

SWISS GLOBAL FINANCE

MAGAZINE

Édition automne 2018 | Ausgabe Herbst 2018 | N°14

VIABILITÉ ET RENTABILITÉ DES INVESTISSEMENTS



LEBENSFÄHIGKEIT UND
RENTABILITÄT INVESTITIONEN



... and climbing.

A global player in asset servicing...

Des stratégies d'investissement diversifiées, des portefeuilles de plus en plus complexes ? CACEIS vous aide à atteindre vos objectifs de développement et de distribution.

Le groupe CACEIS, présent dans 12 pays, est la 2^e banque dépositaire et le 1^{er} administrateur de fonds européens.

CACEIS, your depositary bank and fund administration partner in Switzerland.*

Vos contacts en Suisse :

CACEIS in Switzerland

Nyon +41 58 261 9400

Zürich +41 58 261 9471

www.caceis.com

caceis
INVESTOR SERVICES
s o l i d & i n n o v a t i v e

Editorial • Leitartikel

« VIABILITÉ ET RENTABILITÉ DES INVESTISSEMENTS »

À fin 2017, le 41^{ème} baromètre des préoccupations du Credit Suisse permettait une nouvelle fois de prendre le pouls de la population suisse.

Si le chômage a été la préoccupation numéro un de l'année écoulée, celle-ci s'est trouvée relayée par la prévoyance vieillesse. Les atermoiements politiques ayant conduit au refus d'une révision consensuelle tordue pour répondre aux exigences de tout un chacun et de tous, n'est pas étranger aux sentiments d'une population qui n'a pas encore intégré l'aboutissement de nos économies développées en termes de pyramide des âges.

L'Europe, le Japon et l'Amérique sont des économies abouties et dont la population en âge post activité professionnelle devient de plus en plus importante. Pour la Suisse, regardons au niveau de l'AVS. Dans moins de 10 ans, l'âge médian des votants sera de 60 ans, et dans trente ans, demain, il ne restera plus que deux actifs pour un retraité. Ils étaient plus de six en 1945 à la création de l'AVS.

Dans un autre côté, l'Asie et plusieurs pays émergents en sont là où nos pays dits « développés » se trouvaient au début des années quatre-vingt, nonante. Une jeunesse qui constitue un socle important de potentiels de croissance. Une activité économique qui ne cesse de se diversifier. Des infrastructures à créer et renforcer qui interconnectent des pays entiers. Une richesse non négligeable qui se constitue.

Sur un autre continent, l'Afrique représentera dans un siècle 40 % de la population mondiale et aura dépassé la population de l'Inde et de la Chine additionnée.

Est-ce pour autant que notre monde bascule dans un « trou noir » de potentielle déstabilisation du système de Société ? Pour les pessimistes, pas besoin de répondre. Pour nous, demain sera encore meilleur qu'aujourd'hui et nous pouvons nous diriger vers un monde d'opportunités et de potentiels de constructions pérennes qui sont à même d'intégrer ces différentes strates de développement de l'humanité et de mettre en place, pour la première fois de son histoire, des interactions positives et créatrices de bien-être sociétal.

Dans ce contexte, le Swiss Global Finance Magazine se veut d'être un lien entre une période extraordinaire de développement de notre Société depuis les deux premières révolutions industrielles et la transition énergétique qui nous conduira inévitablement vers un monde plus technologique d'un côté, mais aussi plus serein et en paix de l'autre.

Revisiter les défis et potentiels des investissements, remettre le moyen et long termes dans les portefeuilles institutionnels tout en répondant aux nécessités du court terme, sont des objectifs qui seront relevés par ce 14^{ème} numéro.

L'éditeur



Olivier Ferrari - CEO
Fondateur de / Gründer von

CONINCO 
Explorers in finance

“TRAGFÄHIGKEIT UND RENTABILITÄT VON INVESTITIONEN”

Ende 2017 konnte anhand des Credit Suisse Sorgenbarometers wieder einmal der Puls der Schweizer Bevölkerung gemessen werden.

Die Arbeitslosigkeit, die im Vorjahr noch an der Spitze der Sorgenrangliste stand, wurde von der Altersvorsorge abgelöst. Das politische Hin und Her führte zur Ablehnung einer konsensorientierten, aber skurrilen Revision, die die Forderungen jedes Einzelnen erfüllen wollte. Dies spiegelt die Wahrnehmung einer Bevölkerung wider, die noch nicht begriffen hat, wie es um die Alterspyramide in unseren entwickelten Volkswirtschaften steht.

Europa, Japan und die USA sind erfolgreiche Ökonomien, deren Bevölkerung im nachberuflichen Alter ständig wächst. Für die Situation in der Schweiz schauen wir auf die AHV: In weniger als zehn Jahren wird das mittlere Alter der Wähler bei 60 Jahren liegen. Und in 30 Jahren – sprich morgen – werden auf eine Person im Rentenalter nur noch zwei Erwerbstätige kommen. Bei der Gründung der AHV im Jahr 1945 waren es noch über sechs.

Anderseits befinden sich Asien und mehrere Schwellenländer an dem Punkt, wo sich unsere sogenannten "entwickelten" Länder in den 80er- und 90er-Jahren befanden: Sie verfügen über eine junge Bevölkerung, die eine wichtige Grundlage für Wachstumspotenziale bildet. Über eine Wirtschaftstätigkeit, die sich unaufhörlich diversifiziert, und über Infrastrukturen, die zur Vernetzung ganzer Länder geschaffen und ausgebaut werden müssen. Es bildet sich ein nicht unerheblicher Reichtum.

Wenden wir uns einem anderen Kontinent zu: Afrika wird in einem Jahrhundert 40% der Weltbevölkerung stellen und die Einwohnerzahlen von Indien und China zusammengerechnet überschritten haben.

Aber wird unsere Welt deswegen gleich in das «schwarze Loch» einer potenziellen Destabilisierung des Gesellschaftssystems stürzen? Pessimisten erwarten hierauf keine Antwort. Wir jedoch können davon ausgehen, dass morgen noch besser sein wird als heute. Wir können uns auf eine Welt neuer Möglichkeiten und auf langfristige Wachstumspotenziale gefasst machen, die diese verschiedenen Entwicklungsstufen der Menschheit integrieren und zum ersten Mal in ihrer Geschichte positive Wechselbeziehungen aufbauen können, um gesellschaftliches Wohlbefinden zu schaffen.

Vor diesem Hintergrund möchte das Swiss Global Finance Magazine als Bindeglied zwischen der seit den zwei ersten industriellen Revolutionen währenden außerordentlichen Aufbauphase unserer Gesellschaft und der Energiewende auftreten, die uns unweigerlich in eine Zukunft führen wird, die stärker von Technologie, aber auch von mehr Gelassenheit und Frieden geprägt sein wird.

Die Neuinterpretation der Herausforderungen und Potenziale von Investitionen und die Wiederaufnahme von mittel- und langfristigen Anlagen in die institutionellen Portfolios, ohne dabei die kurzfristigen Sachzwänge aus den Augen zu verlieren – das sind nur einige der Ziele, auf die wir uns in dieser 14. Ausgabe konzentriert haben.

Der Herausgeber



Les sociétés participant au Beteiligten Unternehmen in der CONINCO MASTER CLASS se présentent en pages 70 à 80 sind auf Seiten 70 bis 80 vorgestellt

Aberdeen Standard Investments



CONINCO Explorers in finance



ROBECOSAM
We are Sustainability Investing.



SWISS GLOBAL FINANCE
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

SGF No 14

SOMMAIRE / INHALTSVERZEICHNIS

novembre/November 2018

VIABILITÉ ET RENTABILITÉ DES INVESTISSEMENTS LEBENSFÄHIGKEIT UND RENTABILITÄT INVESTITIONEN

- 4 **Perspectives d'allocation de la dette émergente**
- 38 **Perspektiven für Schwellenländeranleihen**
Aberdeen Standard Investments
- 8 **Révolution des placements en obligations**
- 42 **Obligationenanalagen im Wandel**
Baloise Asset Management
- 11 **Investissement socialement responsable : au-delà des beaux discours, quelles solutions concrètes ?**
- 45 **Nachhaltiges Investieren: ein schönes Konzept, aber wie wird es konkret umgesetzt?**
BCV Asset Management
- 16 **Marchés émergents : l'innovation en Asie va-t-elle continuer à contribuer à la performance ?**
- 50 **Schwellenländer: Wird Asiens Innovation weiterhin zur Performance beitragen?**
Comgest
- 18 **Matières premières : évolution des cours et cyclicité**
- 52 **Rohstoffe: Kursentwicklung und Zyklizität**
CONINCO Explorers in finance SA
- 22 **Stratégies alternatives liquides – un nouveau souffle pour la classe d'actifs qui bénéficie de structures innovantes**
- 55 **Liquide alternative Strategien – Frischer Wind für die Anlageklasse dank innovativer Strukturen**
Franklin Templeton Switzerland Ltd
- 26 **L'évolution de la dette des marchés émergents, défis et opportunités**
- 59 **Die Evolution der Schwellenmarktanleihen – Herausforderungen und Chancen**
Mirabaud Asset Management
- 29 **La performance grâce à la durabilité**
- 62 **Performance durch Nachhaltigkeit**
RobecoSAM AG
- 31 **Immobilier indirect – que se cache-t-il derrière les agios ?**
- 64 **Indirekte Immobilienanlagen – was steckt hinter den Agios?**
Swiss Finance & Property AG
- 34 **Obligations internationales – Pourquoi la volatilité a toujours son importance**
- 67 **Internationale Anleihen – Warum Volatilität nach wie vor wichtig ist**
T. Rowe Price



Saran-Ruan, Viaduc, pilier 449

Imprimerie :
Musumeci Spa, Quart, Aosta - Italie

Source images :
Ferrari Art Gallery

Tirage : 4'000 ex.

Plus d'informations :
www.coninco.ch

Le magazine est illustré par les photographies de Jean-Marc Yersin proposées par :

Das Magazin wird durch die Fotografien von Jean-Marc Yersin illustriert, präsentiert von:

FERRARI ART GALLERY
VEVEY

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

LA LIGNE

I'Aérotrain Entre deux mondes

Ayant découvert les « Vestiges » sur le web, un correspondant me signala un exceptionnel objet architectural, un viaduc magistral, monumental, traversant la plaine beauceronne sur 18 kilomètres au nord d'Orléans.

Piqué par la curiosité, je fis le voyage.

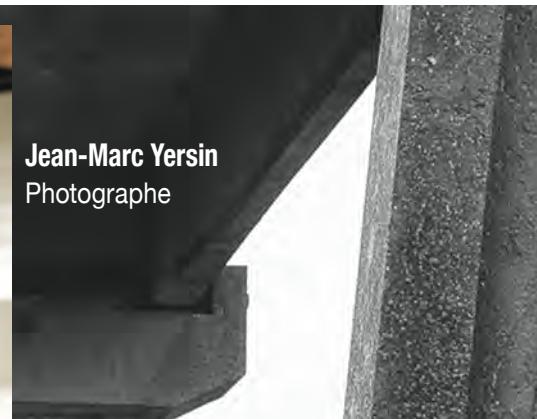
Un tel vestige pourrait être monument historique, attraction touristique, il est pourtant à l'abandon, sectionné par la construction d'une autoroute, puis par un accident avec un véhicule agricole, il semblerait qu'il gène...mais résiste, le coût de sa démolition serait colossal... en 2015, on lui décerne le label « patrimoine du XXe siècle ».

Futuriste lors de sa conception, il l'est encore... Dessiné avec talent, il interpelle... Une civilisation perdue aurait-elle laissé, là, trace de sa maîtrise technologique ?

Jean-Marc Yersin



Jean-Marc Yersin
Photographe



Les carnets d'un autre temps no 2



Jean-Marc Yersin

On pourrait le croire...

Pourtant certains se souviennent de l'étonnante aventure industrielle menée par l'ingénieur Jean Bertin et son Aérotrain à coussin d'air, qui, dans les années 1960, se déplaçait sans plus de frottement, comme en lévitation, sur une première ligne au sol, entre Gometz et Limours près de Paris, puis sur ce viaduc, où il dépassa les 400 km/h.

Parmi ceux-ci, une association de passionnés conserve deux des prototypes de Jean Bertin et m'ouvre les portes d'un hangar où d'autres entretiennent avec passion des véhicules issus de la Seconde Guerre mondiale.

Les prototypes d'Aérotrains y côtoient des Jeeps, des dépanneuses et autres chars Sherman.

Autour du viaduc, le temps s'est en quelque sorte suspendu. Le silence règne, mais on pourrait encore imaginer l'Aérotrain surgir sur la plaine dans le fracas de son réacteur.

Pourtant ce monument ne semble pas archaïque... L'abandon précoce de cet ouvrage du XXe siècle, devenu vestige avant l'heure, préfigure la manière dont, un jour, les vestiges de nos infrastructures pourraient être vus, par d'autres, dans un autre temps.

Et pour en savoir plus sur Jean Bertin et son Aérotrain :

Vous trouvez le rapport de MM. Jean-Luc Cabrit et Jacques Toucheufu, du Ministère français de l'environnement :

« Quel devenir pour les infrastructures de l'Aérotrain ? Inverser le regard »

Sous : www.ladocumentationfrancaise.fr/rapports-publics/I74000411-quel-devenir-pour-les-infrastructures-de-l-aerotrain-loiret-inverser-le-regard?xtor=EPR-526

Les pages Wikipedia consacrées à L'Aérotrain tout comme à L'ingénieur Jacques Bertin sous bien documentées et signalent diverses sources de documentation.

Perspectives d'allocation de la dette émergente

Les arguments en faveur de l'exposition à la dette émergente



de

Roubesh Adaya
Investment Specialist
Fixed Income

roubesh.adaya@aberdeenstandard.com

Aberdeen Standard Investments

Si investir dans les économies avancées est moins risqué, le développement économique significatif et l'essor des marchés financiers dans les pays émergents ces dernières années ont nettement contribué à améliorer le sentiment des investisseurs à leur égard. Désormais, les marchés émergents alimentent de plus en plus la croissance mondiale. La Chine en est le parfait exemple, puisque la Banque mondiale estime que sa contribution dépassera nettement un tiers de la croissance mondiale pour la période 2017-2019. L'apport des autres marchés émergents majeurs tels que l'Inde et l'Indonésie s'accroît également.¹

Dette émergente – principales caractéristiques et composantes

Les deux principaux instruments dont disposent les investisseurs pour s'exposer à la croissance accélérée des économies émergentes sont les actions et la dette émergente. Nous examinerons en détail les principales caractéristiques de la dette émergente et les avantages qu'elle peut offrir dans le contexte d'un portefeuille et de l'allocation d'actifs.

De manière générale, la dette émergente se divise en trois sous-classes d'actifs : les emprunts d'État en monnaie forte, les emprunts d'État en monnaie locale et les obligations d'entreprise.

Les emprunts d'État en monnaie forte

– Les obligations en monnaie forte sont libellées en dollars et le rendement d'un titre équivaut généralement au rendement des bons du Trésor américain de même échéance, majoré d'un spread qui compense le risque supplémentaire

lié à l'investissement en dette émergente. Alors qu'un portefeuille composé de bons du Trésor américain est avant tout sensible aux taux américains, la performance d'un portefeuille d'obligations en monnaie forte dépend à la fois de l'évolution des taux d'intérêt et des spreads. Or les spreads par rapport aux bons du Trésor américain ont historiquement tendance à se resserrer à mesure que le rendement de ces derniers augmente, et vice-versa. De fait, la montée des taux américains suit généralement une accélération de la croissance américaine et mondiale. Les emprunts d'État en monnaie forte peuvent ainsi offrir une diversification par rapport aux bons du Trésor américain, car les spreads sont susceptibles de se resserrer lorsque les prévisions de croissance mondiale s'améliorent.

Les emprunts d'État en monnaie locale

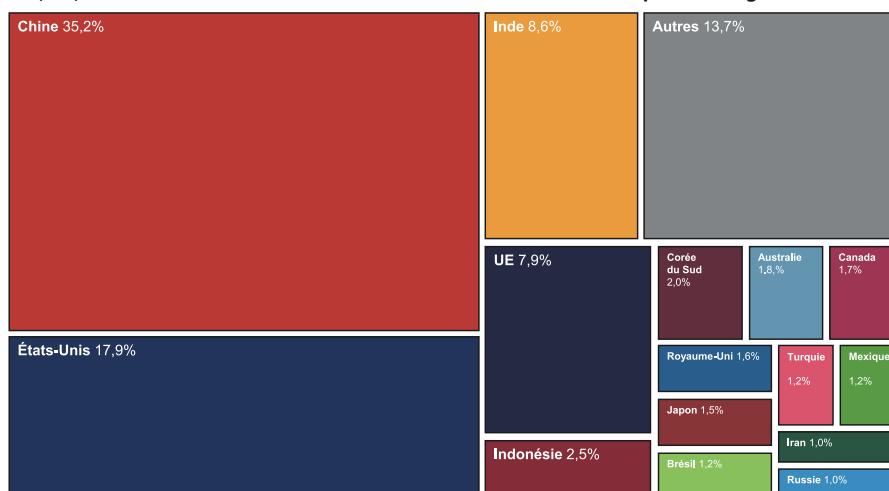
– Tout comme leurs équivalents en monnaie forte, les emprunts d'État en monnaie locale peuvent permettre une diversification à long terme, mais celle-ci résulte principalement de leur exposition aux devises émergentes locales. Ainsi, ajouter une exposition non couverte aux monnaies locales des pays émergents à un ensemble d'actifs lié au dollar peut améliorer la performance corrigée du risque. Alors qu'un portefeuille composé de bons du Trésor américain est exposé à 100% aux taux américains et aux risques inhérents au dollar, les obligations émergentes en monnaie locale, qui donnent accès à 18 courbes de taux et 18 devises supplémentaires, peuvent permettre de diversifier le portefeuille.

Bien qu'historiquement plus volatiles, les obligations émergentes offrent des rendements à long terme supérieurs à ceux des obligations des pays développés. Ce supplément de rendement peut aider à minimiser l'impact des périodes de dépréciation des monnaies émergentes. À l'inverse, les périodes d'affaiblissement durable du dollar peuvent favoriser les devises émergentes et la dette émergente en monnaie locale à court terme.

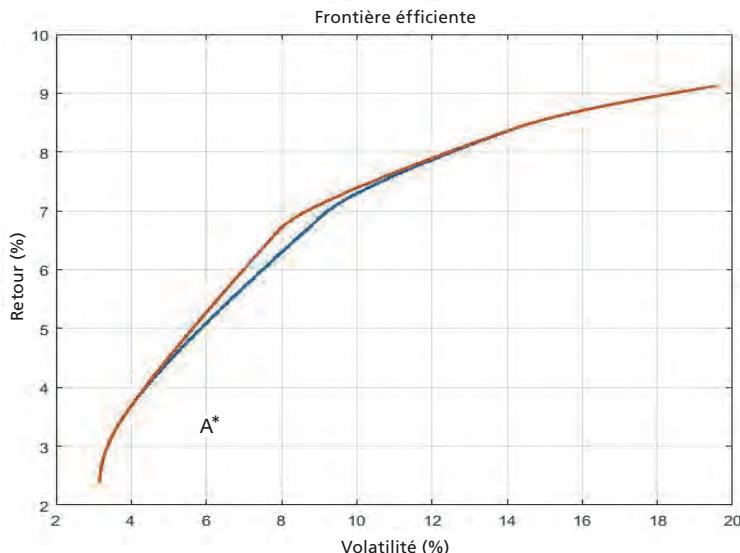
Obligations d'entreprise des marchés émergents :

Parmi les principaux attraits, des obligations d'entreprise émergentes figurent leur taux de défaut historiquement faible et un vaste univers d'opportunités inter-

Graphique 1: Contribution à la croissance du PIB mondial réel en pourcentage (2017-2019)



Source: Visual Capitalist. D'après le PIB mondial estimé par le FMI pour 2016 et les prévisions de la Banque mondiale pour la période 2017-2019

Graphique 2 : Frontière efficiente – conséquences de l'exposition à la dette émergente

Source: Aberdeen Standard Investments. Août 2018. Les données concernant le rendement et le risque portent sur la période comprise entre janvier 2003 et juillet 2018. Les classes d'actifs incluses dans l'analyse sont les actions américaines, les actions mondiales, les actions émergentes, les obligations d'État et d'entreprises américaines, les obligations IG américaines, les obligations IG mondiales et trois classes de dette émergente (emprunts d'État/obligations d'entreprise en monnaie forte et emprunts d'État en monnaie locale).

nationales. Contrairement aux émetteurs à haut rendement américains, les sociétés des marchés émergents se situent généralement dans des régions très diverses et sont donc exposées à une grande variété de contextes politiques, économiques, réglementaires et commerciaux. Ces facteurs renforcent le potentiel de diversification des obligations d'entreprise des marchés émergents. L'univers des obligations d'entreprise des marchés émergents comprend quelque 800 émetteurs et est près de 20% plus

a suivi l'annonce de réduction des achats d'actifs de la Fed en 2013 (épisode connu sous le nom de «taper tantrum»), le marché des obligations d'entreprise émergentes a perdu seulement 0,6% de son rendement total. Avec une durée de 4,7 ans, cette classe d'actifs est également moins sensible au rendement des bons du Trésor américain que les emprunts d'État en monnaie forte des marchés émergents présentant une échéance plus éloignée.

Tableau : Allocations optimisées du portefeuille à la dette émergente

	Parité des risques		Diversification maximale	
	USD	CHF	USD	CHF
<i>Emprunts d'État des marchés émergents</i>	35%	33%	0%	10%
<i>Obligations d'entreprise des marchés émergents</i>	39%	36%	61%	47%
<i>Obligations émergentes en monnaie locale</i>	26%	31%	39%	43%

Source : Aberdeen Standard Investments. Août 2018. Remarque : l'historique mensuel de risque/rendement utilisé pour l'analyse ci-dessus concerne la période comprise entre janvier 2003 et juillet 2018.

vaste que le marché du haut rendement américain. Une autre caractéristique sous-estimée des obligations d'entreprise des marchés émergents est leur potentiel en tant que classe d'actifs défensif, soutenu par des taux de défaut historiquement bas. À titre d'exemple, durant l'agitation qui

de défaut inférieurs. Toutefois, dans une perspective de portefeuille multi-actifs, son principal atout réside sans doute dans l'amélioration de la diversification et du rendement corrigé du risque du portefeuille. En se basant sur les données relatives au risque et au rendement pour la période 2003-2018, le graphique ci-dessous indique dans quelle mesure la frontière efficiente s'étend en cas d'exposition à la dette émergente.

Le choix entre investissement actif et investissement passif pour la dette émergente

Outre l'allocation d'actifs, les investisseurs en dette émergente sont confrontés à une autre décision clé: opter pour une stratégie active ou passive. Ces dernières années, la proportion de flux en faveur des fonds passifs s'est considérablement accrue. À titre d'exemple, selon les données de JP Morgan, le total des flux de capitaux alloués à la dette émergente via les fonds indiciens cotés (ETF) atteignait 15,4 milliards de dollars en 2017, soit 13,3% du total des flux en faveur de cette classe d'actifs. En outre, le plus grand fonds de dette émergente actuel est également un ETF. Bien qu'une approche passive de l'investissement en dette émergente comporte certains avantages, nous sommes convaincus qu'elle se révèle moins adaptée à cette classe d'actifs. Voici cinq arguments en ce sens:

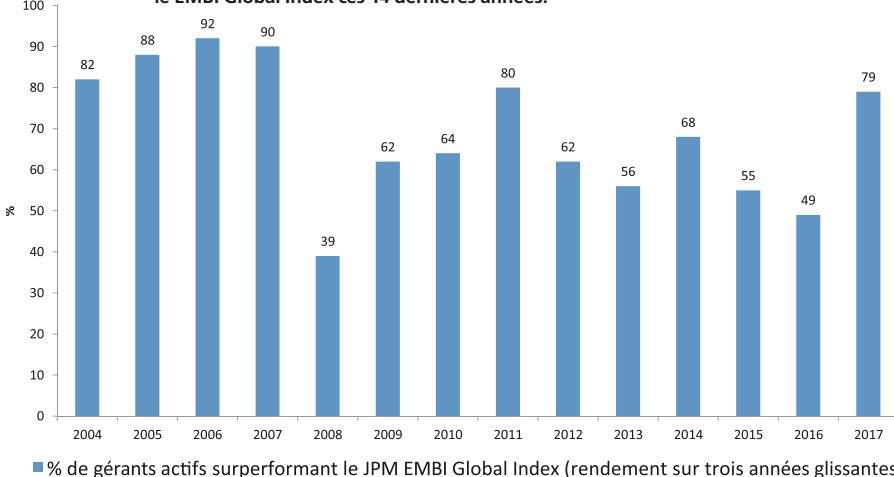
1) Historiquement, l'approche active a mieux fonctionné avec la dette émergente

Avant tout, les investisseurs en dette émergente gagneraient à observer l'historique de performance des deux approches. Comme indiqué ci-dessous, au cours des 14 dernières années, près de 70% des gérants de dette émergente actifs ont en moyenne surperformé l'indice JP Morgan EMBI sur des périodes de trois années glissantes. De plus, cette même période comprend seulement une année (2008) au cours de laquelle moins de 50% des gérants actifs n'ont pas surperformé l'indice.

2) Le négoce d'obligations est très différent du négoce d'actions

Il convient de rappeler que si le premier ETF d'actions a été lancé en 1993, le premier ETF obligataire a quant à lui été créé près d'une décennie plus tard. Cela est notamment dû à la complexité accrue du négoce

Graphique 3: En moyenne, près de 70% des gérants actifs ont surperformé le EMBI Global Index ces 14 dernières années.



■ % de gérants actifs surperformant le JPM EMBI Global Index (rendement sur trois années glissantes)

Source : À la fin 2017. eVestment, JPMorgan et Alliance Bernstein (AB). Sur la base des rendements en USD sur trois années glissantes des gérants de l'univers eVestment Emerging Markets Fixed Income – Hard Currency.

d'obligations par rapport au négocie d'actions, souvent sous-estimée par les investisseurs. Alors que les actions se négocient sur des marchés organisés avec un cours en temps réel publié tout au long de la journée, les obligations se négocient de gré à gré (OTC). Par conséquent, les vendeurs et les acheteurs négocient directement les prix de chaque contrat. Alors que les investisseurs en actions peuvent facilement savoir à quel prix ils vont acheter ou vendre un titre, et ce à tout moment, les investisseurs en obli-

gations peinent parfois à trouver des offres et à fixer un prix puisque les transactions sont « libres ».

3) Répliquer le bêta est plus problématique sur les marchés obligataires

La majorité des ETF misent sur la réplique du bêta: leur objectif premier est de minimiser l'écart de rendement par rapport à l'indice de référence qu'ils répliquent. Pour répliquer l'indice, le gérant n'a donc qu'à

acheter une sélection d'obligations dont la performance est globalement conforme à celle du marché dans son ensemble. Nous pensons que ces techniques d'optimisation/substitution engendrent une demande excédentaire pour les obligations les plus liquides, ce qui peut créer des distorsions sur le marché. Ce fut par exemple le cas de certaines obligations russes et indonésiennes en 2017, lorsque suite à des afflux importants, certains titres ont été revalorisés de manière disproportionnée en raison de leur forte représentation au sein des ETF. La fiscalité divergente d'un pays à l'autre est une autre source de complication pouvant faire obstacle à la réplique du bêta dans le contexte de la dette émergente en monnaie locale.

4) La pondération en fonction de la capitalisation boursière est une approche globalement inadéquate de l'investissement obligataire

De manière générale, définir une allocation en fonction de la capitalisation boursière est fondamentalement plus difficile pour les obligations que pour les actions. Un biais en faveur des gouvernements et entreprises qui émettent plus d'obligations et/ou qui sont les plus endettés peut alors apparaître, avec une aggravation du risque de crédit.

5) Les risques inhérents à la dette émergente sont plus variés et la dispersion des rendements plus forte que sur les autres marchés obligataires

Enfin, des risques plus variés et globalement plus nombreux doivent être pris en compte dans le contexte de la dette émergente. Notamment, cette classe d'actifs est généralement plus exposée aux risques politiques et/ou aux risques de gouvernance d'entreprise. D'où un risque spécifique relativement élevé, qui se traduit à son tour par une dispersion des rendements souvent plus importante parmi les différents émetteurs. Toutes choses égales par ailleurs, la valeur ajoutée de la gestion active devrait être plus élevée sur les marchés offrant une dispersion des rendements supérieure.





Conclusion

La contribution des marchés émergents à la croissance économique mondiale continue d'augmenter structurellement. Renforcer l'exposition à la dette émergente est l'un des moyens dont disposent les investisseurs pour refléter cette réalité économique au sein de leurs portefeuilles. La dette émer-

gente en elle-même offre de nombreux avantages, y compris des rendements généralement supérieurs aux obligations de même qualité sur les marchés développés et des taux de défaut inférieurs.

Pour la plupart des investisseurs, le principal atout de cette classe d'actifs reste cepen-

dant l'amélioration de la diversification du portefeuille. Il convient néanmoins de se montrer judicieux dans l'allocation d'actifs et le choix des véhicules d'investissement appropriés. Compte tenu des caractéristiques structurelles des marchés de dette émergente, nous sommes convaincus que la gestion active demeure la mieux adaptée à cette classe d'actifs. ■

Références :

¹ D'après le PIB mondial estimé par le FMI pour 2016 et les prévisions de la Banque mondiale pour la période 2017-2019

Réervé aux investisseurs professionnels. En Suisse réservé aux investisseurs qualifiés.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. La valeur des investissements et les revenus qu'ils génèrent sont susceptibles de varier à la hausse comme à la baisse et vos clients ne sont pas assurés de recouvrir l'intégralité des montants investis.

Les vues exprimées dans cette présentation exclusivement à titre informatif et ne saurait être considéré comme une offre ou une recommandation d'investissement. Les informations contenues dans la présentation ne sont destinées qu'à des investisseurs qualifiés conformément à l'article 10 (3), (3bis) et (3ter) de la loi fédérale suisse des placements collectifs («CISA»). Les informations fournies ne sont destinées uniquement aux personnes

qui ont reçu ce document directement auprès de Aberdeen Standard Investments (Switzerland) AG («ASIS») et ne doivent pas être considérées par des personnes recevant une copie de ce document autrement que directement auprès d'ASIS. Aucune partie de ce document ne peut être copiée ou dupliquée sous quelque forme ou par quelque moyen que ce soit ou redistribuée sans le consentement écrit d'ASIS. Tout travail de recherche ou toute analyse utilisé(e) dans la préparation du présent document a été fourni(e) par Aberdeen Standard Investments pour son propre usage, et peut avoir servi de support pour ses besoins propres. Les résultats qui en découlent ne sont communiqués qu'à titre indicatif et rien ne garantit l'exactitude de ces informations.

Le traitement fiscal dépend de la situation individuelle de chaque investisseur et peut être susceptible de changer dans le futur. Vous devriez obtenir des conseils professionnels spécifiques avant de prendre toute décision d'investissement. Aberdeen Standard Investments est une marque liée aux activités d'investissement d'Aberdeen Asset Management et de Standard Life investments. Publié en Suisse par Aberdeen Standard Investments (Switzerland) AG («ASIS»). Enregistré en Suisse sous la société no. CHE-114.943.983. Siège social: Schweizergasse 14, 8001 Zurich. ASIS détient une licence de distribution de la FINMA

Révolution des placements en obligations



de
 Olivier de Denon
 CEFA, Senior Sales Manager
Olivier.deDenon@baloise.com

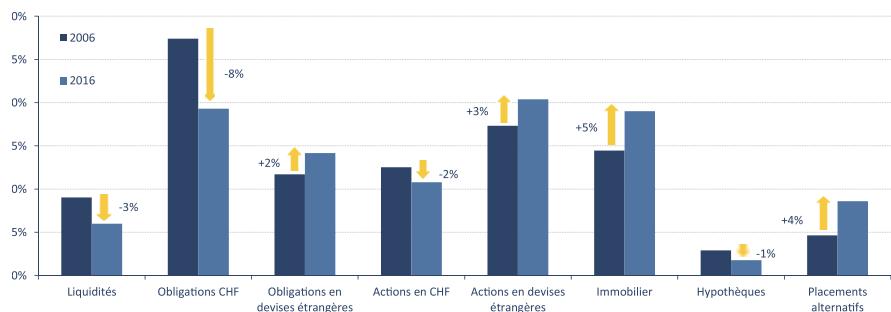
Baloise Asset Management

Récapitulatif

- La politique monétaire fortement expansionniste et accommodante qui a fait suite à la grande crise financière de 2008 et les taux d'intérêt bas correspondants ont entraîné une chasse aux rendements qui a constraint, notamment les investisseurs institutionnels, à redistribuer leurs investissements vers les obligations en devises étrangères et les segments d'obligations de plus faibles notations.
- Afin d'augmenter les rendements escomptés, on a eu de plus en plus recours, durant ces dernières années, à des solutions passives avantageuses et à des ETF.
- La structure de coûts plus faibles implique cependant souvent des risques bien plus élevés qui peuvent être évités, en tous les cas minimisés par une approche de placement active systématique développée ci-dessous.

Rétrospective

L'affondrement du marché des prêts hypothécaires US a déclenché, il y a environ dix ans, la plus grave crise économique de l'après-guerre. Cela a marqué la fin d'une bulle spéculative sur le marché immobilier américain. Le secteur financier américain, qui, au début des années 2000, a fait des affaires avec les hypothèques dites sub-primes, a enregistré en 2007 des pertes substantielles, le marché interbancaire a alors commencé à s'épuiser. Étant donné que les banques ont regroupé les sub-primes dans divers produits et en ont fait la promotion comme placements sûrs auprès des investisseurs internationaux, cette crise a eu des répercussions considérables non seulement aux États-Unis, mais également dans le monde entier.



Source : Office fédéral de la statistique

Une intervention auparavant inimaginable des banques centrales et de la politique s'en est suivie. Les politiciens ont voté des pactes de sauvetage gigantesques pour l'industrie financière et les banques centrales ont réagi en baissant de manière radicale les taux d'intérêt. Outre la baisse des taux d'intérêt, l'ère de l'assouplissement quantitatif a également commencé. La Banque centrale américaine (Fed) a commencé dès novembre 2008 à acheter des obligations pour un montant de l'ordre du milliard de USD et d'autres banques centrales ont suivi. Lorsque, quelques années plus tard, des problèmes structurels, notamment les dettes importantes des États, ont entraîné une nouvelle crise dans la zone Euro, les taux d'intérêt ont encore baissé en Europe. En Suisse également, l'abandon du cours plancher EUR/CHF en janvier 2015 et l'introduction simultanée du taux d'intérêt négatif de -0,75 % ont eu pour effet de rompre les tabous.

Recherche de sources alternatives de rendement

Les obligations sont devenues de moins en moins attrayantes pour les investisseurs, conséquence de la politique monétaire ultra-accommodante, en raison des rendements bas et souvent négatifs. Alors que les rendements des obligations suisses en 2008-2011 étaient encore en moyenne proche des exigences des créateurs et du taux d'intérêt minimal LPP, elles ont perdu

tout attrait au moment de l'introduction des taux d'intérêt négatifs. Les investisseurs orientés sur le long terme, comme les caisses de pensions et les assurances, se sont vus contraints de chercher d'autres sources de rendement. La chasse aux rendements est clairement identifiable sur le graphique ci-dessous en se fondant sur les déplacements des catégories de placement des caisses de pensions.

C'est la part d'obligations en CHF qui a le plus baissé, suivie du cash. Les caisses de pensions sont passées des titres aux taux d'intérêts bas comme les obligations d'État et les cédules hypothécaires à des emprunts avec des rendements plus élevés. De nombreuses caisses ont déplacé leurs avoirs dans des classes de placement avec des risques de crédit supérieurs comme les emprunts d'entreprise, High Yield ou Emerging Market Debt ou ont essayé d'avoir recours à des primes d'illiquidité dans des classes de placement alternatives ou des biens immobiliers. Il s'agit souvent de classes de placement avec une sensibilité supérieure sur le à l'évolution des marchés des actions si bien que de nombreuses caisses de pension investissent avec beaucoup plus de risque avec une pondération en taux d'actions inchangée et une stratégie plus agressive dans le domaine des obligations.

Stratégies passives en progression

Les attentes de rendements très faibles, inhérentes aux taux d'intérêts bas, entraînent une concentration supérieure sur la structure de coûts des véhicules d'investissement. Ainsi, de nombreux investisseurs institutionnels ont misé sur les Exchange Traded Funds et ont rendu passive une partie de leur portefeuille obligataire. En comparaison d'une stratégie gérée activement,

cela permet de réaliser des économies de coûts importantes. De plus, les analyses historiques montrent que seule une minorité de fonds actifs arrivent à surperformer leur benchmark passif. Cependant, et notamment dans le cas des caisses de pensions, la prudence est de mise quant aux engagements passifs dans les obligations. Une stratégie obligataire passive implique en effet certains inconvénients qui ne sont certainement loin d'être compensées par les économies de coûts réalisées. Nous abordons et expliquons trois de ces inconvénients ci-après.

Inconvénients des stratégies passives d'investissement dans le domaine des obligations

1. Risque d'écart de duration et risque de taux

Notamment dans le contexte ALM, décisif pour les caisses de pensions, les stratégies passives sont souvent inadaptées. Par exemple, la duration d'un indice usuel correspond rarement à la duration passive nécessaire. Les risques de Duration Gap correspondants doivent être gérés autrement, par exemple en au travers de l'utilisation

De plus, la duration de l'indice a augmenté de 5 à 7 ans, car les débiteurs ont profité de l'occasion et se sont endettés sur un plus long terme afin de pouvoir profiter aussi le plus longtemps possible des taux d'intérêts bas. L'investisseur passif est voit ainsi, avec la baisse des rendements, la duration de son portefeuille augmenter de manière automatique, ce qui le rend fortement vulnérable en cas de hausse des taux d'intérêts.

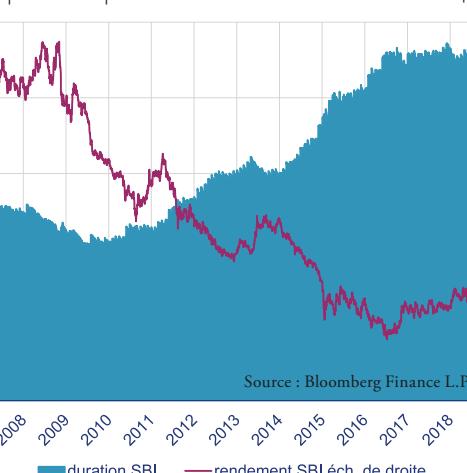
2. Prise procyclique de risque de crédit

Dans le cadre des investissements passifs, le risque de crédit est similaire au risque de taux pris involontairement. La prime de risque de crédit a fortement baissé depuis la crise financière, conséquence de la chasse aux rendements. Ainsi, les engagements dans les obligations d'entreprise sont de moins en moins bien rémunérés. Simultanément, la part de débiteurs BBB avec un risque de crédit supérieur a augmenté de 5 % à 15 % dans l'indice depuis 2007. L'investisseur passif est ainsi contraint d'investir de manière procyclique et « achète »

raison : le portefeuille présenté à titre d'exemple est composé de seulement cinquante émetteurs, mais est, en comparaison, bien moins concentré que l'indice.

L'approche de placement active systématique réduit les risques et augmente les perspectives de rendement

Ci-après, une stratégie qui tient compte des exigences d'une caisse de pensions et qui dans un même temps solutionne les problèmes inhérents à une gestion passive tout en augmentant les perspectives de rendement. Pour cela, il est indispensable



des dérivés de taux d'intérêt plus chers. Le risque d'intérêt encouru est un autre inconvénient des stratégies passives. Comme le montre le graphique suivant, les rendements d'un portefeuille d'obligation rendu passif, global avant couverture du risque de change (Bloomberg Barclays Global Aggregate Index – ci-après « l'indice ») ont baissé depuis 2007 de tout juste 5 % à 2 % et ont même atteint en partie leur niveau record de 1 %.

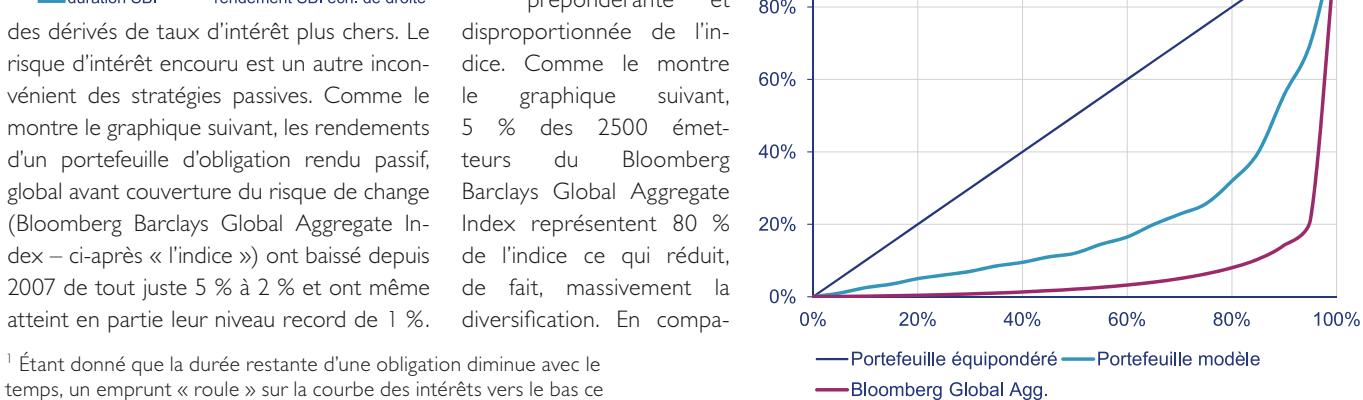
¹ Étant donné que la durée restante d'une obligation diminue avec le temps, un emprunt « roule » sur la courbe des intérêts vers le bas ce qui entraîne la baisse de son rendement et la hausse de son cours.

- 4 toujours plus de risque de crédit à un rendement toujours moins avantageux.

3. Risques de concentration et diversification insuffisante

Le risque de concentration également, pour un indice obligataire classique, est clairement supérieur à celui d'un portefeuille géré activement. En effet, par construction, certains émetteurs avec des dettes élevées représentent une part prépondérante et disproportionnée de l'indice. Comme le montre le graphique suivant, 5 % des 2500 émetteurs du Bloomberg Barclays Global Aggregate Index représentent 80 % de l'indice ce qui réduit, de fait, massivement la diversification. En compa-

que l'investisseur élargisse son horizon d'investissement de pouvoir accéder aux opportunités les plus prometteuses dans un univers global d'investissement. Dans ce cadre, l'accent est mis sur le Total Return après coûts de couverture des risques de change et pas sur le Yield. Ainsi, contrairement à un indice obligataire typique, il est possible de garantir que les investissements sont uniquement effectués dans des marchés obligataires proposant une valeur ajoutée pour les investisseurs CHF.



La base de la solution décrite est fondée sur une approche scientifique des facteurs de rendement et de risque.

1. Optimisation du Total Return et gestion dynamique des risques d'intérêt

Afin d'éviter les risques de Duration Gap, une duration cible individuelle est fixée et appliquée au portefeuille avec l'accent sur le Total Return. Le Total Return est composé des rendements et du roll-down¹ moins les coûts pour la couverture des risques de change. Dans ce cadre, le roll-down est une composante essentielle de rendement et comme tampon en cas de la hausse des taux. Ainsi, avec le même risque, il est possible d'obtenir une performance supérieure relativement à un indice obligataire classique.

2. Gestion de la duration

Afin d'éviter les risques peu attrayants de variation de taux, il ne faut les prendre que contre une rémunération adéquate. Ainsi, leur gestion doit être dynamique. Si la courbe des taux est raide et la prime élevée ("Term Premium"), l'investisseur est rémunéré pour le risque supplémentaire. Dans ce cas, il est pertinent d'augmenter la duration. Dans le cas contraire, la duration doit être aussi courte que possible.

3. Gestion anticyclique des risques de crédit et accent sur la diversification

Idem pour les risques peu attrayants de crédit, il ne faut les prendre que contre une rémunération adéquate en rapport avec le risque pris. Si la prime de crédit ("Credit Premium") est élevée, l'investisseur est rémunéré pour le risque de crédit supplémentaire. Dans ce cas, il est pertinent de surpondérer les notations plus basses dans le portefeuille et inversement. L'accent sur l'attrait relatif des différentes notations pour la gestion de l'allocation des crédits contribue fortement à un meilleur pro-



Source : Bloomberg Finance L.P.

fil rendements-risques. Si des risques de concentration supplémentaires sont évités grâce à une diversification large des débiteurs individuels, le portefeuille sera bien mieux structuré en comparaison d'un indice classique.

