

Chancen

Finanzmärkte und Konjunktur

US-Dollar als
Leitwährung –
konkurrenzlos?



Basler
Kantonalbank

2/2018

«Der US-Dollar dominiert
das globale Währungssystem.»

Der US-Dollar als Weltleitwährung – steht er vor der Ablösung?



Dr. Sandro Merino
Chief Investment Officer

Liebe Leserin, lieber Leser

Der US-Dollar hat nach dem Ende des Ersten Weltkriegs Schritt für Schritt die Rolle als globale Leitwährung übernommen und das britische Pfund in dieser Funktion abgelöst. Die Wachablösung ging damals nahezu unbemerkt und reibungslos vonstatten. Seither ist der US-Dollar die unbestrittene Nummer 1 im globalen Währungssystem.

Das konnte jedoch nicht verhindern, dass er über die Jahrzehnte gegenüber vielen Währungen an Wert verloren hat. Der Grund dafür ist nicht ein Vertrauensverlust in den Greenback, sondern einfache ökonomische Gesetzmässigkeiten. Nach diesen verliert in einem flexiblen Wechselkursystem jene Währung an Wert, die die höheren Inflationsraten aufweist.

Trotzdem sind in den vergangenen Jahren immer wieder Forderungen nach einer Ablösung des US-Dollars in seiner Funktion als Leitwährung laut geworden. So schickt sich China an, zur global dominierenden Wirtschaftsmacht aufzusteigen. Aufgrund unserer Analysen folgern wir, dass der chinesische Yuan noch weit davon entfernt ist, die Rolle des US-Dollars in absehbarer Zeit einzunehmen.

Herzlichst

A handwritten signature in black ink that reads "Sandro Merino". The signature is written in a cursive, slightly slanted style.

In dieser Ausgabe

3

Editorial

6

Aufstieg und Fall von Leitwährungen in der Geschichte

Ein Blick in die Historie zeigt, dass Währungen die Funktion als Leitwährung nur für eine begrenzte Zeit innehatten. Ihre Ablösung erfolgte in der Regel langsam und ohne grössere Verwerfungen.

8

Weltleitwährung US-Dollar – vor der Ablösung?

Die Welt, wie wir sie kennen, hat sich in den vergangenen 30 Jahren stark verändert. Eine Konstante in den letzten Jahrzehnten ist der US-Dollar in seiner Funktion als Weltleitwährung. Steht dieser nun vor seiner Ablösung?



8

14

Vom Petrodollar und den Rohstoffen

Trotz einzelner Bestrebungen, Rohstoffe auch in anderen Währungen zu fakturieren, ist die Dominanz des US-Dollars weiter ungebrochen. Diese Dominanz entwickelte sich im Zusammenhang mit dem Ölhandel und brachte ihm die Bezeichnung Petrodollar ein.

16

Dollarschwäche – kein Grund zur Sorge

Der Wert des US-Dollars hat über die Jahrzehnte gegenüber dem Franken stetig an Wert verloren. Diese Entwicklung ist aber nicht Ausdruck eines schwindenden Vertrauens, sondern das Ergebnis ökonomischer Gegebenheiten.



14



16

18

Nachhaltiges Anlegen – Abkehr von Dollaranlagen?

Unter der Führung Donald Trumps ziehen sich die USA von globalen Herausforderungen bei Themen aus den Bereichen Umwelt, soziale Gerechtigkeit und Governance zurück. Ist eine Abkehr von US-Anleihen und -Aktien seitens nachhaltiger Investoren die Folge?



18

22

Die Zinswende ist erfolgt – wie geht es weiter?

Bis Ende 2019 erachten wir ein um 0,5% bis 1,0% höheres Renditeniveau bei 10-jährigen Staatsanleihen für wahrscheinlich.

24

Steigende Zinsen – Gift für die Aktienmärkte?

Das Beispiel des amerikanischen Leitindex S&P 500 über die letzten 64 Jahre zeigt, dass die Aktienbewertungen in Phasen steigender Zinsen gesunken sind. Eine ein-dimensionale Betrachtung ist jedoch nicht ausreichend.



22

26

Finanzmarktausblick

An einer breiten Diversifikation des Vermögens kommt man im aktuellen Umfeld nicht vorbei. Es gilt auch in schwierigen Phasen Kurs zu halten.

