

**INVESTAS**



# Quartalsbericht per 30. Juni 2019

Unigamma BVG Sammelstiftung | Bern, 31. Juli 2019

<b>Kunde</b>	Unigamma BVG Sammelstiftung
<b>Mandat</b>	BVV2
<b>Benchmark</b>	Customized
<b>Beauftragter</b>	Investas AG, Marktgasse 37, 3011 Bern

## Strategie

	Strategie	Bandbreiten	
<b>Liquidität</b>	0.0%	0%	45%
<b>Obligationen Schweiz</b>	15.0%	5%	45%
<b>Obligationen Welt</b>	5.0%	0%	20%
<b>Aktien Schweiz</b>	25.0%	10%	30%
<b>Aktien Welt</b>	25.0%	10%	40%
<b>Immobilien</b>	30.0%	0%	35%
<b>Alternative Anlagen</b>	0.0%	0%	20%

---

## 1. Rückblick

Nach dem schlechtesten Dezember seit 1931 (gemessen an den US-Aktienmärkten) kam es im bisherigen Jahresverlauf zu zwei bemerkenswerten Entwicklungen:

### 1. Aktienmärkte

Einerseits erholten sich die Aktienmärkte auf globaler Ebene fulminant. Bis Ende Juni legte der Aktien Welt Index um über 16% zu (gemessen in Schweizer Franken). Der breite Schweizer Aktien Index (SPI) schloss das erste Halbjahr gar mit einer Performance von über 21% ab, wobei insbesondere die zwei Index-Schwergewichte Nestlé und Novartis mit ihrem defensiven Charakter ausschlaggebend waren. Wie kam es zu dieser starken Erholung? Einerseits hielten die Investoren die Korrektur Ende 2018 im Nachhinein für übertrieben. Andererseits lagen die Gründe in einer abrupten Kehrtwende der Notenbanken. Diese nahmen ihre Prognosen bezüglich des Zinserhöhungszyklus deutlich zurück und reagierten somit auf die Anzeichen eines sich global verlangsamenden Wirtschaftswachstums. Selbst als sich die Signale für eine konjunkturelle Abkühlung mehrten, legten die Aktienmärkte weiter zu. Das Vertrauen darauf, dass die Notenbanken die Geldschleusen sofort wieder öffnen würden, sollte sich die Wirtschaft nachhaltig abschwächen, überwog gegenüber den Konjunkturängsten selbst. Der sogenannte «Fed-Put», der den Aktieninvestoren in den letzten 10 Jahren kolossale Gewinne bescherte, schien aus Sicht der Anleger, nach den Unsicherheiten im letzten Jahr, wieder Gültigkeit zu haben. Er steht überspitzt formuliert für das Phänomen, dass Aktienanleger nur gewinnen können: ist die Konjunktur gut, so legen die Aktien von Natur aus zu. Schwächt sie sich ab, so stehen die Notenbanken mit enormen Kaufprogrammen bereit, um die Wirtschaft und somit die Kurse zu stützen. Nur im Monat Mai führte der unerwartete Abbruch der Handelsgespräche zwischen den USA und China zu einem zwischenzeitlichen Rückgang an den Aktienmärkten.

# INVESTAS

## 2. Zinsmärkte

Die zweite bemerkenswerte Entwicklung im ersten Halbjahr 2019 war der stetige Rückgang Marktzinsen, welcher bereits im 4. Quartal des vergangenen Jahres eingesetzt hatte. Im Mai und Juni beschleunigte sich diese Abwärtsbewegung gar noch. 10-jährige Schweizer Staatsanleihen rentierten zur Jahreshälfte gerade noch mit minus (!) 0.53%. In den USA lag die entsprechende Zahl bei plus 2%. Dies notabene nachdem die entsprechende Rendite noch im vergangenen November bei plus 3.2% gelegen hatte. Grund für den starken Rückgang der Marktzinsen war der sich abzeichnende wirtschaftliche Abschwung. Mittelfristig erwarteten die Anleger nun eher tiefere als höhere Leitzinsen, wodurch die Obligationen trotz der bereits sehr bescheidenen Renditen wieder an Attraktivität gewannen. Insbesondere ab Mai gab es zusätzlich eine starke Nachfrage nach Staatsanleihen «sicherer» Länder, da die globalen Unwägbarkeiten mit dem Abbruch der Handelsgespräche zwischen den USA und China zunahmen. Grundsätzlich kann festgehalten werden, dass sich die konjunkturelle Abschwächung im ersten Halbjahr zwar im Zins-, bzw. im Obligationenmarkt deutlich spiegelte, nicht aber im Aktienmarkt. Auch die Immobilienpreise konnten, gemessen am Index und aufgrund der tiefen Renditen von Obligationen, nochmals deutlich zulegen. Der Index liquider Immobilienfonds in der Schweiz legte rund 13% zu. Bei illiquideren Immobiliengefässen lag die Preiszunahme bei rund 2%.