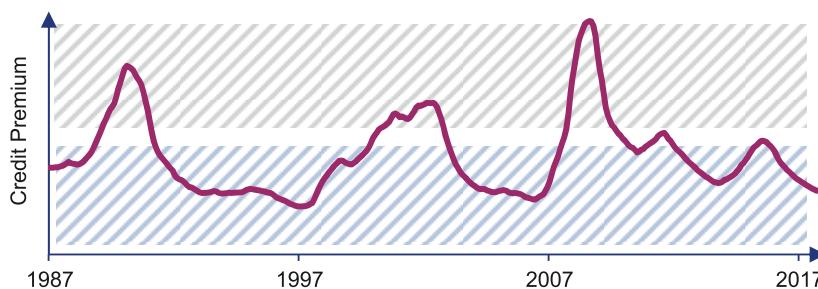
4. Gestion dynamique de l'allocation des devises

La gestion dynamique du portefeuille d'obligations par devises est essentielle, notamment dans le contexte actuel des taux d'intérêt bas. En effet, aussi bien les rendements d'obligations que les coûts de couverture des risques de change évoluent au fil du temps ainsi que l'attrait relatif de certaines zones de devise.

Par exemple, les placements en obligations libellées en USD ont gagné peu à peu en attrait à partir de 2013 en comparaison des obligations en CHF. L'annonce de la Fed américaine de la réduction de ses achats d'obligations et l'augmentation consécutive des taux d'intérêt US en a été le déclencheur. Comme le montre le graphique sui-

vant, l'avantage d'intérêt des obligations en USD par rapport aux obligations en CHF ne cesse de s'élargir depuis ces dernières années. Du point de vue d'un investisseur CHF, les obligations en USD semblent ainsi très intéressantes au premier coup d'œil. Cette approche ne tient cependant pas compte des risques liés aux devises étrangères. Si les coûts occasionnés pour une couverture complète du risque de change sont inclus, l'attrait des obligations en USD diminue fortement. Alors qu'en 2013, même avec un taux de couverture de 100 %, il était possible d'atteindre des rendements importants en CHF (presque) sans risque, la situation a depuis bien changé. En raison des augmentations du taux directeur de la Banque centrale américaine à partir de 2015, les coûts de couverture du risque de change ont massivement augmenté.

Ainsi, l'attrait des obligations en USD a clairement baissé et depuis un an, il est même inférieur à celui des obligations CHF. Si l'on tient compte du fait que le Bloomberg Barclays Global Aggregate contient un taux d'obligations USD de 45 %, cela signifie qu'en cas de mise en œuvre passive ou proche de l'indice d'un mandat global d'obligations, une grande partie du portefeuille a des rendements plus faibles que les obligations CHF. Une gestion dynamique de l'allocation des devises qui tient compte des rendements après couverture du risque de change est ainsi totalement justifiée, voire indispensable. ■



Source : Bloomberg Finance L.P.

Investissement socialement responsable : au delà des beaux discours, quelles solutions concrètes ?



de
 Jean Niklas
 CIO Equity, CPA, CFA, CMT
jean.niklas@bcv.ch

Banque Cantonale Vaudoise

Le thème de l'ISR est à la mode. Mais passé le stade de la reconnaissance de son importance, il s'avère difficile pour un institutionnel de l'intégrer concrètement dans sa gestion. Comment appliquer l'ESG sur les classes d'actifs existantes, sans introduire de nouveaux biais de gestion (risque/rendement) ? Quelles sont les alternatives pour chacune des classes d'actifs ? Comment prioriser la démarche ESG pour en maximiser l'impact ?

Dans le monde de la gestion institutionnelle, la thématique ESG – environnement, social, gouvernance – semble gagner rapidement en importance et devenir une véritable tendance de fond de l'industrie. Les mentalités ont clairement évolué. On ne trouve plus que très rarement de véritables opposants à la prise en compte de critères ESG dans la gestion de portefeuille. On constate également que si la pression vient essentiellement de l'externe (politique, réputation), les conseils de fondation affichent également de plus en plus leur préoccupation éthique et prennent en compte cette dimension dans la gestion des institutions de prévoyance (IP).

Difficultés de mise en application

Pourquoi donc, alors que tout le monde semble d'accord sur la nécessité d'intégrer l'ESG dans la gestion, est-il si difficile de le mettre en application au sein des IP ?

Premièrement, le terme ESG recouvre une réalité complexe. À l'origine, soit à la Conférence de Rio de 1992, on parlait seulement du E d'ESG (environnement), ce n'est qu'ensuite que les S (social) et G (gouvernance) ont été intégrés. Mais ces deux dernières thématiques couvrent des problématiques différentes, nécessitant des approches et

des méthodes d'évaluation distinctes. En conséquence, les critères ESG sont parfois très difficilement mesurables tant quantitativement que qualitativement.

Deuxièmement, l'ESG concerne en général plus des valeurs humaines – ou morales – que des normes légales ou des notions unanimement partagées. Leur évaluation varie donc et dépend du référentiel de valeurs de ceux qui les mesurent. Pour un conseil de fondation, il est souvent difficile de se positionner au nom de son institution sur certaines d'entre elles. Doit-on exclure du

portefeuille les « mauvais élèves » (tabac, alcool, armes, pétrole, nucléaire, etc.) ou seulement sous-pondérer ces activités ? Doit-on s'engager dans un dialogue actionnarial avec les sociétés détenues pour les aider à changer ? Doit-on « décarboniser » le portefeuille, une tendance qui fait suite aux accords de Paris, encouragée par l'Office fédéral de l'environnement, au risque de renoncer à investir dans des secteurs potentiellement performants ? Doit-on investir « avec impact » à travers des thèmes comme l'eau, la microfinance, l'égalité entre homme et femme, etc. ?

Troisièmement, il n'existe pas de référentiel légal ou de standard communément admis. Il n'y a pas de loi ESG en Suisse, la thématique est traitée à travers un ensemble de lois et de traités, comme l'accord de Paris sur le réchauffement climatique, la loi sur l'exportation de matériel de guerre ou encore l'Ordonnance contre les rémunérations abusives pour ce qui concerne la gouvernance et l'obligation pour les IP de voter aux AG sur certains points de l'ordre du jour des sociétés suisses. Il n'existe pas non plus de standard dans l'industrie et dans la finance. Les labels existants s'adressent plutôt aux gestionnaires ou aux promoteurs des fonds de placement – en général à destination d'une clientèle privée – et plus rarement aux investisseurs comme des IP.

Spécificités suisses

Les spécificités de la gestion institutionnelle des IP suisses doivent en outre être prises



Saran-Ruan Viaduc, pilier64, face nord, détail



en compte. La gestion d'actifs institutionnelle est aujourd'hui benchmarkée dans la très grande majorité des cas. Le risque est mesuré précisément et statistiquement pour chaque classe d'actifs, chaque région, et les portefeuilles sont construits, souvent avec l'aide de consultants, sur la base d'une allocation maximisant le couple rendement/risque. L'essentiel de l'activité (gestion de l'actif, du passif, administration) est en général sous-traité à des tiers, le conseil de fondation (ou le comité d'investissement) définissant une allocation stratégique à long terme, surveillant son application par les gestionnaires sélectionnés, mais n'intervenant pas directement dans la gestion. Enfin, la responsabilité des organes est importante, un manquement pouvant aller jusqu'à des sanctions pénales.

Ce cadre est donc assez rigide et ne permet ni les essais ni l'improvisation. Il résiste naturellement à de grands bouleversements. Ajoutons également le fait que le marché des caisses de pensions est en forte consolidation depuis vingt ans, avec une disparition continue des petites et moyennes caisses, au profit des grandes et des collectives. Un mouvement qui va de pair avec l'augmenta-

tion de la taille des mandats et la pression sur les coûts de gestion. Le critère de la valeur ajoutée de l'ESG par rapport à son prix est donc un facteur déterminant à prendre en compte.

Priorité aux grandes classes d'actifs existantes

Parmi les nombreuses approches d'investissement ESG, certaines portent sur des univers d'investissement restreints à l'instar de la microfinance, d'autres ont des niveaux de risque importants au gré de certaines approches thématiques, ou sont trop intensives en ressources pour être menées de façon efficace et crédible, comme l'engagement actionnarial. Si elles restent valables et intéressantes du point de vue ESG, elles ne peuvent cependant pas être appliquées à l'ensemble (ou la majorité) d'un portefeuille. Le véritable enjeu est donc de mettre en place les mesures permettant d'intégrer l'ESG dans les catégories d'actifs existantes, dont l'ensemble (ou une grande partie) des actions et des obligations, en tenant compte des spécificités de la gestion décrites plus haut, en particulier les critères de rendement/risque et de coûts.

Catalogue d'approches restreint

En se concentrant sur les grandes catégories d'actifs, il n'existe finalement qu'un nombre limité de moyens pour mettre en place l'ESG. Nous pouvons identifier fondamentalement trois axes: la mise en place d'une gouvernance de portefeuille, l'intégration de l'ESG dans la gestion (pouvant se décliner de trois façons différentes) et la communication.

Mise en place d'une gouvernance de portefeuille

Mettre en place la gouvernance de portefeuille, c'est la base même de la responsabilité actionnariale, le premier pas d'un actionnaire qui se reconnaît une responsabilité dans son investissement. Cela concerne bien sûr les investissements en actions et consiste à voter (ou faire voter ses titres) aux assemblées générales des sociétés détenues.

C'est également une mesure dont l'impact est facilement mesurable et évident. En votant, l'actionnaire exprime son avis et participe à la décision sur des points potentiellement décisifs pour la société concernée: l'approbation du dividende proposé et donc du montant de cash gardé à disposition du management pour réaliser de futurs investissements, la nomination des membres du conseil d'administration qui à leur tour nomment la direction de l'entreprise, l'approbation d'opérations de fusions et acquisitions, etc.

Il est notable que, outre les sujets classiques de gouvernance, de plus en plus de sujets en rapport avec l'environnement, comme l'impact de l'activité de la société sur le climat, et le social fassent l'objet de points particuliers de l'ordre du jour des AG, souvent d'ailleurs à la demande d'actionnaires, et soient soumis au vote.

Le processus de vote peut prendre plusieurs formes. Pour les titres qu'elle détient en direct, l'IP peut soit voter elle-même, en se basant sur une analyse faite en interne – une approche plutôt rare et réservée aux gros investisseurs institutionnels –, soit s'appuyer sur un proxy voter qui lui fournit des recommandations de vote. Dans le cas d'investissements faits à travers des produits, soit des fonds de placement, c'est en

principe la société de direction de fonds qui vote. Le vote est ainsi en quelque sorte sous-traité par l'IP à la direction de fonds, et c'est à elle de mettre sur pied une politique de vote intégrant des principes ESG.

Intégration de l'ESG dans la gestion

L'intégration de l'ESG dans la gestion pour les grandes classes d'actifs (actions et obligations) peut se réaliser de trois façons différentes.

L'exclusion

C'est la plus ancienne approche. Il est aujourd'hui communément admis que l'exclusion représente un socle de l'ESG. Elle consiste à exclure de l'univers d'investissement un certain nombre de sociétés sur la base de critères définis. De façon générale, il y a trois catégories d'exclusion. Premièrement, l'exclusion sectorielle ou d'activités, comme le tabac, l'alcool, les armes controversées, les énergies fossiles, etc.

Deuxièmement, l'exclusion normative: on exclut de l'univers d'investissement les sociétés ne respectant pas certaines normes internationales et de références communément admises. Sont généralement concernées les sociétés non signataires ou violant les normes du Global Compact des Nations Unies (UNGCG), celles ne respectant pas les droits de l'homme ou les normes internationales de l'Organisation internationale du Travail (OIT).

Troisièmement, l'exclusion de controverses: le principe est d'exclure les sociétés faisant l'objet de controverses importantes. On parle ici notamment des activités présentant un fort risque de corruption, un manque de transparence sur la façon de conduire l'activité dans certains pays sensibles, etc.

Il faut souligner que dresser une liste d'exclusion nécessite un travail d'analyse conséquent, devant être fait de façon récurrente, et qui nécessite des ressources spécialisées. Il est en général également nécessaire de fournir un seuil d'exclusion, par exemple en pourcentage du chiffre d'affaires concerné par l'activité ciblée. À titre d'illustration, une étude de MSCI a montré que si l'on excluait toutes les sociétés ayant une activité, quelle qu'en soit l'importance, concernée par les

douze catégories classiques d'exclusion, près de la moitié des composantes du MSCI World serait touchée!

L'exclusion est une approche ancienne. Elle reste en vigueur aujourd'hui, mais la tendance est plutôt de la combiner avec d'autres approches, en limitant l'exclusion aux secteurs ou activités posant clairement un problème communément admis d'un point de vue ESG (armes non conventionnelles, violation manifeste des droits de l'homme, etc.).

L'inclusion

Il existe plusieurs formes d'inclusion. La première, l'inclusion discrétionnaire, consiste à inclure l'aspect ESG dans l'analyse d'un investissement (action ou obligation), mais à la discréption du gestionnaire. Les différents critères ESG font donc partie des éléments d'analyse et de construction du portefeuille au même titre que d'autres éléments financiers, comme la rentabilité, le niveau d'endettement, etc., ou stratégiques, à l'instar de la pertinence du business model ou de la compétence du management. Le critère ESG est donc un *soft factor*. Il est combiné avec les autres éléments d'analyse et le gestionnaire tient compte en fonction de l'importance qu'il lui donne de cas en cas.

C'est une approche très largement appliquée aujourd'hui par les gestionnaires

désirant donner une teinte ESG à leur gestion. Elle porte bien entendu le risque du manque de rigueur, pouvant aboutir à des produits de gestion dont le label ESG reflète surtout un effet de communication.

Vient ensuite l'inclusion systématique. L'ESG comme critère d'investissement systématique signifie qu'il est un critère dur (*hard factor*) de la gestion. Cette approche peut prendre plusieurs formes. Le critère ESG est intégré dans le calcul du coût du capital de l'investissement sous la forme d'un rating par exemple. Il a donc un impact sur le calcul de sa *fair value*, qui constitue elle-même un critère de décision. Autre approche: le *best-in-class*. L'univers d'investissement ne comprend que les meilleurs élèves en termes d'ESG. Citons encore l'approche quantitative, dans laquelle les critères ESG sont considérés comme des facteurs quantitatifs au même titre que des facteurs traditionnels comme *value*, *size*, etc., et intégrés dans les algorithmes de gestion.

Comme l'inclusion discrétionnaire, l'inclusion systématique nécessite un travail d'analyse approfondi, des méthodologies éprouvées et donc des ressources importantes pour être menée à bien. Ces approches imposent en général le recours à un ou plusieurs fournisseurs de recherche extérieurs, dont le travail est combiné avec l'analyse réalisée à l'interne par le gestionnaire.





Saran-Ruan Viaduc, pilier 778

Les indices ESG (benchmarks)

Les indices ESG représentent une évolution récente et très prometteuse dans la gestion ESG. En effet, l'utilisation de ces indices permet d'intégrer la dimension ESG de façon efficiente, transparente et rigoureuse. De plus, le coût de mise en place est faible. Certains grands institutionnels ne s'y sont pas trompés et les ont adoptés comme principal moyen d'intégrer la dimension ESG dans leurs portefeuilles. C'est ainsi une approche en plein développement.

Le travail d'analyse et d'intégration de l'ESG dans la gestion, ainsi que ses coûts et difficultés, n'incombe alors plus au gestionnaire, mais au fournisseur de l'indice. C'est l'indice de référence (le benchmark) qui est construit en intégrant les critères ESG. De ce fait, le gestionnaire a à sa disposition un terrain de jeu déjà compatible avec les exigences de son client, sur lequel il applique alors directement son approche de gestion, qui devient de facto ESG.

Il existe plusieurs méthodologies pour construire ces indices. Toutes reposent sur l'analyse de toutes les composantes de

l'indice. Cette analyse est faite par le fournisseur d'indices qui dispose en général de moyens et de ressources très conséquents. Elle s'appuie sur une méthodologie sophistiquée, rigoureuse, transparente, composée de centaines de critères. Il en résulte un rating ESG global pour chaque société.

À partir de là, l'indice peut-être construit de différentes façons. Notamment selon le critère best-in-class, soit en sélectionnant les meilleures élèves, ou par repondération des poids initiaux des composants de l'indice parent en fonction de leur rating ESG. À noter qu'en général ces indices ont également une couche initiale d'exclusion de base comme les armes non conventionnelles, les graves controverses, etc.

En appliquant des règles de construction adéquate, les fournisseurs d'indices sont aussi capables de créer des univers (benchmarks) qui intègrent ces différentes dimensions ESG, tout en offrant un profil de risque/rendement similaire à leur indice parent. Ils offrent ainsi une solution avantageuse pour l'investisseur, qui peut basculer

sa gestion en ESG en modifiant seulement son benchmark.

Par conséquent, sous réserve d'une acceptation large par les investisseurs, gestionnaires et consultants, ces indices pourraient devenir les standards ESG dont l'industrie a besoin.

La communication

L'ESG étant une réponse à la nécessité pour l'investisseur de montrer qu'il assume ses responsabilités, la communication fait partie intégrante du processus. Cette communication doit permettre de montrer ce que recouvre l'intégration de l'ESG, en termes d'approche suivie, d'actifs couverts et de résultats obtenus.

Mettre en place l'ESG dans une IP suisse, comment faire ?

Les approches sont ainsi nombreuses, et ceci même sans tenir compte des approches satellites brièvement mentionnées plus haut. Cependant, si l'on prend comme exemple quelques grandes caisses de pensions et grands institutionnels avancés dans ce domaine, on constate qu'avec un nombre limité de mesures significatives, il est possible d'intégrer l'ESG de façon concrète et crédible. Ces mesures sont:

Un engagement fort du conseil de fondation

L'intégration de l'ESG doit partir d'un engagement général fort du conseil de fondation. Cet engagement est en général écrit. On peut aussi alternativement se rallier aux UNPRI (United Nations Principles for Responsible Investments), une initiative internationale regroupant des détenteurs d'actifs (asset owners) et des gestionnaires. S'y rallier a l'avantage de fournir un cadre structuré, mais non contraignant, et standardisé.

La mise en place de la gouvernance de portefeuille

L'ORAb (ordonnance sur les rémunérations abusives) entraîne l'obligation pour les IP suisses de voter sur une partie des points de l'ordre du jour des assemblées générales des sociétés suisses détenues en direct. Par contre, mettre en place une gouvernance consiste à voter systématiquement sur tous

ces points. En général, le vote porte en premier lieu sur les actions suisses.

Differentes méthodes sont utilisables :

- Pour les titres détenus en direct, on s'appuie en général sur les recommandations d'un *proxy voter*, qui prendra en charge l'analyse des points de l'ordre du jour.
- Pour les titres détenus à travers des produits (fonds), l'approche est plus compliquée, puisqu'il n'est pas possible pour la société de direction de fonds de faire voter les titres individuellement pour un même fonds. C'est donc à elle de mettre en place un système de vote, soit en le prenant en charge, soit en le déléguant au gestionnaire. Dans ce cas, pour l'IP, il convient de sélectionner les gérants pour lesquels une gouvernance de vote est appliquée, en veillant à ce que celle-ci soit conforme aux principes ESG de l'IP.

La mise en place d'une liste d'exclusion

Comme expliqué plus haut, définir ses propres standards pour une IP est compliqué: il est difficile de trouver un consensus sur certains sujets et l'analyse des sous-jacents nécessite des ressources. De plus, définir sa propre liste d'exclusion pose un problème d'implémentation dans le cas – fréquent – où les actifs sont gérés à travers des fonds. En effet, il n'est pas possible au sein d'un même produit d'exclure certains titres pour certains investisseurs et pas d'autres.

La solution est donc plutôt d'adopter une liste d'exclusion existante, en général peu restrictive, pour être ainsi applicable pour la majorité des gestionnaires utilisés.

En Suisse, la liste de l'Association Suisse des Investisseurs Responsables (ASIR) semble devenir un standard suivi par de plus en plus d'investisseurs. Rappelons que cette association, créée par les plus grands institutionnels de Suisse (Compenswiss, Publica, CP CFF, etc.) regroupe les efforts

de ces derniers dans le domaine ESG. La liste de l'ASIR, sur la base d'un travail d'analyse et de dialogue actionnarial, exclut notamment les sociétés ne respectant pas les grands traités internationaux dont la Suisse est signataire (Ottawa, Oslo, TNP). Elle est composée d'une vingtaine de titres environ.

L'utilisation d'univers (indices) ESG

On l'a vu, l'adoption d'univers (indices) ESG est une façon relativement simple et efficiente d'intégrer l'ESG dans la gestion. Et après avoir essentiellement porté sur les actions, les grands fournisseurs d'indices sont aujourd'hui en mesure de proposer des indices couvrant également la partie obligataire des portefeuilles.

En utilisant des méthodologies de construction adéquates, il est ainsi possible de créer des indices intégrant les critères ESG – dont la note globale ESG est significativement supérieure à celle de l'univers initial – tout en maintenant le niveau de performance et de risque similaire.

Des premiers pas en attendant la standardisation

Sans vouloir prétendre qu'elles représentent la panacée, ni l'aboutissement de toute la démarche ESG, ces premières mesures significatives représentent plutôt un large socle de base, compatible avec les spécificités de notre système de prévoyance suisse et permettant par la suite d'intégrer d'autres approches ESG au sein de la gestion d'un portefeuille. ■



Marchés émergents : l'innovation en Asie va-t-elle continuer à contribuer à la performance ?



de

Sébastien de Frouville

Investor Relations Manager

sdefrouville@comgest.comComgest

Pourquoi les pays asiatiques cherchent-ils à innover ? Outre le prestige et la respectabilité qu'ils peuvent en tirer, les raisons sont avant tout économiques : améliorer la productivité et attirer une main d'œuvre étrangère qualifiée pour stimuler la croissance. Pas étonnant, donc, que la Chine table massivement sur la R&D alors que sa croissance économique s'essouffle petit à petit. Et que des pays faiblement dotés en ressources naturelles comme le Japon, la Corée du Sud et Singapour lui aient accordé tant d'importance.

Chaque année, la publication du **Global Innovation Index (GII)**¹ par l'Organisation mondiale de la Propriété intellectuelle (OMPI) distribue bons points et bonnets d'âne. Aux vingt premières places de ce classement, on y trouve cinq pays asiatiques : Singapour (5ème), Corée (12ème), Japon (13ème), Hong Kong (14ème) et la Chine (17ème) qui a gagné cinq places en l'espace d'un an. Deux indicateurs vont nous intéresser plus particulièrement : les investissements en R&D et les dépôts de brevets.



Quels sont les pays asiatiques qui investissent le plus en R&D ?

La cartographie des investissements asiatiques en R&D fait apparaître de manière flagrante l'Asie du Nord-Est comme locomotive régionale. Le taux d'investissement en R&D pour cette région d'après Asialyst² est de 2,49% de son PIB contre 0,75% pour l'Asie du Sud, 0,44% pour l'Asie du Sud-Est et 0,18% pour l'Asie centrale. La moyenne du continent s'établit à 1,83%. Dès 2013, la Chine est le premier pays d'Asie à investir en R&D (333,5 milliards de dollars en parité de pouvoir d'achat), bien au-dessus de la Corée (68,9 milliards de dollars) et du Japon (160,2 milliards de dollars) qu'elle a dépassé en 2009. D'après le GII, la croissance spectaculaire des investissements chinois en R&D s'explique par la vision développée dans le plan quinquennal lancé en 2012, visant à faire de l'investissement son moteur de croissance. Les dépenses de Pékin en R&D ont été multipliées par 2,3 entre 2008 et 2013, alors que le Japon retrouve difficilement un niveau d'investissement entamé par la crise financière (+ 7,8% sur la même période).

Quelle est la part des financements publics dans la R&D en Asie ?

En Asie, l'implication du secteur public dans la R&D varie fortement selon les pays : il assure 17,3% des investissements au Japon contre 92% au Tadjikistan. Dans les pays d'Asie du Nord-Est à l'instar du Japon, le secteur public finance moins d'un quart des dépenses nationales en R&D : 21% en Chine et 23% en Corée du Sud. Ces États, dont les dépenses en recherche et développement sont les plus élevées d'Asie, s'appuient sur les performances de leur tissu industriel permet aux entreprises de financer elles-mêmes la R&D.

En Asie du Sud-Est, où le secteur public contribue environ au tiers des dépenses en R&D à l'exception du Vietnam (64%), les données de l'OCDE montrent que l'efficacité des financements publics varie en fonction de leur attribution. En effet, plus le pays finance sa R&D au sein des universités, plus elle est performante, alors que les instituts publics de recherche sont tenus respon-



Saran-Ruan Viaduc, pilier64, face nord

sables d'un manque d'efficacité. L'organisation classe par ordre de performance en R&D la Malaisie, la Thaïlande puis Singapour. Quant aux pays d'Asie centrale issus de l'ex-URSS, ils gardent encore une trace du dirigisme de l'État, auquel s'ajoute un faible développement des PME. Le Kirghizistan affiche 57,7% de financement public pour sa R&D, contre 64% pour le Kazakhstan et 92% pour le Tadjikistan.

Comment la R&D asiatique se traduit-elle en dépôts de brevets ?

D'après le classement établi par le World Intellectual Property Indicators, l'Asie du nord-est domine le classement. Dans l'ordre la Chine (928'177 brevets déposés), les US (578'802), le Japon (325'989) et la Corée du Sud (210'292). Les courbes d'investissement en R&D et celles des dépôts de brevets en Asie du Nord-Est sont d'ailleurs superposables : depuis 2004, le nombre de brevets déposés en Chine a explosé (multiplication par 12,1), alors qu'il augmente sensiblement en Corée (+70%), et décline légèrement au Japon (-8,6%). Le nombre de brevets déposés en Asie a, dans l'ensemble, fortement grimpé.

Dans les années 1990 en Chine, les forts taux de croissance économique ont poussé les autorités à s'intégrer dans le système international de la propriété intellectuelle. Pékin a donc incité financièrement ses entreprises nationales à déposer des brevets. Une dynamique également épousée par les entreprises étrangères, cherchant à se protéger des violations de propriété intellectuelle sur le marché chinois, l'un de ses problèmes structurels.

L'Inde, quant à elle, se trouve dans un entre-deux. Elle occupe certes la 7e place du classement en 2014, mais elle reste dix fois moins performante que la Corée du Sud classée 4e... et 37 fois moins que Pékin ! Un score faible, donc, au regard de sa puissance économique et démographique. Et si le gouvernement de New Delhi l'impute à un manque de sensibilisation des entreprises aux questions de propriété intellectuelle, d'aucuns y voient la conséquence d'une éducation supérieure dont la qualité laisse à désirer.

Cependant, ce classement ne saurait agir comme un argument d'autorité. Il faut en effet prendre en compte la nuance entre les brevets déposés et les brevets acceptés. Car un brevet n'est accepté que lorsqu'il consacre une nouvelle invention. Le simple

dépôt de brevets peut parfois signifier la seule volonté de défendre ses droits sur un marché concurrentiel.

Une autre raison de se méfier du nombre de brevets déposés, c'est la notion de puissance des brevets. Car tous ne se valent pas, comme l'explique l'OMPI. Tout dépend de l'importance d'un brevet – est-il révolutionnaire ou n'apporte-t-il qu'une simple amélioration ? –, de son marché – quel volume de vente et pour combien de temps ? –, de sa durée de validité, etc. Ainsi, d'après l'association américaine IEEE (Institute of Electrical and Electronics Engineers), 1 brevet américain équivaudrait à 14 brevets japonais, 31 brevets sud-coréens, 71 brevets chinois... et 105 brevets français. ■

¹ GLOBAL INNOVATIONINDEX 2018

² Asialyst publication du 14 mars 2016

Dieses Dokument dient der reinen Information, es stellt in keinem Fall eine Kauf- oder Verkaufsempfehlung oder eine Empfehlung für Anlagen jeglicher Art dar. Enthalte Meinungsäußerungen, geben aktuelle Einschätzungen zum Erstellungszeitpunkt wieder, die ohne Vorankündigung geändert werden können. Comgest S.A. ist eine unabhängige Fondsverwaltungsgesellschaft nach französischem Recht, gesetzlich reglementiert durch die Autorité des Marchés Financiers (AMF). Die zugelassene Firmenadresse lautet 17, square Edouard VII, 75009 Paris.

Matières premières : évolution des cours et cyclicité



de
Sabahudin Softic
 Fondé de pouvoir,
 département gestion institutionnelle
ssoftic@coninco.ch

CONINCO Explorers in finance SA

« Les solutions aux prix élevés des matières premières sont les prix élevés, et les solutions aux prix bas sont les prix bas. »

Rick Rule, CEO von Sprott U.S. Holdings

Cette maxime, popularisée par Rick Rule, résume parfaitement le fonctionnement déterminant les prix des matières premières sur le long terme. C'est même au cœur de leur cyclicité.

L'extraction des matières premières nécessite deux étapes principales : l'exploration, qui résulte en un certain pourcentage de découvertes, puis l'extraction. Lorsqu'il y a excédent de production par rapport à la demande, les prix baissent. À ce moment-là, les sociétés productrices doivent réduire leurs coûts. Le moyen le plus rapide de réduire les coûts, en limitant l'impact sur les revenus immédiats, est de couper dans les budgets d'exploration. De plus, en période de prix bas, certaines sources d'extraction (que ce soit des puits, des mines ou autres) ne sont plus rentables et les producteurs sont forcés d'utiliser en priorité les ressources offrant les meilleurs rendements.

Au bout de quelques années d'un tel régime, les quantités de matières premières, misent sur le marché, finissent inexorablement par se réduire et les prix par remonter. Les prix remontant, les producteurs ont alors plus de revenus qui leur permettent, d'une part, de recommencer à exploiter les sources ayant des rendements moins élevés et d'autre part, de réinvestir dans les budgets d'exploration. Cette cyclicité se répète alors, de manière plus ou moins longue, régulièrement dans le temps. Mais cela veut-il dire qu'elles reviennent toujours à leur point de départ ?

appel : les matières premières se renchissent sur le long terme. Cependant, ceci est peut-être une conclusion naïve, voire simpliste. Passons donc, ci-après, à une analyse plus élaborée.

L'évolution des cours corrigée de l'inflation

Les cours de tout actif sont influencés, d'une part, par l'offre et la demande, et d'autre part, par l'évolution générale des prix, ou la perte de pouvoir d'achat de la monnaie, aussi appelée inflation. Le graphique ci-dessous illustre l'évolution de l'indice des matières premières vu précédemment corrigé de l'évolution du CPI (Consumer price index ; indice mesurant l'inflation) américain.

On constate que les pics de volatilité, à la hausse ou à la baisse, propres aux matières premières sont toujours présents. Cependant, les cours en 2018, corrigés des effets de l'inflation, telle que mesurée par le CPI US, sont à un niveau proche du pic atteint en 1975. Cela dit, ils sont tout de même à un niveau plus élevé qu'en 1970...

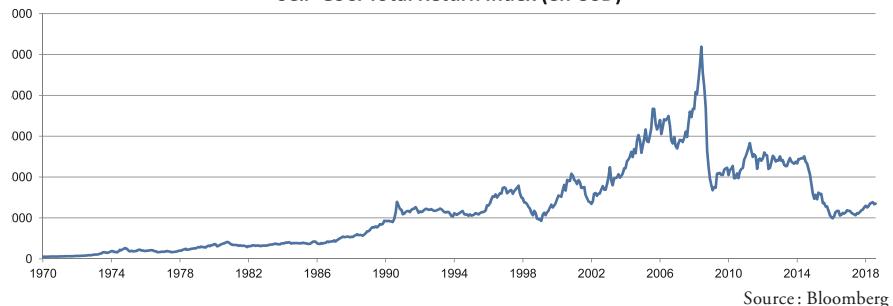
En 1971, à la surprise générale, les États-Unis ont annoncé, de manière unilatérale, la fin de la couverture or sur le dollar. Ce choc a engendré, dans les années qui ont suivi, une importante hausse de l'inflation. Il est possible que les cours des matières

Les matières premières se renchérissent-elles sur le long terme ?

Instinctivement, nous sommes tentés de répondre oui à la question posée. Pour nous en assurer, analysons l'évolution des cours des matières premières au travers de l'indice S&P GSCI Total Return Index, ci-après.

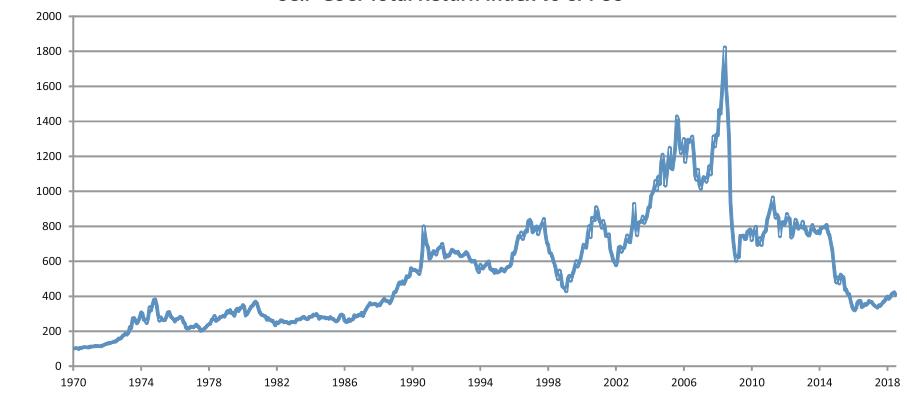
Sur la période analysée, on constate qu'il y a de violents pics de volatilité, aussi bien à la hausse qu'à la baisse. Mais globalement, sur l'entier de la période, les cours en USD sont effectivement en hausse. Si on s'arrête uniquement à ce graphique, le constat est sans

S&P GSCI Total Return Index (en USD)



Source : Bloomberg

S&P GSCI Total Return Index vs CPI US



Source : Bloomberg

premières aient plus rapidement réagi à ce choc que les prix des biens et services, pris en compte par l'évolution du CPI. Au point suivant, nous allons tenter de vérifier notre théorie par une autre approche.

L'évolution des cours corrigée du prix de l'or

Bien qu'il ait des propriétés qui le rendent intéressant dans la production de certains biens, l'or est en réalité très peu utilisé dans l'industrie en raison de sa cherté. Le métal jaune est avant tout, et depuis toujours, un actif monétaire. Ceci le distingue très clairement des autres matières premières.

S&P GSCI Total Return Index vs Gold



Afin de tenter de corriger la latence observée entre l'évolution du CPI et les cours des matières premières suite à l'abandon de l'étalon or en 1971, nous comparons ci-après l'évolution du prix des matières premières corrigée de l'évolution du prix de l'or. Cela revient à annuler, en quelque sorte, le biais amené par la fin de la couverture or du dollar américain, sur le prix des matières premières cotées en USD.

Tout comme pour le graphique du point précédent (matières premières vs CPI), on constate que les pics de volatilité, à la hausse ou à la baisse, propres aux matières premières sont toujours présents. Cependant, ici les amplitudes sont moindres. En revanche, le point le plus intéressant est que, côté en actif monétaire traditionnel, les cours des matières premières en 2018 sont à un niveau plus bas que celui constaté en 1970.

Nous constatons donc que, contrairement à notre a priori mentionné en début d'article, sur le long terme, les matières premières n'ont pas tendance à se renchérir. Malgré la croissance phénoménale de la population mondiale et le puissant développement économique constaté durant cette période, les prix des matières premières, calculés en valeur réelle, sont revenus en 2018 là

où ils étaient en 1970, voire légèrement en dessous. Le monde consomme plus de matières premières que jamais auparavant, mais grâce à l'ingéniosité humaine, les prix ont pu être ramenés là où ils étaient presque 50 ans plus tôt. La loi de l'offre et de la demande a parfaitement fonctionné et les entrepreneurs, à travers la planète, ont réussi à trouver des méthodes d'exploration et d'extraction toujours plus efficaces et moins chères.

Cyclicité des matières premières

L'analyse des cours des matières premières sur le long terme, au travers des trois mé-

Investissement

«Les prévisions sont difficiles, surtout lorsqu'elles concernent l'avenir»

Citation attribuée à diverses personnalités

Dans une perspective d'investissement de long terme, les matières premières n'ont pas leur place en tout temps au sein d'un portefeuille. C'est une classe d'actif très volatile, qui ne génère pas de rendement et qui est souvent décriée par certains, parfois à tort à notre sens, d'un point de vue éthique. De plus, en valeur réelle, sur le long terme, les cours stagnent, voire déclinent. Présentées ainsi, les matières premières, en tant qu'investissement, ont tous les inconvénients et sont loin d'être viables, dans ce sens.

Cependant, et comme on l'a démontré tout au long de cet article, les matières premières sont très cycliques et, de ce fait, plus prévisibles sur le long terme que n'importe quelle autre classe d'actif. À condition que l'horizon d'investissement et la tolérance à la volatilité soient suffisamment élevés, un investisseur avisé peut utiliser les puissants mouvements des cours à son avantage, dans le cadre d'une diversification de portefeuille. Pour cela, il faut bien choisir ses points d'entrée sur le long terme. Bien que rien ne garantisse le prix futur, on peut affirmer que dans une perspective de moyen à long terme, l'introduction de matières premières au sein d'un portefeuille diversifié fait actuellement pleinement sens.

thodologies que nous venons d'utiliser, fait ressortir la cyclicité mentionnée en début de notre article. On peut même constater qu'il y a des plus petits cycles au sein de cycles plus grands. Cependant, la tendance de long terme semble être latérale.

Dans l'édition 2017 de son célèbre rapport «In Gold we trust», publié chaque année, la société Incrementum AG avait fait une ana-

S&P GSCI Total Return Index vs S&P 500 Index



Source: Bloomberg

lyse des cours des matières premières vs les cours des actions. Nous avons reproduit et mis à jour ce graphique ci-après.

La régularité des cycles haussiers et baissiers est ici encore plus nette que sur les trois premiers graphiques. De plus, on constate que, comparés aux actions, les cours des matières premières n'ont jamais été plus bas.

Éthique

Nous nous devons également ici d'adresser les critiques liées à l'éthique de cette classe d'actif. Beaucoup de personnes se braquent lorsque l'investissement en matières premières est évoqué. Parmi les critiques on entend notamment l'aspect dit spéculatif, la pollution ou l'exploitation injuste de pays pauvres. Dans ces différents domaines, la



Saran-Ruan Viaduc, pilier 449

perception et la réalité sont souvent très éloignées.

Par nature, tout investissement est spéculatif. Aucun investisseur ne risque son argent sans attendre d'avoir un retour sur investissement. De plus, sans investissement constant, les capacités de production finissent irrémédiablement par se réduire et les prix par s'envoler en impactant majoritairement les plus pauvres, dont le budget « matières premières » (chauffage, nourriture, etc) est proportionnellement plus élevé. Sur le long terme, c'est le manque d'investissement qui fait monter les prix et pas l'inverse.

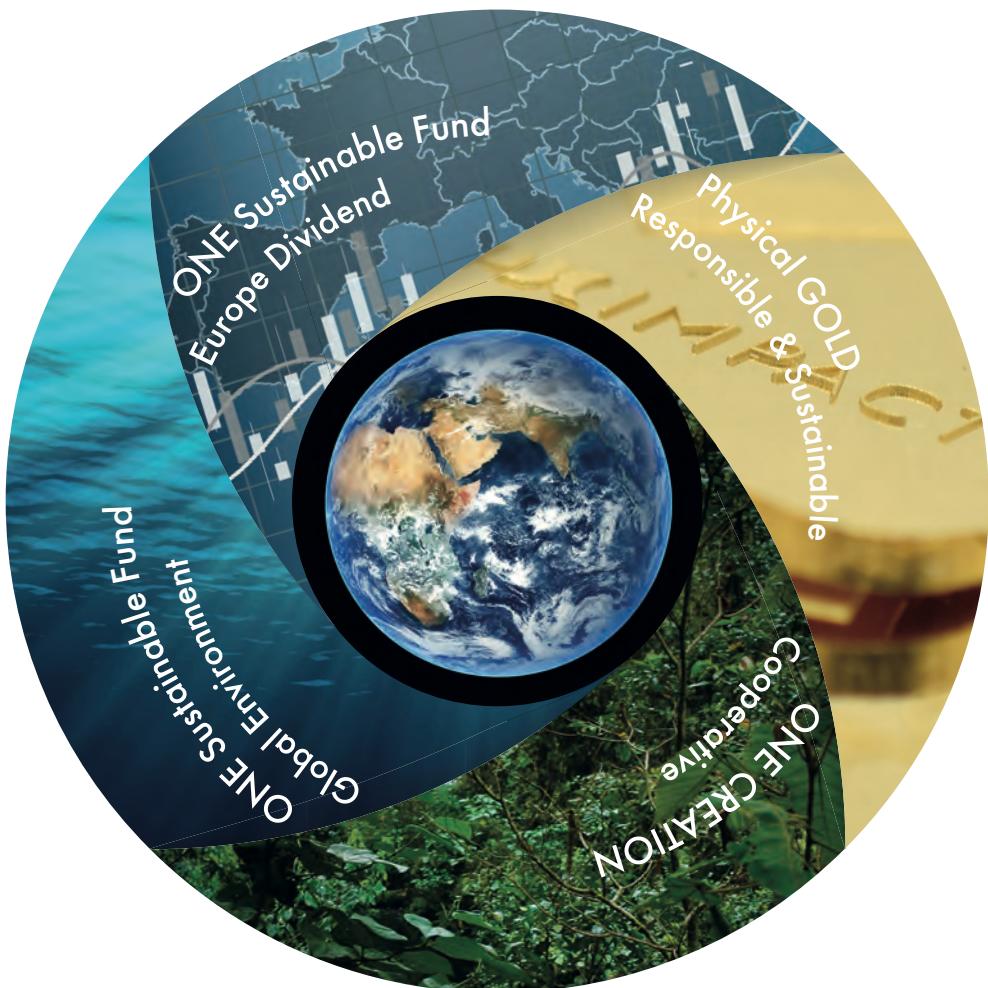
Un manque d'investissement sur le long terme peut avoir des effets dramatiques. On le voit actuellement avec le Venezuela, qui a les plus importantes réserves prouvées de pétrole de la planète, mais dont la production a chuté de plus de 50 % en une courte période de temps. La principale raison étant un manque d'investissement de long terme dans l'entretien et le développement de nouvelles capacités de production, suite à la nationalisation de son industrie pétrolière il y a quelques années. Ce pays désormais de nouveau pauvre a

de la peine à attirer expertises et investissements dans son industrie. Une nouvelle fois, c'est le manque d'investissement qui pose problème et non l'inverse.

Enfin, nous terminerons par adresser la critique liée à la pollution. Le monde, et surtout les pays occidentaux, a une volonté de plus en plus forte de réduire la pollution et notamment les émissions de CO₂. Or, l'exploitation de matières premières est évidemment très polluante. Cependant, l'Humanité a besoin des matières premières, que ce soit pour se chauffer, pour se déplacer ou même pour avancer vers la production d'énergie propre. Plus il y a de capitaux investis, plus les capacités de production sont efficientes et moins de pollution est générée par unité produite. Une nouvelle fois, c'est le manque d'investissement qui est problématique et non l'inverse. ■

“

If you are concerned about preserving your wealth for the next generation, you should be concerned about the impact of your assets.”



Think Sustainable

www.explorersinfinance.ch

Vevey | Genève

CONINCO CO

Explorers in finance

Stratégies alternatives liquides

– un nouveau souffle pour la classe d'actifs qui bénéficie de structures innovantes



de
Jean-François Grün
Sales Director
info@frankltempleton.ch

Franklin Templeton Switzerland Ltd

Au travers de cet article, nous aimions traiter de deux aspects différents concernant les stratégies alternatives. Premièrement pourquoi nous pensons que la classe d'actifs pourrait connaître un nouveau souffle dans les années à venir. Deuxièmement quelles sont les nouvelles structures innovantes dont bénéficie cette dernière pour atteindre ses objectifs.

Le contexte macroéconomique n'a pas été idéal pour les hedge funds depuis quelques années, mais nous pensons que la tendance pourrait s'inverser. Il semble que la politique monétaire évolue dans certains pays, que les devises deviennent plus volatiles et que les risques géopolitiques se soient intensifiés dernièrement. Nous estimons que ces éléments fondamentaux pourraient stimuler l'alpha des stratégies alternatives et offrir de nouvelles opportunités pour les investisseurs dans ce segment.

Nous aimions briser certains préjugés selon lesquels toutes les stratégies alternatives sont incertaines et très volatiles. Selon nous, les stratégies alternatives affichent en réalité un profil stable ainsi qu'une faible volatilité. Mais ces stratégies peuvent également offrir un potentiel de diversification et de croissance du capital à long terme.