Aufstieg und Fall von Leitwährungen in der Geschichte

Ein Blick in die Historie zeigt, dass Währungen die Funktion als Leitwährung nur für eine begrenzte Zeit innehatten. Wirtschaftliche und geopolitische Veränderungen führten dazu, dass sie über kurz oder lang von anderen Währungen in dieser Funktion abgelöst wurden. Dieser Prozess erfolgte in der Regel langsam und ohne grössere Verwerfungen. Um die Zukunft des US-Dollars als Leitwährung besser beurteilen zu können, lohnt sich deshalb ein vergleichender Blick in die Vergangenheit.

Byzantinischer Solidus

Eine der ersten Währungen, deren Bedeutung weit über das eigene Staatsgebiet hinaus gut dokumentiert ist, ist der byzantinische Solidus. Mit seinem über sechs Jahrhunderte konstanten Goldanteil wies er im Vergleich zu anderem seinerzeit im Umlauf befindlichen Münzgeld eine herausragende Stabilität auf. Dies war sicher einer der Gründe, warum der Solidus als Tauschmittel weit über das oströmische Reich hinaus vom Orient bis Nordeuropa akzeptiert wurde. Ein anderer Grund für die Langlebigkeit des Solidus war eine über lange Zeit ausgeglichene Leistungsbilanz des Reiches. Vermögenswerte verblieben so im Reich. Mit einem gemässigten Staatshaushalt gab es auch keinen Grund für eine Münzverschlechterung in Form von Gewichtsreduktion oder Verringerung des Feingewichts.



Lübische Mark

Als reines Handelsnetzwerk breitete sich im späten Mittelalter die Hanse über den gesamten baltischen Raum aus. Mit ihren Handelsniederlassungen, die teilweise von den jeweiligen Herrschern als extraterritoriales Gebiet geduldet wurden, gelangte die Hanse mit Lübeck als Zentrum in eine Monopolstellung bei zahlreichen Basisgütern. Die Lübische Mark wurde Verrechnungseinheit und zahlreiche Lokalwährungen notierten gegen sie. Gegen Ende des 17. Jahrhunderts verlor die Hanse jedoch allmählich an Einfluss. Mit den Niederlanden und England entstanden wichtige Konkurrenten im Seehandel. Deren nationale Interessen setzten sich gegen das reine Handelsbündnis der Hanse durch. Damit verlor die Lübische Mark ihren Status als Leitwährung.

Holländische Gulden

In der Folgezeit entwickelte sich Amsterdam zum bedeutendsten Handelsplatz Europas im Zentrum eines globalen Handelsnetzwerks über die weltweiten Kolonialgebiete. Die Börse in Amsterdam war zentraler Ort der Preisfindung für Agrar- und andere Rohstoffe. Im Zuge dieser Globalisierung wurde auch eine Internationalisierung des Zahlungsverkehrs notwendig. Neben Münzgeld wurden in stark steigendem Masse Wechsel eingesetzt. Der an sich seit Langem bereits bekannte Wechsel erfuhr dabei eine entscheidende Neuerung: Mit einem Übertragungsvermerk konnte der Wechsel und die mit ihm verbundene Forderung frei weitergereicht werden. An der Amsterdamer Börse wurde die Möglichkeit der gegenseitigen Verrechnung der Wechsel und somit von Schuldverhältnissen geschaffen. Die Kaufleute mussten dafür ein Konto bei der zentralen Wechselbank errichten. Ausserhalb der Niederlande übernahmen Handelshäuser zunehmend die Rolle von Banken: Sie gaben gegen Edelmetalleinlagen übertragbare Wechsel aus, mit denen die Kaufleute vor Ort die gekauften Waren bezahlen konnten. Die Niederlande wurden so neben einer Welthandelsnation auch Weltbankier und der holländische Gulden zur wichtigsten Leitwährung.

Der Mangel an attraktiven Investitionsmöglichkeiten im Inland führte zu einem langfristigen Kapitalexport. Viele europäische Staaten verschuldeten sich bei holländischen Banken und auch der niederländische Staat selbst, dessen Verschuldung rasch zunahm. Im Zuge der Napoleonischen Kriege wurden Verbindlichkeiten nicht mehr getilgt, die Bonität der niederländischen Banken sank.

Der Aufstieg des britischen Pfunds ging mit der starken Expansion des Aussenhandels einher

Britisches Pfund Sterling

Nach den Napoleonischen Kriegen ging England als erster Staat wieder dazu über, die Einlösbarkeit des Pfund Sterling gegen Gold auf Basis der Vorkriegsparität zu garantieren. Britische Banken übernahmen teilweise die geschwächten holländischen Banken. Mit der starken Expansion des britischen Aussenhandels erfolgte der Aufstieg des britischen Pfunds zur wichtigsten Leitwährung, bis sie im 20. Jahrhundert allmählich durch den US-Dollar abgelöst wurde.