An den Rohstoffmärkten kam es zu deutlichen Preisschwankungen. So legte der Ölpreis zwischen Anfang Jahr und Ende April um fast 50% zu, bevor er bis Mitte Juni wieder über 20% einbrach, nur um in den folgenden zwei Wochen wieder knapp 15% zuzulegen. Während enttäuschende Konjunkturdaten auf den Ölpreis drückten, führten Ankündigungen zu Produktionsdrosselungen der «OPEC plus» Staaten, schärfere Sanktionen der USA gegenüber Iran sowie die andauernden Krisen in Venezuela und Libyen zu steigenden Preisen. Der Goldpreis legte vor dem Hintergrund rückläufiger Marktzinsen, sprich der laufend abnehmenden Attraktivität von Obligationen sowie zunehmender politischer Unsicherheiten, über 9% zu.

Auf politischer Ebene waren es, neben dem Hin und Her in den Handelsgesprächen zwischen China und den USA, vor allem der latente Brexit und die Europawahlen, welche die Investoren in Atem hielten. Die Auswirkungen auf die Märkte waren jedoch gering und auf Europa beschränkt.

---

## 2. Rückblick Cash-Flows und Managementtätigkeiten

Das Portfolio weist per 30. Juni 2019 einen Investitionsgrad von 94.42% bzw. eine Liquidität von 5.58% auf. Das Fremdwährungsexposure liegt bei 19.03%.

### Cashflows im 2. Quartal 2019

- 22.05.2019 Outflow CHF 900'000.00

### Tätigkeiten im 2. Quartal 2019

- 25.06.2019 Erneuerung der DTGs in AUD, CAD, USD, NZD

### 3. Performance und Performance-Attribution

#### Der Monat Juni 2019

Performance Juni 2019									
Anlageklassen	Portfolio			Benchmark			Attributionseffekte		Total
	Gewicht	Performance	Beitrag	Gewicht	Performance	Beitrag	Allokation	Selektion	
Liquidität	5.58%	3.18%	0.18%				0.18%	0.00%	0.18%
Obligationen CHF	8.38%	-0.09%	-0.01%	15.00%	0.40%	0.06%	0.01%	-0.07%	-0.07%
Obligationen Ausland	5.76%	-1.55%	-0.09%	5.00%	-0.99%	-0.05%	-0.01%	-0.03%	-0.04%
Aktien Schweiz	20.41%	3.68%	0.75%	25.00%	3.75%	0.94%	-0.17%	-0.02%	-0.19%
Aktien Welt	23.82%	3.73%	0.89%	25.00%	3.27%	0.82%	-0.04%	0.12%	0.07%
Immobilien Schweiz	36.06%	0.24%	0.09%	30.00%	0.33%	0.10%	0.01%	-0.02%	-0.01%
<b>Total</b>	<b>100.00%</b>	<b>1.81%</b>	<b>1.81%</b>	<b>100.00%</b>	<b>1.86%</b>	<b>1.86%</b>	<b>-0.02%</b>	<b>-0.02%</b>	<b>-0.06%</b>
								Interaktion	0.01%
								Überschussrendite	<b>-0.05%</b>