Nous sommes d'avis que les taux d'intérêt bas sont souvent un facteur négligé dans la performance des stratégies alternatives. À l'heure actuelle, alors que les taux d'intérêt américains augmentent lentement après des niveaux historiquement très bas, nous anti-

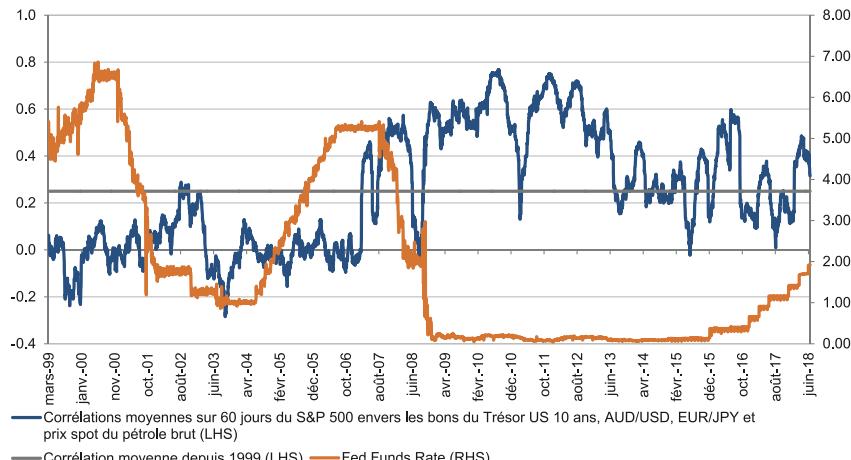
cipons que certaines stratégies alternatives trouveront de nouvelles opportunités pour faire leurs preuves.

Si la Réserve fédérale américaine continue d'augmenter les taux d'intérêt cette année et l'année prochaine, nous pensons qu'elle pourrait bien alimenter un environnement propice à certaines stratégies alternatives. Les taux d'intérêt à la hausse sont historiquement associés à des corrélations entre actifs plus faibles, ce qui crée davantage d'opportunités pour la génération d'alpha.

De plus, la hausse des taux d'intérêt a généralement conduit à des périodes d'alpha supérieur à la moyenne, comme le montre le graphique de la page suivante du Hedge

Corrélations Croisées entre Actifs vs Taux d'intérêt

mars 1999 – juin 2018



Source : K2 Advisors, Bloomberg. Données : Janvier 1990 – juillet 2018. L'alpha est calculé selon l'indice S&P 500. L'indice composé des fonds HFRI (HFRI FWF) est un indice mondial équilibré de plus de 2000 fonds à gérant unique sous la responsabilité de la base de données de Hedge Fund Research Inc. L'ensemble des indices n'est pas géré et il n'est pas possible d'y investir directement. Contrairement à la majorité des classes d'actifs, les rendements de l'indice HFRI tiennent compte des commissions et des frais. Les performances passées ne constituent pas un indicateur ni une garantie des performances futures. Consultez le site www.frankltempleton.ch pour obtenir des informations supplémentaires sur les fournisseurs de données.

Fund Research Index Fund Weighted Composite Index (HFRI FWI)¹.

L'illustration confirme une corrélation positive entre l'alpha et les taux d'intérêt. Le niveau moyen d'alpha a atteint le niveau le plus élevé à 13,99 % pendant la période évaluée, au cours de laquelle le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans s'établissait à 7,03 %. Selon ce qui a été observé dans le passé, nous estimons que les gérants de fonds alternatifs pourraient avoir l'occasion de capter cet alpha, ou surperformance, à mesure que les taux d'intérêt américains continuent d'augmenter.

Le risque géopolitique mondial est un autre élément qui, d'après nous, devrait modifier le panorama des stratégies alternatives. Au vu des récentes tensions géopolitiques, les spreads des principales devises ont augmenté et, en termes historiques, la hausse des spreads profite généralement à l'alpha des stratégies alternatives. Cela est particulièrement vrai dans les économies du G7, étant donné qu'elles coordonnent et s'efforcent de gérer les principaux taux de change de manière à ce que leurs devises soient étroitement liées.

Par conséquent, l'âge d'or des stratégies alternatives – l'environnement le plus fa-

vable à la captation de l'alpha pour les gestionnaires – n'est peut-être pas encore arrivé, mais il se peut que l'on s'en approche au vu des opportunités favorables qui commencent à se présenter.

Toutes les stratégies de hedge funds n'obtiendront pas des résultats identiques, car les conditions changent. Nous nous attendons, par exemple, à ce que le segment de la gestion alternative event-driven connaisse des perturbations du fait que certaines banques centrales commencent à normaliser leurs taux d'intérêt. Ces fonds cherchent souvent à profiter de l'activité des fusions-acquisitions des sociétés, qui pourrait diminuer avec la hausse des taux d'intérêt. Cependant, les stratégies global macro et long/short pourraient, elles par contre, bénéficier de la hausse des taux.

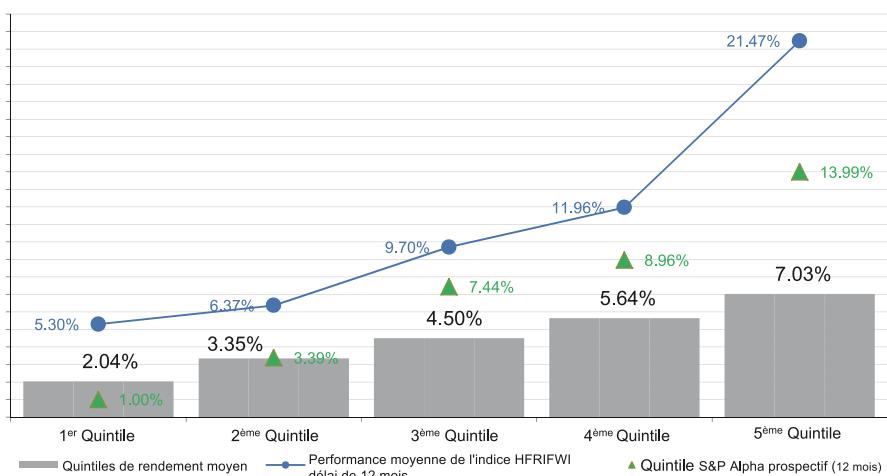
La disponibilité des véhicules alternatifs liquides s'est rapidement accrue au cours de la dernière décennie. Toutefois, cette croissance rapide s'est traduite par une attention accrue et un examen plus attentif de cette catégorie de véhicules de placement. Certains analystes du marché ont fait état de préoccupations relatives aux investissements alternatifs liquides, laissant entendre que leur structure pourrait compromettre le potentiel de performance, réduire la qualité des gestionnaires et limiter les stratégies de trading. Nous pensons que ces critiques peuvent, dans certains cas, être exagérées, et nous en discutons et y répondons dans le présent article. Cependant, nous commencerons par définir clairement ce que nous entendons par « placements alternatifs liquides ».

Une structure multi-stratégie et multi-gestionnaire

Comme défini aux fins du présent document, un portefeuille alternatif liquide multi-stratégie et multi-gestionnaire combine plusieurs stratégies de couverture distinctes (l'élément multi-stratégie) gérées au jour le jour par des gestionnaires de hedge funds externes (l'élément multi-gestionnaire). Chacun de ces gestionnaires tiers se spécialise dans une ou plusieurs stratégies de couverture spécifiques. Ainsi, les investisseurs ont accès aux compétences de hedge funds de

Des taux d'intérêt plus élevés ont historiquement soutenu la performance de l'Alpha des stratégies alternatives

Performance moyenne de l'indice HFRIFWI avec un délai de 12 mois à différents niveaux de rendements des bons du trésor US 10Y (1 janvier 1990 - 19 juillet 2018)



Source : K2 Advisors, Bloomberg. Données : Janvier 1990 – juillet 2018. L'alpha est calculé selon l'indice S&P 500. L'indice composé des fonds HFRI (HFRI FWI) est un indice mondial équilibré de plus de 2000 fonds à gérant unique sous la responsabilité de la base de données de Hedge Fund Research Inc. L'ensemble des indices n'est pas géré et il n'est pas possible d'y investir directement. Contrairement à la majorité des classes d'actifs, les rendements de l'indice HFRI tiennent compte des commissions et des frais. Les performances passées ne constituent pas un indicateur ni une garantie des performances futures. Consultez le site www.franklintempleton.ch pour obtenir des informations supplémentaires sur les fournisseurs de données.

qualité institutionnelle, mais aussi aux avantages de la liquidité quotidienne fournie par des structures de fonds de placement de type UCITS.

Critique des investissements alternatifs liquides : La prime d'illiquidité

Les fonds de placement alternatif liquides peuvent offrir de nombreux avantages. Parmi eux, comme l'indique le nom du véhicule d'investissement, figure la liquidité quotidienne, que les hedge funds traditionnels n'offrent pas. Cependant, cet avantage a parfois suscité des critiques, comme la suggestion que la structure de la VL quotidienne peut compromettre le potentiel de rendement. Ce concept, souvent appelé « prime d'illiquidité », fait référence à l'avantage perçu qu'un hedge fund traditionnel, moins liquide, a dans sa capacité à bloquer le capital plus longtemps et, par conséquent, à investir dans des actifs de plus longue durée qui peuvent avoir un profil de rendement amélioré.

Cependant, notre examen empirique de la performance et de la composition des fonds alternatifs liquides et de leurs hedge funds homologues traditionnels montre que la prime

d'illiquidité peut être surévaluée et, qu'en fait, peu de valeur est perdue en termes de performance du côté des investissements alternatifs liquides.

Les fonds de placement alternatif liquides, multi-stratégie et multi-gestionnaire peuvent présenter des caractéristiques encore plus attrayantes lorsque nous incluons les frais dans notre analyse. L'accès à des stratégies alternatives par l'entremise d'une structure traditionnelle de fonds de hedge funds se traduit souvent par des frais plus élevés qu'un fonds de placement alternatif liquide, et le poids des frais de gestion qui en résulte peut avoir un effet prononcé sur les performances à terme. L'exemple suivant illustre de façon hypothétique l'avantage structurel au niveau des coûts d'un fonds de placement alternatif liquide donné par rapport à une stratégie similaire accessible par l'intermédiaire d'un fonds de hedge funds traditionnel. L'exemple prend en compte une performance brute annualisée de 10 %, ce qui, d'après notre expérience, est raisonnable au vu des données historiques pour des produits de placement similaires.

En examinant cette dynamique plus en détail, supposons que le fonds de hedge funds traditionnel maintient une allocation de 20 %

dans des stratégies illiquides non disponibles pour le fonds de placement alternatif liquide. Si l'incidence des frais entraîne une différence de 258 points de base dans la performance nette, comme l'indique l'illustration ci-dessous, les positions illiquides devraient obtenir un rendement supplémentaire de 26,10 % pour le fonds de hedge funds traditionnel afin de surmonter l'avantage structurel en termes de coûts des alternatifs liquides.

Critique des investissements alternatifs liquides : La qualité du gérant

Les sceptiques remettent souvent en cause le profil des gérants qui acceptent d'agir comme gestionnaires délégués ou sub-advisors pour des fonds de placement alternatif liquides, suggérant que les gérants n'ont pas de véritables motifs pour le faire si ils réussissent vraiment dans l'univers des hedge funds privés. Nous estimons que c'est inexact. Des hedge funds aussi bien établis que Wellington Management, AQR Capital Management, Coe Capital Management, Chilton Investment Company, Loomis Sayles, Jennison Associates, Chatham

L'avantage structurel des fonds alternatifs liquides en termes de coût a une incidence positive sur les performances finales

Le fonds de placement alternatif liquide multi-stratégie et multi-gestionnaire comporte moins de niveaux de frais que de nombreux fonds de hedge funds traditionnels.

Fonds de Hedge Funds traditionnel	Frais	Rendement
Rendement annuel brut		10,00 %
Frais de gestion typiques d'un Hedge Fund (2 %)	2,00 %	8,00 %
Commission de performance typique d'un Hedge Fund (20 %)	1,60 %	6,40 %
Frais typiques d'un fonds de Hedge Funds	1,00 %	5,40 %
Frais de gestion	4,60 %	
Autres frais	0,50 %	
Frais totaux	5,10 %	
Rendement annuel net		4,90 %

Fonds de placement alternatifs liquides multi-stratégie et multi-gestionnaire	Frais	Rendement
Rendement annuel brut		10,00 %
Frais de gestion	2,05 %	7,95 %
Autres frais	0,47 %	7,48 %
Frais totaux	2,52 %	
Rendement annuel net		7,48 %

Source : Analyse K2 de données RiskMetrics. La comparaison du rendement hypothétique est fondée sur un rendement brut annuel de 10 %. Les frais traditionnels des fonds de hedge funds indiqués sont représentés par des moyennes sectorielles définies par l'association CAIA. Les frais de fonds de placement alternatifs liquides multi-stratégie et multi-gestionnaire sont représentés par les frais moyens extraits des prospectus de fonds de placement du groupe de référence et n'incluent pas les frais de vente applicables. A titre d'information seulement.

Les frais payés par les investisseurs dans les hedge funds varient considérablement et, bien que des frais de gestion de 2 % ainsi que des commissions de performance de 20 % aient toujours été considérés comme typiques du secteur, certains investisseurs peuvent payer des frais moins élevés. Les commissions de performance des hedge funds peuvent également être assujetties à un taux de performance minimal, ce qui aurait pour effet de réduire les commissions de performance payées par les investisseurs sur toute performance brute présumée. Les investisseurs dans des fonds alternatifs liquides multi-stratégie et multi-gestionnaire peuvent investir dans différentes parts qui peuvent payer des frais différents de ceux indiqués ci-dessus. De plus, les investisseurs peuvent également être assujettis à des frais de vente initiaux. Les investisseurs doivent consulter les prospectus des fonds alternatifs liquides multi-gestionnaires pour obtenir de plus amples renseignements sur tous les frais payés par ces fonds.

Asset Management, Graham Capital Management et York Registered Holdings participent tous à des structures de fonds alternatifs liquides.

L'infrastructure est un autre problème émergent qui touche les petits gérants. On s'attend

à ce que les hedge funds lancés aujourd'hui fournissent un soutien opérationnel de première qualité pour les investisseurs institutionnels qu'ils recherchent. L'infrastructure nécessaire pour répondre à ces attentes opérationnelles peut représenter un défi pour les petits hedge funds. Pour cette catégorie de gérants, le fait de participer dans un fonds de placement alternatif liquide public constitue une autre façon de lever des actifs. Grâce à cette relation, les tâches opérationnelles, réglementaires et autres tâches de support sont généralement assumées par la direction du fonds, et le gestionnaire de hedge fund peut se concentrer sur sa fonction principale, à savoir la gestion de portefeuille. Encore une fois, cette approche offre d'importants avantages et incite les gérants de qualité à agir à titre de sub-advisor dans le secteur des fonds alternatifs liquides.

Critique des investissements alternatifs liquides : Limites au niveau des stratégies de trading

Un autre préjugé habituel au sujet des fonds alternatifs liquides est que leurs stratégies de trading sont restreintes par rapport à celles des hedge funds privés. Ici encore, nous estimons que cette critique est exagérée et repose souvent sur de fausses hypothèses. Ces critiques se fondent en grande partie sur la croyance selon



laquelle les fonds de placement alternatif liquides ne sont pas autorisés à utiliser des effets de levier, une restriction supposée qui signifierait que le potentiel de performance d'un fonds alternatif liquide n'est pas à la hauteur de celui d'un fonds spéculatif privé. Toutefois, nous pensons que cette interprétation n'est pas exacte : les fonds liquides alternatifs peuvent utiliser un effet de levier limité par l'entremise de divers véhicules.

Grâce à diverses formes d'effet de levier, les fonds alternatifs liquides emploient des stratégies de trading similaires avec des résultats équivalents à ceux des hedge funds traditionnels.

De plus, cette critique de l'effet de levier est fondée sur la notion que les hedge funds privés sont des utilisateurs importants de l'effet de levier, mais notre analyse suggère que ce n'est pas le cas. L'impression d'une forte utilisation de l'effet de levier peut découler de l'héritage laissé par la quasi-faillite de Long-Term Capital Management (LTCM) en 1998.

Conclusion

L'environnement actuel de marché pourrait devenir propice à certaines stratégies alternatives, mais ce n'est que le début et nous pensons que d'autres opportunités pourraient apparaître pendant cet âge d'or.

Les fonds de placement alternatif liquides ont gagné en popularité, avec leur capacité à fournir une exposition aux stratégies de hedge funds avec des performances potentielles faiblement corrélées aux actions et aux obligations, plus l'avantage supplémentaire d'une liquidité quotidienne. Les esprits critiques ont reproché aux fonds alternatifs liquides d'avoir des rendements plus faibles en raison de leur incapacité d'investir dans des avoirs illiquides, de ne pas fournir une exposition à des gérants de hedge funds de qualité et d'afficher un potentiel de performance inférieur en raison des restrictions sur l'effet de levier. Tout au long de cet article, nous avons examiné chacune de ces préoccupations et nous avons constaté qu'elles étaient exagérées, voire infondées.

À notre avis, les fonds de placement alternatifs liquides ont le potentiel d'offrir une valeur importante aux investisseurs, que ce soit à titre individuel ou dans le cadre d'un portefeuille composé d'actifs traditionnels. Il subsiste des différences entre les investissements alternatifs liquides et les stratégies de hedge funds traditionnelles, et bien qu'il soit important de continuer à surveiller et à étudier ces différences au fil du temps, il est tout aussi important de distinguer les faits de la simple impression et de ne pas laisser les préjugés en matière d'alternatifs liquides l'emporter sur leurs avantages potentiels. ■

Le présent document est un document à caractère purement informatif, et ne saurait être considéré comme du conseil juridique ou fiscal ou comme une offre d'achat d'actions ou une sollicitation pour l'acquisition d'actions de SICAV de droit luxembourgeois du groupe Franklin Templeton. Rien dans le présent document ne doit être interprété comme du conseil en investissement. Lors de la collecte des informations contenues dans ce document, Franklin Templeton Investments a procédé avec diligence et professionnalisme. Toutefois, des données provenant de sources tierces ont pu être utilisées dans la préparation du présent document et Franklin Templeton n'a pas vérifié, validé ou audité ces données.

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

Ceci est un document à caractère promotionnel émis par Franklin Templeton Switzerland, qui est autorisé et régulé par l'autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) comme représentante des Franklin Templeton Investment Funds.

Pour des clients professionnels uniquement.
Ne pas distribuer à des clients particuliers.

L'évolution de la dette des marchés émergents, défis et opportunités



de

Daniel Moreno

Gérant

daniel.moreno@mirabaud-am.com**MIRABAUD Asset Management (Suisse) SA**

Il n'y a pas si longtemps, les coups d'État militaires, l'hyperinflation et le poids de la dette extérieure dominaient les discussions sur les marchés en développement. Même si quelques pays suivent toujours ces dynamiques, la majorité d'entre eux ont connu des changements remarquables ces vingt dernières années, un tournant radical dans l'équilibre des pouvoirs économiques qui bouleverse totalement la trajectoire de l'économie mondiale. Les économies émergentes et en développement représentent 85 % de la population mondiale, et comptent désormais pour près de 60 % du PIB à parité de pouvoir d'achat (PPA).

La croissance globale des richesses est ahurissante, les niveaux de pauvreté ont fortement chuté dans bien des pays et l'inflation a été ramenée sous la barre des 10 %. Et comme beaucoup de ces citoyens forment désormais une classe de consommateurs crédible, une vague puissante et nouvelle de consommateurs a émergé.

Pendant des siècles dans le monde, le pourcentage de personnes disposant d'un revenu discrétionnaire (les consommateurs) était

très largement inférieur au pourcentage de personnes qui avaient tout juste de quoi vivre, voire moins. Mais depuis la révolution industrielle, la part des consommateurs n'a cessé de croître, et une des plus fortes progressions se produira d'ici 2025, grâce aux marchés émergents.

McKinsey & Company a publié un rapport en 2012 dans lequel cette transformation était appelée la mégatendance caractéristique de notre époque.

Voici un extrait de ce rapport :

« La Révolution industrielle est largement considérée comme l'un des événements majeurs de l'histoire économique. Pourtant, à bien des égards, la signification de cette transformation fait pâle figure comparée à la mégatendance caractéristique de notre époque : l'avènement d'une nouvelle classe de consommateurs dans les pays émergents, longtemps relégués à la périphérie de l'économie mondiale. »

« Ces deux points de rupture méritent d'être comparés. La Révolution industrielle originale, qui a germé au milieu du XVIII^e siècle, a mis deux siècles à atteindre son

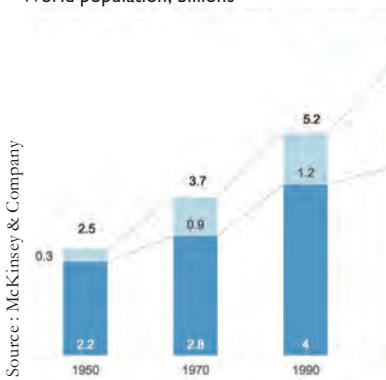
apogée. La Grande-Bretagne, le berceau de cette révolution, a dû attendre 150 ans avant de doubler sa production économique par personne. Les États-Unis, cœur de la deuxième phase de la révolution, ont doublé leur PIB par habitant en un peu plus de 50 ans. Un siècle plus tard, lorsque la Chine et l'Inde se sont industrialisées, ces pays ont doublé leur PIB par habitant en 12 et 16 ans, respectivement. En outre, la Grande-Bretagne et les États-Unis sont entrés dans l'ère industrielle avec une population d'environ 10 millions de habitants, alors que la Chine et l'Inde ont commencé leur décollage économique avec des populations de l'ordre du milliard. Ainsi, les deux leaders économiques émergents connaissent une accélération économique environ dix fois plus forte que celle constatée lors de la Révolution industrielle, sur une échelle de temps cent fois plus courte. Il en résulte une puissance économique plus de mille fois plus grande. »

D'après McKinsey & Company, d'ici 2025, les consommateurs des marchés émergents dépenseront 30 000 milliards de dollars par an, contre 6 900 milliards de dollars il y a moins de 10 ans.

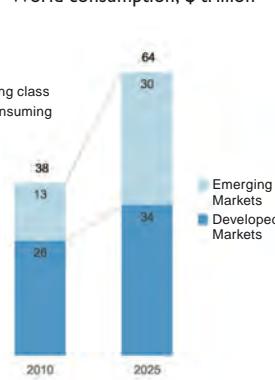
Pendant que le monde développé fait du surplace, les marchés émergents continuent de rugir avec des taux de croissance supérieurs de 3 points de pourcentage en moyenne. Plus visible encore, au cours des dix prochaines années, 70 à 80 % de la croissance mondiale viendra des marchés émergents. Les hausses de productivité, des niveaux de consommation élevés et une démographie favorable en seront les forces motrices.

Un autre cabinet de conseil – PwC – prédit que l'économie mondiale pourrait plus que doubler d'ici 2050, en supposant des politiques globalement favorables à la croissance et l'absence de catastrophes majeures menaçant la civilisation mondiale. D'ici 2050, les sept premières économies émergentes pourraient voir leur part dans le PIB mondial progresser d'environ 35 % aujourd'hui à près de 50 %. La Chine pourrait devenir la plus grande économie du monde, générant à elle seule environ 20 % du PIB mondial, avec l'Inde à la deuxième place, et l'Indonésie en quatrième position (sur la base du PIB à PPA).

World population, billions



World consumption, \$ trillion



Pour réaliser ce potentiel de croissance, les gouvernements des marchés émergents doivent mettre en œuvre des réformes structurelles pour renforcer leur stabilité économique, diversifier leurs économies afin qu'elles ne reposent plus uniquement sur les ressources naturelles et développer un système institutionnel politique et juridique plus efficace.

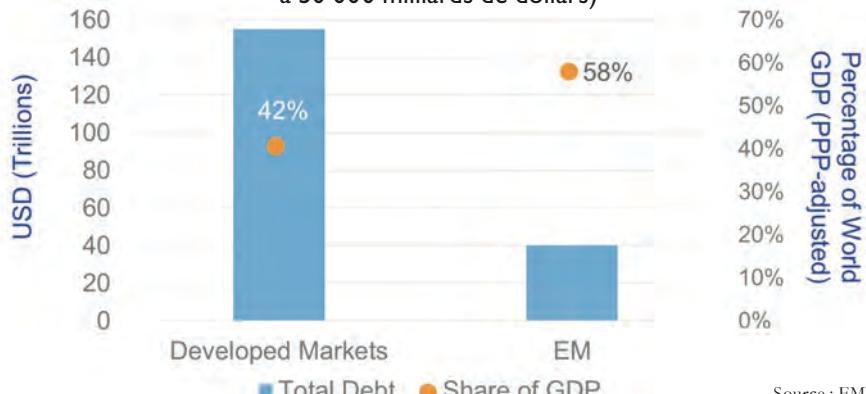
	2016	2050	
China	1	1	China
US	2	2	India
India	3	3	US
Japan	4	4	Indonesia
Germany	5	5	Brazil
Russia	6	6	Russia
Brazil	7	7	Mexico
Indonesia	8	8	Japan
UK	9	9	Germany
France	10	10	UK

Source : PwC

En dépit de facteurs extraordinairement porteurs à long terme et d'un historique de rendements élevés, nous ne manquons jamais d'analystes et de chercheurs universitaires pour annoncer constamment une crise des marchés émergents en raison de niveaux d'endettements accrus, d'une hausse des taux d'intérêt aux États-Unis, d'une appréciation du dollar ou des perspectives incertaines de la croissance mondiale. Ces craintes sont tout simplement exagérées.

Bien sûr, les marchés émergents doivent renforcer l'efficacité des dépenses, consolider leurs institutions et augmenter les revenus hors-matières premières ; cependant, les principaux marchés émergents ont des niveaux de dette publique plus faibles que leurs équivalents du monde développé, leur dette extérieure est bien moins pesante qu'au cours des crises précédentes et ils ont accumulé beaucoup plus de réserves de change. Par ailleurs, les banques centrales de ces pays disposent d'une plus grande marge de manœuvre pour des politiques accommodantes aptes à réduire les pressions financières. Dans le cas de la Chine, le contrôle étendu de l'État réduit les risques d'une crise de liquidité comme celle qui s'est produite dans les économies développées.

Dette et PIB (la dette des marchés émergents est passée à 50 000 milliards de dollars)

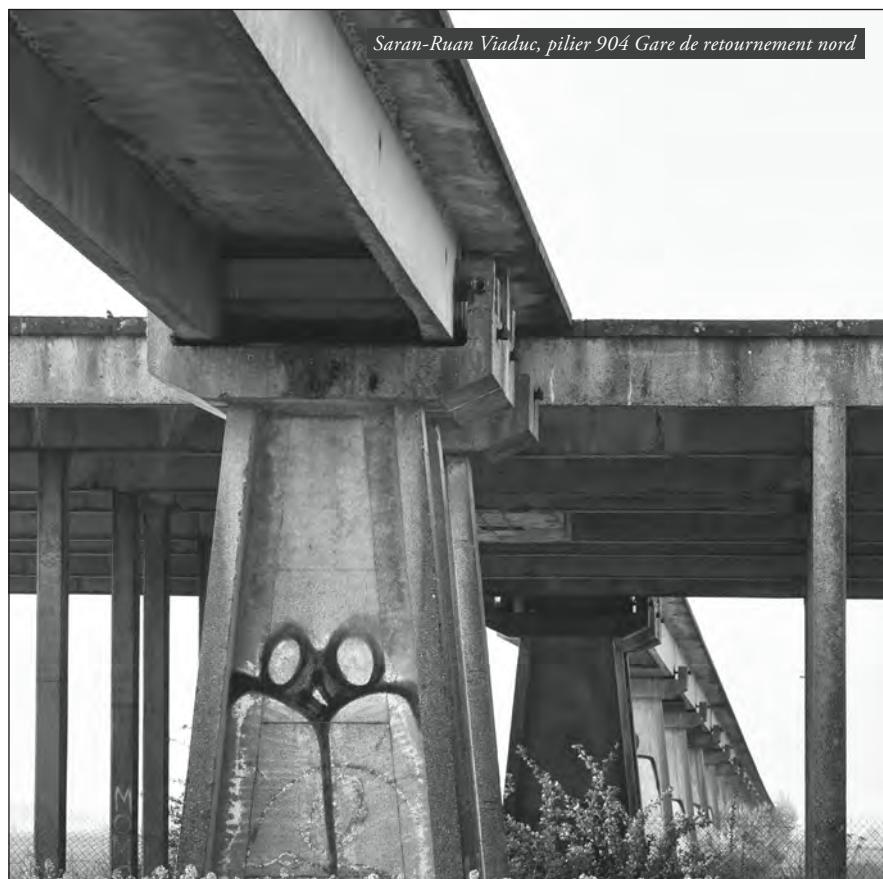


En moyenne, les pays émergents sont endettés à hauteur de 172 % de leur PIB actuel, contre 300 % pour les marchés développés. Mais en termes de PIB ajusté du pouvoir d'achat, la dette moyenne des pays émergents représente à peine 72 % du PIB, contre 275 % du PIB dans les pays développés.

Fin 2016, l'univers obligataire des marchés émergents a dépassé les 20 000 milliards de dollars, soit 20 % du marché obligataire mondial. De plus, les institutions financières des pays émergents ont accordé 30 000 milliards de dollars de crédits sur le marché

intérieur. Ce chiffre correspond à 27 % des financements d'obligations et de prêts à l'échelle mondiale. Les marchés émergents représentent d'ores et déjà près de 60 % de la croissance mondiale (ajustée de la PPA).

Un autre fait souvent négligé est que les économies émergentes, surtout les grandes, ont progressivement développé leurs marchés obligataires nationaux et sont désormais beaucoup moins tributaires des emprunts extérieurs. Dans les faits, 86 % du total des obligations des marchés émergents sont libellées en devise locale. 



EM fixed income universe – size and composition

USD trillion	2000	2005	2010	2015		2016	
				USD trn	%	USD trn	%
Total tradable debt	1.4	4.9	11.0	17.4	100	20.1	100
Local Currency	0.7	3.9	9.5	14.8	85	17.2	86
External	0.7	0.9	1.6	2.6	15	2.8	14
Government	0.9	2.6	5.4	7.7	44	9.3	46
Local currency	0.5	2.1	4.3	6.9	39	8.3	42
External	0.4	0.5	0.6	0.8	5	1.0	5
Corporate	0.5	2.3	5.6	9.7	56	10.8	54
Local	0.2	1.8	4.7	7.9	46	8.9	44
Financials	0.1	1.2	3.2	4.5	26	5.2	26
Non-financials	0.1	0.5	1.5	3.4	20	3.7	19
External	0.3	0.5	1.0	1.7	10	1.8	9
Financials	0.2	0.3	0.6	1.1	6	0.2	6
Non-financials	0.1	0.2	0.3	0.6	4	0.7	3

réduction de la volatilité et des pertes maximales à moyen-long terme.

Au sujet du risque de la dette émergente, il est intéressant de remarquer que son profil a changé avec le temps, et ce grâce à l'amélioration de la qualité du crédit. Voici 20 ans, la dette émergente comptait peu d'émetteurs notés investment grade, elle est aujourd'hui pour moitié investment grade et pour moitié à haut rendement. Cette évolution signifie que la classe d'actifs est devenue moins volatile et que les pertes sont moins sévères qu'il y a 20 voire 10 ans. Dans le même temps, sa corrélation avec le marché obligataire des pays développés a augmenté.

Idéalement, les investisseurs devraient intégrer ces changements afin d'identifier la part de risque que la classe d'actifs a effectivement hérité des marchés développés, au niveau du taux d'intérêt, du crédit et du taux de change.

Le cas d'investissement de la dette émergente était, est et reste convaincant, et pourtant elle reste sous-représentée dans les portefeuilles de la plupart des investisseurs institutionnels. Nous nous attendons à ce que cette classe d'actifs continue de se développer en phase avec les prévisions de croissance du PIB, à ce que la plupart des titres se négocient sur les marchés locaux et à ce que la part de dette d'entreprises dans les émissions totales reste globalement stable. ■

Les marchés obligataires modernes des pays émergents sont relativement jeunes. Ils ne sont apparus sérieusement qu'après d'importants ajustements économiques et politiques dans les dix années qui ont suivi la fin de la guerre froide.

L'univers en constante évolution de la dette émergente est particulièrement vaste, et il y a mille façons d'extraire de hauts niveaux de prime de risque dans les obligations d'État ou d'entreprises, libellées en monnaie forte ou locale. Nous sommes convaincus que la dette émergente joue un rôle crucial dans le contexte d'un portefeuille obligataire global, avec des avantages et des risques variés.

Par rapport à d'autres classes d'actifs obligataires, la classe d'actifs bénéficie en général de fondamentaux porteurs à long terme et d'un degré élevé de diversification à travers l'ensemble des opportunités et en termes de risques et de sources de performances. Adopter une gestion active dédiée est néanmoins indispensable, étant donné la

probabilité plus forte de risques particuliers négatifs et/ou d'événements imprévus de géopolitique ou liés au crédit.

La dette émergente est une classe d'actifs unique en son genre. On peut en effet la définir comme un actif risqué avec des caractéristiques obligataires. En d'autres termes, nous retrouvons dans un même univers certains sous-ensembles avec des rendements/une croissance élevés, et d'autres où les revenus sont réguliers.

Et c'est précisément parce que la dette émergente offre des rendements attendus plus élevés que d'autres classes d'actifs obligataires qu'y investir comporte des risques variés : risque de liquidité, de change et de crédit, mauvaise gouvernance, risque politique et volatilité forte ou inattendue. Pour cette raison, lorsque nous construisons des portefeuilles de dette émergente, nous pensons que mélanger les types d'émetteurs (États et entreprises) et les devises de libellé (forte et locale) est bénéfique et conduit à une

Sources : Ashmore, BIS

EM fixed income benchmark indices – as at end-2016

Asset Class	Index name	Index acronym	Index provider	Number of countries	Number of issuers	Number of issues	Index market cap (US bn)	Asset class (US bn)	Index as % of asset class	
External sovereign debt	EMBI Global Diversified	EMBI GD	JP Morgan	65	142	559	445	976	45.6%	
External corporate debt	CEMBI Broad Diversified	CEMBI BD	JP Morgan	51	554	1,200	406	1,845	22.0%	
Local currency government debt	BGI EM Global Diversified	GBI EM GD	JP Morgan	15	15	201	707	8,341	8.5%	
Local currency corporate debt	Local EM non-sovereign	LOCL	BAML	13	185	336	104	89,09	1.2%	
All EM fixed income								1,662	20,071	8.3%

La performance grâce à la durabilité



de
 Johannes Weisser
 Head of Client Portfolio Management
johannes.weisser@robecosam.com

RobecoSAM AG

L'intérêt pour les investissements durables n'a cessé de croître ces dernières années. L'analyse des critères ESG est largement considérée comme une forme de prévention des risques. Dans la plupart des cas, on la retrouve dans les portefeuilles des investisseurs sous forme de critères d'exclusion et d'univers d'investissement limités. Dans cet article, nous voulons suivre une approche différente et complémentaire, sans pour autant déprécier la validité des critères techniques évoqués. Nous concevons l'analyse de durabilité comme un facteur de performance devant générer des rendements supérieurs.

L'humanité fait aujourd'hui face à un certain nombre de défis. Les études estiment qu'en 2030, jusqu'à 10% du PNB mondial sera lié à la réalisation des ODD (objectifs de développement durable) des Nations unies. Les entreprises qui proposent des solutions de produits et de services respectant ces objectifs peuvent tirer parti de ces nouveaux marchés gigantesques.

Les critères ESG matériels et financiers sont la clé du succès

La pertinence financière des critères de durabilité collectés et analysés («matérialité») est déterminante pour la réussite de l'investissement. Il est important de poser les bonnes questions pour obtenir des réponses pertinentes. Quels sont les facteurs de création de valeur d'un secteur ? Comment évoluent-ils dans le temps ? Quelles variables non financières faut-il surveiller et quels sont les indicateurs permettant d'identifier les entreprises performantes à long terme ?

Approches spécifiques à un secteur

La première étape consiste à définir les facteurs de durabilité matériels et financiers d'un secteur ou d'un modèle com-

mercial. Ces informations permettent de formuler des questions ciblées afin d'isoler les informations pertinentes. Pour cela, les évaluations standard ne sont pas très utiles et le traitement des données collectées doit pouvoir s'intégrer dans le processus d'investissement. Nous considérons l'internalisation de la collecte et du traitement des données comme un avantage décisif pour les gestionnaires de fortune qui veulent utiliser la durabilité comme source de performance.

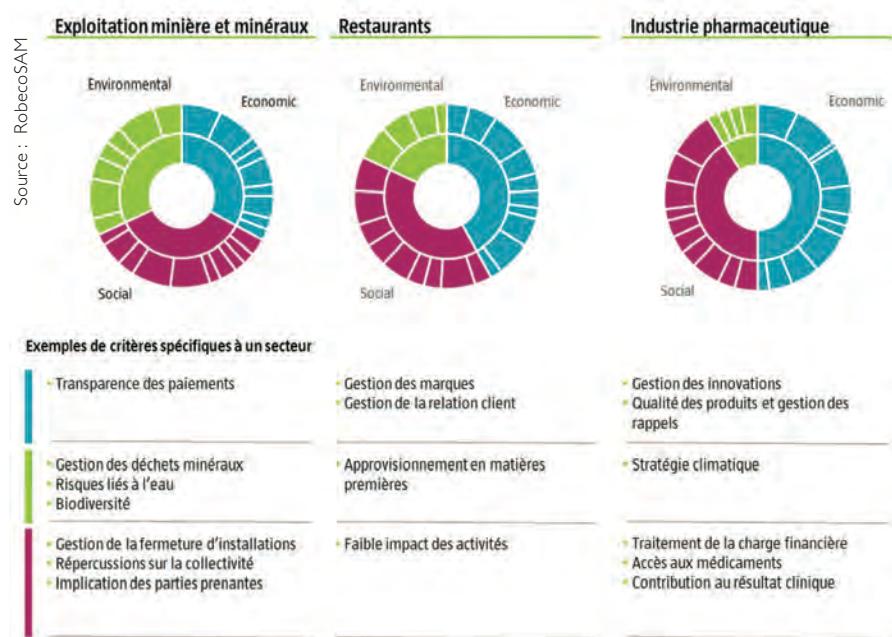
Intégration des facteurs ESG : une évaluation des entreprises plus approfondie

Les entreprises d'un secteur sont analysées à l'aune des facteurs ESG les plus pertinents. Les résultats de cette analyse sont intégrés dans l'évaluation financière fondamentale traditionnelle et influencent le calcul de la valeur d'une entreprise à long terme. Il sera possible d'investir uniquement dans des entreprises dont le profil de durabilité présente une valeur ajoutée par rapport à l'évaluation financière pure, à condition qu'elles ne soient pas déjà surévaluées sur le marché. L'évaluation à long terme d'une entreprise validée par des facteurs de durabilité – sur l'ensemble du cycle économique – permet à l'investisseur de reconnaître les erreurs d'évaluation résultant de considérations à court terme et de les utiliser à son avantage.

La durabilité, un facteur d'investissement

Les évaluations de la durabilité basées sur des données ESG brutes sont généralement faussées par des facteurs comme l'origine ou la taille d'une entreprise. Un ajustement dans le cadre du processus « Smart ESG » indique clairement une corrélation positive entre durabilité et performance future.

En accédant au statut de facteur de performance et d'investissement ayant un excel-



Recherche approfondie sur la durabilité

Notre évaluation des pratiques durables des entreprises fournit une vue à 360 degrés des performances de chaque entreprise en matière de durabilité



Source : RobecoSAM

lent profil rendement-risque, la durabilité est utilisable dans le cadre de modèles factoriels modernes et confirme ce que le bon sens soupçonne déjà : les facteurs ESG sont bien plus qu'un instrument de prévention des risques. Ils sont les piliers du succès des investissements à long terme. ■

susceptibles d'être modifiés sans préavis. Il incombe à chaque lecteur d'évaluer l'exactitude, l'exhaustivité et la pertinence des opinions, conseils, services et autres informations fournis dans le présent document.

Limitation de responsabilité – Les informations contenues dans le présent document ne sauraient être considérées comme un conseil ou un avis juridique, comptable ou professionnel relatif à des faits ou sujets spécifiques de la part des auteurs, des éditeurs et des distributeurs. Par conséquent, ces derniers déclinent toute responsabilité en relation avec leur utilisation. RobecoSAM AG, ses sociétés liées, ses sociétés affiliées et ses filiales ne sauraient en aucun cas être tenues responsables des dommages directs, indirects, spéciaux, accessoires ou consécutifs causés par l'utilisation des opinions ou informations exprimées dans le présent document de manière expresse ou implicite.

Propriété intellectuelle – Sauf mention contraire, les textes, les images et la mise en page du présent document sont la propriété exclusive de RobecoSAM AG, de ses

Clause de non-responsabilité

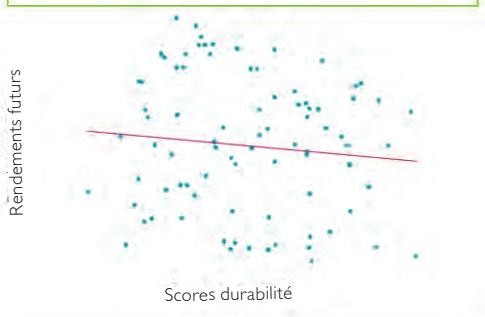
Absence de garantie – Le présent document a été élaboré à partir de sources dont le contenu est présumé exact et fiable. Cependant, ni leur exactitude ni leur exhaustivité ne sauraient être garanties. Les données et informations contenues dans le présent document sont fournies «en l'état» et ne comportent aucune garantie, expresse ou implicite. RobecoSAM AG, ses sociétés liées, ses sociétés affiliées et ses filiales excluent toutes garanties, expresses ou implicites, incluant sans s'y limiter, des garanties implicites de qualité marchande ou d'adéquation à un usage particulier. Les opinions et points de vue exprimés dans le présent document reflètent l'avis de leurs auteurs au moment où il a été rédigé et sont

sociétés liées, de ses sociétés affiliées et/ou de ses filiales. Il est interdit de les reproduire ou de les distribuer, en tout ou en partie, sans l'autorisation écrite de RobecoSAM AG, de ses sociétés liées, de ses sociétés affiliées ou de ses filiales.

Absence d'offre – Les informations et opinions contenues dans le présent document ne constituent ni une invitation, ni une recommandation, ni une offre en vue de l'achat ou de la vente d'instruments d'investissement ou d'autres services ou de la conclusion de tout autre type de transaction. Les informations présentées dans le présent document ne sont pas destinées aux ressortissants des juridictions où la communication de ces informations constituerait une infraction à la loi ou à la réglementation locale.

© 2018 RobecoSAM AG

Données brutes



Smart ESG

Données ajustées



Source : RobecoSAM

Immobilier indirect

– Que ce cache-t-il derrière les agios ?



de
Nicolas Di Maggio
CIO indirect, Head of Asset Management Indirect
dimaggio@sfp.ch

Swiss Finance & Property AG

A moins que des « surprises » positives ne surviennent après la rédaction de cet article (-août 2018), la performance 2018 des fonds immobiliers suisses cotés connaît un net recul par rapport aux années précédentes. Il est temps d'en analyser les causes et de présenter les opportunités qui s'offrent aux investisseurs.

En décomposant la performance entre les facteurs « dividendes », « valeur nette d'inventaire (VNI) » et « agio », il est possible d'isoler le facteur responsable de la volatilité de la performance et d'analyser ses sources d'influence.

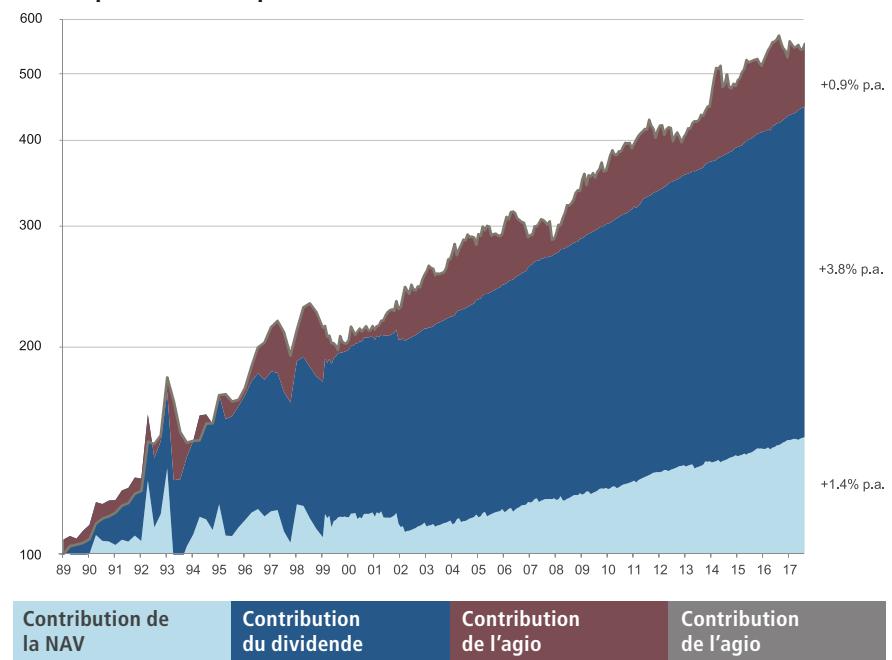
« La performance comprend une composante immobilière (rendement du dividende et variation des valeurs nettes d'inventaire) et une composante financière (variation du niveau de l'agio) »

Hors variation du niveau de l'agio, les revenus immobiliers versés sous forme de dividendes (+3,8 % par an) contribuent à plus de 70 % à la performance moyenne des titres immobiliers. Les 30 % restants (+1,4 % par an) proviennent de l'augmentation des valeurs des biens immobiliers détenus par chaque fonds. Ils s'expliquent pour moitié par la baisse, enregistrée ces dernières années, des taux d'intérêt reflétés dans les taux d'escompte utilisés dans les valorisations des biens immobiliers et pour moitié par une amélioration des conditions de la chose louée (loyers encaissés).