Fazit

Zusammenfassend kann man feststellen, dass sich die Gründe für die Entstehung einer Leitwährung und auch deren Verschwinden über die Zeit immer wieder verändert haben. Begünstigend waren Faktoren wie die Monopolstellung in Basisgütern oder im Handel, eine hohe Stabilität der Währung, geringe Transaktionskosten bei hoher Liquidität. Oft bestanden auch mehrere Leitwährungen parallel und es gab Übergänge ohne abrupte Veränderung. Eine grosse Marktmacht von Herstellern im Leitwährungsland gibt für Geschäftspartner Anreize, Guthaben in der Exportwährung zu halten. Durch intensiven Aussenhandel eines Landes mit einem anderen besteht zudem ein Anreiz, die wirtschaftliche Stabilität durch Steuerung der Wechselkursparität zu erhöhen. Die Währung des wirtschaftlich bedeutenderen Landes übernimmt dadurch Leitwährungsfunktion.

Sie möchten das Thema vertiefen?

Unsere Literaturempfehlung: R. Klump, Entstehung und Verwendung internationaler Schlüsselwährungen, Verlag Weltarchiv, 1986

Weltleitwährung US-Dollar – vor der Ablösung?

Die Welt, wie wir sie kennen, hat sich in den vergangenen 30 Jahren stark verändert. Die Sowjetunion ist Geschichte, die Eurozone ist entstanden und die Volksrepublik China ist zu einem bestimmenden Faktor auf der Weltbühne geworden. Eine Konstante in den letzten Jahrzehnten ist der US-Dollar in seiner Funktion als Weltleitwährung. Steht dieser nun vor seiner Ablösung?



Mit China ist ein neuer Riese auf die globale Landkarte getreten, der sich nach dem Ende der Sowjetunion zunehmend als Gegenpart der USA etabliert. Dies gilt geopolitisch und wirtschaftlich. Immerhin hat China zwischenzeitlich die Eurozone wirtschaftlich beinahe ubeholt und schickt sich an, die USA als grösste Volkswirtschaft der Welt in wenigen Jahren einzuholen. Die Geschwindigkeit, in welcher dies geschieht, ist eindrücklich. Ende 2000 lag der Anteil der drei genannten Staaten bzw. Regionen an der globalen Wirtschaft noch weit auseinander. Die USA machten 30% des globalen Bruttoinlandprodukts (BIP) aus, die Eurozone gut 19% und Chinas Anteil lag bei unter 4%. Ende 2016 ist der Anteil der USA auf gut 24% gesunken, derjenige der Eurozone beträgt noch etwas mehr als 15% und China konnte seinen Anteil auf fast 15% steigern. Alternative Berechnungsmethoden kommen gar zum Schluss, dass China die Eurozone und die USA bereits ubeholt hat (Abb. 1).

US-Dollar und Euro dominieren das Geschehen

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob nur die Stellung der USA als grösste Volkswirtschaft der Welt in Frage steht oder ob nicht auch die Tage des US-Dollars als Weltleitwährung gezählt sind. Wichtig ist es deshalb, die Eigenschaften einer Weltleitwährung zu untersuchen. Zudem ist bereits heute der US-Dollar nicht mehr das alleinige Mass aller Dinge, sondern er ist Teil eines internationalen Währungssystems, bei dem er allerdings vor dem Euro die mit Abstand wichtigste Rolle spielt. US-Dollar und Euro dominieren heute das Geschehen. Sie werden international als Leitwährungen verwendet.

Rolle als internationales Zahlungsmittel

Voraussetzung hierfür ist neben der absoluten wirtschaftlichen Grösse der Volkswirtschaft auch ihre internationale Verflechtung. Umfangreiche Handelsbeziehungen begünstigen die Nutzung der Währung zur Fakturierung von Handelsgeschäften, also zur Nutzung als globales Zahlungsmittel. Grösse und Verflechtung alleine reichen aber nicht aus. So haben China und Indien die USA in Bezug auf das Handelsvolumen zwar ubeholt, im internationalen Zahlungsverkehr sind aber US-Dollar und Euro die mit Abstand am meisten verwendeten Währungen. Gemäss SWIFT macht die Nutzung des US-Dollars knapp 40%, die des Euro rund 34% am globalen Zahlungsverkehr aus. Zum Vergleich, die Nutzung des chinesischen Yuan ist in den letzten Jahren deutlich gestiegen, befindet sich aber dennoch gerade einmal bei rund 2% (Abb. 2).