Das Portfolio gewann im Monat Juni 1.81% dazu (BM: +1.86%). Auf Ebene der Anlageklassen sticht die Negativperformance der Schweizer Obligationen verglichen zur positiven Performance der Benchmark ins Auge. Unser weitgehendes Abseitsstehen von Staatsanleihen kostete Performance im Vergleich zum Obligationen CHF Index, wie dies auch in den Obligationen FW der Fall ist. In den Aktien Schweiz zahlte sich die Untergewichtung gegenüber der Benchmark nicht aus, wobei dies bewusst im Sinne einer Risikoreduktion in Kauf genommen wurde. Das Untergewicht in den Aktien Ausland wirkte sich nicht positiv auf die Performance aus, konnte aber mit der Titelselektion mehr als wettgemacht werden, womit die Anlagekategorie eine Überperformance zur Benchmark aufweisen kann. Eine Kategorienperformance bedarf einer weiteren Erklärung. So werden bei der Liquidität die gesamten Kosten wie auch die Währungsabsicherung vollumfänglich dieser Kategorie belastet.

#### Das bisherige Jahr 2019

Performance YTD 2019 per 30.06.2019									
Anlageklassen	Portfolio			Benchmark			Attributionseffekte		Total
	Gewicht	Performance	Beitrag	Gewicht	Performance	Beitrag	Allokation	Selektion	
Liquidität	4.66%	-8.31%	-0.37%				-0.37%	0.00%	-0.37%
Obligationen CHF	8.32%	2.08%	0.17%	15.00%	3.35%	0.50%	-0.14%	-0.19%	-0.33%
Obligationen Ausland	5.72%	2.45%	0.14%	5.00%	4.22%	0.21%	0.02%	-0.08%	-0.07%
Aktien Schweiz	19.60%	17.10%	3.13%	25.00%	21.84%	5.17%	-0.99%	-1.04%	-2.04%
Aktien Welt	25.85%	18.45%	4.80%	25.00%	14.78%	3.68%	0.30%	0.82%	1.12%
Immobilien Schweiz	35.85%	1.43%	0.51%	30.00%	1.98%	0.59%	0.08%	-0.16%	-0.08%
<b>Total</b>	<b>100.00%</b>	<b>8.76%</b>	<b>8.76%</b>	<b>100.00%</b>	<b>10.36%</b>	<b>10.36%</b>	<b>-1.10%</b>	<b>-0.65%</b>	<b>-1.77%</b>
								Interaktion	0.17%
								Überschussrendite	<b>-1.60%</b>

Aus absoluter Sicht entwickelte sich das Portfolio im ersten Halbjahr sehr erfreulich und legte um 8.76% zu. Aufgrund des starken Rückgangs der Marktzinsen lag die Performance des Portfolios trotzdem hinter derjenigen der Benchmark. Dementsprechend kam ein Teil der Unterperformance von den Anlageklassen Obligationen CHF. Der Rückstand in den Obligationen CHF stammte aus unserem Fokus auf Unternehmensanleihen, welcher sich vor dem Hintergrund der starken Nachfrage nach Schweizer Staatsanleihen nicht auszahlt hat. Die Aktien Schweiz waren eine weitere Anlageklasse, welche deutlich hinter der Benchmark zu liegen kam. Hier büssten wir sowohl mit der Titelselektion mit Fokus auf Small und Mid Caps, als auch mit der Untergewichtung der Anlagekategorie an Performance ein. Einzig die Anlagekategorie Aktien Welt konnte eine Überperformance zur Benchmark aufweisen. Dort konnte nebst der Titelselektion auch mit dem leichten Übergewicht eine positive Performance erzielt werden. Eine Kategorienperformance bedarf einer weiteren Erklärung. So werden bei der Liquidität die gesamten Kosten wie auch die Währungsabsicherung vollumfänglich dieser Kategorie belastet.

# INVESTAS

## Peer-Vergleich

Im Juni schnitt unser Portfolio mit einer Performance von +1.81% deutlich besser ab als der PK Barometer der UBS wie auch der Pictet BVG 25. Einzig die Performance des Pictet BVG 40 konnte um 0.02% nicht erreicht werden. In der Performance seit Jahresbeginn zeigt sich ein ähnliches Bild. Mit einem Plus von 8.76% in unserem Portfolio konnte der PK Barometer der UBS und der Pictet BVG 25 klar übertroffen werden. Der Pictet BVG 40 schloss mit einem Plus von 9.68% besser ab.