Ce rapport « revenus sous forme de dividende/augmentation des valeurs » (70/30) pris dans un contexte international correspond à des investissements dans de l'immobilier « Core », qui caractérise bien les placements immobiliers suisses. Ces deux

premières sources de performances sont relativement stables et prévisibles. Les titres immobiliers suisses comptent donc parmi les plus appréciés au sein d'une allocation d'actif.

Décomposition de la performance des titres immobiliers cotés :



La troisième source de performance provient de la variation du niveau de l'agio. Nettement plus volatile, puisque directement liée à la variation des cours en bourse, elle est tantôt positive, tantôt négative.

« Le niveau d'agio s'explique par des raisons structurelles à long terme et par des raisons cycliques à court et moyen terme »

En tant que moteur structurel de la formation d'agio, on peut d'abord mentionner les différences de prix entre le marché des transactions et les valorisations, fondées sur les rendements immobiliers, des immeubles au bilan des fonds.

Il peut y avoir un certain décalage de prix entre valorisations et marché des transactions.

Un autre facteur structurel peut être la plus grande liquidité offerte ainsi que la fongibilité des parts du fonds et la diversification de l'investissement indirect par rapport à une propriété unique.

En outre, un facteur structurel de paiement d'agio peut être identifié : les investisseurs en placements collectifs sont beaucoup plus orientés vers la valeur de marché de l'immobilier que vers la valeur de liquidation des fonds. Ainsi, la valeur nette d'inventaire des biens immobiliers est déterminée en cas de liquidation, c'est-à-dire après déduc-

tion de tous les impôts latents dus en cas de vente. Cette valeur est inférieure à la valeur de marché estimée des immeubles sous-jacents.

Enfin, l'évolution des taux d'intérêt sur le marché des capitaux doit être mentionnée comme un facteur structurel du niveau d'agio. Plus les taux d'intérêt sur le marché des capitaux sont bas, plus le rendement au dividende requis par les investisseurs dans des placements collectifs immobiliers est faible. Une augmentation des cours résulte de l'augmentation des agios par rapport à la valeur de l'actif net.



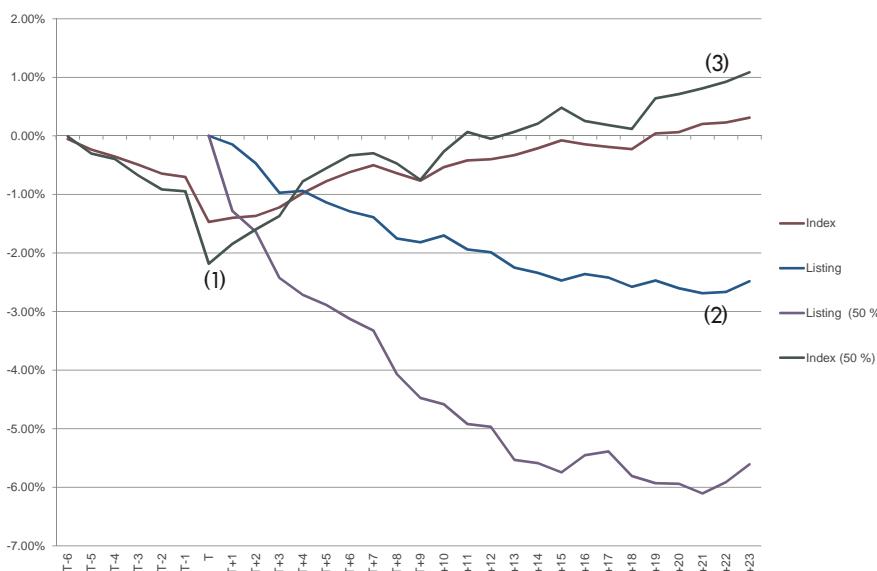
« Seules l'offre et la demande et les variations des taux sur le marché des capitaux permettent d'expliquer les variations à plus court terme ».

Les distorsions de prix qui en résultent offrent également des opportunités d'investissement pour les investisseurs capables de les comprendre et de les anticiper. Nous examinerons également les cas suivants: (A) cotations de nouveau produit, (B) augmentations de capital et (C) flux générés par des investisseurs «passifs».

(A) « La cotation d'un nouveau produit (fonds) est source de volatilité et offre un timing intéressant pour se positionner sur le marché »

Une analyse des 20 dernières nouvelles cotations montre que, dans la moitié des cas, le marché affiche un recul de plus de 1,2 % de l'indice de référence au cours du premier jour de cotation du nouveau fonds (1). Le fonds perd ensuite en moyenne 3 % au cours du premier mois de cotation (2) tandis que le marché retrouve sa tendance de fond 3).

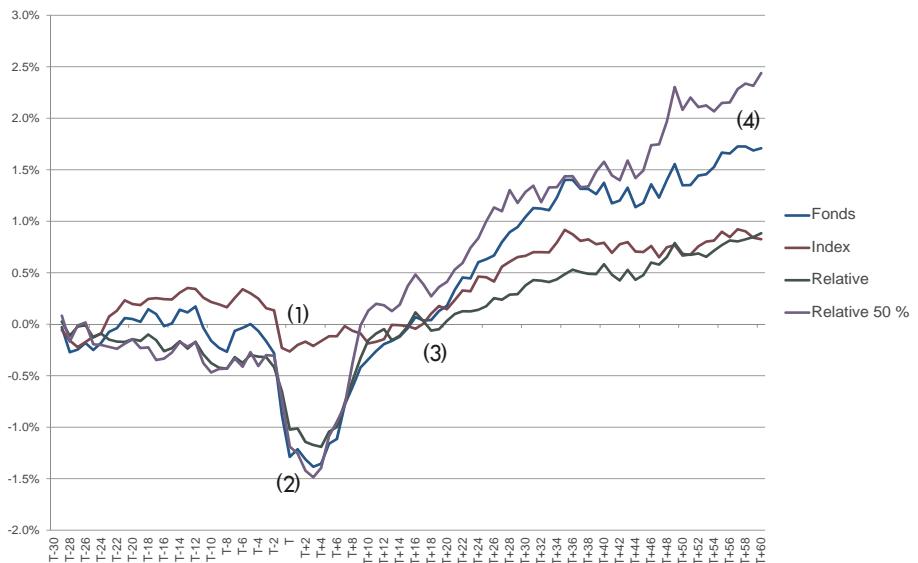
Analyse de la performance du marché et du fonds compris dans l'indice:



(B) « Une sous-performance suivie d'un rattrapage est souvent la règle lors des augmentations de capital »

Lors d'augmentations de capital, un phénomène similaire se dessine. Nous avons ana-

Analyse de la performance du marché et du fonds procédant à une augmentation de capital :



(C) « La part des investisseurs passifs sur un marché peu liquide entraîne des distorsions importantes »

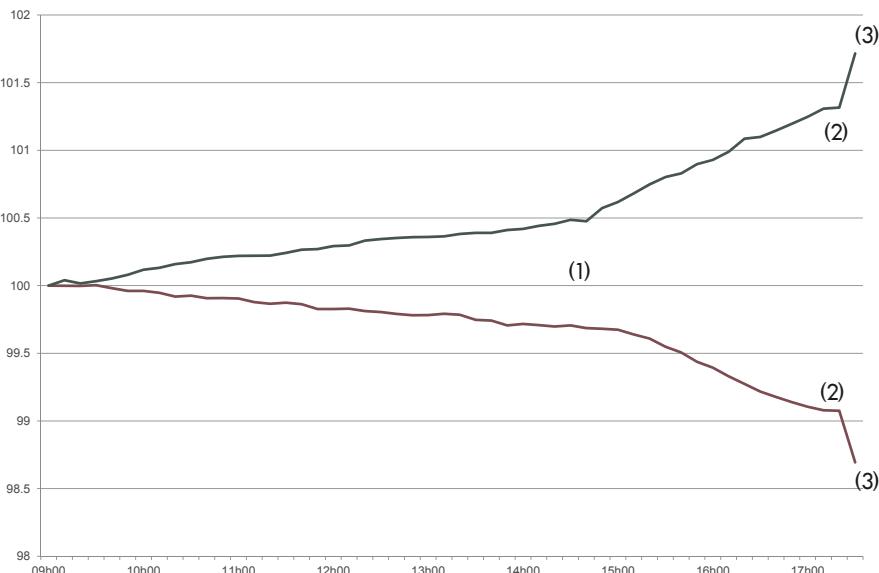
Le dernier phénomène concerne les flux sur un marché dont les volumes d'échange n'excèdent, en moyenne, pas les 30 millions de francs par jour de négoce. Nous avons analysé l'impact des investisseurs passifs sur les prix des fonds les jours où le volume des transactions était élevé. Le constat est sans appel: dans les heures qui suivent le cut-off (heure limite pour les souscriptions et les rachats) (1) les prix décalent de plus de 0,5 % à mesure que les gérants investissent ou désinvestissent les montants nécessaires au re-balancement de leur portefeuille (2). Ce phénomène atteint son point culminant lors du closing (fermeture du marché), offrant aux investisseurs actifs la possibilité de se positionner face à la tendance respective (3).

En résumé, on peut affirmer que le marché immobilier coté est encore fortement influencé par le marché des capitaux et que cela offre des opportunités d'investissement intéressantes et attrayantes pour les investisseurs actifs dans ce domaine.

bénéficier d'un effet de rattrapage lui permettant de combler le retard accumulé au cours du premier mois (3) et de surpasser le marché par la suite (4).

En revanche, les investisseurs passifs doivent répliquer la pondération des fonds inclus dans l'indice de référence. Pour les entrées et les sorties dans leurs produits, ils doivent systématiquement mettre en œuvre des achats ou des ventes, quel que soit le niveau

Performance du marché en cas d'apports ou de retraits importants dans les fonds passifs :



de prix, en fonction de la pondération respective des titres.

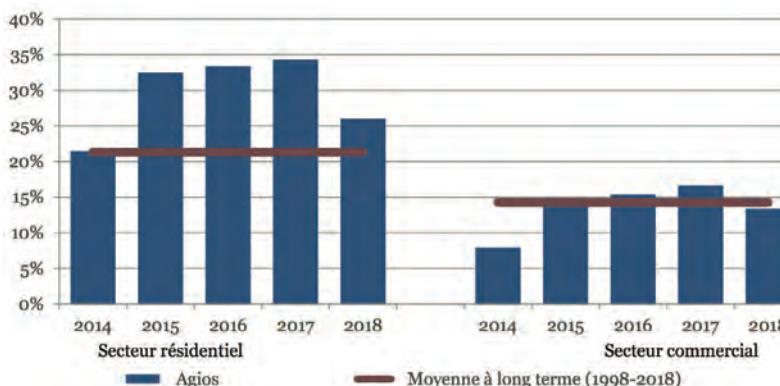
L'investisseur actif, en revanche, peut se positionner non seulement en reproduisant la pondération du marché des titres sous-jacents avec son portefeuille, mais aussi en

intégrant les évaluations sous-jacentes et les informations prospectives pour sa décision d'investissement, selon sa propre analyse. (voir encadré). ■

Analyse sectorielle du marché

Alors que les prix des transactions pour les investissements immobiliers directs, dans le secteur résidentiel, continuent à battre des records pour ce genre d'objet, les premiers signes de relâchement se profilent à l'horizon. Après une activité de construction sans précédent et un solde migratoire net en ralentissement, les taux de vacances, en dehors des principales villes du pays, ont fortement augmenté. Cela concerne en particulier la commercialisation de nouveaux projets et la première location de nouveaux bâtiments. Ici, la durée d'absorption a considérablement augmenté.

Les investisseurs dans l'immobilier résidentiel coté en bourse ont longtemps été peu sensibles à ces nouveaux risques, malgré des paiements de dividendes plus faibles pour les fonds résidentiels. Cela ouvre des opportunités aux investisseurs actifs de se positionner de manière sélective par rapport à leur marché de référence, de sous-pondérer ou de vendre des fonds immobiliers résidentiels coûteux, ce qui crée des opportunités pour être plus sélectifs sur le marché, d'autant que la prime de nombreux fonds se situe au-dessus de leur moyenne à long terme. En revanche, de nombreux fonds axés sur les bâtiments commerciaux sont évalués favorablement, y compris en termes d'agios en comparaison historique.



Obligations internationales

Pourquoi la volatilité



de

Pierre-Alain Stehle

Relationship Manager

pierre-alain_stehle@troweprice.comT. Rowe Price

- Jusqu'à son retour récent, la volatilité avait brillé par son absence depuis la crise financière.
- Toutefois, le retrait de l'assouplissement quantitatif pourrait entraîner des pics de volatilité plus fréquents.
- L'environnement de taux bas de ces dernières années a incité nombre d'investisseurs à constituer des portefeuilles avec des actifs fortement corrélés susceptibles de subir des pertes importantes si la volatilité réapparaît.
- Des approches plus actives de la construction de portefeuille pourraient donc s'avérer bénéfiques.

La volatilité a toujours représenté un facteur important pour les investisseurs. Or, elle a largement brillé par son absence pendant la majeure partie de la période qui a suivi la crise financière. Mis à part quelques pics occasionnels (le plus récent a eu lieu ces derniers mois), l'indice de volatilité du Chicago Board Options Exchange (VIX), mesure la plus suivie des anticipations de volatilité du marché boursier, s'est fait assez discret depuis 2011.

Toutefois, alors que les banques centrales commencent à réduire l'assouplissement quantitatif (QE), que des risques politiques émergent dans certaines régions du monde et que la perspective de guerres commerciales se fait menaçante, la volatilité pourrait réapparaître et prendre par surprise les investisseurs s'ils ne sont pas prêts à y faire face.

L'importance clé de la volatilité s'explique par son rôle déterminant dans les prix des

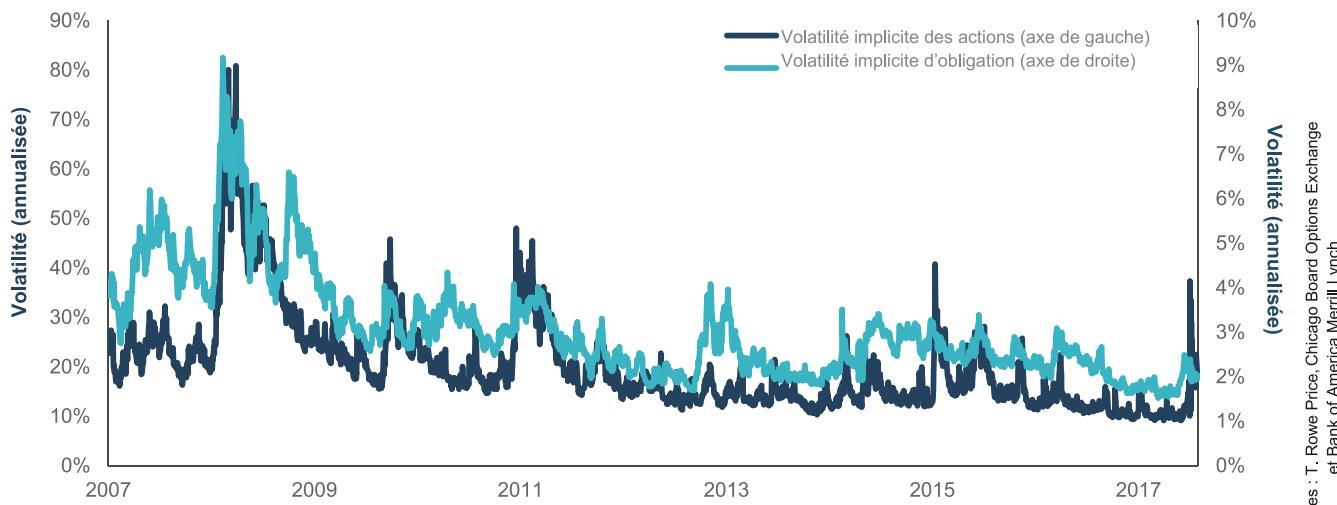
actifs. Selon la théorie moderne de portefeuille, les investisseurs tiennent compte de trois principaux facteurs avant de faire leur choix: le risque (mesuré par la volatilité ou l'écart-type), le rendement et la corrélation. Les investisseurs rationnels chercheront toujours à construire un portefeuille présentant la performance la plus élevée possible pour un niveau de risque donné, ou le risque le plus faible pour une performance donnée. Toujours selon cette théorie, un portefeuille «efficient» avec le meilleur profil risque/rendement possible doit intégrer des actifs non corrélés entre eux.

Les trois composants de la volatilité

Comme l'indique le graphique 1, la volatilité implicite (et donc le risque) des marchés d'actions et d'obligations a été proche de ses plus bas niveaux historiques ces dernières années. Pour en comprendre la raison, nous devons nous pencher sur les trois éléments clés de la volatilité de marché: la macroéconomie, la géopolitique et les bulles du prix des actifs.

La volatilité macroéconomique repose sur des facteurs tels que les anticipations de croissance, l'inflation et les fluctuations de taux d'intérêt. Les banques centrales, dont les principales responsabilités consistent à fixer les taux d'intérêt, à contrôler la masse monétaire et à garantir la stabilité du système financier, peuvent exercer une influence notable sur la volatilité macroéconomique. Les milliers de milliards de dollars injectés par les programmes QE dans l'éco-

Au 31 mars 2018



La volatilité implicite des actions est représentée par l'indice VIX ; la volatilité implicite des obligations est reflétée par l'indice MOVE.

Sources : T. Rowe Price, Chicago Board Options Exchange et Bank of America Merrill Lynch

nomie mondiale par les banques centrales depuis la crise financière mondiale (CFM) ont garanti d'abondantes liquidités et maintenu les taux d'intérêt à un bas niveau, ce qui a soutenu le marché du crédit et les économies nationales. L'assouplissement quantitatif a également influé sur l'offre d'actifs, contraignant les investisseurs internationaux à détenir davantage de liquidités.

La croissance soutenue de la Chine, dont la part dans les investissements mondiaux a explosé ces dernières décennies, a contribué à maintenir un environnement macroéconomique peu volatil. Le pétrole bon marché a eu un impact similaire, faisant office d'incitation ou d'allègement fiscal pour les consommateurs.

Sur le papier, la volatilité géopolitique aurait dû être élevée ces dernières années. Rien que l'année dernière, Donald Trump a été intronisé Président des États-Unis, le Royaume-Uni a activé l'article 50 déclenchant officiellement sa sortie de l'Union européenne, des partis contestataires ont participé à différentes élections en Europe, tandis que les tensions au Moyen-Orient et sur la péninsule coréenne persistaient tout au long de l'année. Malgré cela, le calme a régné sur les marchés en 2017. Les événements à risque susmentionnés, et d'autres, n'ont provoqué aucun trouble durable. Cette absence de réaction peut être en partie due à l'effet apaisant du QE des banques centrales, mais peut également venir du fait que la fréquence des événements politiques inhabituels est devenue telle ces dernières années que les marchés, indifférents, tendent à ne pas trop fluctuer; les investisseurs s'étant tellement habitués aux surprises qu'ils ont cessé d'y réagir.

Enfin, les prix des actifs ont connu une forte croissance depuis la CFM de sorte que la bulle devrait finir par éclater. Une nouvelle fois, les liquidités injectées par les banques centrales peuvent avoir contribué à maintenir les prix à un niveau artificiellement élevé.

La fin du QE pourrait libérer les forces naturelles du marché

En résumé, les trois principales sources de volatilité ont toutes été mises en sourdine pendant la majeure partie de la période post-CFM. Toutefois, il est peu probable

que cela continue. La fin du QE devrait libérer les forces naturelles du marché qui ont été bâillonées par les sommes astronomiques injectées par les banques centrales dans le système. La Réserve fédérale américaine et la Banque d'Angleterre ont déjà commencé à réduire leur programme QE, tandis que la Banque centrale européenne et la Banque du Japon devraient leur emboîter le pas en temps voulu. Ceci entraînera la hausse des taux d'intérêt, renchérisant le coût des emprunts pour les entreprises comme pour les consommateurs, et pourrait freiner la croissance.

Dans le même temps, la Chine rééquilibre son économie, délaissant la production manufacturière et la construction au profit des services et de la consommation. Alors qu'il semble bien gérer le processus jusqu'à présent, le parti communiste au pouvoir pourrait éprouver quelques difficultés à maintenir la croissance soutenue des dernières années pendant cette phase de transition. Le prix de l'énergie semble également voué à augmenter, transformant ce qui était un avantage pour les consommateurs en un impôt.

Sans le réconfort du QE, les événements géopolitiques pourraient aussi commencer à déclencher davantage de volatilité. Cette année, des élections sont prévues dans plusieurs grands pays, auxquelles participeront des partis populistes, anti-establishment ou des personnalités accusées de corruption. La querelle internationale déclenchée par le Président américain, qui menace d'imposer de lourdes taxes douanières sur les importations d'acier et d'autres produits, pourrait bien rendre les principaux marchés nerveux, de même que toute escalade des tensions au Moyen-Orient, en Corée du Nord ou en Russie.

Enfin, il est possible que la fin du QE finisse par faire éclater certaines bulles spéculatives. En effet, des signes ont déjà été observés cette année. Les turbulences de février ont entraîné des pertes abyssales chez des fonds cotés en bourse (ETF) à volatilité inversée que les investisseurs avaient accumulés, estimant que la volatilité resterait faible. L'effondrement récent du cours de la crypto-monnaie Bitcoin est également considéré par certains comme un cas classique d'éclatement de bulle. Si les investis-

seurs prennent peur de l'inflation et de la hausse des taux d'intérêt, des corrections semblables pourraient devenir plus fréquentes.

« Contrairement à une croyance répandue, les actions et la dette souveraine ne sont pas toujours négativement corrélées. À certaines périodes, notamment lorsque des pics de volatilité sont provoqués par des craintes inflationnistes, elles peuvent devenir étroitement corrélées. »

Attention aux corrélations présumées en portefeuille

Si la volatilité est vouée à réapparaître, les investisseurs devront soigneusement examiner leurs portefeuilles pour déterminer s'ils sont suffisamment bien préparés. Il leur faudra notamment se pencher sur les corrélations. Comme l'indique la théorie moderne de portefeuille, plus la corrélation entre deux actifs est élevée, plus il est difficile de les combiner pour créer un portefeuille efficient doté d'un solide profil risque/rendement. La phase de politique monétaire ultra-accommodante a incité les investisseurs à constituer des portefeuilles davantage corrélés, moins efficaces dans la mesure où les taux historiquement bas les ont contraints à investir davantage sur les marchés du crédit pour obtenir de meilleures performances. Dans la mesure où les instruments de crédit à haut rendement sont fortement corrélés aux actions, cette position devient très risquée lorsque la volatilité montre des signes de résurgence.

Qui plus est, les pics de volatilité peuvent également entraîner une variation inattendue de la corrélation entre les actions et les emprunts d'État. Contrairement à une croyance répandue, les actions et la dette souveraine ne sont pas toujours négativement corrélées. À certaines périodes, notamment lorsque des pics de volatilité sont provoqués par des craintes inflationnistes, elles peuvent devenir étroitement corrélées. C'est ce qui s'est passé en février, lorsque la fébrilité entourant l'inflation a entraîné la correction simultanée des obligations et des actions. Par conséquent, les

investisseurs qui pensent que renforcer la durée de leur portefeuille diversifiera automatiquement la volatilité du marché des actions se trompent.

Les stratégies de parité des risques, qui déterminent les allocations d'actifs au sein d'un portefeuille à l'aide du risque, sont bien moins efficaces lorsque les corrélations augmentent. Les investisseurs qui cherchent à préparer leur portefeuille au retour éventuel de la volatilité feraient bien d'adopter une approche différente reposant sur une allocation géographique et sectorielle active et sur la gestion de la duration. Des périodes telles que celle que nous traversons, où les pays se situent à des phases très diverses de leur cycle de taux d'intérêt, offrent l'opportunité de construire des portefeuilles diversifiés sur les marchés et les pays avec des actifs peu corrélés entre eux. Selon nous, cette approche pourrait s'avérer la méthode la plus efficace pour traverser ce qui pourrait être une phase de volatilité. ■

Nous sommes à votre disposition pour plus d'informations.

www.troweprice.ch

Informations importantes

Réservez aux investisseurs qualifiés. Ne pas diffuser. Les opinions et informations contenues dans le présent document sont la propriété de l'auteur et susceptibles de changer.

Le présent document est fourni à titre d'information uniquement. Il ne constitue pas une prestation de conseil de quelque nature que ce soit, notamment de conseil fiduciaire en investissement, et il est recommandé aux investisseurs potentiels de consulter un conseiller juridique, financier ou fiscal indépendant avant de prendre une décision d'investissement. Le groupe de sociétés T. Rowe Price, dont T. Rowe Price Associates, Inc., et/ou ses sociétés affiliées perçoivent des revenus issus des produits et services d'investissement de T. Rowe Price. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.** La valeur d'un investissement et les revenus qui en découlent peuvent fluctuer à la hausse comme à la baisse. Les investisseurs peuvent récupérer moins que le montant investi. Le présent document ne constitue pas une offre ou une invitation à vendre ou à acheter des titres dans quelque pays que ce soit, ni une recommandation ou sollicitation personnelle ou générale dans ce sens. Il n'a été examiné par aucune autorité de contrôle. Les informations et les opinions mentionnées dans le présent document ont été obtenues auprès, ou à partir, de sources considérées comme fiables et actualisées. Toutefois, nous ne pouvons en garantir ni l'exactitude ni l'exhaustivité. Il n'y a aucune garantie que les prévisions se réaliseront. Les opinions exprimées sont celles de l'auteur à la date mentionnée sur le présent document et sont susceptibles de changer. Ces opinions peuvent également diverger de celles du groupe de sociétés T. Rowe Price et/ou de ses associés. Ce document ne doit en aucune circonstance être copié ou redistribué, en tout ou partie, sans l'accord de T. Rowe Price. Les opinions exprimées dans ce document datent de June 2018 et peuvent avoir évolué depuis cette date. Suisse – Publié en Suisse par T. Rowe Price (Switzerland) GmbH, Talstrasse 65, 8001 Zurich, Suisse. Réservez aux investisseurs qualifiés. T. ROWE PRICE, INVEST WITH CONFIDENCE est, collectivement et/ou individuellement une marque, déposée ou non, de T. Rowe Price Group, Inc. Tous droits réservés.



... 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.

Unsere Büros in der Schweiz:
CACEIS Switzerland
Nyon +41 58 261 9400
Zürich +41 58 261 9471
www.caceis.com

caceis
INVESTOR SERVICES
s o l i d & i n n o v a t i v e

Perspektiven für Schwellenländelanleihen

Grundsätzliche Argumente für Anlagen in Schwellenländer



Von

Roubesh Adaya

Investment Specialist

Fixed Income

roubesh.adaya@aberdeenstandard.com

Aberdeen Standard Investments

Zwar haben Anlagen in Schwellenländer gegenüber solchen in Industriestaaten zusätzliche Risiken. Die deutliche Wirtschaftsentwicklung und die Stärkung der Finanzmärkte in den Schwellenländern während der letzten Jahrzehnte haben jedoch enorm dazu beigetragen, die Wahrnehmung der Anleger zu verbessern. Heute sind die Schwellenländer eine zunehmend wichtigere Triebfeder des globalen Wirtschaftswachstums. Dies ist allein schon am Beitrag Chinas abzulesen: Den Prognosen der Weltbank zufolge wird das Land von 2017-2019 über ein Drittel zum weltweiten Wachstum beisteuern. Die Beiträge anderer grosser Schwellenländer wie Indien oder Indonesien werden ebenfalls zunehmend bedeutender.¹

Schwellenländelanleihen – wichtige Merkmale und Komponenten

Die beiden wichtigsten Möglichkeiten, die Anleger haben, um auf das stärkere Wirtschaftswachstum in den Schwellenländern zu setzen, sind Aktien und Schwellenländelanleihen. Nachfolgend befassen wir uns mit einigen der wichtigsten Merkmalen von Schwellenländelanleihen und den Vorteilen, die sie im Portfolio- bzw. Vermögensauf-

teilungskontext bieten können. Schwellenländelanleihen lassen sich grob in drei Unterkategorien aufteilen: Staatsanleihen in Hartwährungen, Staatsanleihen in Lokalwährungen und Unternehmensanleihen:

Staatsanleihen in Hartwährungen

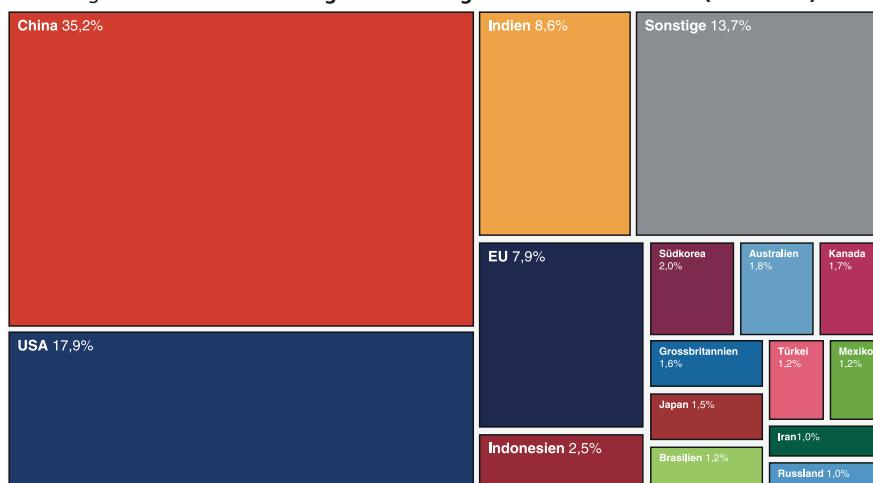
Bei Hartwährungs-Staatsanleihen, die in US-Dollar ausgegeben werden, entspricht die Rendite der Anleihe üblicherweise der Rendite von US-Staatsanleihen mit gleicher Laufzeit plus einer Risikoprämie zur Kom-

pensation des zusätzlichen Risikos einer Anlage in einem Schwellenland. Während die Wertentwicklung eines Portfolios mit US-Staatsanleihen hauptsächlich durch das Zinsrisiko in US-Dollar getrieben wird, ergibt sich die Performance eines Portfolios von Hartwährungsanleihen aus der Kombination der Entwicklungen der Zinsen und der Risikoprämien. In der Vergangenheit sind die Risikoprämien zumeist geschrumpft, wenn die Renditen von US-Staatsanleihen gestiegen sind (und umgekehrt). Der Grund dafür war, dass ein Anstieg des Zinsniveaus in den USA in der Regel mit einem stärkeren Wachstum in den USA und weltweit einherging. Also können Hartwährungs-Schwellenländerstaatsanleihen eine Diversifikation gegenüber US-Staatsanleihen bieten, da sich ihre Risikoprämien verkleinern dürften, wenn sich die globalen Wachstumsaussichten verbessern.

Staatsanleihen in Lokalwährungen

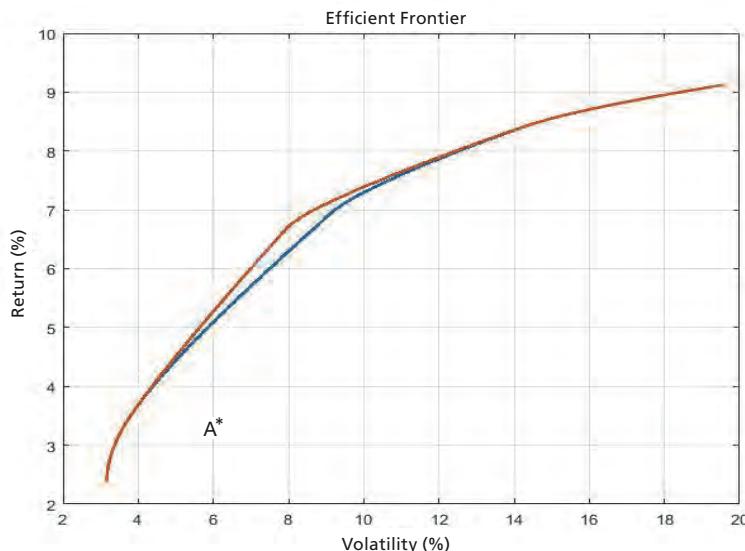
Ebenso wie die Hartwährungsanleihen können Schwellenländelanleihen in Lokalwährungen langfristige Diversifikationsvorteile bieten. Hier ergeben sie sich jedoch hauptsächlich aus den lokalen Schwellenländerwährungen. Deshalb kann die Beimischung einer Lokalwährungsanlage ohne Währungsabsicherung zu einem auf US-Dollar lautenden Portfolio die risikobereinigte Performance verbessern. Während ein Portfolio aus US-Staatsanleihen zu 100% von der Entwicklung der US-Zinsen und des US-Dollars beeinflusst wird, kann das Beimischen von Schwellenländelanleihen in Lokalwährungen die Portfolio-Diversifikation also verbessern, indem sie 18 weitere Renditekurven und Währungen hinzufügt.

Abbildung 1: Prozentueller Beitrag zum realen globalen BIP-Wachstum (2017-2019)



Quelle: The Visual Capitalist. Auf Basis der globalen BIP-Schätzungen des IWF für 2016 und Prognosen der Weltbank für 2017 bis 2019.

Abbildung 2: Effizienzgrenze – Auswirkung der Hinzufügung von Schwellenländeranleihen



Quelle: Aberdeen Standard Investments. August 2018. Das Intervall der Risiko- und Ertragsdaten reicht von Januar 2003 bis Juli 2018. In der Analyse berücksichtigte Anlageklassen: US-Aktien, globale Aktien, Schwellenländeraktien, US-Aggregate-Anleihen, US-Investment-Grade-Anleihen, Globale Investment-Grade-Anleihen und drei Anlageklassen von Schwellenländeranleihen (Staats- und Unternehmensanleihen in harten Währungen und Staatsanleihen in Lokalwährungen).

Unternehmensanleihen aus Schwellenländern

– Zu den attraktivsten Aspekten von Unternehmensanleihen aus Schwellenländern zählen ihre historisch niedrige Ausfallquote und das grosse Universum an weltweiten Anlagentmöglichkeiten. Anders als die US-Hochzins-Emissanten befinden sich Schwellenländerunternehmen in verschiedenen Regionen in aller Welt. Damit bewegen sie sich in höchst unterschiedlichen politischen, ökonomischen, regulatorischen und unternehmerischen Umfeldern. All dies kann die potenziellen Diversifikationsvorteile

Schwellenländern, das durch die historisch niedrigen Ausfallquoten unterstützt wird, ist ihre potenzielle Eignung als defensive Anlageklasse. Beispielsweise büsst Unternehmensanleihen aus Schwellenländern während des sogenannten «Taper Tantrums» im Jahr 2013 gemessen am Gesamtertrag nur 0,6% ein. Mit einer Laufzeit von 4,7 Jahren ist die Anlageklasse auch weniger sensitiv gegenüber Veränderungen der Renditen von US-Staatsanleihen als längerfristige Hartwährungs-Staatsanleihen von Schwellenländern.

Tabelle: Optimierte Portfolioallokationen in Anleihen von Schwellenländern

	Risikoparität		Maximale Diversifikation	
	USD	CHF	USD	CHF
Staatsanleihen in Hartwährungen	35%	33%	0%	10%
Unternehmensanleihen	39%	36%	61%	47%
Staatsanleihen in Lokalwährungen	26%	31%	39%	43%

Quelle: Aberdeen Standard Investments. August 2018, Hinweis: Die für die obige Analyse verwendete monatliche Risiko- und Ertragshistorie bezieht sich auf den Zeitraum von Januar 2003 bis Juli 2018.

von Unternehmensanleihen aus Schwellenländern noch verstärken. Der Markt für Unternehmensanleihen aus Schwellenländern besteht aus etwa 800 Emittenten und ist rund 20% grösser als der US-Hochzinsmarkt. Ein weiteres unterschätztes Merkmal von Unternehmensanleihen aus

Diversifikationsvorteile von Schwellenländeranleihen

Schwellenländeranleihen bieten als Einzelanlage schon zahlreiche Vorteile, unter anderem eine attraktive Kombination aus typischerweise höheren Renditen im Vergleich zu Industrieländeranleihen mit ähn-

lichen Bonitätsratings in Verbindung mit niedrigeren Ausfallraten. Die attraktivste Eigenschaft für ein Multi-Asset-Portfolio ist jedoch vermutlich die Verbesserung der Diversifikation und der risikobereinigten Erträge auf Portfolioebene. Die nachstehende Grafik beruht auf den Risiko- und Ertragsdaten für den Zeitraum von 2003 bis 2018 und zeigt, wie sich die Effizienzgrenze durch die Beimischung von Schwellenländeranleihen in einem Portfolio verschiebt.

Allokation innerhalb der Schwellenländeranleihen

Ein diversifizierter Ansatz für Schwellenländeranleihen kann Anlagen in bestimmten Segmenten der Anlageklasse oder einen gemischten Ansatz umfassen. Ein gemischter Ansatz besteht aus Allokationen in Lokal- und Hartwährungsanleihen sowie Unternehmensanleihen aus Schwellenländern. Da diese spezielle Anlageklasse ein breites Spektrum unterschiedlicher Möglichkeiten bietet, sollten vor jeder Anlage eingehende Analysen durchgeführt werden.

Wenn es um die optimale Kombination verschiedener Schwellenländeranleihen-Segmente geht, können zwei bekannte analytische Ansätze genutzt werden, um die optimalen Allokationen zu bestimmen: «Risikoparität» und «maximale Diversifikation». Der grösste Vorteil dieser Ansätze ist, dass beide ausschliesslich auf der Volatilität und den Korrelationen als massgeblichen Input-Faktoren beruhen. Sie nutzen keine Prognosen der zukünftigen Renditen (auf Basis von Analysen der historischen Renditen), was zu einem hohen Schätzungsrisiko führen würde.

Die nachstehende Abbildung zeigt die optimierte Portfolioallokation in verschiedenen Schwellenländeranleihen-Segmenten, sowohl nach dem Risikoparitätsansatz als auch nach dem Ansatz der maximalen Diversifikation – sowohl aus der Sicht eines US-Dollar-Anlegers als auch aus der Sicht eines Schweizer-Franken-Anlegers. (Sehe Tabelle)

Aus dieser Analyse können mindestens drei wichtige Schlussfolgerungen abgeleitet werden. Erstens ist ein gemischter Ansatz für die Allokation in Schwellenländeranleihen vorzuziehen, allerdings mit signifikantem

Gewichtungsunterschieden bei den beiden Ansätzen. Zweitens empfiehlt der Ansatz der maximalen Diversifikation eine deutlich reduzierte Allokation in Hartwährungsschwellenländneranleihen im Vergleich zum Risikoparitätsansatz.

Drittens, und möglicherweise am wichtigsten, hat die Basiswährung des Anlegers einen klaren Einfluss auf die Allokationsentscheidungen. Im dargestellten Vergleich scheint sowohl der Risikoparitätsansatz als auch der Ansatz der maximalen Diversifikation darauf hinzudeuten, dass Anleger in Schweizer Franken (sofern alle anderen Umstände gleich bleiben) eine höhere Allokation in Lokalwährungsanleihen aus Schwellenländern in Erwägung ziehen sollten als US-Dollar-Anleger. Eine plausible Erklärung dafür könnte darin bestehen, dass das Schwellenländerwährungsrisiko für Schweizer-Franken-Anleger geringer ist als für US-Dollar-Anleger, da der US-Dollar eine stärkere Korrelation zu den Kursen von Schwellenländneranleihen hat.

Wahl zwischen aktiv und passiv bei Schwellenländneranleihen

Abgesehen von der Asset Allocation müssen sich Anleger bei Investitionen in Schwellenländneranleihen auch zwischen aktiven und passiven Anlageansätzen entscheiden. In den letzten Jahren hat der Anteil der Zuflüsse in passive Fonds deutlich zugenommen. Den Daten von JP Morgan zufolge betrug der Zufluss in börsennotierte Fonds (ETF) für Schwellenländneranleihen im Jahr 2017 insgesamt 15,4 Milliarden US-Dollar. Das entspricht 13,3% der Gesamzuflüsse in die Anlageklasse. Darüber hinaus ist der grösste einzelne Schwellenländneranleihenfonds jetzt ebenfalls ein ETF. Ein passiver Ansatz für Anlagen in Schwellenländer kann zwar bestimmt einige bekannte Vorteile bieten. Wir sind jedoch überzeugt, dass sich ein passiver Ansatz für diese Anlageklasse weniger gut eignet. Konkret gibt es unserer Meinung nach dafür fünf wichtige Argumente:

1) In der Vergangenheit hat sich ein aktiver Ansatz für Schwellenländneranleihen besser bewährt

In erster Linie sollten Anleger unserer Meinung nach zunächst einmal die Erfolgsbilanz der beiden Ansätze betrachten. Wie unten dargestellt, haben in den letzten 14 Jah-

Abbildung 3: Aktive Vermögensverwalter von Schwellenländneranleihen erzielten in der Vergangenheit bessere Ergebnisse.



Quelle: Stand Ende 2017. eVestment, JPMorgan und Alliance Bernstein (AB). Auf Basis der USD-Renditen für Manager im eVestment Emerging Markets Fixed Income – Hard Currency Universe, gleitende Renditen über 3 Jahre

ren im Durchschnitt fast 70% der aktiven Manager von Schwellenländneranleihen den JP Morgan EMBI Global Index über gleitende Dreijahreszeiträume übertragen. Darauf hinaus gab es im gleichen Zeitraum nur ein Jahr (2008), in dem weniger als 50% der aktiven Vermögensverwalter den Index übertragen haben.

2) Anleihen verhalten sich ganz anders als Aktien

Es sei daran erinnert, dass der erste Aktien-ETF bereits 1993 aufgelegt wurde, der erste Anleihen-ETF aber fast ein Jahrzehnt später. Ein wichtiger Grund dafür ist die zusätzliche Komplexität des Handels mit Anleihen gegenüber Aktien, die von den Anlegern häufig unterschätzt wird. Während Aktien an Börsen gehandelt werden und den ganzen Tag über Echtzeitkurse verfügbar sind, werden Anleihen ausserbörslich (OTC) gehandelt. Das bedeutet, dass die Kurse privat (von Fall zu Fall) zwischen Käufer und Verkäufer ausgehandelt werden. Während Aktienanleger leicht sehen können, zu welchem Kurs sie eine Aktie zu einem bestimmten Zeitpunkt kaufen oder verkaufen können, kann es für Anleger in Anleihen aufgrund der ausserbörslichen Natur der Transaktionen schwieriger sein, ein Angebot ausfindig zu machen und die Kurse festzustellen.

3) An den Anleihemärkten ist die Beta-Replikation schwieriger

ETFs konzentrieren sich in erster Linie auf die Optimierung der Beta-Replikation. Das

heisst, ihr primäres Ziel ist die Minimierung der Renditeabweichung gegenüber der Benchmark, die sie nachbilden. Um eine Benchmark zu replizieren, muss ein Manager deshalb nur eine Auswahl von Anleihen kaufen, die sich weitgehend im Einklang mit dem Gesamtmarkt bewegen. Unserer Meinung nach schaffen solche Optimierungs- bzw. Stellvertretertechniken eine übermässige

Nachfrage nach den liquidesten Anleihen. Dies kann zu Marktverzerrungen führen. Dies war zum Beispiel 2017 bei einigen russischen und indonesischen Anleihen zu beobachten. Damals erfuhren einige Wertpapiere nach starken Zuflüssen eine übermäßig starke Aufwertung, einfach weil sie grössere Komponenten von ETFs waren. Eine weitere Ursache für Komplikationen im Zusammenhang mit Lokalwährungsanleihen aus Schwellenländern sind bedeutende Unterschiede bei der steuerlichen Behandlung in verschiedenen Ländern. Dies kann die Beta-Replikation ebenfalls erschweren.

