investissement du marché et d'anticiper les besoins de nos clients.

Présent en Suisse depuis plus de 50 ans et fort de plus de 200 collaborateurs dont 75 dans sa société de gestion de droit suisse, Schroders s'appuie sur ses deux bureaux de Zurich et Genève afin d'être au plus proche de ses clients institutionnels pour leur offrir le meilleur de ses services.

Source : Schroders au 30 Juin 2017

Schroders

Jean-Fabrice della Volpe
Directeur

Rue d'Italie 8
CH - 1204 Genève

T +41 22 818 41 68

jean-fabrice.dellavolpe@schroders.com
www.schroders.ch

GESELLSCHAFTSPORTRÄT

Schroders

Schroders verfügt über mehr als 210 Jahre Anlageerfahrung. Mit Hauptsitz in London und mit einem verwalteten Vermögen von CHF 530 Milliarden ist Schroders einer der weltweit führenden unabhängigen Vermögensverwalter. Seit 1959 ist Schroders an der Londoner Börse kotiert; die Kontrollmehrheit des Aktienkapitals wird jedoch immer noch von der Familie Schroders gehalten. Unabhängigkeit ist uns sehr wichtig. Dies gilt im Hinblick auf die solide Finanzlage und Stabilität unseres Unternehmens wie auch in Bezug auf unser Geschäft. Wir konzentrieren uns einzig auf die Vermögensverwaltung und vermeiden so jede Art von Interessenkonflikten.

Schroders beschäftigt weltweit mehr als 4'000 Mitarbeiter an 37 Standorten in 27 Ländern. Über 700 Anlageexperten widmen sich allen grossen Finanzmärkten und Anlageklassen der Welt. Schroders betreibt damit in der Vermögensverwaltungsbranche eines der grössten Research-Netze, das weltweit vor Ort tätig ist.

In der Schweiz wird das Unternehmen im institutionellen Bereich durch die Schroder Investment Management (Switzerland) AG mit Sitz in Zürich und Genf vertreten. Mit einer umfassenden Palette von Anlagefonds, spezifischen Mandatslösungen und grosser Fachkompetenz begegnet Schroders den hohen Anforderungen der institutionellen Schweizer Kundschaft und bietet Anlagelösungen für jegliche Anlagebedürfnisse.

Quelle für alle Angaben: Schroders.
Stand: 30. Juni 2017

Schroders

Jean-Fabrice della Volpe
Direktor

Rue d'Italie 8
CH - 1204 Genf

T +41 22 818 41 68

jean-fabrice.dellavolpe@schroders.com
www.schroders.ch



Swiss Finance & Property Group

Avec un patrimoine géré de 4,1 milliards CHF (au 31 août 2017), SFP Group compte parmi les plus grands gestionnaires indépendants d'actifs immobiliers en Suisse, parallèlement aux banques et aux assurances suisses.

Depuis 2001, nous proposons, principalement aux clients institutionnels, un large éventail de prestations de service sur le thème de l'immobilier. L'expertise en gestion de placements immobiliers directs repose sur des véhicules de placement propres, ainsi que sur des mandats de gestion de portefeuilles immobiliers.

Par ailleurs, nos gestionnaires de portefeuilles présentent d'excellentes performances en sélection active de titres dans le domaine des placements immobiliers indirects. Nous couvrons l'ensemble de l'univers des titres immobiliers cotés et non cotés (fonds, SA) en

Suisse, en Europe (REIT), et à travers le monde.

Le secteur Capital Markets complète notre compétence spécialisée avec des prestations de service dans le domaine des structures de marchés financiers, des placements, de la Corporate Finance, du négoce de titres, de la recherche et du conseil.

Swiss Finance & Property Group

Frederik De Block,
Product Manager Investment
Foundation
SFP AST Global Core Property
deblock@sfp.ch

Mauro Golinelli,
Sales Manager
golinelli@sfp.ch

Seefeldstrasse 275
CH - 8008 Zurich
T +41 43 344 74 71
www.sfp-ast.ch

GESELLSCHAFTSPORTRÄT



Swiss Finance & Property Group

Mit einem verwalteten Vermögen von CHF 4,1 Mrd. (per 31. August 2017) zählt die SFP Group nebst Schweizer Banken und Versicherungen zu den grössten unabhängigen Immobilien Asset Managern der Schweiz.

Seit 2001 bieten wir vorwiegend institutionellen Kunden ein breites Spektrum an Dienstleistungen rund um das Thema Immobilien an. Die Management Expertise von direkten Immobilienanlagen findet sich in eigenen Anlagevehikeln sowie auch in Verwaltungsmandaten von Immobilienportfolios wieder.

Ferner weisen unsere Portfolio Manager im indirekten Immobilienbereich einen erfolgreichen Leistungsausweis in der aktiven Titelselektion auf. Dabei decken wir das gesamte Universum von kotierten und nicht kotierten Immobilientiteln (Fonds, AGs) in der Schweiz, in Europa (REIT), sowie weltweit ab.

Der Bereich Capital Markets rundet unsere Fachkompetenz mit Dienstleistungen im Bereich Kapitalmarkt-Strukturen, Platzierungen, Corporate Finance, Wertschriftenhandel sowie Research und Beratung ab.