Performance	Juni	YTD per 30.06
PK Barometer UBS	1.69%	7.72%
Pictet BVG 25	1.58%	7.86%
Pictet BVG 40	1.83%	9.68%

## 4. BVV2 Reporting

### BVV2 - Überblick der Begrenzungen (Art. 54/55)

#### Einzelbegrenzungen (Art. 54)\*

Forderungen pro Schuldner (Art. 54)	
BVV2	Portfolio
Max. 10.00%	5.71%

Beteiligung pro Gesellschaft (Art. 54a)	
BVV2	Portfolio
Max. 5.00%	2.18%

Anlagen pro Immobilie (Art. 54b)	
BVV2	Portfolio
Max. 5.00%	0.00%

#### Kategorienbegrenzungen (Art. 55)

Grundpfandtitel (Art. 55a)	
BVV2	Portfolio
Max. 50.00%	0.00%

Aktien (Art. 55b)	
BVV2	Portfolio
Max. 50.00%	45.02%

Immobilien (Art. 55c)	
BVV2	Portfolio
Max. 30.00%	35.51%

Immobilien Ausland (Art. 55c)	
BVV2	Portfolio
Max. 10.00%	0.00%

Alternative Anlagen (Art. 55d)	
BVV2	Portfolio
Max. 15.00%	0.00%

Fremdwährungen ungesichert (Art. 55e)	
BVV2	Portfolio
Max. 30.00%	21.41%

\*bei Art. 54 ist die Position mit dem grössten Wert dargestellt

Die Verletzung innerhalb der Kategorie Immobilien ist gewollt und dient als Kompensation für die tiefen Obligationenquoten. Die Uni-gamma BVG Sammelstiftung ist sich dieser Tatsache bewusst und nimmt eine Erweiterung hinsichtlich der Kategorienbegrenzung bei den Immobilien in Anspruch. Zudem wird anlässlich der nächsten Stiftungsratssitzung im 2019 das Thema der Bandbreitenerweiterung diskutiert.

## 5. Aussichten

Seit der Finanzkrise verfolgten die Zentralbanken durch ihre massiven geldpolitischen Interventionen das Ziel, die drohende Deflation zu bekämpfen sowie den Staaten, den Privatpersonen und den Unternehmen Zeit zu verschaffen, um ihre hohen Schulden auf ein nachhaltiges Niveau zu reduzieren. Nach dem Erreichen dieser Ziele sollten die expansive Geldpolitik langsam zurückgefahren und die Märkte wieder sich selbst überlassen werden. Der Punkt zu einer langsamen Rückkehr zur Normalität schien 2018 in den USA erreicht und man ging davon aus, dass er in naher Zukunft auch in Europa erreicht sein würde. Nun, nach den ersten 6 Monaten 2019, muss man ernüchert feststellen: so schnell wird die «Normalität» in der Geldpolitik nicht zurückkehren – wenn überhaupt. Der oben beschriebene FED-Put bescherte den Aktieninvestoren in den vergangenen 10 Jahren hohe Gewinne. Vielleicht geht die Hausse sogar noch weiter, wenn die Zentralbanken tatsächlich wieder zu denselben Mitteln greifen, um dem sich abzeichnenden Abschwung entgegenzuwirken. Nüchtern betrachtet muss allerdings folgendes festgestellt werden:

## INVESTAS

- **Es gibt nach wie vor zu wenig Inflation.** Die Zentralbanken schaffen es trotz aller Anstrengungen nicht, oder nur punktuell, die Zielinflation (EZB: 2%) zu erreichen. Das zusätzliche Geld floss in den vergangenen Jahren (und auch heute noch) in erster Linie in die Finanzmärkte und nur in ungenügendem Ausmass in die Realwirtschaft, wo es eben zu Inflation führen könnte. Eine Inflationsrate im mittleren einstelligen Bereich wäre wohl die am wenigsten schmerzhafteste Methode um die hohen Staatsschulden zu reduzieren. Die Inflation für tot zu erklären wäre aber naiv. Die Geschichte lehrt uns, dass eine massive Ausdehnung der Geldmenge früher oder später noch immer zu Inflation geführt hat. Gefürchtet ist der sogenannte «Ketchup-Effekt»: erst kommt lange nichts und dann kommt auf einmal zu viel.
- **Die Schere zwischen Arm und Reich hat sich seit der Finanzkrise weiter aufgetan.** Während vermögende Aktionäre stark von der Erholung an den Finanzmärkten profitierten, bangen ärmere Schichten und auch ein wachsender Teil des Mittelstands um ihre Jobs und verdienen eher weniger als zuvor. Dies erklärt zumindest teilweise den weit verbreiteten Erfolg populistischer Parteien und den Niedergang der etablierten politischen Kräfte. Die Zentralbanken und Staaten werden neue, effizientere Wege finden müssen, damit das Geld auch in der Realwirtschaft und somit bei den Leuten ankommt. Unter dem Druck der aufstrebenden populistischen Kräfte würde es nicht überraschen, wenn statt der Geldpolitik mehr und mehr die Fiskalpolitik in den Fokus käme. Rufe nach mehr Sozialausgaben und nach Massnahmen, die schnell neue (auch unqualifizierte) Arbeitsplätze schaffen, dürften insbesondere in Südeuropa, aber auch anderswo, lauter werden. Dies wohlverstanden trotz der bereits hohen Schuldenquoten.
- **Die Zentralbanken und die Staaten wären in einer erneuten Krise in einer wesentlich schwierigeren Lage als 2008.** Während erstere in der Finanzkrise die Leitzinsen noch von einem Niveau von 4-5% auf null zurückfahren konnten, um die Wirtschaft zu stützen, liegen diese heute in Europa bereits bei null und in den USA bei knapp über 2%. Zudem sind die Bilanzen der Zentralbanken bereits stark aufgebläht. Gleichzeitig ächzen die Staaten unter der immer weiter steigenden Schuldenlast. Natürlich könnten die Notenbanken die Leitzinsen (noch deutlicher) in den Negativbereich senken und die Kaufprogramme ausweiten. Aufgrund des durchgezogenen Erfolgs der bisherigen Tiefzinspolitik stellt sich jedoch die Frage, ob ein solcher Ansatz wirklich zielführend wäre.

Diese Tatsachen mahnen uns zur Vorsicht, denn es scheint uns einerseits nicht sicher, dass die Notenbanken so weitermachen werden wie in den letzten Jahren. Und selbst wenn sie das täten, sind wir nicht überzeugt davon, dass dies für die Aktienmärkte wieder ähnlich gute Resultate liefern würde wie bis anhin, denn die Glaubwürdigkeit dieser Geldpolitik nimmt langsam ab. Während wir die Gewichtung unserer Aktienquote nach wie vor gemäss unserem taktischen Modell auf monatlicher Basis überprüfen werden, treffen wir deshalb *innerhalb* der Aktienquoten weitere Massnahmen zu einer defensiveren Ausrichtung. Dazu werden wir in den nächsten Wochen und Monaten mit entsprechenden Instrumenten aufwarten. Wir denken dabei einerseits an Titel, welche in Realwerte investieren und/oder eine tiefe Verschuldung bzw. attraktive Cashflows (Dividenden) aufweisen. Auf Gesamtstrategie-Ebene muss die immer stärker ausgeprägte «Gleichschaltung» der verschiedenen Anlageklassen im Auge behalten werden. Aktien, Obligationen und Immobilien liefen in den letzten Monaten allesamt in die gleiche Richtung, nämlich nach oben. Das war zwar erfreulich, aber spricht dafür, dass der Diversifikationseffekt zwischen diesen Haupt-Anlageklassen laufend abnimmt. Sollte die Zinsbewegung der vergangenen Monate plötzlich als übertrieben angesehen werden, was wir als

# INVESTAS

plausibles Szenario erachten, so würden die Kurse in allen drei Anlageklassen in die Gegenrichtung drehen.