4) Die Gewichtung nach der Marktkapitalisierung ist generell ein unzulänglicher Ansatz für Anleiheanlagen

Ganz allgemein sind wir der Ansicht, dass eine Allokation auf Basis der Marktkapitalisierung für Anleihemärkte fundamental schwieriger ist als für Aktienmärkte. Konkret kann dies eine Tendenz hin zu Emittenten (Staatsanleihen ebenso wie Unterneh-

mensanleihen) bewirken, die mehr Anleihen ausgeben und/oder die höchsten Schulden haben. Dies könnte wiederum negative Auswirkungen auf das Kreditrisiko haben.

5) Die Risiken von Schwellenländeranleihen sind vielfältiger und die Erträge sind breiter gestreut als an anderen Anleihemärkten

Nicht zuletzt sind bei Schwellenländeranleihen auch vielfältigere und generell zahlreichere Risiken zu beachten. Ein wichtiges Beispiel dafür ist der häufig grössere Einfluss politischer und/oder Corporate-Governance-Risiken. Dieses relativ hohe idiosynkratische Risiko schlägt sich wiederum in einer normalerweise höheren Streuung der Erträge unter verschiedenen Emittenten nieder. Sofern alle anderen Aspekte gleich bleiben, sollten Märkte mit breiterer Ertragsstreuung einen grösseren Spielraum für die Wertschöpfung durch eine aktive Vermögensverwaltung bieten.

Fazit

Der Beitrag der Schwellenländer zum globalen Wirtschaftswachstum wird strukturell immer grösser. Mit einer höheren Allokation in Schwellenländeranleihen können Anleger diese wirtschaftliche Realität in ihren Portfolios berücksichtigen. Schwellenländeranleihen können als Einzelanlage bereits zahlreiche Vorteile bieten, unter anderem eine attraktive Kombination aus typischerweise



Cabine des passagers de l'Aérotrain no 1

höheren Renditen im Vergleich zu Industrieländeranleihen mit ähnlichen Bonitätsratings in Verbindung mit niedrigeren Ausfallraten. Für die meisten Anleger besteht die noch grössere Attraktivität dieser Anlageklasse jedoch in der verbesserten Portfoliodiversifikation. Anleger müssen aber umsichtig vorgehen, wenn sie entscheiden, welche Vermögensaufteilung und welche Anlageinstrumente sich am besten für sie eignen. Im Hinblick auf Letztere sind wir überzeugt,

dass sich ein aktiver Anlageansatz aufgrund der strukturellen Eigenheiten der Märkte für Schwellenländeranleihen für diese Anlageklasse weiterhin am besten bewähren dürfte. ■

Quellenangaben:

¹ Auf Basis der globalen BIP-Schätzungen des IWF für 2016 und den Prognosen der Weltbank für 2017 bis 2019.

Für professionelle Investoren und in der Schweiz nur für qualifizierte Anleger.

Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein Indikator für die zukünftige Entwicklung. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind allgemeiner Art und dienen ausschliesslich der Informationsfindung. Sie beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig erachten, und alle hierin geäusserten Meinungen erfolgen nach bestem Wissen und Gewissen und sind nur zum Zeitpunkt der Veröffentlichung gültig. Sofern die Informationen in diesem Dokument Projektionen oder sonstige zukunftsgerichtete Aussagen enthalten, entsprechen diese lediglich Prognosen, die erheblich von den tatsächlichen Ereignissen oder erzielten Ergebnissen abweichen können. Aberdeen Standard Investments (Switzerland) AG („ASIS“)/Aberdeen Asset Managers Limited („AAML“) übernimmt weder eine Gewähr für die Richtigkeit oder Zuverlässigkeit dieser Informationen noch irgendeine Haftung gegenüber Personen,

die sie als Entscheidungsgrundlage verwenden. Sämtliche Quellen stammen von der Aberdeen Standard Investments Unternehmensgruppe.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen keine Anlageberatung oder persönliche Finanzberatung für bestimmte Finanzprodukte dar und dürfen nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der hierin genannten Anlagen betrachtet werden. Bei der Erstellung dieses Dokuments wurden die besonderen Anlageziele, die Finanzlage oder der spezifische Bedarf der Anleger nicht berücksichtigt, so dass sich Investoren vor einer Anlage ein eigenes Urteil über die Eignung der betreffenden Anlage für ihre eigenen Gegebenheiten, ihre Anlageziele und ihre Finanzlage bilden und sich bei ihrem Finanz- bzw. Steuerberater erkundigen sollten. ASIS/AAML haftet außer in den

gesetzlich vorgesehenen Fällen nicht für Verluste oder Schäden, die beliebigen Personen aufgrund dieser Informationen entstehen. Dieses Informationsmaterial darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung durch ASIS/AAML nicht kopiert, geändert, verkauft, verteilt, angepasst, veröffentlicht, übernommen, vervielfältigt oder anderweitig verwendet werden.

Unter der Marke Aberdeen Standard Investments ist das Anlagegeschäft von Aberdeen Asset Management und Standard Life Investments zusammengefasst. In der Schweiz herausgegeben von Aberdeen Standard Investments (Switzerland) AG („ASIS“). Eingetragen in der Schweiz unter der Registernummer CHE-114.943.983. Eingetragener Firmensitz: Schweizergasse 14, 8001 Zürich. Zugelassen als Vertriebsträger kollektiver Kapitalanlagen von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA

Obligationenanlagen im Wandel



Von
Olivier de Denon
 CEFA, Senior Sales Manager
Olivier.deDenon@baloise.com

**Baloise
Asset Management**

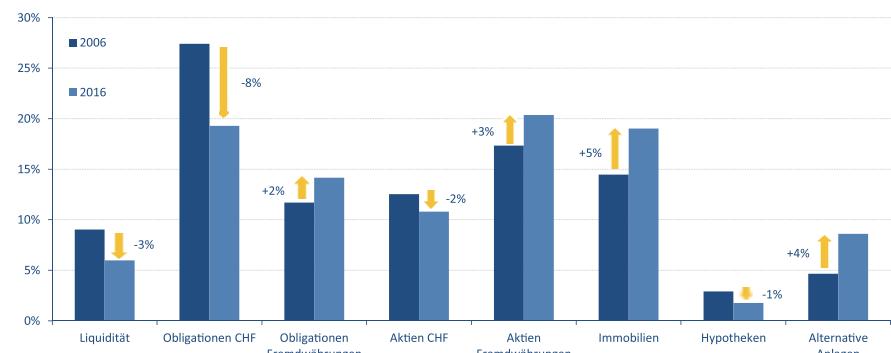
Zusammenfassung

- Die äusserst expansive Geldpolitik im Nachgang der grossen Finanzkrise und das damit einhergehende Tiefzinsniveau führte zu einer Jagd nach Rendite, welche insbesondere institutionelle Investoren zu Umschichtungen in Fremdwährungs-Obligationen und tiefere Bonitätssegmente zwang.
- Zur Steigerung der erwarteten Rendite wurde in den letzten Jahren vermehrt auf kostengünstige Passivierungslösungen und ETF zurückgegriffen.
- Die tiefere Kostenstruktur wird allerdings mit deutlich höheren Risiken erkauft, welche mit einem systematischen, aktiven Anlageansatz zu vermeiden wären, welcher im Folgenden erläutert wird.

Wir blicken zurück

Der Zusammenbruch des US-Hypothekenmarkts löste vor rund zehn Jahren die schwerste Wirtschaftskrise der Nachkriegszeit aus. Es war das Ende einer substanziellen Spekulationsblase am Immobilienmarkt in den USA. Die amerikanische Finanzbranche, welche anfangs der Nullerjahre mit Subprime-Hypotheken das grosse Geschäft machte, musste 2007 substanzielle Verluste bekannt geben und der Interbankenmarkt begann auszutrocknen. Da Banken diese Subprime-Papiere in diversen Produkte bündelten und globalen Investoren als sichere Anlagen angepriesen hatten, führte diese Krise aber nicht nur in den USA sondern rund um den Globus zu erheblichen Verwerfungen.

Was folgte war eine zuvor unvorstellbare Intervention der Notenbanken und der Politik. Politiker verabschiedeten gigantische Rettungspakte für die Finanzindustrie und die Notenbanken reagierten mit radikalen Zinssenkungen. Nebst den Zinssenkun-



Quelle: Bundesamt für Statistik

gen wurde auch die Ära der quantitativen Lockerung eingeläutet. Die amerikanische Notenbank (Fed) begann bereits im November 2008 mit dem Kauf von Anleihen im Milliardenumfang und weitere Notenbanken sollten folgen. Als einige Jahre später strukturelle Probleme, wie die hohen Staatsschulden, zu einer erneuten Krise im Euroraum führten, wurden die Zinsen in Europa noch weiter gesenkt. Auch in der Schweiz kamen die Aufgabe des EUR/CHF-Mindestkurses im Januar 2015 und die gleichzeitige Einführung eines Negativzinses von -0.75% einem Tabubruch gleich.

Suche nach alternativen Renditequellen

Die ultra-lockere Geldpolitik hatte zur Folge, dass Obligationen aufgrund der tiefen und vielfach negativen Renditen für Investoren kontinuierlich unattraktiver wurden. Während die Renditen von Schweizer Obligationen im Zeitraum 2008-2011 im Durchschnitt noch nahe den passivseitigen Erfordernissen wie bspw. dem BVG-Mindestzinssatz lagen, wurden diese spätestens mit der Einführung der Negativzinsen definitiv unattraktiv. Langfristig orientierte Investoren wie Pensionskassen und Versicherungen sahen sich gezwungen, nach anderen Renditequellen zu suchen. Die Jagd nach Rendite wird in der untenstehenden Grafik anhand der Verschiebungen innerhalb der Anlagekategorien bei Pensionskassen erkennbar.

Der Anteil an Obligationen wurde am deutlichsten reduziert gefolgt von der Liquidität. Pensionskassen schichteten dabei von tiefverzinslichen Papieren wie Staatsanleihen und Pfandbriefen in höher rentierende Anleihen um. Nicht wenige Kassen verschoben Gelder in Anlageklassen mit höheren Kreditrisiken wie Unternehmensanleihen, High Yield oder Emerging Market Debt oder versuchen Illiquiditätsprämien

in alternativen Anlageklassen oder Immobilien abzuschöpfen. Vielfach handelt es sich dabei um Anlageklassen mit einer höheren Aktienmarktsensitivität, sodass zahlreiche Pensionskassen auch bei einer unveränderten Aktienquote aufgrund der aggressiveren Strategie im Obligationenbereich deutlich risikoreicher investieren.

Passive Strategien auf dem Vormarsch

Die mit dem Tiefzinsumfeld einhergehenden, sehr geringen Renditeerwartungen führten zudem zu einem vermehrten Fokus auf die Kostenstruktur der Investitionsvehikel. In der Folge setzten viele institutionelle Anleger auf Exchange Traded Funds und passivierten einen Teil ihres Obligationen-Portfolios. Dadurch liessen sich im Vergleich zu einer aktiv bewirtschafteten Strategie signifikante Kostenersparnisse realisieren. Zudem zeigen historische Analysen, dass nur eine Minderheit der aktiven Fonds ihren passiven Benchmark zu schlagen vermag. Allerdings ist gerade im Fall von Pensionskassen bei passiven Engagements in Obligationen Vorsicht geboten. Eine passive Obligationen-Strategie geht hier mit einigen Nachteilen einher, welche die Kostenersparnisse bei weitem überwiegen können. Drei dieser Nachteile sollen im Folgenden kurz erläutert werden.

Nachteile passiver Investmentstrategien im Bereich Obligationen

1. Duration-Gap- und Zinsrisiko

Gerade im für Pensionskassen entscheidenden ALM-Kontext sind passive Strategien oft unpassend. Beispielsweise entspricht die Duration eines marktüblichen Index nur selten der notwendigen Passivduration. Die dadurch entstehenden Duration-Gap Risiken müssen nun anderweitig gemanaged werden, zum Beispiel durch den Einsatz teurer Zinsderivate.

Ein weiterer Nachteil passiver Strategien ist das eingegangene Zinsrisiko. Wie in der folgenden Grafik dargestellt, ist die Rendite eines passivierten, globalen Obligationenportfolios vor Währungsabsicherung (Bloomberg Barclays Global Aggregate Index – nachfolgend genannt „Index“) seit 2007 von knapp 5% auf 2% gesunken und lag teilweise auf einem Rekordtief von 1%. Gleichzeitig ist die Duration des Index von 5 auf über 7 gestiegen, da Schuldner die Gunst der Stunden nutzten und sich langfristiger verschuldeten,



um möglichst lange von den tiefen Zinsen profitieren zu können. Der passive Investor wird also gezwungen, bei sinkenden Renditen die Duration zu erhöhen. Bei einem Zinsanstieg ist er so maximal verwundbar.

2. Prozyklisches Eingehen von Kreditrisiko

Ähnlich wie beim unwillentlich eingegangenen Zinsrisiko verhält es sich beim passiven Inves-

tieren mit dem Kreditrisiko. Die Kreditrisikoprämie ist seit der Finanzkrise als Folge der Jagd nach Rendite stark gesunken. Engagements in Unternehmensanleihen werden also immer schlechter entschädigt. Gleichzeitig aber ist der Anteil von BBB-Schuldern mit erhöhtem Kreditrisiko im Index seit 2007 von 5% auf 15% gestiegen. Der passive Investor wird gezwungen, prozyklisch zu investieren und „kauf“ immer mehr Kreditrisiko zu einem immer schlechteren Preis.

3. Konzentrationsrisiken und ungenügende Diversifikation

Auch das Konzentrationsrisiko ist bei einem typischen Bond-Index deutlich höher als bei einem aktiv bewirtschafteten Portfolio, da aufgrund der Schuldengewichtung einige wenige Emittenten mit hohen Schulden einen überproportionalen Anteil des Index ausmachen. Wie in der folgenden Grafik dargestellt, machen nur 5% der 2'500 Emittenten im Bloomberg Barclays Global Aggregate Index 80% des Index aus, was die Diversifikation

massiv schmäler. Zum Vergleich: Das dargestellte Beispielportfolio besteht aus nur fünfzig Emittenten, ist aber deutlich weniger konzentriert als der Index.

Systematischer, aktiver Anlage-ansatz reduziert Risiken und erhöht Chancen

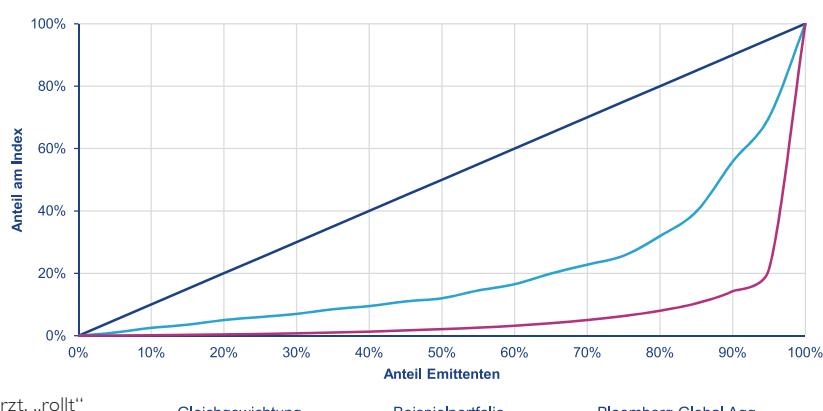
Im Folgenden soll eine Strategie skizziert werden,

welche die Anforderungen einer Pensionskasse berücksichtigt, gleichzeitig die Probleme des Passivierens löst und zusätzlich höhere Renditechancen bietet. Hierfür ist es unabdingbar, dass der Anleger seinen Investmenthorizont erweitert und in einem globalen Anlageuniversum die vielversprechendsten Opportunitäten findet. Dabei sollte der Fokus auf dem Total Return nach Währungsabsicherungskosten liegen und nicht auf dem Yield. So kann im Gegensatz zu einem typischen Bond-Index sichergestellt werden, dass nur in Bondmärkte investiert wird, die aus CHF-Investoren-sicht einen Mehrwert bieten. Grundlage des beschriebenen Ansatzes sind wissenschaftlich belegbare Ertrags- und Risikofaktoren.



1. Optimierung des Total Return und dynamische Steuerung der Zinsrisiken

Um Duration-Gap-Risiken zu vermeiden, wird eine individuelle Zielduration festgesetzt und im Portfolio mit dem Fokus auf den Total-Return umgesetzt. Der Total Return setzt sich aus der Rendite und dem Roll-Down¹ abzüglich der Kosten für die Währungsabsicherung zusammen. Dabei dient der Roll-Down als wesentliche Ertragskomponente und schützt zudem als Puffer vor steigenden Zinsen. So kann bei



¹ Da sich die Restlaufzeit einer Obligation im Zeitablauf verkürzt, „rollt“ eine Anleihe auf der Zinskurve nach unten, was dazu führt, dass ihre Rendite sinkt und ihr Kurs steigt.

gleichem Zinsrisiko im Vergleich zu einem typischen Index eine höhere Performance erzielt werden.

2. Duration-Steuerung

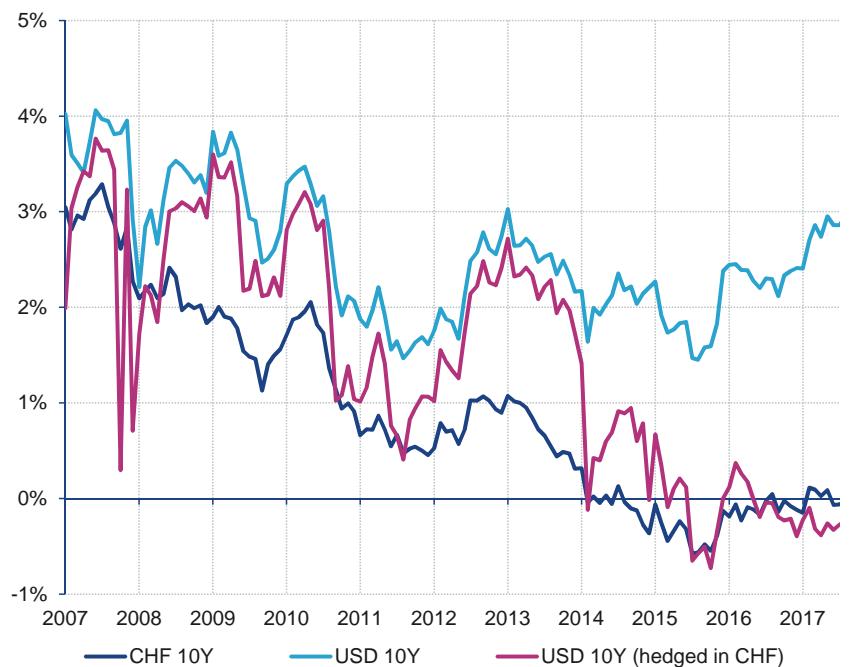
Um unattraktive Zinsrisiken zu vermeiden, dürfen diese nur gegen entsprechende Entschädigung eingegangen werden und müssen daher dynamisch gesteuert werden. Ist die Zinskurve steil und somit die Laufzeitenprämie („Term Premium“) hoch, wird der Investor für zusätzliches Zinsrisiko entschädigt. In diesem Fall macht es Sinn, die Duration zu erhöhen. Im umgekehrten Fall sollte die Duration möglichst kurz gehalten werden.

3. Antizyklische Steuerung der Kreditrisiken und Fokus auf Diversifikation

Um unattraktive Kreditrisiken zu vermeiden sollten diese nur gegen entsprechende Entschädigung eingegangen werden. Ist die Kreditprämie („Credit Premium“) hoch, so wird der Investor für zusätzliches Kreditrisiko entschädigt. In diesem Fall macht es Sinn, tiefere Bonitäten im Portfolio überzugeichten und umgekehrt. Der Fokus auf die relative Attraktivität verschiedener Bonitäten zur Steuerung der Kreditallokation trägt massgeblich zu einem besseren Rendite-Risikoprofil bei. Werden durch eine breite Einzelschuldner-Diversifikation zusätzlich Konzentrationsrisiken vermieden, ist das Portfolio im Vergleich zu einem typischen Index deutlich besser aufgestellt.

4. Dynamische Steuerung der Währungsallokation

Gerade im aktuellen Tiefzinsumfeld ist die dynamische Bewirtschaftung des Obligationenportfolios nach Währungen zentral. Denn sowohl die Obligationenrenditen, wie auch die Währungsabsicherungskosten ändern sich laufend über Zeit und damit auch die relative Attraktivität einzelner Währungsräume.



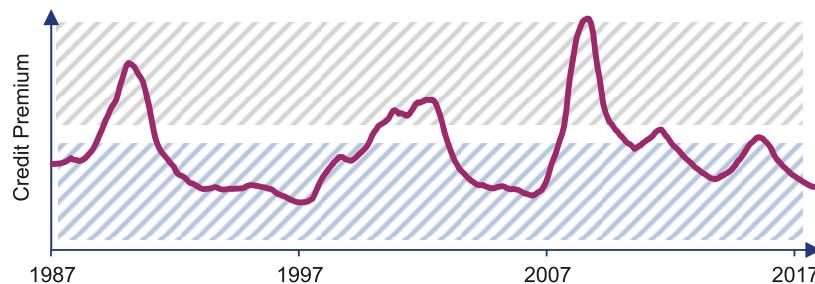
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Zum Beispiel gewannen in US-Dollar denominierte Obligationen anlagen im Vergleich zu Obligationen in Schweizer Franken ab 2013 schlagartig an Attraktivität. Auslöser war die Ankündigung der amerikanischen Fed, ihre Anleihekäufe zu reduzieren, was zu deutlich höheren US-Zinsen führte. Wie die nachfolgende Grafik zeigt, weitete sich der Zinsvorteil von Obligationen in USD gegenüber Obligationen in Schweizer Franken in den letzten Jahren stetig aus.

Obligationen in USD scheinen aus Sicht eines CHF-Anlegers auf den ersten Blick also sehr interessant zu sein. Diese Sichtweise lässt jedoch die Fremdwährungsrisiken außer Acht. Werden die anfallenden Kosten für eine vollständige Währungsabsicherung miteinbezogen, dann sinkt die Attraktivität von Obligationen in USD stark. Während in 2013 selbst mit einer Absicherungsquote von 100%, auch im (praktisch) risikolosen Bereich ansehnliche Renditen in CHF erzielt werden konnten, hat sich die Situation seitdem drastisch

geändert. Aufgrund der Leitzinserhöhungen der amerikanischen Notenbank ab 2015 sind die Währungsabsicherungskosten massiv angestiegen. Damit ist die Attraktivität von Obligationen in USD deutlich gesunken und seit einem Jahr sogar geringer als diejenige von CHF-Obligationen. Berücksichtigt man, dass der Bloomberg Barclays Global Aggregate eine USD-Obligationenquote von 45% enthält, bedeutet dies, dass bei einer passiven oder indexnahen Umsetzung eines globalen Obligationenmandats ein grosser Teil des Portfolios tiefer rentiert als CHF-Obligationen. Eine dynamische Steuerung der Währungsallokation, die jeweils die Rendite nach Währungsabsicherung berücksichtigt, ist deshalb unumgänglich. ■

08/2018 Baloise Asset Management



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Nachhaltiges Investieren: Ein schönes Konzept, aber wie wird es konkret umgesetzt?



Von
 Jean Niklas
 CIO Equity, CPA, CFA, CMT
jean.niklas@bcv.ch

Banque Cantonale Vaudoise

Nachhaltiges Investieren – auch Socially Responsible Investing (SRI) genannt – ist en vogue. Die Bedeutung von SRI anerkennen ist das eine, SRI in der institutionellen Vermögensverwaltung umsetzen aber etwas ganz anderes. Denn wie lassen sich z. B. die ESG-Kriterien (Environmental, Social, Governance) auf die Anlageklassen anwenden, ohne dass die Verwaltungsansätze (Risiko/Rendite) verzerrt werden? Welche Möglichkeiten bieten sich für die einzelnen Anlageklassen und wie muss der ESG-Investitionsprozess gestaltet werden, um eine bestmögliche Wirkung zu erzielen?

In der institutionellen Verwaltung scheint das Thema ESG rasch an Bedeutung zu gewinnen und zu einem allgemeinen Trend zu werden. Es hat ganz klar ein Umdenken stattgefunden. Die Einbeziehung von ökologischen, sozialen und ethischen Kriterien in die Portfolioverwaltung stösst kaum mehr auf Kritik. Obwohl der Druck vorrangig von aussen kommt (Politik, Reputation), bekennen sich doch immer mehr Stiftungsräte zu ethischen Grundsätzen und berücksichtigen die ESG-Kriterien bei der Verwaltung ihrer Vorsorgeeinrichtung (VE).

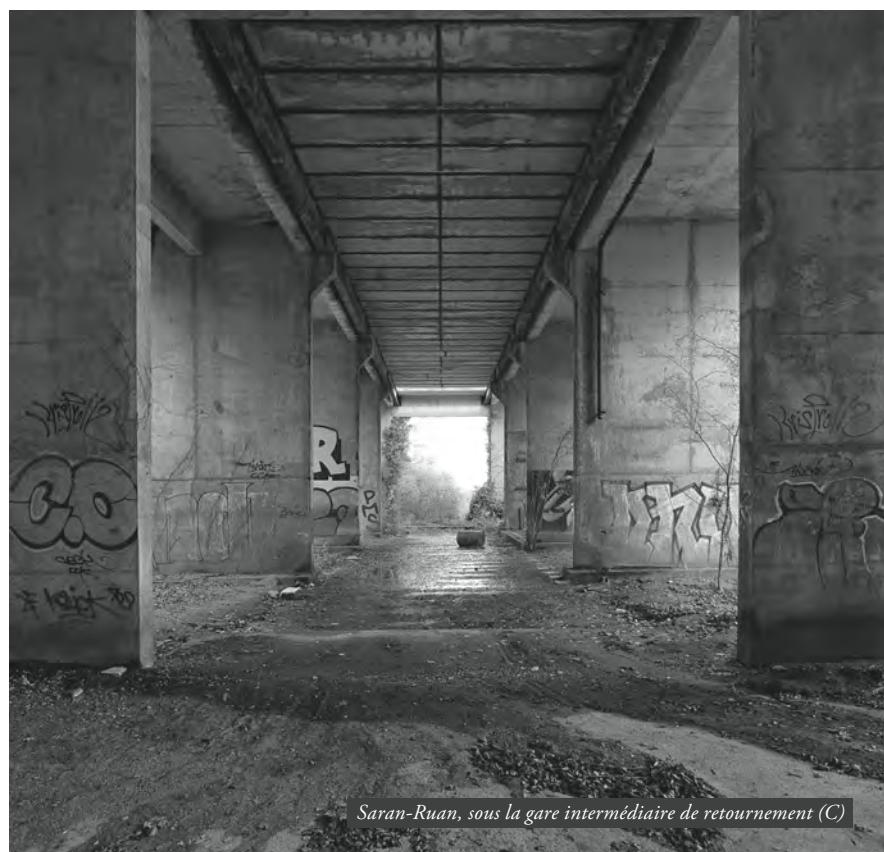
Umsetzung problematisch

Weshalb also lassen sich die ESG-Grundsätze in den VE so schwer umsetzen, obwohl generell Einigkeit darüber herrscht, dass sie bei der Vermögensverwaltung berücksichtigt werden sollten?

Erstens deckt der Begriff ESG eine komplexe Realität ab. Zu Beginn, d. h. an der Konferenz von Rio 1992, sprach man zunächst nur vom Umweltaspekt. Die sozialen und ethischen Kriterien kamen erst später hinzu. Diese decken jedoch verschiedene Themen ab und erfordern dementsprechend

erweist sich daher bisweilen als überaus schwierig, und zwar sowohl in quantitativer wie qualitativer Hinsicht.

Zweitens betreffen die ESG-Kriterien in der Regel vor allem menschliche bzw. moralische Werte und weniger gesetzliche Bestimmungen oder allseitig anerkannte Normen. Ihre Bewertung ist daher nicht einheitlich, sondern hängt von den Wertvorstellungen der Messenden ab. Für einen Stiftungsrat ist es oft schwierig, im Namen seiner Einrichtung Stellung zu bestimmten Kriterien zu beziehen. Sollte man die «schwarzen Schafe» (Tabak, Alkohol, Waffen, Erdöl, Atomenergie usw.) völlig aus dem Portfolio ausschliessen oder sie nur untergewichten? Sollte man den Aktionärsdialog mit den im Portfolio gehaltenen Unternehmen aufnehmen, um diese zu mehr Nachhaltigkeit zu bewegen? Sollte man ein CO₂-freies Portfolio konstruieren, wie dies seit dem Pariser Abkommen gefordert und vom Bundesamt für Umwelt (BAFU) befürwortet wird, selbst wenn dadurch potenziell performanceträchtige Sektoren gemieden werden? Sollte man Impact-Investments unter Berücksichtigung von Anlagethemen wie Wasser, Mikrofinanz, Gleichstellung von Frau und Mann usw. tätigen?



Drittens fehlt ein allgemein anerkannter Rechts- oder Normenrahmen. In der Schweiz gibt es kein ESG-Gesetz, die Nachhaltigkeitsthemen werden in verschiedenen Gesetzen und Abkommen geregelt: im Pariser Abkommen über die Klimaerwärmung, im Kriegsmaterialgesetz (KMG), aber auch in der Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften (VegüV), was die Governance und die Pflicht der VE angeht, an den Generalversammlungen der Schweizer Aktiengesellschaften über bestimmte Anträge abzustimmen. Auch existieren weder in der Industrie noch im Finanzbereich entsprechende Standards. Die bestehenden Labels richten sich mehrheitlich an Manager und Vertreiber von Investmentfonds für Privatanleger und nur selten an institutionelle Anleger wie die VE.

Schweizerische Eigenheiten

Es gilt überdies, den Eigenheiten der institutionellen Vermögensverwaltung von Schweizer VE Rechnung zu tragen. Die Verwaltung von institutionellen Vermögenswerten ist heute grösstenteils indexiert. Das Risiko wird für jede Anlageklasse und -region präzise und statistisch gemessen. Die Portfolios werden oft unter Bezug von Beratern konstruiert, und zwar basierend auf einer Allokation, die ein optimales Rendite-Risiko-Profil verspricht. Die Verwaltung (Asset Liability Management, Administration) wird im Allgemeinen an Dritte ausgelagert, während der Stiftungsrat (oder die Anlagekommision) die langfristige strategische Allokation definiert und die Tätigkeit der ausgewählten Vermögensverwalter überwacht, ohne direkt in die Verwaltung einzugreifen. Man muss sich ferner vor Augen halten, dass die Stiftungsorgane eine grosse Verantwortung tragen und bei Pflichtverletzung strafrechtlich belangt werden können.

Der Rechtsrahmen ist also recht rigid und lässt keinen Raum für Versuche oder Improvisationen. Grosse Umwälzungen sind naturgemäß also kaum möglich. Im Übrigen schreitet die Konsolidierung in der Schweizer Pensionskassenlandschaft seit 20 Jahren unaufhaltsam voran: Kleine und mittlere Kassen verschwinden und machen grossen Kassen und Sammelstiftungen Platz. Diese Entwicklung geht mit einer Zunahme der Mandatsvolumen und des Kostendrucks



Saran-Ruan, sous la gare intermédiaire de retourement (E)

einher. Das Verhältnis von Mehrwert und Kosten des ESG-Ansatzes ist daher ein massgeblicher Faktor, der berücksichtigt werden muss.

Schwerpunkt auf den bestehenden grossen Anlageklassen

Manche der zahlreichen ESG-Anlageansätze betreffen beschränkte Anlageuniversen wie die Mikrofinanz, andere wiederum sind aufgrund ihrer Thematik mit hohen Risiken behaftet oder zu ressourcenintensiv, um effizient und glaubwürdig umgesetzt werden zu können (z. B. aktive Aktionärspolitik). Aus ESG-Sicht bleiben diese Ansätze valabel und interessant, können aber nicht auf alle oder die meisten Anlagen eines Portfolios angewendet werden.

Es gilt folglich, Wege zu finden, wie die ESG-Kriterien in die Verwaltung der bestehenden Anlageklassen, darunter die Gesamtheit (oder ein Grossteil) der Aktien und Obligationen, einbezogen werden können, und zwar unter Berücksichtigung der vorgehend beschriebenen Eigenheiten der VE-Verwaltung (v. a. hinsichtlich Rendite-Risiko-Profil und Kosten).

Beschränkte Möglichkeiten

Tatsächlich gibt es aber nur wenige Instrumente, mit denen der ESG-Ansatz in die Verwaltung der grossen Anlageklassen eingebunden werden kann. Es lassen sich grundsätzlich drei Handlungssachen unterscheiden: die Einführung einer Portfolio-Governance, der Einbezug des ESG-Ansatzes in die Verwaltung (drei verschiedene Vorgehensweisen) und die Kommunikation.

Einführung einer Portfolio-Governance

Mit der Einführung einer Portfolio-Governance legt der Aktionär, der sich seiner Verantwortung als Anleger bewusst ist, das Fundament für sein Engagement. Dies betrifft selbstverständlich die Aktienanlagen und setzt voraus, dass das Stimmrecht der gehaltenen Aktien an den entsprechenden Generalversammlungen ausgeübt wird.

Die Auswirkungen dieser Massnahme sind nicht nur offensichtlich, sondern auch leicht messbar. Stimmt ein Aktionär ab, äussert er seine Meinung und beteiligt sich an der Beschlussfassung über Aspekte, die sich massgeblich auf das entsprechende Unternehmen auswirken können: die Genehmigung

der vorgeschlagenen Dividende und damit der für künftige Investitionen im Unternehmen einbehaltenen liquiden Mittel; die Ernennung der Verwaltungsratsmitglieder, die ihrerseits die Geschäftsleitung des Unternehmens ernennen; die Genehmigung von Fusionen und Übernahmen usw.

Es fällt auf, dass neben den üblichen Governance-Themen zunehmend – oft auf Antrag von Aktionären – ökologische (z. B. Auswirkungen der Unternehmenstätigkeit auf das Klima) und soziale Themen als Sonderpunkte auf den Traktandenlisten der GV erscheinen, über die abgestimmt wird.

Das Abstimmungsverfahren kann mehrere Formen annehmen. Eine VE kann das Stimmrecht der Titel, die sie direkt hält, selbst ausüben, indem sie sich auf eine interne Analyse stützt (diese Vorgehensweise ist eher selten und grossen institutionellen Anlegern vorbehalten) oder einen Stimmrechtsvertreter bezieht, der ihr Abstimmungsempfehlungen liefert. Bei indirekten Anlagen über Anlagefonds stimmt grundsätzlich die Fondsleitung ab. In diesem Fall lagert die VE ihr Stimmrecht quasi an die Fondsleitung aus, welche die Aufgabe hat,

eine Abstimmungspolitik zu definieren, die den ESG-Grundsätzen Rechnung trägt.

Einbezug der ESG-Kriterien in die Vermögensverwaltung

Die ESG-Kriterien können auf drei verschiedene Arten in die Verwaltung der grossen Anlageklassen (Aktien und Obligationen) einbezogen werden:

Ausschluss

Diese älteste Methode gilt heute gemeinhin als Basis des nachhaltigen Investierens. Bei ihr werden gewisse Unternehmen anhand bestimmter Kriterien aus dem Anlageuniversum ausgeschlossen. In der Regel unterscheidet man drei Ausschlusskategorien: erstens den Ausschluss bestimmter Sektoren, wie Tabak, Alkohol, umstrittene Waffen, fossile Brennstoffe, oder der damit verbundenen Geschäftstätigkeit.

Zweitens den normativen Ausschluss: Hier werden jene Unternehmen aus dem Anlageuniversum ausgeschlossen, die bestimmte internationale Normen und allgemeingültige Regeln missachten. Betroffen sind zumeist Unternehmen, welche die Standards des

Global Compact der Vereinten Nationen (UNG) nicht unterzeichnet haben oder verletzen, sowie Unternehmen, welche die Menschenrechte oder die Normen der Internationalen Arbeitsorganisation (ILO) missachten.

Die dritte Kategorie besteht im Ausschluss von Kontroversen: Dabei werden Unternehmen ausgeschlossen, die Gegenstand heftiger Diskussionen sind. In diesem Zusammenhang spricht man insbesondere von Aktivitäten, die durch ein hohes Korruptionsrisiko oder durch mangelnde Transparenz bei der Ausübung der Tätigkeit in bestimmten «sensiblen» Ländern gekennzeichnet sind.

Es ist hervorzuheben, dass für die Erstellung einer Ausschlussliste in regelmässigen Abständen ausführliche Analysen erstellt werden müssen, die entsprechende Fachressourcen binden. Im Allgemeinen muss auch ein Schwellenwert für den Ausschluss definiert werden, z. B. für den prozentualen Anteil der angeprangerten Aktivität am Umsatz. Eine Untersuchung des MSCI beispielsweise hat ergeben, dass beinahe die Hälfte der im MSCI World vertretenen Unternehmen betroffen wäre, falls jede noch so unbedeutende Geschäftstätigkeit in einem von den traditionellen 12 Ausschlusskategorien betroffenen Bereich einen Ausschluss nach sich zöge.

Der Ausschluss ist ein altes Konzept. Er wird heute zwar immer noch angewendet, doch geht der Trend immer mehr zu einer Kombination mit anderen Ansätzen; dabei wird der Ausschluss auf jene Sektoren und Aktivitäten beschränkt, die aus ESG-Sicht ein unbestrittenes Problem darstellen (unkonventionelle Waffen, offensichtliche Verletzung von Menschenrechten usw.).

Einbeziehung

Es gibt mehrere Formen der Einbeziehung. Bei der ersten Form, der diskretionären Einbeziehung, wird der ESG-Aspekt nach freiem Ermessen des Verwalters in die Analyse einer Anlage (Aktie oder Obligation) einbezogen. Die verschiedenen ESG-Kriterien fließen somit ebenso in die Analyse und in die Konstruktion des Portfolios ein wie die finanziellen (z. B. Rentabilität, Verschuldungsgrad) oder strategischen Aspekte (z. B. Stichhaltigkeit des Geschäftsmodells



oder Kompetenz der Geschäftsleitung). Die ESG-Kriterien stellen hierbei sogenannte «weiche Faktoren» dar. Sie werden mit den anderen Analyseelementen kombiniert und der Verwalter gewichtet sie entsprechend der Bedeutung, die er ihnen jeweils zusmisst.

Dieser Ansatz wird heute von sehr vielen Verwaltern angewandt, die ihrer Verwaltung einen «ESG-Touch» verleihen möchten. Er ist nicht immer sehr präzise und kann zu Verwaltungsprodukten führen, deren ESG-Label in erster Linie Ausdruck geschickten Marketings ist.

Schliesslich gibt es noch die systematische Einbeziehung. Werden die ESG systematisch angewendet, stellen sie sogenannte «harte Faktoren» dar. Dieser Ansatz kann verschiedene Formen annehmen. Die ESG-Kriterien werden in die Berechnung der Kapitalkosten der Anlage einbezogen, beispielsweise in Form eines Ratings. Damit haben diese Kriterien einen Einfluss auf die Berechnung des Fair Value der Anlage, der seinerseits ein Entscheidungskriterium darstellt. Beim Best-in-Class-Ansatz besteht das Anlageuniversum nur aus jenen Unternehmen, die in Sachen ESG am besten abschneiden. Erwähnenswert ist auch der quantitative Ansatz, bei dem die ESG-Kriterien genauso als quantitative Faktoren gelten wie die traditionellen Faktoren (z. B. Value, Grösse usw.) und entsprechend in die Verwaltungsalgorithmen integriert werden.

Die systematische Einbeziehung erfordert ebenso wie die diskretionäre Einbeziehung fundierte Analysen und erprobte Methoden und bindet daher bedeutende Ressourcen. Diese Ansätze verlangen in der Regel den Bezug eines oder mehrerer externer Research-Spezialisten, deren Arbeit mit den vom Verwalter intern realisierten Analysen kombiniert wird.

ESG-Indizes (Benchmarks)

Die ESG-Indizes sind eine vielversprechende Entwicklung jüngeren Datums. Dank dieser Indizes können die ESG-Aspekte effizient, transparent und präzise in die Verwaltung einbezogen werden. Ausserdem sind die Umsetzungskosten gering. Es ist denn auch nicht verwunderlich, dass sich einige wichtige institutionelle Anleger entschieden



Saran-Ruan, sous la gare intermédiaire de retourement (D)

haben, bei der Einbindung der ESG-Aspekte in ihre Portfolios in erster Linie auf diese Indizes abzustellen. Dieser Ansatz wird laufend weiterentwickelt.

Die Analyse und Einbeziehung der ESG-Kriterien in die Verwaltung und die damit einhergehenden Kosten und Schwierigkeiten sind in diesem Fall nicht mehr Sache des Verwalters, sondern des Indexanbieters. Dieser stellt unter Berücksichtigung der ESG-Kriterien einen Referenzindex (Benchmark) zusammen. Damit steht dem Verwalter ein bereits den Anforderungen seines Kunden entsprechendes Anlageuniversum zur Verfügung, auf das er seinen üblichen Verwaltungsansatz anwenden kann, der damit de facto zu einem ESG-Ansatz wird.

Es gibt mehrere Methoden für die Indexkonstruktion, die durchweg auf der Analyse sämtlicher Indexkomponenten beruhen. Diese Analyse wird vom Indexanbieter durchgeführt, der in der Regel über beträchtliche Mittel und Ressourcen verfügt. Sie stützt sich auf eine komplexe und rigorese Methode, die transparent ist und aus Hunderten von Kriterien besteht. Auf diese Weise lässt sich für jedes Unternehmen ein globales ESG-Rating ermitteln. Darauf gestützt kann der Index auf verschiedene Arten konstruiert werden. So u. a. nach

dem Best-in-Class-Kriterium (Auswahl der Unternehmen mit dem besten ESG-Rating) oder indem die Komponenten des Mutterindex entsprechend den ESG-Ratings neu gewichtet werden. Es gilt zu beachten, dass die Mutterindizes in der Regel auch schon gewisse Ausschlusskriterien (z. B. unkonventionelle Waffen, ernste Kontroversen usw.) berücksichtigen.

Durch Anwendung angemessener Konstruktionsregeln sind die Indexanbieter in der Lage, Universen (Benchmarks) zu schaffen, welche die verschiedenen ESG-Kriterien einbeziehen und dennoch ein ähnliches Risiko-Rendite-Profil wie der Mutterindex bieten. Dies bringt für die Anleger den Vorteil, dass sie ihre Verwaltung durch blosen Wechsel der Benchmark auf «ESG-Modus» umstellen können.

Sofern diese Lösung bei den Investoren, Verwaltern und Beratern breite Akzeptanz findet, könnten diese Indizes zum ESG-Standards werden, den die VE benötigen.

Kommunikation

Mit ESG-Investitionen zeigt ein Anleger, dass er Verantwortung übernimmt. Daher bildet die Kommunikation einen festen Bestandteil dieses Verfahrens. Die Kommuni-

kation muss aufzeigen, worin der Einbezug der ESG-Kriterien besteht, welcher Ansatz verfolgt wird, welche Vermögenswerte abgedeckt und welche Resultate erzielt werden.

Wie können schweizerische VE das ESG-Konzept einbeziehen?

Die Ansätze sind zahlreich, und dies selbst, wenn die oben erwähnten, etwas spezielleren Ansätze nicht berücksichtigt werden. Orientiert man sich allerdings am Beispiel der in Sachen ESG fortschrittlichen grossen Pensionskassen und institutionellen Anleger, stellt man fest, dass das ESG-Konzept mit wenigen griffigen Massnahmen konkret und glaubwürdig umgesetzt werden kann. Zu diesen Massnahmen gehören:

Ein entschiedenes Engagement des Stiftungsrats

Dem Einbezug der ESG-Kriterien muss ein entschiedenes Engagement des Stiftungsrats zugrunde liegen, das in der Regel schriftlich erfolgt. Alternativ können die VE die Prinzipien für verantwortliches Investieren der Vereinten Nationen (UNPRI) unterzeichnen und sich so einer internationalen Initiative anschliessen, an der sich Vermögensinhaber und -verwalter beteiligen. Diese Initiative hat den Vorteil, dass sie einen strukturierten und standardisierten, aber nicht zwingenden Rahmen bietet.

Umsetzung der Portfolio-Governance

Gemäss der VegüV sind die VE verpflichtet, an den Generalversammlungen der Unternehmen, an denen sie direkt beteiligt sind, über bestimmte Traktanden abzustimmen. Wird hingegen eine Portfolio-Governance eingeführt, muss systematisch über alle Anträge abgestimmt werden. In der Regel wird das Stimmrecht vor allem bei Schweizer Aktien wahrgenommen.

Dazu bieten sich verschiedene Methoden an:

- Bei den direkt gehaltenen Titeln stützt man sich im Allgemeinen auf die Empfehlungen eines Stimmrechtsvertreters, der die einzelnen Traktanden analysiert.
- Bei den indirekt (über Anlagefonds) gehaltenen Aktien ist die Situation

komplexer, da die Fondsleitung das Stimmrecht nicht für jeden im Fonds gehaltenen Titel individuell ausüben kann. Es liegt somit an ihr, ein Abstimmungssystem einzuführen; sie kann diese Aufgabe selbst durchführen oder an den Verwalter delegieren. Die VE sollten daher jene Fondsverwalter auswählen, die ein Governance-System für die GV-Abstimmungen anwenden, wobei darauf zu achten ist, dass dieses System den ESG-Grundsätzen der VE entspricht.