Swiss Finance & Property Group

Frederik De Block,
Product Manager Investment
Foundation
SFP AST Global Core Property
deblock@sfp.ch

Mauro Golinelli,
Sales Manager
golinelli@sfp.ch

Seefeldstrasse 275
CH - 8008 Zürich
T +41 43 344 74 71
www.sfp-ast.ch

SYZ ASSET MANAGEMENT

SYZ Asset Management (SYZ AM) est la société de gestion institutionnelle du Groupe SYZ. Depuis 20 ans, nous nous consacrons exclusivement à un seul objectif : **concevoir des stratégies à haute valeur ajoutée** capables de générer de manière régulière un alpha élevé pour des clients institutionnels exigeants et diversifiés.

Vingt ans d'expérience institutionnelle au service de la performance

Depuis sa création, SYZ AM a ainsi développé une expertise solide dans les actions européennes, l'allocation d'actifs et les obligations, laquelle se reflète notamment dans la gamme de fonds OYSTER. Adaptée aux besoins de chaque investisseur, la SICAV OYSTER lancée en 1996 s'est forgée une solide réputation.

En ajoutant régulièrement de nouvelles compétences à son arc, SYZ AM a su

établir des franchises fortes dans plusieurs classes d'actifs clés.

Gestion active et solutions sur mesure

La philosophie d'investissement de SYZ Asset Management consiste à gérer activement les actifs à l'aide d'une large gamme équilibrée de stratégies reposant sur des convictions fortes et clairement différenciées.

Disponibles sous la forme de fonds de placement ou de mandats ségrégués, nos solutions d'investissement sont résolument axées sur le contrôle des risques.

Chiffres Clés

Présent dans 12 bureaux, comptant près de 111 collaborateurs, dont près de 40 professionnels de l'investissement, SYZ Asset Management gère CHF 17.2 Milliards à fin juin 2017.

Environ 80 % de l'encours sous gestion est détenu par des clients institutionnels, le reste se divisant entre les clients privés et les gérants indépendants.

SYZ Asset Management a été élue « Best Group over 3 years – Overall Small Company » aux Lipper Fund Awards Switzerland 2017 et a été nommée « Meilleure Société de Gestion Suisse » dans la catégorie « 26 à 40 fonds notés » lors de l'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
www.syzassetmanagement.com

GESELLSCHAFTSPORTRÄT

SYZ ASSET MANAGEMENT

SYZ Asset Management (SYZ AM) ist die für die Vermögensverwaltung zuständige Gesellschaft der SYZ-Gruppe. Seit 20 Jahren widmen wir uns ausschliesslich einem einzigen Ziel: **Erarbeitung von Strategien mit hohem Mehrwert** und dem Potenzial, für anspruchsvolle institutionelle Kunden regelmässig erhebliches Alpha zu generieren.

Zwanzig Jahre Erfahrung in der Vermögensverwaltung im Dienste der Performance

Seit ihrer Gründung hat SYZ AM solide Kompetenzen in den Bereichen europäische Aktien, Vermögensallokation und Anleihen aufgebaut, die insbesondere in der Palette der OYSTER Funds zum Ausdruck kommen. Die 1996 gegründete OYSTER SICAV, die sich auf die Anforderungen jedes Anlegers einstellt, geniesst einen hervorragenden Ruf.

Ihre Expertise wird regelmässig um weitere Kompetenzen erweitert. So ist es SYZ AM gelungen, in mehreren wich-

tigen Anlageklassen erfolgreiche Geschäftsfelder aufzubauen.

Aktives Management und massgeschneiderte Lösungen

Die Anlagephilosophie von SYZ AM besteht darin, das Vermögen mit Hilfe einer umfangreichen und ausgewogenen Palette an Strategien, die auf festen Überzeugungen beruhen und klar differenziert sind, aktiv zu verwalten.

Unsere Anlagelösungen sind in Form von Anlagefonds und gesonderten Mandaten verfügbar und sind auf die Risikokontrolle ausgerichtet.

Wichtige Kennzahlen

SYZ AM verfügt über 12 Niederlassungen mit etwa 111 Mitarbeitern, darunter etwa 40 Anlagespezialisten, und verwaltet CHF 17.2 Milliarden (Stand: Ende Juni 2017).

Rund 80 % des verwalteten Vermögens stammt von institutionellen Kunden. Der Rest entfällt auf Privatkunden und unabhängige Vermögensverwalter.

SYZ AM wurde bei den Lipper Fund Awards Switzerland 2017 als „Best Group over 3 years – Overall Small Company“ und bei den European Funds Trophy Awards 2016 als beste Schweizer Vermögensverwaltungsgesellschaft (in der Kategorie 26-40 bewertete Fonds) ausgezeichnet.

SYZ Asset Management

Rue du Rhône 30
Postfach 5015
CH – 1211 Genf 11

Gaëtan Croix
Verantwortlicher institutionelle Kunden
T +41 58 799 1270

gaetan.croix@syzgroup.com
www.syzassetmanagement.com

La pub par l'objet depuis 37 ans