Bereitstellung einer Ausschlussliste

Wie oben erläutert ist die Definition eigener ESG-Standards für die VE eine heikle Angelegenheit. Es ist schwierig, sich bei bestimmten Themen zu einigen, und die Analyse der Basiswerte ist ressourcenintensiv. Eigene Ausschlusslisten sind überdies häufig schwer umzusetzen, da die Vermögenswerte vielfach über Anlagefonds verwaltet werden. Es ist nämlich nicht möglich, dass ein- und derselbe Anlagefonds bestimmte Titel für gewisse Anleger ausschliesst und für andere nicht.

Es empfiehlt sich daher, eine bereits bestehende Ausschlussliste zu übernehmen, die – in der Regel – nicht allzu restriktiv ist und somit von den meisten Fondsverwaltern angewandt werden kann. In der Schweiz scheint die Liste des Schweizer Vereins für verantwortungsbewusste Kapitalanlagen (SVVK) für immer mehr Anleger zum Standard zu werden. Dieser Verein wurde von den grössten institutionellen Investoren der Schweiz (compenswiss, Publica, PK SBB usw.) gegründet und bündelt deren Anstrengungen im ESG-Bereich. Die rund 20 Titel beinhaltende Liste des SVVK stützt sich auf fundierte Analysen und den Aktionärsdialog. Sie schliesst insbesondere jene Unternehmen aus, welche die wichtigen von der Schweiz mitunterzeichneten internationalen Abkommen (Ottawa, Oslo, NPT) nicht einhalten.

Nutzung von ESG-Universen (Indizes)

Wie erwähnt ist die Übernahme eines ESG-Universums (Indizes) eine relativ einfache und effiziente Methode zur Einbeziehung der ESG-Kriterien in die Verwaltung. Zudem beschränken sich diese Indizes nicht länger auf die Aktien, sondern decken oft

auch den Obligationenteil der Portfolios ab. Durch Verwendung angemessener Konstruktionsmethoden lassen sich Indizes erstellen, die die ESG-Kriterien berücksichtigen und bei einem vergleichbaren Rendite-Risiko-Profil ein deutlich höheres ESG-Gesamtrating aufweisen als das ursprüngliche Universum.

Erste Schritte in Erwartung einer Standardisierung

Diese ersten Schritte sind beachtlich, stellen aber noch lange nicht das Endergebnis des ESG-Prozesses, geschweige denn ein Allheilmittel dar. Vielmehr bilden sie ein breites Fundament, das mit den Eigenheiten des schweizerischen Vorsorgesystems kompatibel ist und künftig auch die Einbeziehung anderer ESG-Ansätze bei der Portfolioverwaltung zulässt. ■

Schwellenländer: Wird Asiens Innovation weiterhin zur Performance beitragen?



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

Comgest

Warum streben die asiatischen Länder nach Innovationen? Mit Innovationen können sie an Ansehen und Respekt gewinnen, jedoch sind die Gründe vor allem wirtschaftlicher Natur: die Produktivität erhöhen und qualifizierte Arbeitskräfte aus dem Ausland anlocken, um das Wachstum anzukurbeln. Daher wundert es nicht, dass China massiv auf Forschung und Entwicklung (F&E) setzt, während seinem Wachstum nach und nach die Luft ausgeht. Und auch nicht, dass Länder mit wenigen Bodenschätzten wie Japan, Südkorea und Singapur diesem Bereich so große Bedeutung beimessen.

Der alljährlich von der WIPO (World Intellectual Property Organization – Weltorganisation für geistiges Eigentum) veröffentlichte *Global Innovation Index (GII)*¹ vergibt Pluspunkte und Strafpunkte. Unter den ersten 20 Plätzen dieser Rangfolge finden sich fünf asiatische Länder: Singapur (5.), Südkorea (12.), Japan (13.), Hongkong (14.) und China (17.), das innerhalb eines Jahres um fünf Ränge aufgerückt ist. Zwei Indikatoren sollen uns dabei näher interessieren: die Investitionen in Forschung und Entwicklung sowie die eingereichten Patente.

Welche asiatischen Länder investieren am meisten in F&E?

Auf der Landkarte der asiatischen Investitionen in F&E sticht der Nordosten Asiens auffallend als regionale Antriebskraft heraus. Der Anteil der F&E-Investitionen am BIP beträgt in dieser Region gemäß Asialyst² 2,49% gegenüber 0,75% in Südasien, 0,44% in Südostasien und 0,18% in Mittelasien. Der Durchschnitt des gesamten Kontinents be-

2013 um den Faktor 2,3 gestiegen, während es Japan gerade einmal schaffte, das von der Finanzkrise erschütterte Niveau wieder zu erreichen (+7,8% im gleichen Zeitraum).

Welchen Anteil haben staatliche Finanzierungen an den F&E-Aufwendungen in Asien?

Die Beteiligung des öffentlichen Sektors an F&E fällt in den asiatischen Ländern sehr unterschiedlich aus: In Japan bestreitet er 17% der Investitionen, in Tadschikistan hingegen 92%. Nach dem Vorbild Japans finanziert auch in den anderen Ländern Nordostasiens der öffentliche Sektor weniger als ein Viertel der landesweiten Ausgaben für F&E: in China 21% und in Südkorea 23%. Diese Staaten, deren Ausgaben für Forschung und Entwicklung die höchsten in Asien sind, verlassen sich auf die Leistungsfähigkeit ihrer Industrie, die es den Unternehmen ermöglicht, ihre F&E selbst zu finanzieren.

Was Südostasien betrifft, wo der öffentliche Sektor etwa ein Drittel der Ausgaben für Forschung und Entwicklung trägt – mit Ausnahme Vietnams (64%) –, so geht aus den Zahlen der OECD hervor, dass die



Effizienz der öffentlichen Finanzierungen davon abhängt, an wen sie vergeben werden: Je mehr ein Land die universitäre F&E finanziert, umso effizienter ist sie, während die OECD staatlichen Forschungsinstituten mangelhafte Effizienz vorhält. Die Organisation stuft die Länder nach Leistungsfähigkeit ihrer F&E in der Reihenfolge Malaysia, Thailand, Singapur ein.

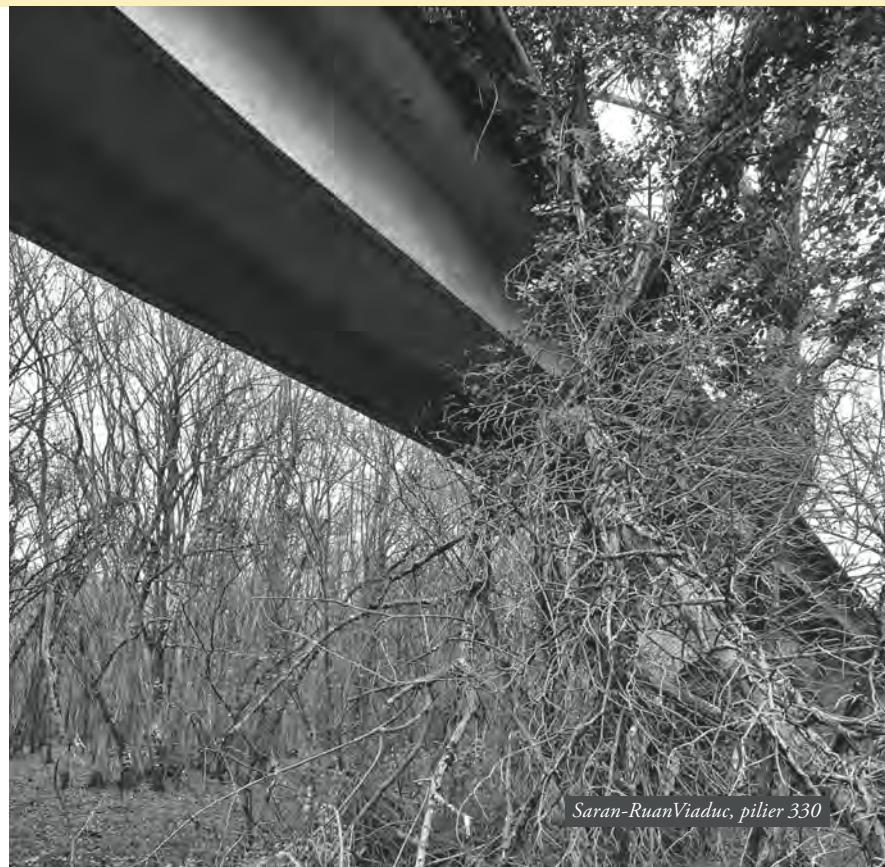
Was die Länder Mittelasiens angeht, die aus der Sowjetunion hervorgegangen sind, so wirkt dort immer noch der staatliche Dirigismus nach, zu dem sich noch ein schwach entwickelter KMU-Sektor gesellt. Kirgisistan weist einen öffentlichen Anteil von 58% an der F&E-Finanzierung auf, Kasachstan 64% und Tadschikistan 92%.

Wie schlägt sich die asiatische F&E in Patentanmeldungen nieder?

Gemäß der von der WIPO anhand der World Intellectual Property Indicators erstellten Rangfolge führt Nordostasien die Liste an. In absteigender Reihenfolge: China (928.177 Patentanmeldungen), USA (578.802), Japan (325.989) und Südkorea (210.292). Die Verlaufskurven der F&E-Investitionen und der Patentanmeldungen in Nordostasien lassen sich übrigens übereinanderlegen: Die Anzahl der in China angemeldeten Patente ist seit 2004 explodiert (Zunahme um den Faktor 12,1), in Südkorea ist sie spürbar gestiegen (+70%) und in Japan leicht zurückgegangen (-8,6%). Insgesamt kletterte die Anzahl der in Asien angemeldeten Patente kräftig nach oben.

In den 1990er-Jahren zwangen die hohen Wachstumsraten in China die Staatslenker, sich in das internationale System des geistigen Eigentums einzufügen. Darum schuf Peking finanzielle Anreize für seine staatlichen Unternehmen, Patente anzumelden. Diese Dynamik wurde auch von ausländischen Unternehmen übernommen, die sich gegen Verletzungen von Rechten auf geistiges Eigentum auf dem chinesischen Markt schützen wollten – die zu den strukturellen Problemen Chinas zählen.

Indien sitzt hingegen zwischen den Stühlen. Zwar belegte es in der Rangfolge 2014 den siebten Platz, doch nach wie vor beträgt die Zahl seiner Patente nur ein Zehntel der süd-



Saran-RuanViaduc, pilier 330

koreanischen, und in China werden 37-mal so viele angemeldet! Im Hinblick auf seine Wirtschaftsleistung und seine Bevölkerung also ein schwaches Ergebnis. Die Regierung in Neu-Delhi schreibt dies der mangelnden Sensibilisierung der Unternehmen für Fragen des geistigen Eigentums zu, allerdings sehen darin manche die Folge einer Hochschulausbildung, deren Qualität zu wünschen übrig lässt.

Jedoch taugt diese Rangfolge nicht als schlängendes Argument, denn man muss natürlich den Unterschied zwischen den angemeldeten und den erteilten Patenten berücksichtigen. Ein Patent wird nämlich nur dann erteilt, wenn es sich auf eine neue Erfindung bezieht. Die bloße Anmeldung von Patenten gibt manchmal nur den Willen wieder, seine Rechte auf einem umkämpften Markt zu verteidigen.

Ein anderer Grund, die Anzahl der Patentanmeldungen mit Vorsicht zu genießen, ist die Leistungsfähigkeit der Patente, denn wie die WIPO erläutert, ist Patent nicht gleich Patent. Es kommt auf die Bedeutung eines Patents an – ist es revolutionär oder bringt es lediglich eine einfache Verbesserung? Außerdem auf seinen Markt – welches Absatzvolumen für wie lange Zeit? Zudem

auf die Dauer seiner Gültigkeit und noch auf weitere Dinge. Insofern ist laut dem amerikanischen Verband IEEE (Institute of Electrical and Electronics Engineers) ein amerikanisches Patent so viel wert wie 14 japanische Patente, 31 südkoreanische Patente, 71 chinesische und 105 französische Patente. ■

¹ GLOBAL INNOVATIONINDEX 2018

² Asialyst publication du 14 mars 2016

Dieses Dokument dient der reinen Information, es stellt in keinem Fall eine Kauf- oder Verkaufsempfehlung oder eine Empfehlung für Anlagen jeglicher Art dar. Enthaltene Meinungsäußerungen, geben aktuelle Einschätzungen zum Erstellungszeitpunkt wieder, die ohne Vorankündigung geändert werden können. Comgest S.A. ist eine unabhängige Fondsverwaltungsgesellschaft nach französischem Recht, gesetzlich reglementiert durch die Autorité des Marchés Financiers (AMF). Die zugelassene Firmenadresse lautet 17, square Edouard VII, 75009 Paris.

Rohstoffe: Kursentwicklung und Zyklizität



Von
 Sabahudin Softic
 Prokurist
ssoftic@coninco.ch

CONINCO Explorers in finance SA

„Die Lösung gegen hohe Rohstoffpreise sind hohe Preise, und die Lösung gegen tiefe Rohstoffpreise sind tiefe Preise.“

Rick Rule, CEO von Sprott U.S. Holdings

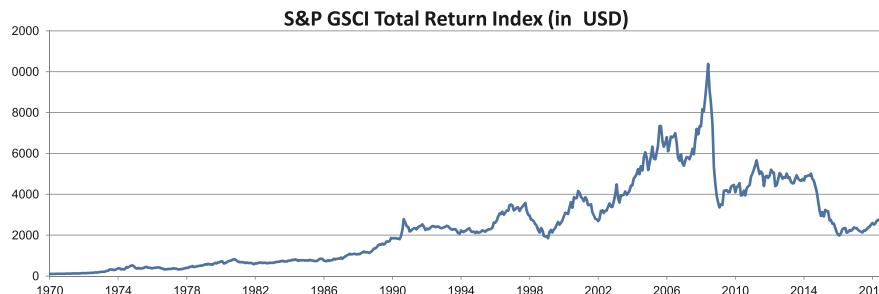
Dieser durch Rick Rule bekannt gewordene Leitsatz bringt genau auf den Punkt, wie Rohstoffpreise langfristig festgelegt werden. Er macht sogar den Kern ihrer Zyklizität aus.

Die Rohstoffgewinnung umfasst im Wesentlichen zwei Schritte: zunächst die Exploration, die zu einem gewissen Prozentsatz an Entdeckungen führt, und dann den Abbau. Sobald ein Produktionsüberschuss gegenüber der Nachfrage besteht, fallen die Preise. Zu diesem Zeitpunkt müssen die Fördergesellschaften ihre Kosten senken. Der schnellste Weg zur Kosteneinsparung bei gleichzeitig beschränkter Auswirkung auf das unmittelbare

anderseits wieder in das Budget für Exploration investieren können. Diese Zyklizität wiederholt sich dann über kürzere oder längere Zeiträume regelmäßig. Aber bedeutet das auch, dass die Preise immer wieder zu ihrem Ausgangspunkt zurückkehren?

Werden Rohstoffe auf lange Sicht teurer?

Wir sind instinkтив versucht, diese Frage zu bejahen. Um diese Annahme zu untermauern, werden wir die Entwicklung der Rohstoffpreise anhand des nachstehenden Indexes S&P GSCI Total Return analysieren.



Quelle: Bloomberg

Einkommen besteht darin, das Budget für die Exploration zu kürzen. Außerdem sind einige Förderquellen (egal ob Bohrlöcher, Minen o.ä.) in Jahren mit tiefen Preisen nicht mehr rentabel, so dass die Erzeuger gezwungen sind, bevorzugt ertragsreichere Ressourcen zu nutzen. Folgt man diesem Prinzip einige Jahre, nehmen die Rohstoffmengen auf dem Markt letztendlich unweigerlich ab – und die Preise steigen wieder. Durch den Preisanstieg verfügen die Erzeuger wieder über mehr Einkommen, mit denen sie einerseits erneut die Quellen mit geringeren Erträgen nutzen und

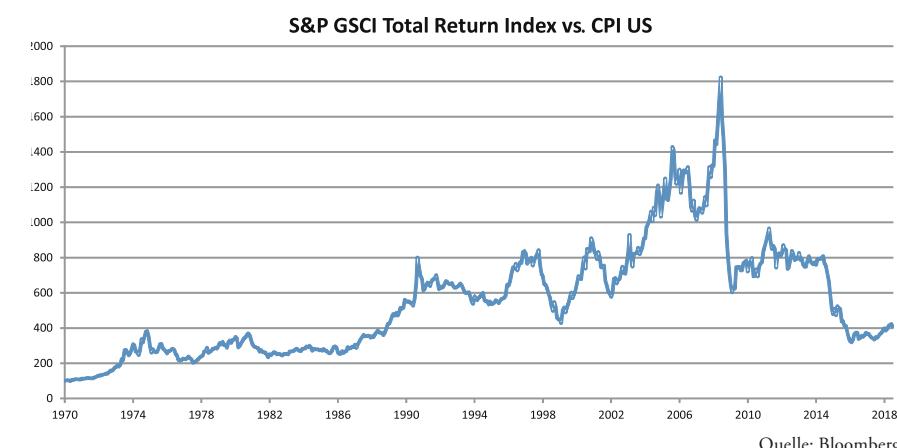
Im Analysezeitraum können sowohl nach oben als auch nach unten markante Volatilitätsspitzen beobachtet werden. Global gesehen steigen die Kurse über den ganzen Zeitraum aber tatsächlich. Beschränkt man seine Betrachtungen allein auf diese Grafik, steht eindeutig fest, dass die Rohstoffpreise langfristig zunehmen. Das scheint jedoch eine naive, wenn nicht gar eine grob vereinfachende Schlussfolgerung. Wir werden im Folgenden daher eine gründlichere Analyse durchführen.

Inflationsbereinigte Kursentwicklungen

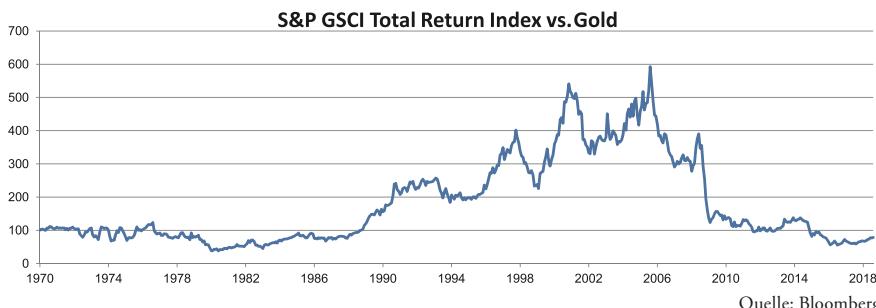
Der Kurs aller Vermögenswerte wird einerseits von Angebot und Nachfrage und andererseits von der allgemeinen Preisentwicklung oder dem Kaufkraftverlust einer Währung – auch Inflation genannt – beeinflusst. Folgende Grafik veranschaulicht die um den amerikanischen CPI (Consumer price index – Verbraucherpreisindex) berichtigte Entwicklung des zuvor betrachteten Rohstoff-Indexes.

Es zeigt sich, dass die Volatilitätsspitzen der Rohstoffe nach oben oder unten immer noch bestehen. Dennoch erreicht der Kurs 2018, der um die anhand des CPI gemessene Inflation bereinigt wurde, ein Niveau, das den 1975 gemessenen Spitzenwerten nahekommt. Trotz allem sind die Werte dennoch erheblich höher als 1970...

1971 kündigten die USA zur allgemeinen Überraschung die einseitige Aufhebung der Goldbindung des Dollars an. Dieser Schock verursachte in den folgenden Jahren einen bedeutenden Anstieg der Inflationsrate. Es könnte sein, dass die Rohstoffpreise schneller auf diesen Schock reagierten als die in der Entwicklung des CPI berücksichtigten



Quelle: Bloomberg



Preise für Waren und Dienstleistungen. Im folgenden Punkt werden wir versuchen, diese Theorie anhand eines anderen Ansatzes zu prüfen.

Goldpreisbereinigte Kursentwicklungen

Obwohl seine Eigenschaften für die Produktion bestimmter Waren interessant sind, wird Gold in Wirklichkeit aufgrund seines hohen Preises nur selten in der Industrie eingesetzt. Das gelbe Metall ist vor allem, und schon seit jeher, ein monetärer Vermögenswert. Dadurch unterscheidet es sich ganz klar von den anderen Rohstoffen.

In einem Versuch, die zwischen der Entwicklung des CPI und der Rohstoffpreise beobachtete Latenz nach dem Nixon-Schock von 1971 zu korrigieren, betrachten wir nachfolgend die um die Entwicklung des Goldpreises bereinigte Entwicklung der Rohstoffpreise. Damit wird gewissermaßen die durch das Ende der Goldbindung des US-Dollars hervorgerufene Verzerrung der in USD notierten Rohstoffpreise aufgehoben.

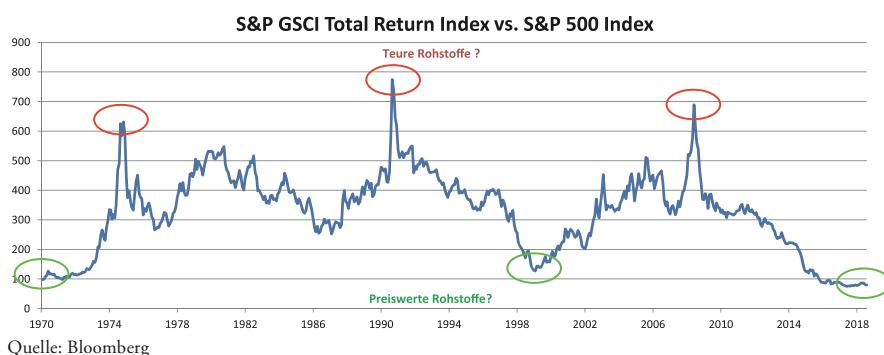
Wie in der vorhergehenden Grafik (Rohstoffe vs. CPI) zeigt sich auch hier, dass die Volatilitätsspitzen der Rohstoffe nach oben oder unten immer noch vorhanden sind. Jedoch sind die Ausschläge in diesem Fall weniger ausgeprägt. Das wirklich Interessante ist hingegen, dass die in einem herkömmli-

chen monetären Vermögenswert notierten Rohstoffpreise im Jahr 2018 niedriger ausfallen als 1970.

Es ist also – entgegen der Annahme zu Beginn dieses Artikels – zu beobachten, dass die Rohstoffe langfristig nicht dazu neigen, teurer zu werden. Trotz des phänomenalen Wachstums der Weltbevölkerung und der im gleichen Zeitraum erfolgten starken wirtschaftlichen Entwicklung sind die in Realwert ausgedrückten Rohstoffpreise 2018 wieder auf dem gleichen Niveau wie 1970, ja sogar etwas darunter. Die Welt verbraucht mehr Rohstoffe denn je, aber dank der menschlichen Erfindungsgabe konnten die Preise auf das Niveau von vor beinahe 50 Jahren gesenkt werden. Das Gesetz von Angebot und Nachfrage hat einwandfrei funktioniert, und den Unternehmen auf der ganzen Welt ist es gelungen, immer effizientere und kostengünstigere Explorations- und Fördermethoden zu finden.

Zykligität der Rohstoffe

Mithilfe der drei vorliegenden Methoden konnte in einer langfristigen Analyse der Rohstoffpreise die anfangs erwähnte Zykligkeit hervorgehoben werden. Man bemerkt sogar, dass innerhalb der grösseren Zyklen kleinere Zyklen auftreten. Allerdings scheint es sich langfristig um einen Seitwärtstrend zu handeln.



In der 2017 erschienenen Ausgabe ihres berühmten, jährlichen Reports „In Gold we trust“ hatte die Incrementum AG in einer Analyse Rohstoffpreise und Aktienkurse gegenübergestellt. Wir haben diese Grafik nachgebildet und aktualisiert:

Die Regelmässigkeit der auf- und absteigenden Zyklen ist hier sogar noch deutlicher zu sehen als auf den drei vorhergehenden Grafiken. Darüber hinaus zeigt sich, dass die Rohstoffpreise im Vergleich zu den Aktien noch nie so niedrig waren.

Investitionen

„Prognosen sind schwierig – besonders, wenn sie die Zukunft betreffen.“

Zitat, das verschiedenen Persönlichkeiten zugeschrieben wird.

Im Rahmen einer langfristigen Investitionsperspektive sind Rohstoffe nicht immer für ein Portfolio geeignet. Es handelt sich um eine sehr volatile Anlageklasse, die keine Rendite erwirtschaftet und die oft von einigen Seiten aus ethischen Gesichtspunkten kritisiert wird – meiner Meinung nach manchmal zu Unrecht. Zudem stagnieren die bereinigten Kurse auf längere Sicht oder sind sogar rückläufig. So gesehen weisen Rohstoffe als Investition viele Nachteile auf und sind in diesem Sinne alles andere als existenzberechtigt.

Dennoch sind Rohstoffe, wie in diesem Artikel nachgewiesen, sehr zyklisch und folglich auf lange Sicht berechenbarer als jede andere Anlageklasse. Unter der Voraussetzung, dass der Anlagehorizont lang genug und die Volatilitätstoleranz hoch genug sind, kann ein umsichtiger Investor im Rahmen einer Portfoliodiversifizierung die starken Kurschwankungen zu seinem Vorteil nutzen. Dazu ist es wichtig, den jeweiligen Zeitpunkt für die Ankäufe mit Bedacht und langfristig ausgerichtet zu wählen. Obgleich es keine Gewissheit über die zukünftigen Preise gibt, darf man behaupten, dass die Aufnahme von Rohstoffen in ein diversifiziertes Portfolio in einer mittel- bis langfristigen Analyse gegenwärtig sehr sinnvoll ist.

Ethik

Es scheint angebracht, hier auch die Kritik bezüglich der ethischen Aspekte dieser Anlageklasse anzusprechen. Viele Menschen sträuben sich bei der Erwähnung von Investitionen in Rohstoffe. Zu den vorgebrachten

Beanstandungen gehören unter anderem der sogenannte spekulative Aspekt, Umweltverschmutzung oder die Ausbeutung armer Länder. In diesen verschiedenen Bereichen besteht jedoch ein grosser Unterschied zwischen Wahrnehmung und Wirklichkeit.

Investitionen sind per definitionem spekulativ. Kein Investor riskiert sein Geld ohne im Gegenzug Anlagerenditen zu erwarten. Ausserdem nehmen die Produktionskapazitäten ohne konstante Investitionen unwiederbringlich ab. Die Preise erleben einen Höhenflug, und das wiederum wirkt sich in erster Linie auf die Armen aus, deren „Rohstoff-Budget“ (Heizung, Nahrung usw.) proportional höher ist. Auf lange Sicht tragen mangelnde Investitionen zum Anstieg der Preise bei – und nicht umgekehrt.

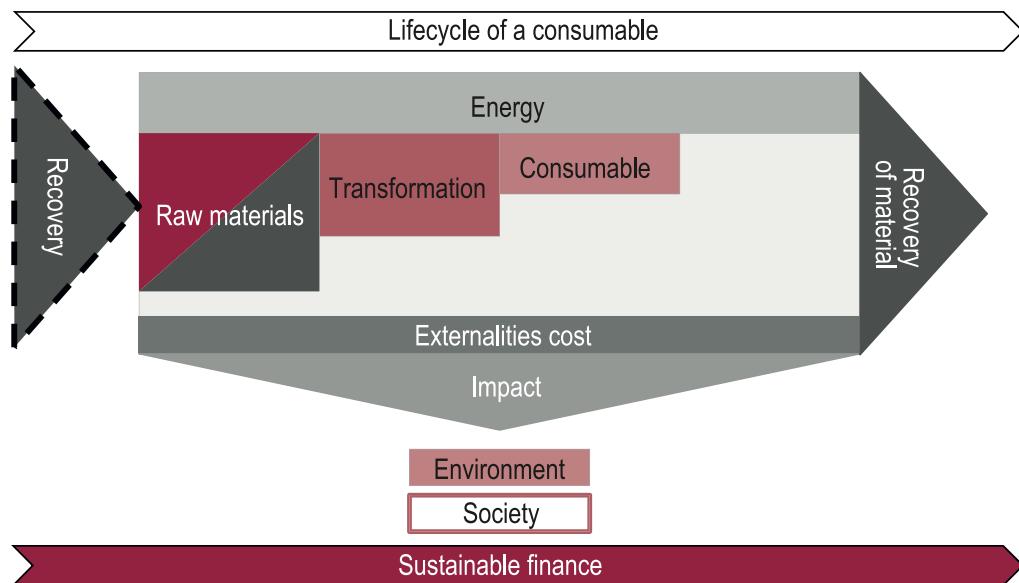
Ein langfristiger Mangel an Investitionen kann dramatische Folgen haben. Das kann derzeit in Venezuela beobachtet werden, wo sich die grössten nachgewiesenen Erdölvorkommen der Welt befinden, wo aber die Pro-

duktion innerhalb kürzester Zeit um über 50 % gefallen ist. Das liegt in erster Linie an mangelnden langfristigen Investitionen in die Instandhaltung und in die Entwicklung von neuen Produktionskapazitäten infolge der Verstaatlichung der Ölindustrie vor einigen Jahren. Das nunmehr arme Land tut sich schwer daran, seine Industrie für Fachleute und Investoren interessant zu machen. Ein weiteres Mal sind mangelnde Investitionen das Problem – und nicht umgekehrt. ■

Zu guter Letzt möchte ich auf die Kritik bezüglich der Umweltverschmutzung zu sprechen kommen. Auf der ganzen Welt, und vor allem in den westlichen Ländern, wird der Wille immer stärker, die Umweltverschmutzung und insbesondere die CO₂-Emissionen zu verringern. Nun ist der Abbau von Rohstoffen in der Tat sehr umweltschädlich. Dennoch braucht die Menschheit Rohstoffe. Sei es für die Heizung, den Verkehr oder sogar um einen Schritt in Richtung Produktion sauberer Energie zu tun. Je mehr Kapital investiert wird, desto wirksamer sind die Produktionskapazitäten

und desto geringer ist die Umweltbelastung pro Produktionseinheit. Wieder einmal sind mangelnde Investitionen das Problem – und nicht umgekehrt. ■

OUR PERCEPTION OF SUSTAINABLE FINANCE...



© CONINCO Explorers in finance SA

Liquide alternative Strategien

– Frischer Wind für die Anlageklasse dank innovativer Strukturen



Von
 Jean-François Grün
 Sales Director
info@frankltempleton.ch

Franklin Templeton Switzerland Ltd

In diesem Artikel werden wir zwei unterschiedliche Aspekte alternativer Strategien behandeln. Erstens, warum wir überzeugt sind, dass sich die Rahmenbedingungen für die Anlageklasse verbessern werden. Zweitens werden wir aufzeigen, dass neue, innovative Strukturen die Kundenbedürfnisse besser befriedigen können.

Zuerst möchten wir das Vorurteil adressieren, wonach alle alternativen Strategien unsicher und sehr volatil sind. Das Universum der alternativen Strategien ist gross und die Risikoprofile sind entsprechend vielfältig. Pauschalurteile sind durch Know-how zu ersetzen. Der Fokus sollte auf der risikoadjustierten Rendite, dem Performance-Profil und der Korrelation liegen. Dann bieten alternative Strategien das Potenzial für Diversifikation und langfristiges Kapitalwachstum.

Seit einigen Jahren ist das makroökonomische Umfeld für Hedgefonds schwierig. Der Hauptgrund dafür sind extrem tiefe Zinsen und historisch niedrige Volatilität an den Aktienmärkten, ausgelöst durch die Liquiditätspolitik der grossen Zentralbanken im Nachgang der Finanzkrise. Wir glauben an eine Umkehr dieser Trends: Einige grosse Länder ändern ihre Geldpolitik, die Währungen schwanken stärker und die geopolitischen Risiken verschärfen sich. Diese Veränderungen werden das Alpha alternativer Strategien unterstützen und für Anleger in diesem Segment neue Chancen bieten.

Die niedrigen Zinssätze werden anlageseitig meistens mit Obligationen in Verbindung gebracht, bei der Wertentwicklung alternativer Strategien hingegen häufig vernachlässigt. Das Zinsniveau ist jedoch auch für diese Anlageklasse ein zentraler Faktor: Währungen, die Bewertungen verschuldetter Firmen, die Diskontierung zukünftiger Cash Flows und die Möglichkeit fremdfinanzierter Übernahmen hängen stark von den jeweiligen Zinsen ab. Nach historisch sehr tiefen Ständen beginnen die US-Zinssätze nun langsam zu steigen. Vor diesem Hintergrund rechnen wir damit, dass sich für alternative Strategien attraktive Möglichkeiten ergeben.

Historisch betrachtet sinken die Korrelationen zwischen verschiedenen Anlageklassen wenn die Zinsen steigen (siehe dazu die untenstehende Grafik). Korrelationen sind eine zentrale Grösse für die Portfoliodiversifikation. Je tiefer die Korrelation, desto höher der Diversifikationseffekt und entsprechend besser die Chancen für die Erzielung von Alpha.

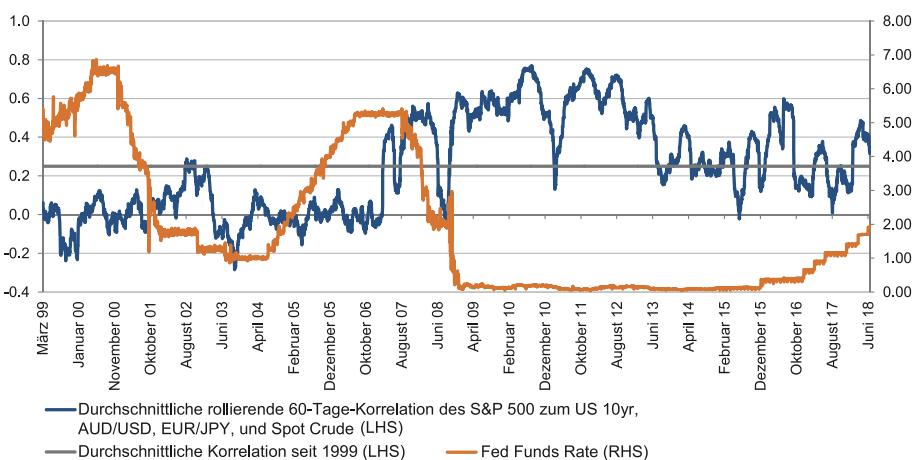
Ein Blick in die Vergangenheit bestätigt diese These: ein Anstieg der Zinssätze führt generell zu Phasen mit überdurchschnittlichem Alpha, wie die nachstehende Grafik des Hedge Fund Research Index Fund Weighted Composite Index (HFRFWI)¹ zeigt. Zwölf Monate nach dem Erreichen eines jeweiligen Zinsniveaus steigt das durchschnittliche Alpha-Niveau steil an. Der höchste Stand von 13,99 % wurde erreicht, nachdem die durchschnittliche Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihen 7,03 % betrug.

Wir sind davon überzeugt, dass wir im Zuge steigender Zinsen eine Überrendite bei Managern alternativer Anlagen beobachten werden.

Geopolitische Risiken sind ein weiterer Aspekt, der die Perspektiven für alternative Strategien positiv beeinflussen dürfte. Aufgrund der jüngsten geopolitischen Spannun-

Kreuzkorrelation zwischen Assets und Zinssätzen

März 1999 – Juni 2018



Quelle: Bloomberg. Der S&P 500 ist ein Index, der sich aus 500 Aktien mit hoher Marktkapitalisierung zusammensetzt und der als Referenz-indikator für US-Aktien dient. Indizes werden nicht verwaltet. Es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren. Sie berücksichtigen keine Kosten, Aufwendungen oder Verkaufsgebühren. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist weder ein Indikator noch eine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung. Weitere Informationen zu den Datenanbietern finden Sie www.frankltempleton.ch

¹Das Alpha wird anhand des Index S&P 500 berechnet. Der HFRI Fund Weighted Composite Index ist ein gleichgewichteter weltweiter Index aus mehr als 2'000 Fonds mit Einzelmanagern, der aus der Datenbank von Hedge Fund Research, Inc. erstellt wird. Indizes werden nicht verwaltet. Es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren. Im Gegensatz zu den meisten Indizes der Anlageklassen berücksichtigt die Wertentwicklung des HFR-Index die Provisionen und Gebühren. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist weder ein Indikator noch eine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.

gen kam es zu grösseren Bewegungen im Devisenmarkt. Eine dynamische Veränderung von Wechselkursen hat in der Vergangenheit zu höherem Alpha alternativer Strategien geführt. Aus dieser Beobachtung ist nachvollziehbar: In einer globalisierten Weltwirtschaft mit internationalen Handelsströmen zeigen sich erhöhte Währungsschwankungen in der Ertragslage der Unternehmen. Absicherungsstrategien könnten teurer werden. In diesem Zusammenhang sind vor allem die Währungen der G-7 Staaten wichtig, da die meisten Devisengeschäfte in diesem Bereich getätigten werden.

Nicht alle Hedgefonds-Strategien profitieren von den vorgängig erwähnten Veränderungen in gleichem Ausmass. Wir erwarten beispielsweise, dass die Strategie „Event-driven“ weniger Nutzen aus steigenden Zinsen ziehen kann. Denn die Fusions- und Übernahmetätigkeit der Unternehmen dürfte mit dem Anstieg der Zinsen nachlassen, da die Kosten für Fremdkapital steigen. Den Strategien „Global Macro“ und „Equity Long/Short“ könnte der Zinsanstieg hingegen zugutekommen. Die Aktienkurse verschiedener Sektoren und Regionen reagieren unterschiedlich auf steigende Zinsen. Eine stärkere Streuung der Kursentwicklung unterschiedlicher Aktien vergrössert die Renditechancen eines „Equity Long/Short“ Managers beträchtlich.

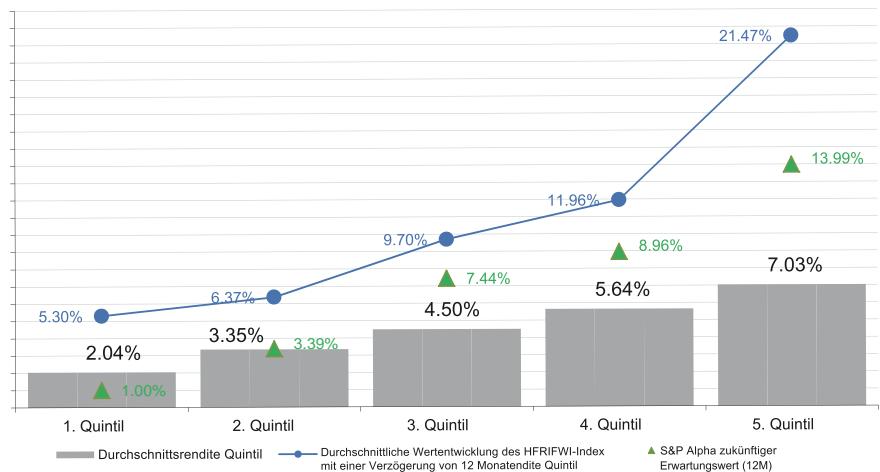
Das Universum liquider alternativer Vehikel ist im vergangenen Jahrzehnt stark gewachsen. Die Vielfalt der verfügbaren Lösungen führt zu einem verstärkten Fokus auf dieses Segment, macht aber auch eine sorgfältigere Prüfung der Anlagelösungen in dieser Kategorie unumgänglich. Liquide alternative Anlagen werden entsprechend nicht nur gelobt. Im Anschluss an eine Definition, was wir unter liquiden alternativen Anlagen verstehen, möchten wir im nächsten Abschnitt auf die wichtigsten Kritikpunkte eingehen.

Eine Multi-Strategie- und Multi-Manager-Struktur

Im Rahmen dieses Artikels gehen wir davon aus, dass ein liquides alternatives Portfolio einen Multi-Strategie- und Multi-Manager-Ansatz kombiniert. Dabei werden verschiedene Absicherungsstrategien (Multi-Strategie-Komponente) von

Höhere Zinssätze stützten in der Vergangenheit die Alpha-Entwicklung alternativer Strategien

Durchschnittliche Wertentwicklung des HFRIFWI-Index mit einer Verzögerung von 12 Monaten bei verschiedenen Renditeniveaus 10-jähriger US-Staatsanleihen (1. Januar 1990 – 19. Juli 2018)



Quelle: K2 Advisors, Bloomberg. Daten: Januar 1990 – Juli 2018. Das Alpha wird anhand des Index S&P 500 berechnet. Der aus den HFRI-Fonds zusammengesetzte Index (HFRI FWI) ist ein gleichgewichteter weltweiter Index aus mehr als 2.000 Fonds mit Einzelmanager, der aus der Datenbank von Hedge Fund Research, Inc. erstellt wird. Indizes werden nicht verwaltet. Es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren. Im Gegensatz zu den meisten Anlageklassen berücksichtigen die Renditen des HFR-Index die Provisionen und Gebühren. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist weder ein Indikator noch eine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung. Weitere Informationen zu den Datenanbietern finden Sie auf www.franklintempleton.ch.

externen Hedgefonds-Managern umgesetzt (Multi-Manager-Komponente). Jeder dieser Sub-Advisor ist auf eine oder mehrere bestimmte Anlagestrategien spezialisiert. Das Portfolio wird täglich überwacht und aktiv verwaltet. Die Anleger profitieren vom Zugang zur Expertise von Hedgefonds institutioneller Qualität im Mantel eines täglich liquiden UCITs regulierten Anlagefonds.

Kritikpunkt 1: Die Illiquiditätsprämie

Ein Vorteil liquider alternativer Anlagefonds ist, wie der Name des Anlagevehikels aneutet, die tägliche Liquidität, welche traditionelle Hedgefonds nicht bieten. Die Liquidität von Offshore-Strukturen variiert zwischen einem, drei oder sechs Monaten. Die tägliche Liquidität löst aber auch Kritik aus: die Performance einer illiquiden Strategie sollte aufgrund der „Illiquiditätsprämie“ höher sein. Diese Prämie basiert darauf, dass ein traditioneller, weniger liquider Hedgefonds eben die Möglichkeit hat, Kapital länger zu blockieren und folglich in Vermögenswerten anzulegen, die eine höhere Rendite versprechen.

Unsere empirische Prüfung der Wertentwicklung und der Zusammensetzung der liquiden alternativen Portfolios und ihren traditionellen weniger liquiden Pendants zeigt jedoch, dass die Illiquiditätsprämie häufig überschätzt wird. Dies umso mehr, wenn die Gebühren in die Analyse einbezogen werden. Liquide Lösungen haben meistens signifikant tiefere Kostenstrukturen als die traditionellen Hedge Funds. Dies ist bei Fund of Hedge Funds (FoHF)-Strukturen noch ausgeprägter. Die vergleichsweise hohen Verwaltungskosten reduzieren die Rendite für den Anleger. Die Frage lautet demnach: Kann die „Illiquiditätsprämie“ die höheren Kosten kompensieren? Das folgende Beispiel veranschaulicht die Problemstellung.

Gehen wir von einer annualisierten Brutto-Performance der Strategie vor Kosten von 10 % aus (siehe folgende Grafik). Nehmen wir an, dass der traditionelle FoHF eine Allokation von 20 % in illiquiden Strategien hält, die für den liquiden alternativen Anlagefonds nicht verfügbar sind. Diese 20 % sind ein realistischer Erfahrungswert, denn kein traditioneller Hedge Fund ist zu 100 % in illiquiden Anlagen investiert. Die Ge-

bührenstruktur traditioneller Hedge Funds setzt sich aus einer Management Fee von 2 % p.a. und einer Performance Fee von 20 % zusammen. Für den FoHF kommen nochmals 1 % p.a. dazu. Liquide alternative Anlagen werden für 2,05 % p.a. ohne Performance Fee verwaltet. Der Unterschied der Gebühren führte zu einer Differenz der Netto-Performance von 258 Basispunkten. Somit müssten die illiquiden Positionen für den traditionellen FoHF eine zusätzliche Rendite von 26,10 % erzielen, um den strukturellen Nachteil der illiquiden Anlage zu kompensieren.

Kritikpunkt 2: Die Qualität des Managers

Skeptiker stellen häufig das Profil der Manager infrage, die als Sub-Advisor für liquide alternative Anlagefonds agieren. Wieso soll ein erfolgreicher Manager Anlagen für eine Gebühr von 1 % verwalten, wenn er 2 % und mehr verlangen kann? Der Schlüssel zu dieser Frage liegt in der Skalierbarkeit des Geschäfts. Durch die tägliche Liquidität erschliesst sich dem Manager ein ganz neuer Kundenkreis mit einem grossen Wachstums-

Der strukturelle Vorteil liquider alternativer Fonds bei den Kosten wirkt sich positiv auf die Gesamtperformance aus

Der liquide alternative Multi-Strategie- und Multi-Manager-Anlagefonds weist ein geringeres Gebührenniveau auf als viele traditionelle Funds of Hedge Funds (FoHF).

Traditioneller FoHF	Gebühren	Rendite
Jährliche Brutto-Rendite	10,00 %	
Typische Verwaltungsgebühren eines Hedgefonds (2 %)	2,00 %	8,00 %
Typische Performancegebühr eines Hedgefonds (20 %)	1,60 %	6,40 %
Typische Gebühren eines FoHF	1,00 %	5,40 %
Verwaltungsgebühren	4,60 %	
Sonstige Gebühren	0,50 %	
Gesamtabgaben	5,10 %	
Jährliche Netto-Rendite	4,90 %	

Liquide alternative Multi-Strategie- und Multi-Manager-Anlagefonds	Gebühren	Rendite
Jährliche Brutto-Rendite	10,00 %	
Verwaltungsgebühren	2,05 %	7,95 %
Sonstige Gebühren	0,47 %	7,48 %
Gesamtabgaben	2,52 %	
Jährliche Netto-Rendite	7,48 %	

Quelle: K2-Analyse von RiskMetrics-Daten. Der Vergleich der hypothetischen Rendite basiert auf einer jährlichen Brutto-Rendite von 10 %. Die angegebenen Gebühren der traditionellen FoHF werden durch Durchschnittswerte der Sektoren, die vom Verband CAIA festgelegt wurden, repräsentiert. Die Gebühren der liquiden alternativen Multi-Strategie- und Multi-Manager-Anlagefonds werden durch die durchschnittlichen Gebühren der Hedgefonds repräsentiert, die den Prospekten von Anlagefonds der Referenzgruppe entnommen wurden, und schliessen die geltenden Verkaufsgebühren nicht ein. Dieses Dokument dient lediglich der Information.

Die von den Anlegern in Hedgefonds gezahlten Gebühren weichen erheblich voneinander ab, und obwohl Verwaltungsgebühren von 2 % sowie Performancegebühren von 20 % für den Sektor stets als typisch gelten, zahlen einige Anleger möglicherweise geringere Gebühren. Die Performancegebühren der Hedgefonds können überdies einer Mindestperformance unterliegen, die die Performancegebühren, die die Anleger auf jede angenommene Brutto-Performance zahlen, verringern könnte. Anleger in liquiden alternativen Multi-Strategie- und Multi-Manager-Anlagefonds können in verschiedenen Anteilen anlegen, die möglicherweise andere als die oben angegebenen Gebühren zahlen. Überdies unterliegen die Anleger möglicherweise anfängliche Verkaufsgebühren. Weitere Auskünfte zu allen von diesen Fonds gezahlten Gebühren sollten die Anleger den Prospekten der liquiden alternativen Multi-Manager-Anlagefonds entnehmen.

potenzial. Neben privaten Anlegern ist die tägliche Liquidität auch für viele institutionelle Anleger ein wichtiger Faktor beim Anlageentscheid.

Nicht nur wir sind vom Geschäftsmodell der liquiden alternativen Anlagen über-

zeugt. Auch etablierte Hedgefonds wie z. B. Wellington Management, AQR Capital Management, Coe Capital Management, Chilton Investment Company, Loomis Sayles, Jennison Associates, Chatham Asset Management, Graham Capital Management und York Registered Holdings sind alle an Strukturen mit liquiden alternativen Fonds beteiligt.

Eine erstklassige Infrastruktur ist Grundvoraussetzung, um von institutionellen Anlegern in Betracht gezogen zu werden. Diese operativen Hürden können vor allem für kleine Hedgefonds eine Herausforderung darstellen. Auf einer liquiden Plattform muss sich der Manager nur um die Anlageentscheidung kümmern, die operativen und regulatorischen Aspekte werden durch den Betreiber der liquiden Plattform übernommen. Für diese Kategorie von Managern stellt die Beteiligung an einem liquiden alternativen Anlagefonds eine interessante Wachstumsmöglichkeit dar. Die Manager können sich so auf ihre Kernkompetenz konzentrieren: Das Portfoliomanagement.

Kritikpunkt 3: Grenzen bei den Trading-Strategien

Ein weiteres gängiges Vorurteil bezüglich liquider alternativer Fonds ist die Beschränkung ihrer Trading-Strategien im Vergleich zu traditionellen Hedgefonds. Diese Kritik





fusst grösstenteils auf Annahme, dass liquide alternative Anlagefonds keinen Hebeleffekt einsetzen dürfen. Eine solche Restriktion würde suggerieren, dass die Performance eines liquiden alternativen Fonds jenem eines geschlossenen Fonds unterlegen ist. Wir vertreten jedoch die Ansicht, dass diese Interpretation nicht richtig ist. Denn liquide alternative Fonds können einen begrenzten Hebeleffekt einsetzen.

Dank verschiedener Formen von Hebeleffekten verwenden liquide alternative Fonds ähnliche Trading-Strategien mit Ergebnissen, die jenen traditioneller Hedgefonds gleichwertig sind.

Weiter gründet die Kritik am Hebeleffekt auf der Vorstellung, dass private Hedgefonds den Hebeleffekt in hohem Masse einsetzen. Unsere Analysen bestätigen dies nicht. Die eingesetzten Hebel sind viel tiefer als dies gemeinhin angenommen wird. Die verbreitete Meinung sehr grosser Hebel ist möglicherweise dem Erbe zuzuschreiben, das durch die Beinahe-Insolvenz von Long-Term Capital Management (LTCM) im Jahr 1998 hinterlassen wurde.

Fazit

Das aktuelle Marktumfeld wird interessante Renditen für alternative Strategien ermöglichen. Wahrscheinlich stehen wir am Anfang einer „goldenene Ära“ die sich durch starke Performance von Hedge Funds auszeichnet.

Liquide alternative Anlagefonds haben an Beliebtheit gewonnen. Zugang zu Top-Hedge-Fund-Managern in täglich liquiden, kosteneffizienten Strukturen sind der Hauptgrund für diesen Erfolg. Allokationen zu Hedgefonds-Strategien, die weniger stark mit Aktien und Anleihen korrelieren, können in einem diversifizierten Portfolio enorme Vorteile bieten. Kritiker werfen liquiden alternativen Fonds vor, geringere Renditen aufzuweisen. Anlagerestriktionen aufgrund der Liquiditätsvorschriften, kein Zugang zu Top-Managern und die Beschränkungen beim Hebeleffekt werden dabei am häufigsten genannt. Wir halten diese Kritik für weitestgehend unbegründet.

Liquide alternative Anlagefonds bergen das Potenzial, Anlegern einen hohen Mehrwert zu bieten, unabhängig davon, ob einzeln oder im Rahmen eines Portfolios aus tradi-

tionellen Assets. Es bestehen Unterschiede zwischen liquiden alternativen Anlagen und traditionellen Hedgefonds-Strategien. Diese zu kennen, zu verstehen und die richtigen Schlüsse daraus zu ziehen ist wichtig. Vorurteile müssen durch Fakten entkräftet werden. Jede Anlage erfüllt eine Aufgabe im Portfolio. Für den Erfolg ist dabei eine genaue Kenntnis der jeweiligen Attribute und der intelligente Einsatz der Instrumente entscheidend. ■

Dieses Dokument dient ausschliesslich Informationszwecken und stellt weder eine rechtliche oder steuerliche Beratung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zur Zeichnung eines Franklin Templeton Fonds dar. Nichts in diesem Dokument darf als Anlageberatung interpretiert werden. Franklin Templeton Investments hat die in diesem Dokument enthaltenen Informationen mit der grössten Sorgfalt zusammengetragen. Franklin Templeton hat jedoch Daten aus Drittquellen, die für die Erstellung verwendet wurden, nicht von unabhängiger Stelle überprüfen, validieren oder kontrollieren lassen.

Die geäusserten Meinungen und Aussagen geben die aktuelle Einschätzung des Autors zum Zeitpunkt der Publikation wieder und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. In diesem Dokument enthaltene Research-Ergebnisse und Analysen wurden von Franklin Templeton Investments für eigene Zwecke erstellt und werden Ihnen nur nebenbei bereitgestellt. Franklin Templeton Investments übernimmt gegenüber Nutzern dieses Dokuments oder anderen natürlichen oder juristischen Personen für unpräzise Informationen, Fehler oder Unterlassungen im Inhalt, unabhängig von ihrer Ursache, keine Haftung.

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

Nur für professionelle Kunden.
Nicht zur öffentlichen Verbreitung.

Die Evolution der Schwellenmarktanleihen – Herausforderungen und Chancen



Von

Daniel Moreno

Geschäftsführer

daniel.moreno@mirabaud-am.com**MIRABAUD Asset Management (Suisse) SA**

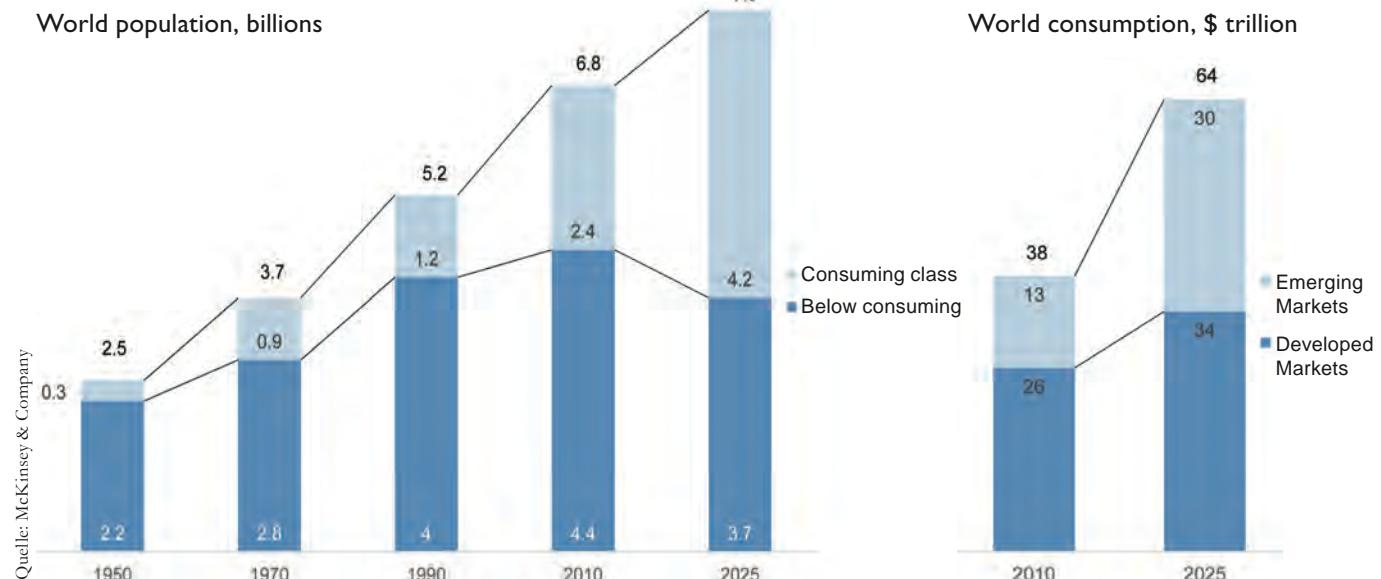
In den Diskussionen um aufstrebende Volkswirtschaften dominierten in der nicht allzu fernen Vergangenheit Militärputsche, Hyperinflation und lärmende Auslandsschulden die Schlagzeilen. Auch wenn einige wenige Länder dieser Dynamik auch heute noch folgen, haben die letzten zwei Jahrzehnte für die Mehrheit bemerkenswerte Veränderungen gebracht: eine monumentale Veränderung des wirtschaftlichen Gleichgewichts, die die Entwicklung der Weltwirtschaft radikal verändert. In Schwellenmärkten (EM) und aufstrebenden Volkswirtschaften leben 85% der Weltbevölkerung, und sie machen heute fast 60% des globalen BIP (KKP) aus.

Das allgemeine Wohlstandswachstum ist unglaublich, die Armut in vielen Ländern ist dramatisch zurückgegangen und die Inflation wurde auf einstellige Zahlen gedrückt.

Da viele Bürger in den Schwellenländern Teil einer zuverlässigen Käuferschicht werden, ist eine massive neue Welle von Verbrauchern entstanden.

Über Jahrhunderte hinweg war der Anteil der Menschen mit verfügbarem Einkommen (Konsumenten) dramatisch geringer als der Anteil der Menschen, die gerade genug für das Nötigste oder weniger hatten. Seit der Industriellen Revolution ist der Anteil der Verbraucher jedoch gestiegen, und dank der Schwellenmärkte wird bis 2025 eine der größten Wachstumsraten zu verzeichnen sein.

McKinsey & Company veröffentlichte 2012 einen Bericht, in dem diese Transformation als der bestimmende Megatrend unserer Zeit bezeichnet wird. Nachfolgend ein Auszug aus diesem Bericht:



„Die Industrielle Revolution gilt als eines der wichtigsten Ereignisse der Wirtschaftsgeschichte. In vielerlei Hinsicht verblasst die Bedeutung dieser Transformation im Vergleich zum bestimmenden Megatrend unserer Zeit jedoch: das Aufkommen einer neuen Konsumentenklasse in den Schwellenländern, die lange Zeit an die Peripherie der Weltwirtschaft verwiesen wurde.“

Beide Verschiebungen halten einem Vergleich stand. Die ursprüngliche Industrielle Revolution, die Mitte des 17. Jahrhunderts das Licht der Welt erblickte, erforderte zwei Jahrhunderte, um ihre volle Kraft zu entfalten. Großbritannien, der Geburtsort der Revolution, benötigte 150 Jahre, um seine Wirtschaftsleistung pro Person zu verdoppeln. In den Vereinigten Staaten, dem Ort der zweiten Stufe der Revolution, dauerte die Verdoppelung des BIP pro Kopf immer noch mehr als 50 Jahre. Ein Jahrhundert später, als sich China und Indien industrialisierten, verdoppelten beide Nationen ihr Pro-Kopf-BIP in 12 bzw. 16 Jahren.

Darüber hinaus begannen Großbritannien und die Vereinigten Staaten ihre Industrialisierung mit einer Bevölkerung von etwa zehn Millionen, während China und Indien mit einer Bevölkerung von etwa einer Milliarde starteten. Die beiden führenden Schwellenländer erleben also etwa das Zehnfache der wirtschaftlichen Beschleunigung der Industriellen Revolution – in einem Umfang, der 100-mal größer ist –, was zu einer über 1000-mal so großen Wirtschaftskraft führt.“

Laut McKinsey & Company werden die Verbraucher in Schwellenmärkten bis 2025 jährlich 30 Billionen US-Dollar ausgeben. Vor weniger als 10 Jahren waren es noch 6,9 Billionen US-Dollar.

Während sich die Industrieländer mehr schlecht als recht durchschlagen, überzeugen die Schwellenmärkte weiterhin mit Wachstumsraten von durchschnittlich 3 Prozentpunkten. Auffälliger ist zudem die Tatsache, dass in den nächsten zehn Jahren 70-80% des weltweiten Wachstums aus den Schwellenmärkten kommen werden. Produktivitätssteigerungen, ein höherer Konsum und eine günstige demografische Entwicklung werden dabei die treibenden Kräfte sein.

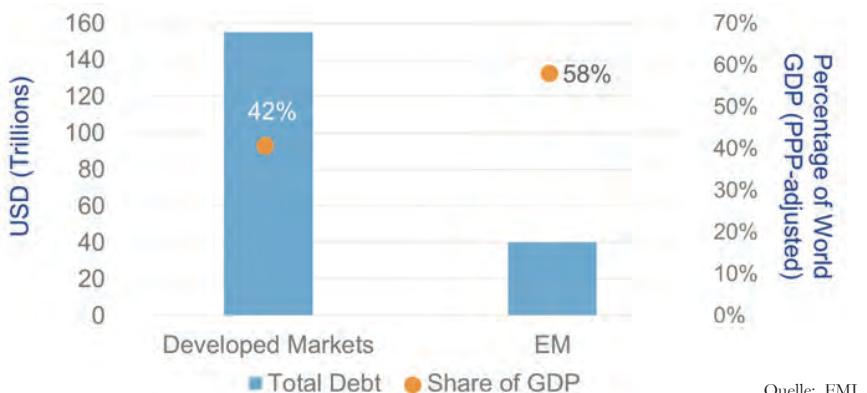
	2016	2050	
China	1	1	China
US	2	2	India
India	3	3	US
Japan	4	4	Indonesia
Germany	5	5	Brazil
Russia	6	6	Russia
Brazil	7	7	Mexico
Indonesia	8	8	Japan
UK	9	9	Germany
France	10	10	UK

Quelle: PwC

Ein weiterer Consultant, PwC, geht davon aus, dass sich die Weltwirtschaft bis 2050 mehr als verdoppeln könnte, wenn man von einer weitgehend wachstumsfreundlichen Politik ausgeht und keine großen zivilisationsbedrohlichen Katastrophen eintreten. Bis 2050 könnten die 7 größten Schwellenmärkte ihren Anteil am weltweiten BIP von rund 35% auf fast 50% steigern. China könnte die größte Volkswirtschaft der Welt sein, auf die rund 20% des weltweiten BIP entfallen, wobei Indien an zweiter Stelle und Indonesien an vierter Stelle steht (gemessen am BIP in KKP).

Um dieses Wachstumspotenzial zu realisieren, müssen die Regierungen der Schwellenländer Strukturreformen durchführen, um die makroökonomische Stabilität zu verbessern, ihre Volkswirtschaften von der Abhängigkeit von natürlichen Ressourcen zu diversifizieren und effizientere politische und rechtliche Institutionen aufzubauen.

Verschuldung und BIP (Aktualisierung der EM-Verschuldung auf \$50 Bio.)



Quelle: FMI

Trotz dieses langfristig außerordentlichen, positiven Aufwindes und der hohen historischen Renditen fehlt es jedoch nicht an Analysten und Akademikern, die aufgrund der gestiegenen Verschuldung, der höheren Zinsen in den USA, des stärkeren US-Dollars und der unsicheren Aussichten für das globale Wachstum permanent eine Krise für die Schwellenmärkte erwarten. Diese Ängste sind schlichtweg übertrieben.

Fraglos ist es notwendig, dass die Effizienz der Ausgaben erhöht, die Institutionen gestärkt und die Nicht-Rohstoffeinnahmen erhöht werden, die wichtigsten Schwellenmärkte haben aber eine niedrigere Staatsverschuldung als ihre Konkurrenten in der entwickelten Welt, eine geringere Auslandsverschuldung als in früheren Krisen und viel höhere Devisenreserven. Es gibt zudem mehr Spielraum für die Zentralbanken in diesen Volkswirtschaften, die Politik zur Verringerung der finanziellen Belastungen zu lockern. Im Falle Chinas verringern umfangreiche staatliche Kontrollen die Risiken einer Liquiditätskrise, wie sie in den entwickelten Volkswirtschaften stattgefunden hat.

Das durchschnittliche EM-Land ist mit 172% des aktuellen BIP verschuldet, während es für die entwickelten Märkte durchschnittlich 300% sind. Hinsichtlich des kaufkraftbereinigten BIP beträgt die durchschnittliche Verschuldung in den Schwellenländern nur 72% des BIP, während sie in den Industrieländern bei 275% des BIP liegt.

Bis Ende 2016 wuchs das EM-Anleihevni-versum auf etwas mehr als 20 Billionen oder 20% des globalen Anleihemarktes an.

Darüber hinaus gewähren EM-Finanzinstitute 30 Billionen Dollar an inländischen Krediten. Dies entspricht 27% der gesamten globalen Anleihe- und Kreditfinanzierung. Dennoch machen die Schwellenländer fast 60% des globalen BIP (kaufkraftbereinigt) aus.

Eine weitere, oft übersehene Tatsache ist, dass Schwellenländer, und insbesondere die großen unter ihnen, ihre inländischen Fremdkapitalmärkte graduell entwickelt haben und nun viel weniger auf externe Kredite angewiesen sind. Tatsächlich sind 86% aller EM-Anleihen in lokaler Währung denominiert.



EM fixed income universe – size and composition

USD trillion	2000	2005	2010	2015		2016	
				USD tm	%	USD tm	%
Total tradable debt	1.4	4.9	11.0	17.4	100	20.1	100
Local Currency	0.7	3.9	9.5	14.8	85	17.2	86
External	0.7	0.9	1.6	2.6	15	2.8	14
Government	0.9	2.6	5.4	7.7	44	9.3	46
Local currency	0.5	2.1	4.3	6.9	39	8.3	42
External	0.4	0.5	0.6	0.8	5	1.0	5
Corporate	0.5	2.3	5.6	9.7	56	10.8	54
Local	0.2	1.8	4.7	7.9	46	8.9	44
Financials	0.1	1.2	3.2	4.5	26	5.2	26
Non-financials	0.1	0.5	1.5	3.4	20	3.7	19
External	0.3	0.5	1.0	1.7	10	1.8	9
Financials	0.2	0.3	0.6	1.1	6	0.2	6
Non-financials	0.1	0.2	0.3	0.6	4	0.7	3

Quellen: Ashmore, BIS

Die modernen EM-Anleihemärkte sind relativ jung. Erst nach bedeutenden wirtschaftlichen und politischen Anpassungen im Jahrzehnt nach dem Ende des Kalten Krieges traten sie ernsthaft in Erscheinung.

Die Chancen, die sich bei festverzinslichen Anlagen in Schwellenmärkten (EMD) bieten, sind sehr breit gefächert. Es gibt eine Vielzahl von Möglichkeiten, hohe Risikoprämien innerhalb von Staats- oder Unternehmensanleihen zu erzielen, die sowohl auf harte als auch auf lokale Währungen lauten.

Wir sind der Ansicht, dass EMD einen kritischen Platz in einem globalen Anleiheportfolio mit verschiedenen Vorteilen und Risiken einnehmen.

Generell genießt die Anlageklasse im Vergleich zu anderen festverzinslichen Anlageklassen positive langfristige Fundamentaldaten und einen hohen Diversifikationsgrad in Bezug auf Chancen, Risiken und Renditequellen. Angesichts der höheren Wahrschein-

lichkeit negativer Einzelrisiken und/oder unvorhergesehener geopolitischer oder kreditbezogener Ereignisse ist jedoch ein Ansatz mit einem engagierten aktiven Management entscheidend.

Anleihen aus Schwellenmärkten sind eine einzigartige Anlageklasse, da sie als Risikoaktiva mit festverzinslichen Merkmalen definiert werden können. In anderen Worten: Innerhalb desselben Universums finden wir Untergruppen mit hohen Rendite-/Wachstumscharakteristiken als auch solche mit stabilem Einkommen.

Gerade weil EMD eine höhere erwartete Rendite als andere festverzinsliche Anlageklassen bieten, ist die Investition in EMD mit einer Vielzahl von Risiken verbunden. Dazu gehören Liquiditätsrisiko, Wechselkursrisiko, Kreditrisiko, schlechte Governance, politische Risiken und eine erhöhte/unerwartete Volatilität. Aus diesem Grund halten wir es für vorteilhaft, bei der Konstruktion von Portfolios mit Anleihen aus Schwellenmärkten sowohl die Emittententypen (Staats- und

Unternehmensanleihen) als auch die Denominierungswährung (hart und lokal) zu kombinieren, was mittel- bis langfristig zu einer Verringerung der Volatilität und einem reduzierten maximalen Drawdown führt.

Ein bemerkenswerter Faktor am EMD-Risiko ist, dass sich das Profil im Laufe der Zeit durch die Verbesserung der Kreditqualität verändert hat. Vor 20 Jahren waren EMD für Emittenten mit Investment-Grade-Ansprüchen noch ein Nischenprodukt, heute haben etwa 50% Investment-Grade- und 50% High-Yield-Status. Diese Veränderungen bedeuten, dass die Anlageklasse weniger volatile geworden ist und die Drawdowns im Vergleich zu vor 20 oder sogar 10 Jahren geringer ausfallen. Gleichzeitig hat sich die Korrelation zu den entwickelten Anleihemärkten erhöht.

Im Idealfall müssen die Anleger diese Änderungen berücksichtigen, um festzustellen, wie viel Risiko die Anlageklasse effektiv auf Zins-, Kredit- und Wechselkursebene von den entwickelten Märkten übernommen hat.

Das Investmentargument für EM war und ist überzeugend, doch ist die Anlageklasse in den Portfolios der meisten institutionellen Investoren nach wie vor unterrepräsentiert. Wir gehen davon aus, dass die Anlageklasse weiterhin im Einklang mit ihrem potenziellen BIP-Wachstum wachsen wird. Der größte Teil ist dabei auf den lokalen Märkten zu erwarten mit einem recht stabilen Anteil an Unternehmensanleihen am gesamten Emissionsvolumen. ■

EM fixed income benchmark indices – as at end-2016

Quellen: Ashmore, BAML, JP Morgan

Asset Class	Index name	Index acronym	Index provider	Number of countries	Number of issuers	Number of issues	Index market cap (US bn)	Asset class (US bn)	Index as % of asset class
External sovereign debt	EMBI Global Diversified	EMBI GD	JP Morgan	65	142	559	445	976	45.6%
External corporate debt	CEMBI Broad Diversified	CEMBI BD	JP Morgan	51	554	1,200	406	1,845	22.0%
Local currency government debt	BGI EM Global Diversified	GBI EM GD	JP Morgan	15	15	201	707	8,341	8.5%
Local currency corporate debt	Local EM non-sovereign	LOCL	BAML	13	185	336	104	89,09	1.2%
All EM fixed income							1,662	20,071	8.3%

Performance durch Nachhaltigkeit



Von
Johannes Weisser
Head of Client Portfolio Management
johannes.weisser@robocosam.com

RobecoSAM AG

Das Interesse an nachhaltigen Investitionen hat in den vergangenen Jahren stetig zugenommen. Die Analyse von ESG-Kriterien wird weithin allem voran als eine Form von Risikovorsorge gesehen. Meist findet sie in Form von Ausschlusskriterien und eingeschränkten Anlageuniversen Einzug in Anlegerportfolien. Mit diesem Beitrag möchten wir bewusst einen anderen, komplementären Weg gehen – ohne die erwähnten Techniken in ihrer Geltung zu schmälern. Wir begreifen die Nachhaltigkeitsanalyse als einen Performancefaktor, der Überrenditen erwirtschaften soll.

Die Menschheit sieht sich heute mit einer Reihe von Herausforderungen konfrontiert. Studien gehen davon aus, dass im Jahr 2030 bis zu 10% des globalen BSP mit der Erreichung der UN SDGs einhergehen werden. Unternehmen, die entsprechende Produkt- oder Dienstleistungslösungen zur Verfügung stellen, können von diesen enormen neuen Marktchancen profitieren.

Finanziell materielle ESG-Kriterien als Schlüssel zum Erfolg

Entscheidend für den Anlageerfolg ist die finanzielle Relevanz der erhobenen und analysierten Nachhaltigkeitskriterien («Materiellität»). Wichtig ist es, die richtigen Fragen zu stellen, um auch relevante Antworten zu erhalten. Was sind die Werttreiber einer Industrie, wie verändern sich diese über die Zeit, welche nicht-finanziellen Größen

müssen überwacht werden, und welche Indikatoren sind geeignet, um langfristig erfolgreiche Unternehmen zu identifizieren?

Branchenspezifische Ansätze

Zunächst gilt es, die finanziell materiellen Nachhaltigkeitsfaktoren für eine Industrie oder ein Geschäftsmodell festzulegen. Mit dieser Information lassen sich gezielte Fragen formulieren, um relevante Informationen zu isolieren. Standardauswertungen sind hier nur wenig hilfreich und die Aufbereitung der erhobenen Daten muss auf die Integration in den Anlageprozess angepasst sein. Wir erachten die Internalisierung der Datenerhebung und Datenverarbeitung als einen entscheidenden Vorteil für Vermögensverwalter, die Nachhaltigkeit als Performancequelle nutzen wollen.

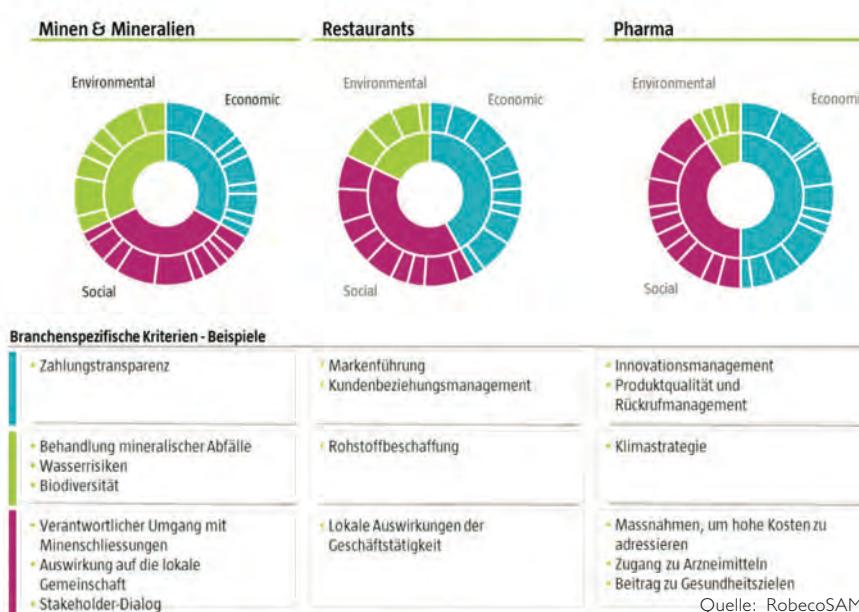
Integration von ESG-Faktoren: mehr Tiefgang in der Unternehmensbewertung

Die Unternehmen einer Branche werden hinsichtlich der relevantesten ESG-Faktoren untersucht. Die Ergebnisse dieser Analyse werden in die traditionelle fundamentale Finanzbewertung eingebracht und beeinflussen den errechneten langfristigen Wert eines Unternehmens. Nur Firmen, deren Nachhaltigkeitsprofil einen Mehrwert zur reinen Finanzbewertung darstellt, sind investierbar – unter der Voraussetzung, dass sie am Markt nicht bereits überbewertet sind. Die über Nachhaltigkeitsfaktoren validierte langfristige Bewertung eines Unternehmens - über den gesamten Wirtschaftszyklus hinweg - ermöglicht es dem Investor, von kurzfristigem Denken getriebene Fehlbewertungen zu erkennen und zu seinem Vorteil zu nutzen.

Nachhaltigkeit als Investment-Faktor

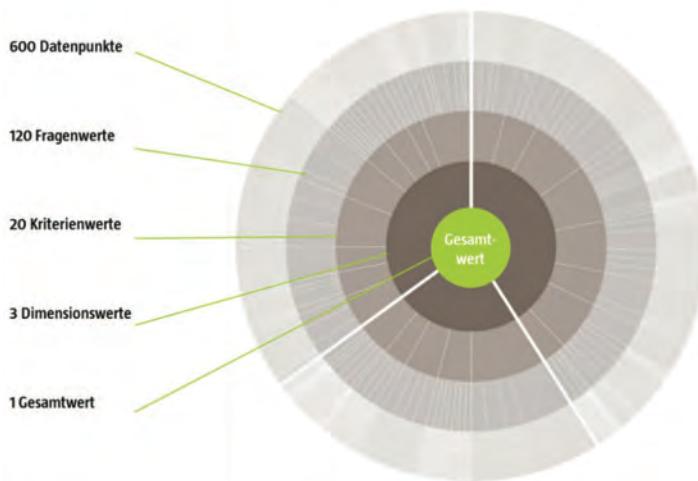
Auf ESG-Rohdaten basierte Nachhaltigkeitsbewertungen sind üblicherweise durch Faktoren wie Herkunft oder Grösse eines Unternehmens verzerrt.

Eine Adjustierung im Rahmen des «Smart ESG»-Prozesses verdeutlicht einen positiven Zusammenhang zwischen Nachhaltigkeit und zukünftiger Performance.



Fundierte Nachhaltigkeitsanalysen

RobecoSAM Corporate Sustainability Assesment (CSA) bietet 360-Grad-Einblicke in die Nachhaltigkeitsleistung der Unternehmen



Quelle: RobecoSAM

Indem Nachhaltigkeit zu einem Performance- und Investmentfaktor mit ausgezeichnetem Risiko-Rendite-Profil avanciert, wird sie im Rahmen von modernen Faktormodellen einsetzbar und bestätigt, was der gesunde Menschenverstand bereits vermutet: ESG-Faktoren sind weit mehr als ein Instrument der Risikovorsorge – sie sind ein Grundstein für langfristigen Anlageerfolg. ■

Keine Gewährleistung: Diese Publikation stützt sich auf Quellen, die als richtig und zuverlässig angesehen werden. Ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit wird jedoch nicht garantiert. Die hier veröffentlichten Angaben und Informationen werden «unbesehen», ohne explizit oder implizit übernommene Gewährleistung, verfügbar gemacht. Die RobecoSAM AG und ihre Tochtergesellschaften und verbundenen Unternehmen lehnen ausdrücklich jegliche implizit oder explizit vorhandene Gewährleistung ab, darunter u. a. auch allfällige Gewährleistungen in Bezug auf die Marktfähigkeit oder Eignung zu einem bestimmten Zweck. Die in dieser Publikation vertretenen Meinungen und Ansichten reflektieren die aktuelle Einschätzung der Autoren und können jederzeit unangekündigt verändert werden. Es obliegt der Verantwortung des Lesers, die jeweilige Richtigkeit, Vollständigkeit und Nützlichkeit der dargestellten Meinungen, Leistungen und sonstigen Informationen zu bewerten.

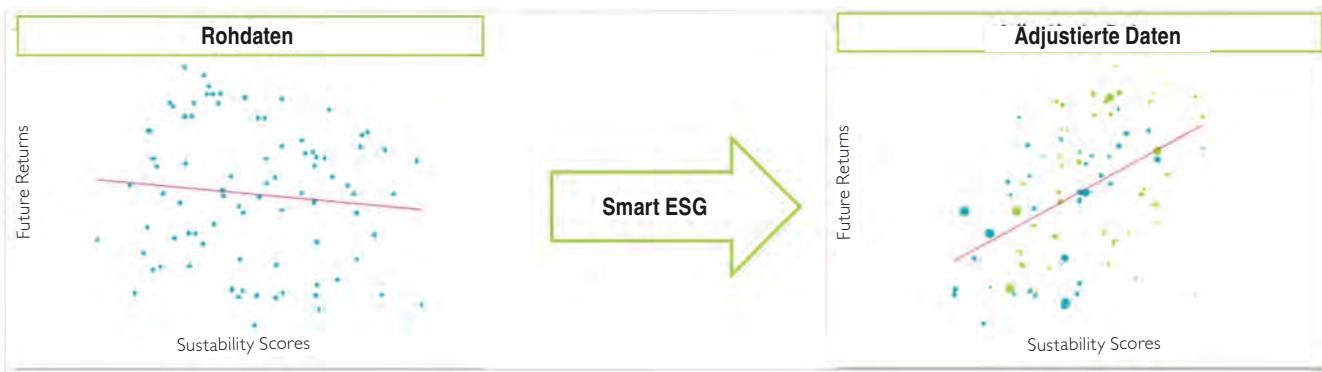
Disclaimer

Kein Angebot: Die in dieser Publikation veröffentlichten Informationen und Meinungen sind nicht als Aufforderung, Empfehlung oder Angebot zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder anderen Dienstleistungen oder zur Inanspruchnahme sonstiger Transaktionen zu verstehen. Sie richten sich nicht an Personen in Gerichtsbarkeiten, in denen ihre Bereitstellung örtlichem Recht und vor Ort geltenden Vorschriften widerspricht.

Haftungsbeschränkung: Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen verstehen sich nicht als rechtliche, buchhalterische oder sonstige professionelle Empfehlung oder Beratung der Autoren, Verleger oder Vertreiber zu bestimmten Fakten oder Themen. Besagte Autoren, Verleger oder Vertreiber übernehmen daher auch keinerlei Haftung in Bezug auf ihre Anwendung. Die RobecoSAM AG und ihre Tochtergesellschaften und verbundenen Unternehmen haften keinesfalls für allfällige direkt, indirekt, speziell, zufällig oder als Folge aus der Nutzung der explizit oder implizit in dieser Publikation verbreiteten Informationen und Meinungen erwachsende Schäden.

Copyright: Sofern nicht anders angegeben, sind Text, Bild und Layout dieser Publikation ausschliessliches Eigentum der RobecoSAM AG und/oder ihrer Tochtergesellschaften und verbundenen Unternehmen. Kopien der Publikation oder von Teilen derselben bedürfen der ausdrücklichen schriftlichen Genehmigung durch die RobecoSAM AG, ihrer Tochtergesellschaften oder verbundenen Unternehmen.

© 2018 RobecoSAM AG



Indirekte Immobilienanlagen – was steckt hinter den Agios?



Von
Nicolas Di Maggio
CIO indirect, Head of Asset Management Indirect
dimaggio@sfp.ch

Swiss Finance & Property AG

Sofern es nach der Redaktion dieses Artikels im August 2018 nicht zu „positiven“ Überraschungen kommt, wird die Performance 2018 der Schweizer kotierten Immobilientitel deutlich hinter jener der Vorjahre zurückbleiben. Es liegt auf der Hand, die Ursachen näher zu analysieren und die Möglichkeiten zu beleuchten, die sich dem Investor bieten.

Trennt man die Performance in die Faktoren „Dividende“, „Nettoinventarwert (NIW)“ und „Agio“, lassen sich für diese Performance und ihre Volatilität die verantwortlichen Treiber identifizieren.

„Die Performance setzt sich aus einer Immobilienkomponente (Dividendenrendite sowie Änderung des Nettoinventarwertes NIW) und einer Finanzmarktkomponente (Veränderung des Agios) zusammen.“

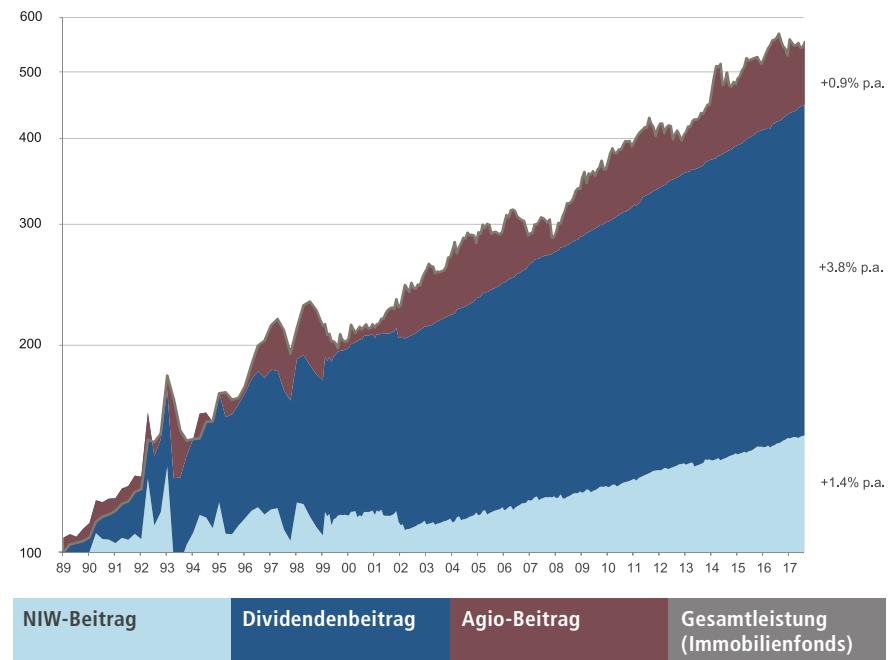
Bei konstantem Agio sind die Immobilieneinnahmen in Form von Dividenden (+3,8% p.a.) zu mehr als 70% für die durchschnittliche Performance der Immobilientitel verantwortlich. Die verbleibenden 30% (+1,4% p.a.) stammen aus der Wertsteigerung der von den einzelnen Fonds gehaltenen Immobilien. Diese Wertsteigerung kann je zur Hälfte auf den Rückgang der Zinsen in den letzten Jahren und zur Hälfte auf höhere Mieten zurück geführt werden.

Dieses Verhältnis aus Ertrags- und Wertsteigerungsbeitrag (70/30) entspricht auch im internationalen Vergleich demjenigen von „Core“-Immobilien. Beide Treiber sind relativ stabil und so gut vorhersehbar. Die Schweizer Immobilientitel werden deshalb bei einer aktiven Vermögensallokation sehr geschätzt.

„Das Agio-Niveau erklärt sich langfristig durch strukturelle Treiber sowie kurz- und mittelfristig durch zyklische Treiber.“

Als strukturelle Treiber der Agiobildung kann zuerst die unterschiedliche Preissetzung zwischen beobachteten Trans-

Performance-Komponenten Schweizer kotierter Immobilienfonds:



aktionsrenditen und den in den Fonds aufgeführten, bewertungsbasierten Immobilienrenditen genannt werden. Da die bilanzierte Wertentwicklung oft über längere Dauer der am Transaktionsmarkt beobachteten Wertentwicklung hinterher hinkt, ist es nachvollziehbar, dass so auch die Preisstellung für die kotierten Immobilienanlagen über den zugrunde liegenden, bewertungsbasierten Immobilienvermögen zu gestehen kommt.

Als weiterer struktureller Treiber für eine Prämienzahlung gegenüber dem Inventar-

wert der Liegenschaften kann die dafür gebotene höhere Liquidität wie auch Funktibilität der Fondsanteile gegenüber der Liegenschaft und die Diversifikation der Anlage gegenüber einer einzelnen Immobilie genannt werden.

Weiter kann als struktureller Treiber für eine Agiozahlung ausgemacht werden, dass die Investoren der Kollektivanlagen sich viel mehr am Verkehrswert der Liegenschaften orientieren als am Liquidationswert der Portfolioanlage. So wird der Nettoinventarwert der Immobilien für den Fall der Liquidation bestimmt, sprich nach Abzug aller Steuern bei Verkauf. Dieser Wert fällt entsprechend tiefer aus als der geschätzte Verkehrswert der Liegenschaften.

Schliesslich ist als struktureller Treiber für die Agiobildung die Entwicklung der Kapitalmarktzinsen zu nennen. Je niedriger die Zinssätze auf dem Kapitalmarkt sind, umso geringer ist die geforderte Dividendenrendite bei Investoren von Immobilienkollektivanlagen. Ein Kursanstieg erfolgt mit einem Anstieg der Agios gegenüber Inventarwert.

All dies ist jedoch nicht hinreichend, um Kursschwankungen von mehr als 10% zu erklären, wie sie mehrmals innerhalb der letzten Jahre beobachtet werden konnten.

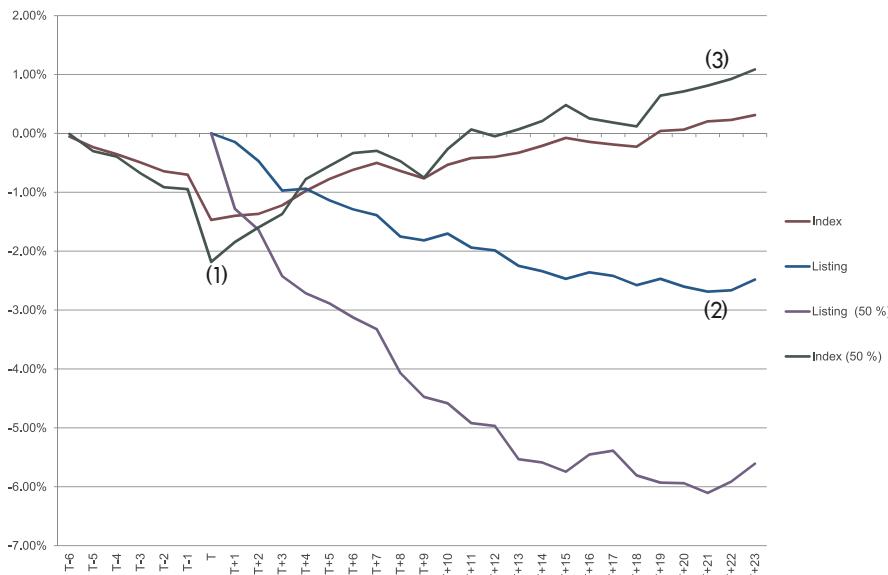
„Allein Angebot und Nachfrage sowie die Änderungen der Kapitalmarktzinsen können kurzfristige Kursschwankungen erklären.“

Preisverzerrungen bieten auch Investitionsgelegenheiten, wenn Investoren diese verstehen und somit gewinnbringend interpretieren können. Im Folgenden werden wir die Fälle (A) neue Produktkotierungen, (B) Kapitalerhöhungen und (C) von „passiven“ Investoren erzeugte Kapitalströme untersuchen.

(A) „Die Kotierung eines neuen Produktes (Immobilienfonds) ist eine Quelle für die Volatilität des Marktes und bietet einen guten Gelegenheit, sich aktiv in diesem Markt zu positionieren.“

Eine Analyse der letzten 20 Kotierungen zeigt, dass der Markt am ersten Handelstag eines neuen Titels in der Hälfte der Fälle um mehr als 1,2% gefallen ist (1). Der neu kotierte Fonds verliert im ersten Monat nach der Kotierung im Durchschnitt 3% (2), während sich der Markt wieder erholt (3).

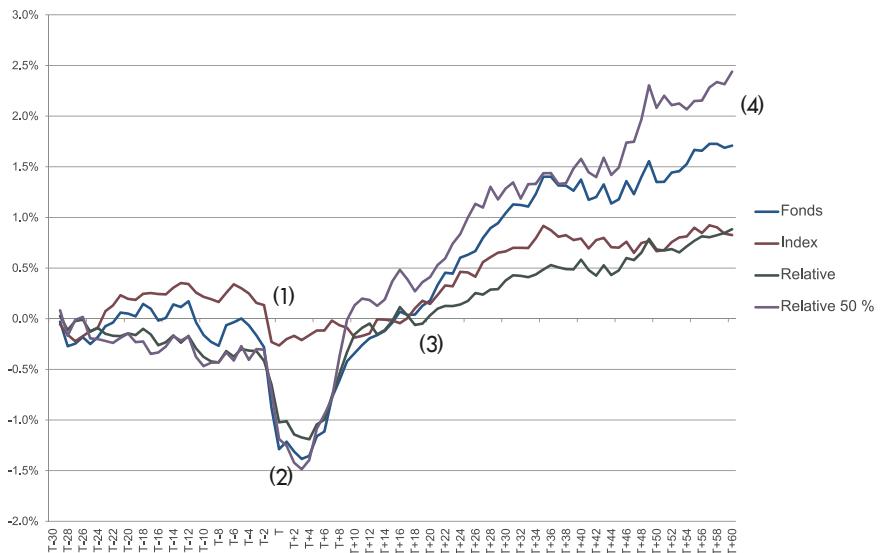
Analyse der Marktperformance und eines im Index enthaltenen Immobilienfonds:



(B) „Bei einer Kapitalerhöhung kommt es in der Regel zu einer Unterperformance mit anschliessendem Aufholprozess.“

Bei Kapitalerhöhungen tritt ein ähnliches Phänomen auf. Wir haben alle 84 Kapitalerhöhungen seit Anfang der 2000er-Jahre analysiert. Der Markt, der durch den Referenzindex repräsentiert wird, verliert vor

Analyse der Marktperformance und eines Fonds vor dessen Kapitalerhöhung:



(C) „In einem wenig liquiden Markt führen passive Investoren zu erheblichen Verzerrungen.“

Das letzte Phänomen betrifft die Kapitalströme von Passivinvestoren auf dem Markt. Wir haben die Auswirkungen von passiven Investoren auf Fondspreise an Tagen mit grossem Handelsvolumen untersucht. Die Schlussfolgerung ist klar: In den Stunden nach dem Cut-off für Passiv-Anlageprodukte (Annahmeschluss für Zeichnungen und Rücknahmen in diese Produkte) (1) verschieben sich die Preise um mehr als 0,5%, wenn die Manager dieser Passiv-Produkte die Zeichnungen und Rücknahmen für ihre Produkte am Markt umsetzen müssen (2). Dieses Phänomen erreicht seinen Höhepunkt mit dem Closing am Markt und bietet aktiven Investoren die Möglichkeit sich gegen den jeweiligen Trend zu positionieren (3).

Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass der kotierte Immobilienmarkt nach wie vor stark vom Kapitalmarkt beeinflusst wird und dies attraktive Investitionsmöglichkeiten für aktive Investoren bietet.

Im Gegensatz dazu müssen passive Investoren die Gewichtung der im Vergleichsindex enthaltenen Fonds nachbilden. Bei Zu- und Abflüssen in ihre Produkte müssen sie getreu der jeweiligen Titelgewichtung Käufe und Verkäufe umsetzen, unabhängig vom aktuellen Preisniveau.

Marktperformance bei wichtigen Positionsänderungen passiver Fonds:



Der aktive Investor kann sich aber dagegen positionieren, indem er mit seinem Portfolio nicht die Marktgewichtung der zugrunde liegenden Titel replizieren muss, sondern für seinen Anlageentscheid auch die zugrunde liegenden Bewertungen und in die Zukunft gerichtete Informationen gemäss seiner Analyse mit einbeziehen kann. (Beispiel - siehe Kasten). ■

Kasten: Analyse des Marktsektors

Während die Transaktionspreise für direkte Immobilienanlagen im Wohnsektor weiterhin Rekorde brechen, ziehen erste Wolken am Horizont auf bei der Vermietung. Nach einer beispiellosen Bautätigkeit und einer Verlangsamung des Wanderungssaldos steigen die Leerstandsrraten ausserhalb der Schweizer Metropolen stark an. Dies gilt insbesondere für die Erstvermietung von Neubauten. Hier hat die Absorptionsdauer deutlich zugenommen.

Die Investoren kotierter Wohnimmobilienanlagen haben sich trotz niedrigerer Dividenden dieser Fonds lange kaum empfänglich für diese neuen Risiken gezeigt. Dies eröffnet Opportunitäten für aktive Investoren, sich selektiv gegenüber ihrem Referenzmarkt zu positionieren, teure Wohnimmobilienfonds unterzugewichten und zu verkaufen, zumal das Agio für viele Fonds mit Fokus auf Wohnbauten noch immer über dessen langfristigem Durchschnitt liegt. Demgegenüber sind zahlreiche Fonds mit Fokus auf Gewerbegebäuden günstig bewertet, auch mit Blick auf ihre im historischen Vergleich tiefen Agios.



Internationale Anleihen

Warum Volatilität nach wie vor wichtig ist



Von
 Pierre-Alain Stehle
 Relationship Manager
pierre-alain_stehle@troweprice.com

T. Rowe Price

- Bis zum Comeback, das sie kürzlich erlebt hat, glänzte die Volatilität seit der Finanzkrise meist durch Abwesenheit.
- Der Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik könnte jedoch zur Folge haben, dass Volatilitätsspitzen künftig regelmässiger auftreten.
- Das niedrige Zinsniveau der letzten Jahre hat viele Anleger dazu verleitet, Portfolios aus hoch korrelierten Vermögenswerten aufzubauen, die bei einer Rückkehr der Volatilität erhebliche Verlustrisiken bergen.
- Aktivere Ansätze zur Portfoliokonstruktion könnten sich daher als vorteilhaft erweisen.

Volatilität spielt für Anleger seit jeher eine wichtige Rolle, doch seit der Finanzkrise glänzte sie vor allem durch ihre Abwesenheit. Abgesehen von gelegentlichen Ausschlägen (wie zuletzt in den vergangenen Monaten) verharrt der Volatility Index der Chicago Board Options Exchange (VIX), das gängige Mass für die erwartete Volatilität am Aktienmarkt, seit 2011 auf recht verhaltenem Niveau.

Doch da die Zentralbanken die quantitative Lockerung (QE) nun allmählich zurückfahren, während in einigen Regionen die politischen Risiken zunehmen und die Gefahr von Handelskriegen droht, könnte die Volatilität an die Märkte zurückkehren – und viele Anleger laufen Gefahr davon überrascht zu werden, wenn sie keine geeigneten Vorkehrungen treffen.

Der Volatilität wird so grosse Bedeutung beigemessen, weil sie massgeblichen Einfluss auf die Preise von Vermögenswerten hat. Nach der Portfoliotheorie betrachten Anleger bei der Entscheidung, ob sie in einen Anlagegegenstand investieren sollen oder nicht, drei Hauptfaktoren: Risiko (gemessen an der Volatilität oder Standardabweichung), Rendite und Korrelation. Rationale Anleger werden stets versuchen, ein Portfolio zusammenzustellen, das bei einem gegebenen Risikoniveau die höchste Rendite beziehungsweise bei einem gegebenen Renditeniveau das niedrigste Risiko aufweist. Um gemäss dieser Theorie ein „effizientes“ Portfolio mit optimalem Risiko-Rendite-Profil zusammenzustellen, sollten die einzelnen gehaltenen Positionen nicht miteinander korrelieren.

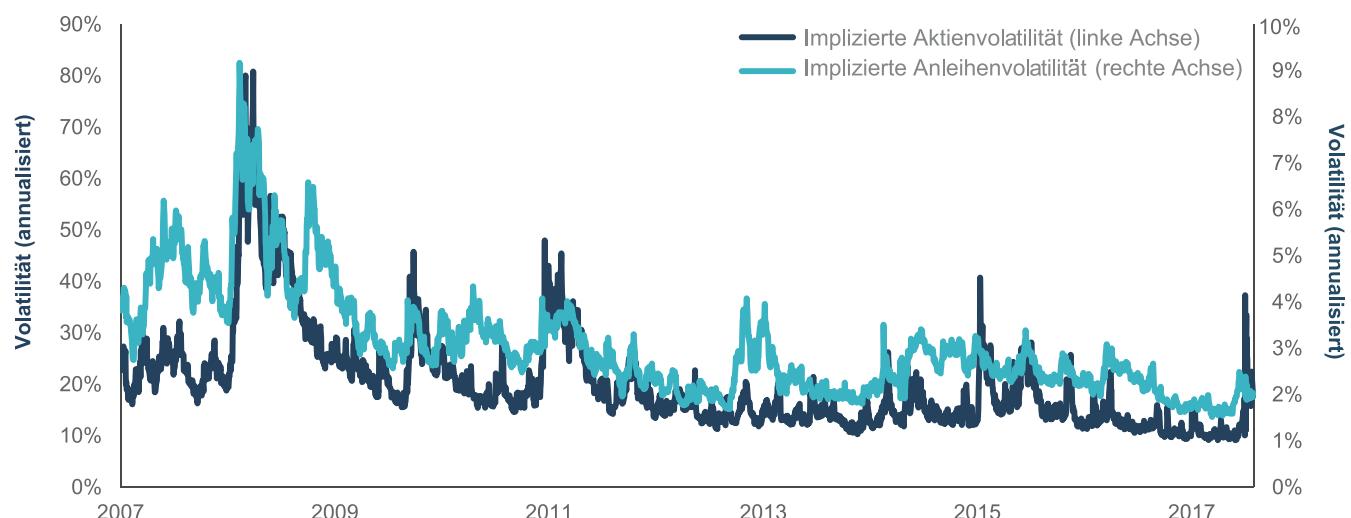
Die drei Komponenten der Volatilität

Wie Abbildung 1 zeigt, lag die implizite Volatilität – und somit das Risiko – an den Aktien- ebenso wie an den Anleihamarkten in den letzten Jahren nahe dem historischen Tiefstand. Um die Gründe hierfür zu verstehen, müssen wir die drei Hauptkomponenten der Marktvolatilität näher untersuchen: Makroökonomie, Geopolitik und Spekulationsblasen.

Die makroökonomische Volatilität wird durch Faktoren wie Wachstumsverwahrungen, Inflation und Änderungen des Zinsniveaus bestimmt. Die Zentralbanken,

Abbildung 1: Implizierte Volatilität im allzeit Tiefstand

Per 31. März 2018



Die implizierte Aktienvolatilität wird durch den VIX Index abgebildet, die implizierte Anleihenvolatilität durch den MOVE Index.

Quellen: T. Rowe Price, Chicago Board Options Exchange und Bank of America Merrill Lynch.

zu deren Hauptaufgaben die Festlegung der Zinssätze, die Steuerung der Geldmenge und die Gewährleistung der Stabilität des Finanzsystems gehören, können die makroökonomische Volatilität stark beeinflussen. Die QE-Programme, mit denen sie seit der globalen Finanzkrise Billionen von US-Dollar in die globalen Märkte gepumpt haben, führen zu anhaltend hoher Liquidität und niedrigen Zinsen. Dadurch erhalten Kreditmärkte und Volkswirtschaften Unterstützung. Durch die Geldmengenlockerung hat sich auch das Angebot an Vermögenswerten verändert, und die Investoren sind weltweit gezwungen, mehr liquide Mittel zu halten.

Das stetige Wachstum in China, dessen Bedeutung als Markt für Kapitalanlagen in den letzten Jahrzehnten sprunghaft gestiegen ist, hat ebenfalls zur geringen Volatilität des makroökonomischen Umfelds beigetragen. Einen vergleichbaren Einfluss hatte der niedrige Ölpreis, der auf die Verbraucher eine ähnliche Wirkung hatte wie eine Steuersenkung.

Die geopolitische Volatilität hätte in den letzten Jahren eigentlich hoch sein müssen. Werfen wir nur einen Blick auf das vergangene Jahr: Donald Trump wurde als Präsident der USA vereidigt, Grossbritannien löste Artikel 50 des EU-Vertrags aus und begann damit seinen formellen Austritt aus der Europäischen Union, Protestparteien errangen Wahlerfolge in zahlreichen europäischen Ländern und die Spannungen im Nahen Osten und auf der koreanischen Halbinsel hielten das ganze Jahr über an. Dennoch herrschte 2017 an den Märkten eine bemerkenswerte Ruhe: Die genannten Entwicklungen und weitere Risikoereignisse kamen und gingen, ohne nachhaltige Störungen auszulösen. Zum Teil mag dies auf die beruhigende Wirkung der expansiven Geldpolitik zurückzuführen sein. Es ist jedoch auch möglich, dass die Häufigkeit ungewöhnlicher politischer Ereignisse in den letzten Jahren zu einer gewissen Sorglosigkeit geführt hat – wenn die Anleger so sehr an überraschende Ereignisse gewöhnt sind, dass sie gar nicht mehr darauf reagieren, fallen die Marktbewegungen deutlich geringer aus.

Der Zeitraum seit der Finanzkrise ist von starken Kurssteigerungen an den Märkten geprägt, zum Platzen einer Vermögenspreisblase ist es bisher jedoch nicht

gekommen. Auch hierbei könnte die von den Zentralbanken bereitgestellte Marktliquidität dazu beigetragen haben, die Kurse künstlich hoch zu halten.

Marktkräfte Freisetzen

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die drei wichtigsten Treiber der Volatilität seit der globalen Finanzkrise die meiste Zeit moderat geblieben sind. Es ist jedoch unwahrscheinlich, dass dieser Trend weiter andauert. Das Ende der expansiven Geldpolitik dürfte natürliche Marktkräfte freisetzen, die bisher durch die enorme Menge an Zentralbankgeld in Schach gehalten worden sind. Die US-Notenbank und die Bank of England haben bereits damit begonnen, ihre QE-Programme abzuwickeln, und die Europäische Zentralbank und die Bank of Japan dürften dem Beispiel zu gebener Zeit folgen. Diese Entwicklung wird zu steigenden Zinsen führen, was die Kreditkosten für Unternehmen und Verbraucher erhöhen und möglicherweise das Wachstum bremsen wird.

Gleichzeitig richtet China seine Wirtschaft neu aus und verlagert dabei den Schwerpunkt von Industrie und Bauwirtschaft auf Dienstleistungen und Konsum. Die regierende Kommunistische Partei scheint diesen Prozess bisher zwar erfolgreich zu steuern, könnte sich in der Übergangszeit jedoch schwer tun, das stetige Wachstum der letzten Jahre aufrechtzuerhalten. Auch die Energiepreise dürften steigen und die Kassen der Verbraucher künftig belasten, statt sie wie bisher zu entlasten.

Ohne die beruhigende Wirkung der QE-Massnahmen werden die Märkte möglicherweise auch auf geopolitische Ereignisse mit mehr Volatilität reagieren. In einigen wichtigen Ländern finden in diesem Jahr Wahlen statt. Neben populistischen Protestparteien stellen sich dabei auch Kandidaten zur Wahl, die unter Korruptionsverdacht stehen. Der internationale Streit um die Drohungen von US-Präsident Donald Trump, drastische Importzölle auf Stahl und andere Güter zu erheben, könnte an wichtigen Märkten für Verunsicherung sorgen. Dasselbe gilt für eine weitere Eskalation der Spannungen im Nahen Osten oder mit Nordkorea und Russland.

Und schliesslich besteht auch die Möglichkeit, dass der Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik zum Platzen von Spekulationsblasen führt. Erste Anzeichen dafür wurden in diesem Jahr bereits sichtbar. Der plötzliche Volatilitätsanstieg im Februar bescherte börsengehandelten Fonds (ETFs), die auf eine sinkende Volatilität setzen, schmerzhafte Verluste. In dem Glauben, die Volatilität werde niedrig bleiben, hatten viele Anleger in diese Produkte investiert. Der jüngste Kursseinbruch der Kryptowährung Bitcoin gilt bei einigen Marktteobachtern ebenfalls als klassischer Fall einer platzen Blase. Wenn die Anleger durch die Aussicht auf Inflation und steigende Zinsen verunsichert werden, können solche Marktkorrekturen häufiger werden.

"Im Gegensatz zur landläufigen Meinung korrelieren Aktien und Staatsanleihen nicht immer negativ miteinander. In bestimmten Phasen, etwa wenn Inflationsängste eine starke Zunahme der Volatilität bewirken, können sie sogar eine starke positive Korrelation aufweisen."

Hinterfragen Sie die vermuteten Korrelationen in Ihrem Portfolio

Wenn ein Wiederanstieg der Volatilität bevorsteht, sollten Anleger sorgfältig prüfen, ob ihr Portfolio dafür gewappnet ist. Dabei verdienen die Korrelationen besondere Aufmerksamkeit. Gemäss der Portfoliotheorie gilt: Je stärker zwei Vermögenswerte miteinander korrelieren, desto schwieriger ist es, sie zu einem effizienten Portfolio mit einem vorteilhaften Rendite-Risiko-Profil zu kombinieren. Die Phase der extrem lockeren Geldpolitik hat viele Anleger dazu verleitet, stärker korrelierte und somit weniger effiziente Portfolios aufzubauen. Angesichts der historisch niedrigen Zinsen sahen sie sich gezwungen, auf der Suche nach höheren Renditen stärker an den Kreditmärkten zu investieren. Da renditestärkere Unternehmensanleihen in erheblichem Masse mit Aktien korrelieren, ist eine solche Positionierung in einer Zeit, in der einer

Rückkehr der Volatilität zu rechnen ist, mit grossen Risiken verbunden.

Zudem können Volatilitätspitzen auch die Korrelation zwischen Aktien und Staatsanleihen überraschend kollabieren lassen. Im Gegensatz zur landläufigen Meinung korrelieren Aktien und Staatsanleihen nicht immer negativ miteinander. In bestimmten Phasen, etwa wenn Inflationsängste eine starke Zunahme der Volatilität bewirken, können sie sogar eine starke positive Korrelation aufweisen. Dies war beispielsweise während des starken Anstiegs der Volatilität im Februar der Fall, als die Nervosität angesichts der Inflationsentwicklung zum simultanen Ausverkauf von Anleihen und Aktien führte. Anleger sollten daher nicht davon ausgehen, dass sie ihr Portfolio durch eine Erhöhung der Duration automatisch diversifizieren und wirksam gegen stärkere Schwankungen am Aktienmarkt absichern können.

Risikoparitätsstrategien, welche Asset-Allokation in einem Portfolio anhand des Risikos festlegen, sind bei steigenden Korrelationen weit weniger effektiv. Anleger, die ihre Portfolios auf den möglichen Wiederanstieg der Volatilität vorbereiten wollen, können jedoch einen anderen Ansatz wählen, der auf einer aktiven Länder- und Sektorallokation und einem gezielten Durationsmanagement basiert. Momentan befinden sich viele Länder weltweit in ganz unterschiedlichen Phasen des Zinszyklus. In solchen Zeiten haben Anleger gute Möglichkeiten, Portfolios aufzubauen, die über Länder und Märkte hinweg diversifiziert sind und deren einzelne Positionen nur schwach miteinander korrelieren. Wir halten diesen Ansatz für besonders erfolgversprechend mit Blick auf eine mögliche Zunahme der Volatilität. ■

Für weitere Informationen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung.
www.troweprice.ch

Wichtige Information

Nur für qualifizierte Anleger. Nicht zur Weiterverteilung. Die hierin enthaltenen Ansichten und Informationen. Sind Eigentum des Autors, Änderungen vorbehalten.

Dieser Beitrag wird nur zu allgemeinen Informationszwecken zur Verfügung gestellt. Er stellt keine Beratung jeglicher Art, einschliesslich treuhänderischer Anlageberatung, dar. Interessierten Anlegern wird empfohlen, vor einer Anlageentscheidung unabhängige rechtliche, finanzielle und steuerliche Beratung in Anspruch zu nehmen. Die T. Rowe Price Unternehmensgruppe, zu der auch T. Rowe Price Associates, Inc. und/oder ihre Tochtergesellschaften gehören, erhalten Einnahmen aus den Anlageprodukten und -dienstleistungen von T. Rowe Price. **Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.** Der Wert einer Anlage und die daraus resultierenden Erträge können sowohl sinken als auch steigen. Dieser Beitrag stellt keinen Vertrieb, kein Angebot, keine Einladung, keine persönliche oder allgemeine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren in irgendeiner Jurisdiktion oder zur Ausübung einer bestimmten Anlagetätigkeit dar. Der Beitrag wurde von keiner Aufsichtsbehörde in irgendeiner Jurisdiktion geprüft. Die dargestellten Informationen und Meinungen stammen aus Quellen, die als zuverlässig und aktuell erachtet werden. Wir können jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Quellen übernehmen. Es gibt keine Garantie dafür, dass die gemachten Prognosen eintreffen. Die hierin enthaltenen Ansichten entsprechen dem Datum, das in dem Beitrag vermerkt ist, und können ohne Vorankündigung geändert werden; diese Ansichten können von denen anderer Unternehmen der T. Rowe Price Gruppe und/oder assoziierter Unternehmen abweichen. Unter keinen Umständen darf der Beitrag, ganz oder teilweise, ohne Zustimmung von T. Rowe Price kopiert oder weiterverbreitet werden. Die hierin enthaltenen Ansichten sind Stand Juni 2018 und können sich seitdem geändert haben. Herausgegeben in der Schweiz von T. Rowe Price (Switzerland) GmbH, Talstrasse 65, 8001 Zürich, Schweiz. Nur für qualifizierte Anleger. T. ROWE PRICE und INVEST WITH CONFIDENCE sind gemeinsam und/oder getrennt, Marken oder eingetragene Marken von T. Rowe Price Group, Inc. Alle Rechte sind vorbehalten.

CONINCO  **MASTER CLASS** **Portraits de sociétés**
Gesellschaftsporträts

Page / Seite

71



72



73



74



75



76



77



78



79



80



Aberdeen Standard 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 758.9 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 1'000 professionnels de l'investissement et offrons un service clients depuis 46 bureaux de relation clientèle à travers le monde. Cela nous assure d'être proche 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 in-

vestissements 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 million d'actionnaires et est cotée à la bourse de Londres.

*Données au 31 décembre 2017

Aberdeen Asset Managers (Switzerland) SA

Julien Boissier
Rue du Rhône 14
CH - 1204 Genève
T +41 22 819 17 81
julien.boissier@aberdeenshandard.com

Aberdeen Standard 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 758.9 Milliarden CHF* in 80 verschiedenen Ländern. Dazu beschäftigen wir mehr als 1.000 Anlageexperten und betreuen unsere Kunden aus über 46 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 Unterneh-

mens befinden sich in Schottland. Standard Life Aberdeen Plc verfügt über rund 1,2 Millionen Anteilseigner und ist an der Börse in London gelistet.

*Daten per 31. Dezember 2017

Aberdeen Standard Investments (Switzerland) AG

Julien Boissier
Rue du Rhône 14
CH - 1204 Genf
T +41 22 819 17 81
julien.boissier@aberdeenshandard.com

**Baloise Asset Management**

- des solutions personnalisées pour la valorisation de votre patrimoine

Baloise Asset Management gère avec succès des fonds d'assurance depuis plus de 150 ans. Aujourd'hui, ses compétences de placement sont réunies au sein de la Baloise Asset Management, l'entité qui assure la gestion de la fortune du groupe ainsi que celles des fonds confiés par notre clientèle externe. Figurant parmi les 20 premiers gérants de fortune suisses, nous sommes en mesure de proposer à nos clients des solutions de placement adaptées à leurs besoins et assorties de perspectives de rendement attractives.

Nous proposons en particulier à nos clients un éventail des solutions de placement comprenant actions, obligations, placements alternatifs, im-

mobilier et portefeuilles mixtes. Nos décisions de placement sont dictées par les objectifs financiers de nos clients, mais l'accent est mis sur le rapport entre le rendement escompté et le risque pris. Nous cherchons à réaliser une plus-value à travers un rendement supérieur tout en prenant le moins de risques possible. Ce souci de sécurité et de contrôle des risques transparaît aussi bien dans la gestion quotidienne du portefeuille que dans l'élaboration de stratégies de placement réduisant au maximum ces risques.

Un travail d'équipe pour des placements performants

Nos gérants de portefeuille ont certes tous leur propre vision des marchés, mais ils n'en poursuivent pas moins tous un objectif commun: celui de permettre à nos clients d'accéder aux meilleures opportunités de

placement et de bénéficier de performances attractives. Nous confions les avoirs de nos clients aux mêmes équipes chevronnées chargées de la gestion de nos propres fonds. De ce fait, nos clients bénéficient d'un haut niveau de professionnalisme et de constance dans la gestion de leurs avoirs.

Baloise Asset Management

Olivier de Denon
CEFA, Senior Sales Manager
Institutional Sales Romandie
Aeschengraben 21
CH - 4002 Bâle
T +41 58 285 80 47
M +41 79 352 87 62
Olivier.deDenon@baloise.com
www.baloise-asset-management.com

GESELLSCHAFTSPORTRÄT



Baloise Asset Management
- individuelle Anlagelösungen für Ihre Vermögenswerte

Seit mehr als 150 Jahren bewirtschaftet der Baloise Asset Management erfolgreich Versicherungsgelder. Heute ist diese Anlagekompetenz in der Baloise Asset Management zusammengefasst, welche die konzerneigenen Vermögen sowie die Anlagegelder von Kunden betreut. Als einer der 20 grössten Schweizer Vermögensverwalter können wir unseren Kunden eine auf ihre Bedürfnisse zugeschnittene Anlagelösung mit attraktiven Performanceaussichten anbieten.

Wir bieten unseren Kunden insbesondere Anlagelösungen in den Bereichen Aktien, Obligationen, alternative Anlagen, Immobilien und Mischvermögen. Dabei richten wir unsere Anlageentscheide konsequent an ihren finanziellen Zielen

aus. Im Vordergrund steht das Verhältnis zwischen der erwarteten Rendite und dem eingegangenen Risiko. Wir streben gezielt einen Mehrwert in Form einer höheren Rendite bei gleichzeitig tieferem Risiko an. Der Fokus auf Sicherheit und Risikokontrolle widerspiegelt sich sowohl in der täglichen Bewirtschaftung der Portfolios als auch in der Ausgestaltung von risikominimierenden Anlagerestrategien.

Gemeinsam zum Anlageerfolg

Unsere Portfolio Manager haben zwar ihre persönlichen Markteinschätzungen, aber sie verfolgen alle ein gemeinsames Ziel: Unseren Anlagekunden Zugang zu den aussichtsreichsten Investitionsmöglichkeiten und einer attraktiven Anlageperformance zu bieten. Dabei legen wir die Anlagevermögen unserer Kunden mit denselben erfahrenen Portfoliomanagement-Teams an wie unsere eigenen Konzerngelder. Auf

diese Weise können unsere Kunden von einer hohen Professionalität und Kontinuität in der Bewirtschaftung ihrer Anlagevermögen profitieren.

Baloise Asset Management

Olivier de Denon
CEFA, Senior Sales Manager
Institutional Sales Romandie
Aeschengraben 21
CH - 4002 Basel
T +41 58 285 80 47
M +41 79 352 87 62
Olivier.deDenon@baloise.com
www.baloise-asset-management.com



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 renommieritesten 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


COMGEST

Depuis 32 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 :
QUALITE 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 priviliege 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 ETRE DIFFÉRENTS

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

COMGEST

Sébastien de Frouville
Responsable des Relations
Investisseurs
17 square Edouard VII
F - 75009 Paris
T +33 1 44 94 19 00
sdefrouville@comgest.com
www.comgest.com

GESELLSCHAFTSPORTRÄT

COMGEST

Seit 32 Jahren konzentriert sich Comgest nur auf eines: Das Management von Aktienportfolios, die in Qualitätswachstumsrente aus den verschiedensten Regionen der Welt investieren. Unsere Investmentgesellschaften in Paris, Hongkong, Dublin, Tokio und Singapur betreuen weltweit Anleger, die alle eines mit Comgest gemeinsam haben: einen langfristigen Anlagehorizont.

**DER ANLAGESTIL: QUALITÄT –
LANGFRISTIGE SICHT – WACHSTUM**

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

VERANTWORTLICHES INVESTIEREN

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

GUTE GRÜNDE FÜR COMGEST

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

WIR WAGEN ES, ANDERS ZU SEIN

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

COMGEST

Sébastien de Frouville
Investor Relations Manager
17 square Edouard VII
F - 75009 Paris
T +33 1 44 94 19 00
sdefrouville@comgest.com
www.comgest.com



Explorers in finance

CONINCO est une compagnie financière, agréée FINMA qui s'est spécialisée depuis 29 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 certifiées ISO 9001:2015. Depuis dix-sept 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 de nos processus.

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, ainsi que l'or éthique. 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



Explorers in finance

CONINCO ist eine von der FINMA anerkannte Finanzdienstleisterin, die seit 29 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 wirt-

schaftliche Entwicklung umfassend zu verstehen.

Diese Besonderheit versetzt uns in die Lage, uns von der Verwaltung kurzfristiger Anlage-bewegungen zu distanzieren und Anlage-strategien umzusetzen, die sich an den jeweiligen individuellen Bedürfnissen ausrichten, mit dem Ziel einer strukturierten Zusammensetzung jedes uns zur Beratung, Verwaltung oder Überwachung anvertrauten Vermögens bzw. Teilvermögens. All unsere Prozesse sind ISO 9001:2008 zertifiziert. Seit nun mehr siebzehn Jahren engagiert sich CONINCO zugunsten einer sozial verantwortlichen Verwaltung und einer nachhaltigen Entwicklung der Industrie. Unser Engagement wird durch die Zertifizierung unserer Prozesse nach ISO 14001:2015 bestätigt.

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, sowie ethisches Gold. www.onecreation.org

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

Eine Beziehung, die von dauerhaftem Vertrauen geprägt ist.

CONINCO Explorers in finance SA

Olivier Ferrari, Generaldirektor
 Sabine 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 est un des leaders mondiaux de la gestion d'actifs.

Templeton a été fondée en 1940 par Sir John Templeton, et Franklin a été créé en 1947 à New York par Rupert H. Johnson. En 1996, Franklin Mutual Advisers a été intégrée à la société.

Chez Franklin Templeton nous pensons que les investissements les plus fructueux commencent par l'ambition. Et que le succès n'est récolté que par ceux qui en sèment les graines. C'est pourquoi nous nous efforçons d'améliorer en permanence nos résultats pour les investisseurs. Quels que soient vos objectifs, notre vaste savoir-faire global nous permet d'offrir des solutions qui ont fait leurs preuves.

Au cours de nos 70 années d'expérience, nous avons géré tous types de

marchés: baissiers, haussiers et intermédiaires. Nous nous tenons toujours prêts à toute éventualité. Grâce à ces atouts et à notre position parmi les leaders mondiaux de la gestion d'actifs, nous avons gagné la confiance de millions d'investisseurs à travers le monde.

Franklin Templeton Investments fournit des services de gestion de placements globaux et locaux à des clients privés et institutionnels, ainsi qu'à des fonds souverains dans plus de 170 pays. Basée à San Mateo (Californie), la société possède des bureaux dans plus de 30 pays et gérait, au 31 juillet 2018, plus de 733,7 milliards de dollars d'actifs. Notre modèle d'affaires nous permet d'offrir à nos clients un large éventail de solutions de placement qui rassemblent les nombreux atouts de Franklin Templeton. Avec des bureaux à

Zurich et à Genève, Franklin Templeton compte des clients en Suisse depuis la fin des années 2000, mettant à leur disposition différents styles d'investissements, notamment en obligations, actions des marchés émergents, fonds sectoriels, fonds balancés, fonds alternatifs et, depuis 2018, également ETF.

Pour plus d'informations, rendez-vous sur le site www.franklintonlepton.ch

Franklin Templeton Switzerland Ltd

Stockerstrasse 38
CH - 8002 Zürich
T +41 44 217 81 81
info@franklintonlepton.ch
www.franklintonlepton.ch



FRANKLIN TEMPLETON INVESTMENTS

Franklin Templeton Investments ist eine der grössten und erfolgreichsten Investmentgesellschaften der Welt. Templeton wurde 1940 von Sir John Templeton gegründet. Die Gründung von Franklin erfolgte 1947 in New York durch Rupert H. Johnson. 1996 wurde Franklin Mutual Advisers als weiteres Unternehmen in die Gruppe aufgenommen.

Für uns bei Franklin Templeton ist Ehrgeiz die Bedingung erfolgreichen Anlegens. Und man kann nur etwas erreichen, wenn man sich voll und ganz dafür einsetzt. Deshalb sind wir fortwährend bestrebt, noch bessere Ergebnisse für unsere Anleger zu erzielen. Egal was die Ziele sind: Mit unserer fundierten globalen Anlagekompetenz bieten wir Lösungen, die dabei helfen, diese zu erreichen.

Im Laufe unserer 70-jährigen Arbeit konnten wir verschiedenste Marktsi-

tuationen meistern – Aufschwünge, Abschwünge und alles dazwischen. Wir sind stets auf alle möglichen Entwicklungen vorbereitet. Dank unserer Jahrzehntelangen Erfahrung und mit dem Leistungsnachweis als einer der grössten Vermögensverwalter der Welt konnten wir das Vertrauen von Millionen von Anlegern rund um den Globus gewinnen.

Franklin Templeton Investments bietet internationale und nationale Investment-Lösungen für private, professionelle und institutionelle Kunden in über 170 Ländern an. Das Unternehmen mit Sitz in San Mateo (Kalifornien) hat Büros in mehr als 30 Ländern und verwaltet mehr als 733,7 Mrd. US-Dollar (Stand: 31. Juli 2018).

Unser Geschäftsmodell erlaubt es, den Kunden eine breite Palette an Investmentlösungen anzubieten, welche die Stärken von Franklin Templeton ver-

einen. Mit Niederlassungen in Zürich und Genf betreut Franklin Templeton Kunden in der Schweiz seit Ende 2000 mit einer breit gefächerten Expertise über alle Anlageklassen, von Obligationen und Schwellenländer-Aktien über Sektorenfonds bis hin zu Mischfonds, Hedge Funds und seit 2018 auch ETFs.

Weitere Informationen finden Sie auf www.franklintonlepton.ch

Franklin Templeton Switzerland Ltd

Stockerstrasse 38
CH - 8002 Zürich
T +41 44 217 81 81
info@franklintonlepton.ch
www.franklintonlepton.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

T +41 58 816 20 20

www.mirabaud-am.com

Pierre Lingjaerde
Senior Institutional Sales
Directeur

T +41 58 200 60 45

pierre.lingjaerde@mirabaud-am.com

Thierry Zen Ruffinen
Institutional Relationship Manager
Sous-Directeur

T +41 58 200 60 50

thierry.zenruffinen@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 Unternehmergeist 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 einzigartiges Leistungsangebot der verschiedenen Einheiten der Gruppe in der Schweiz.

Mirabaud Asset Management (Suisse) SA

29, Boulevard Georges-Favon
CH - 1204 Genf

T +41 58 816 20 20

www.mirabaud-am.com

Pierre Lingjaerde
Senior Institutional Sales
Directeur

T +41 58 200 60 45

pierre.lingjaerde@mirabaud-am.com

Thierry Zen Ruffinen
Institutional Relationship Manager
Unterdirektor

T +41 58 200 60 50

thierry.zenruffinen@mirabaud-am.com

ROBECOSAM

We are Sustainability Investing.

Fondée en 1995, RobecoSAM est une société d'investissement spécialisée exclusivement dans l'investissement durable. Elle propose des services en matière de gestion d'actifs, d'indices, l'investissement et l'analyse d'impact, d'évaluation de durabilité et de benchmarking. Les capacités de la société en matière de gestion d'actifs s'adressent aux détenteurs d'actifs institutionnels et aux intermédiaires financiers et couvrent tout un éventail d'investissements intégrant les critères ESG. Les stratégies thématiques dans le domaine de l'utilisation efficace des ressources sont caractérisées par un solide historique de performances. En collaboration avec S&P Dow Jones Indices, RobecoSAM publie les indices de durabilité de Dow Jones (DJSI), ainsi que les séries du S&P ESG

Factor Weighted Index, la première famille d'indices à considérer l'ESG comme un facteur autonome de performance, en utilisant la méthodologie RobecoSAM Smart ESG. À partir de son évaluation de la durabilité des entreprises (CSA), une analyse ESG annuelle d'environ 4500 sociétés cotées, RobecoSAM a constitué l'une des bases de données les plus complètes au monde en matière d'informations financières et de durabilité.

Dans le cadre de son propre engagement visant à promouvoir des pratiques relatives à l'investissement durable, RobecoSAM est signataire des PRI, du Pacte mondial de l'ONU et du Climate Action 100+, soutient le Groupe de travail sur l'information financière relative aux changements

climatiques (TCFD) et est membre d'Eurosif, Swiss Sustainable Finance, Carbon Disclosure Project (CDP) et Portfolio Decarbonization Coalition (PDC).

RobecoSAM

Jeremy Chapuis
Client Relations Wholesale & Institutional
Robeco Switzerland AG
Rue du Commerce 4
1204 Genève
T +41 22 591 79 42
jeremy.chapuis@robeco.com
www.robecosam.com

GESELLSCHAFTSPORTRÄT

ROBECOSAM

We are Sustainability Investing.

RobecoSAM, gegründet 1995, ist ein Vermögensverwalter mit exklusivem Fokus auf Sustainability Investing. Das Angebot umfasst Asset Management, Indizes, Impact Investing und Analysen, Nachhaltigkeitsbewertungen sowie Benchmarking Services. RobecoSAM offeriert institutionellen Anlegern und Finanzintermediären Zugang zu ESG-integrierenden Investmentlösungen mit einem langjährigen Erfolgsausweis zum Investitionsthema „Ressourceneffizienz“. In Kooperation mit S&P Dow Jones Indices publiziert RobecoSAM die weltweit anerkannten Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) sowie die S&P ESG Factor Weighted Index-Serie, welche als erste Indexfamilie überhaupt ESG als eigenständigen Performancefaktor betrachtet, basierend auf der Smart ESG Methodologie von RobecoSAM. Im Rahmen seines Corporate Sustainability Assessment

(CSA) analysiert RobecoSAM jährlich die Nachhaltigkeitsleistung von rund 4'500 börsennotierten Unternehmen. Dadurch entstand über die Jahre eine der weltweit umfassendsten Datenbanken für finanziell relevante Nachhaltigkeitsinformationen.

Als Vorreiter nachhaltiger Investmentlösungen und deren Verbreitung gehört RobecoSAM zu den Unterzeichnern der PRI, des UN Global Compact sowie von Climate Action 100+, unterstützt die Task Force on Climate-related Financial Disclosure (TCFD) und ist Mitglied bei Eurosif, Swiss Sustainable Finance, Carbon Disclosure Project (CDP) sowie der Portfolio Decarbonization Coalition (PDC).

RobecoSAM

Jeremy Chapuis
Client Relations Wholesale & Institutional
Robeco Switzerland AG
Rue du Commerce 4
1204 Genève
T +41 22 591 79 42
jeremy.chapuis@robeco.com
www.robecosam.com



Swiss Finance & Property Group

Avec un patrimoine géré de 5,1 milliards CHF (au 31 juillet 2018), 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

Nicolas di Maggio
CIO Indirect, Head of Asset Management Indirect
dimaggio@sfp.ch

Mauro Golinelli
Sales Manager
golinelli@sfp.ch
Seefeldstrasse 275
CH - 8008 Zurich
T +41 43 344 74 41
www.sfp.ch



Swiss Finance & Property Group

Mit einem verwalteten Vermögen von CHF 5,1 Mrd. (per 31. Juli 2018) 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 Kapitalmarktstrukturen, Platzierungen, Corporate Finance, Wertschriftenhandel sowie Research und Beratung ab.

Swiss Finance & Property Group

Nicolas di Maggio
CIO Indirect, Head of Asset Management Indirect
dimaggio@sfp.ch

Mauro Golinelli
Sales Manager
golinelli@sfp.ch
Seefeldstrasse 275
CH - 8008 Zurich
T +41 43 344 74 41
www.sfp.ch

T.Rowe Price

Créée en 1937 par Thomas Rowe Price Jr, T. Rowe Price est une société de gestion indépendante dont l'objectif principal est de proposer une gestion active des avoirs de ses clients sur le long terme.

Notre entreprise est globale et active dans 48 pays à travers l'Europe, l'Amérique, l'Asie, l'Australie et le Moyen-Orient. Nous gérons aujourd'hui plus de 1'034 milliards CHF¹ d'actifs au travers d'une gamme complète de stratégies d'investissements.

T. Rowe Price emploie actuellement 6'936 personnes dans le monde, dont 578 professionnels de l'investissement et 85 gérants de portefeuille.

Notre société se définit autant par sa stabilité structurelle que financière (absence de dette long terme, liquidités importantes et participation salariale

en actions). Grâce à cette stabilité, T. Rowe Price a su faire face à tout type de conditions de marchés tout en gardant la même ligne de conduite et générer des performances élevées sur le long terme.

Notre siège principal est basé à Baltimore (États-Unis). Les autres bureaux principaux sont à Londres et Hong Kong.

¹ L'ensemble des actifs sous gestion des sociétés de T. Rowe Price group en USD sont convertis en CHF en utilisant un taux de change déterminé par une tierce partie indépendante. Les sociétés du groupe T. Rowe Price sont : T. Rowe Price Associates, Inc., T. Rowe Price International Ltd, T. Rowe Price Hong Kong Limited, T. Rowe Price Singapore Private Ltd, and T. Rowe Price (Canada), Inc. Les chiffres mentionnés ci-dessus sont au 30 juin 2018, sauf indication contraire.

T. Rowe Price (Switzerland) GmbH
Talstrasse 65
CH - 8001 Zürich
T +41 44 227 15 50
www.troweprice.ch

GESELLSCHAFTSPORTRÄT

T.Rowe Price

T. Rowe Price, 1937 von Thomas Rowe Price Jr. gegründet, ist eine unabhängige Investmentgesellschaft, mit dem primären Ziel, Kunden zu helfen ihre langfristigen Anlageziele zu erreichen.

Das Unternehmen ist in 48 Ländern in Europa, Nord- und Südamerika, Asien, Australien und im Nahen Osten vertreten. Es verwaltet Vermögenswerte in der Höhe von CHF 1'034 Mrd.¹ in einer Vielzahl unterschiedlicher Investmentstrategien.

Bei T. Rowe Price sind 6'936 Mitarbeitende angestellt, darunter 578 Investmentexperten und 85 Portfolio-manager.

Unsere bedeutende organisatorische und finanzielle Stabilität (keine langfristigen Verbindlichkeiten, erhebliche liquide Mittel und Eigenkapital) sowie Erfahrungen durch diverse Arten von Marktbedingungen tragen zu einer bewährten Geschäftsstrategie bei, die auf

lange Sicht eine starke Leistung erbringen. Unser Hauptsitz ist in Baltimore, USA. Weitere Hauptstandorte befinden sich in London und Hong Kong.

¹Die Summe der verwalteten Vermögenswerte der Unternehmensgruppe T. Rowe Price in USD, die zu einem von einem unabhängigen Dritten festgelegten Wechselkurs in CHF umgerechnet werden. Die T. Rowe Price Unternehmensgruppe umfasst T. Rowe Price Associates, Inc., T. Rowe Price International Ltd, T. Rowe Price Hong Kong Limited, T. Rowe Price Singapore Private Ltd. und T. Rowe Price (Kanada) Inc. Alle oben genannten Zahlen beziehen sich auf den 30. Juni 2018, sofern nicht anders angegeben.

T. Rowe Price (Switzerland) GmbH
Talstrasse 65
CH - 8001 Zürich
T +41 44 227 15 50
www.troweprice.ch

A close-up portrait of Raphaël Domjan, a man with short, light brown hair and blue eyes, smiling broadly. He is wearing a dark zip-up jacket over a white collared shirt. The background is a plain, light color.

Donner plus qu'un rendement à votre Patrimoine

Raphaël Domjan , Explorateur & Conférencier
Ambassadeur de

ONE CREATION

Think Sustainable

Vevey | Genève

www.onecreation.org