Anteil der Wirtschaftsleistungen am globalen BIP In Kaufkraftparitäten

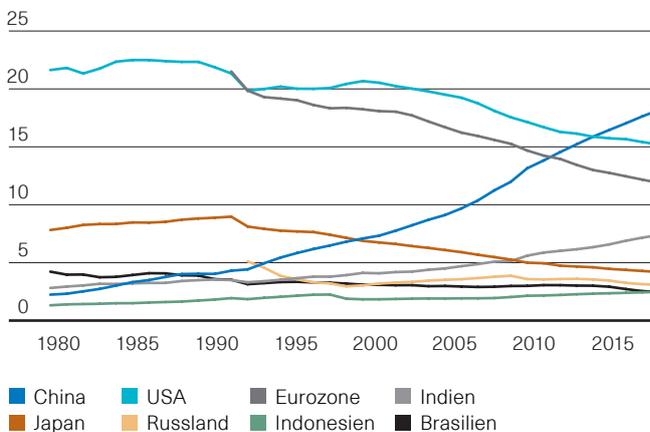


Abb. 1, Quelle: BKB, Bloomberg (IWF)

Wahrungsanteile im Zahlungsverkehr (Mai 2018)

Wertbasiert, in Prozenten

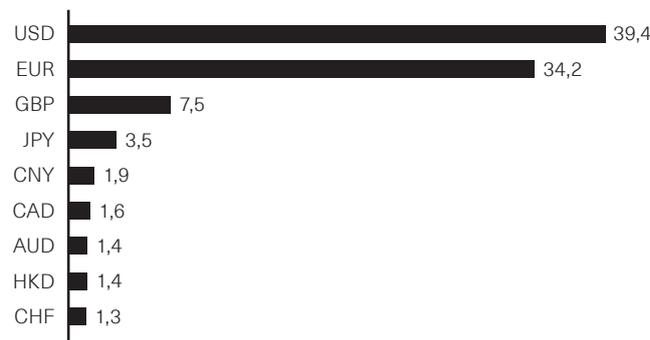


Abb. 2, Quelle: SWIFT RMB Tracker Juni 2018

Zusammensetzung der weltweiten offiziellen Währungsreserven zum 31.03.2018

In Prozenten

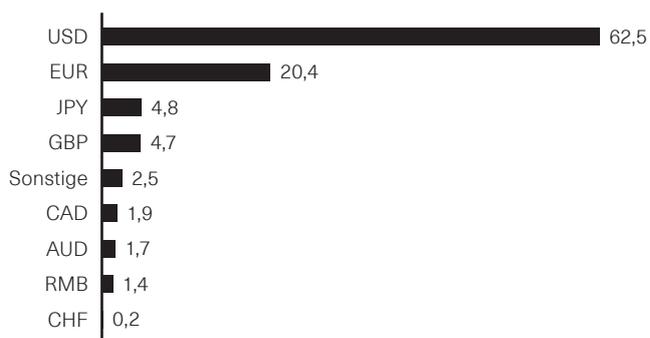


Abb. 3, Quelle: BKB, IWF

Bedeutung als Reservewährung

Neben der Funktion als Zahlungsmittel spielt auch diejenige als Reservewährung eine wichtige Rolle. Der US-Dollar liegt seit Jahrzehnten unangefochten an der Spitze. Über 60% der globalen Währungsreserven werden in US-Dollar gehalten, etwa 20% in Euro. Die Anteile anderer Währungen liegen unter 5%. Dies gilt auch für den chinesischen Yuan, dessen Anteil per Ende März 2018 mit 1,4% angegeben wurde (Abb. 3).

Die geringe Bedeutung anderer Währungen als Reservewährung dürfte damit zusammenhängen, dass diese ein hohes Entwicklungsniveau der nationalen Finanzmärkte voraussetzt. Aktien- und Anleihemärkte müssen breit, offen und liquide sein. Sie müssen internationalen Investoren und Emittenten attraktive Bedingungen bieten, sowohl zur Geldanlage, aber auch zur Geldaufnahme. Hier haben die USA und Europa die Nase vorne. Die meisten internationalen Emissionen von Obligationen erfolgen deshalb auch wenig überraschend in US-Dollar und in Euro.

Vertrauen ist entscheidend

Entscheidend für den Stellenwert der Währungen ist das Vertrauen, das ihnen entgegengebracht wird. Und zwar insbesondere den politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen des jeweiligen Währungsraums. Notwendig sind die uneingeschränkte Konvertierbarkeit der Währungen, der freie Kapitalverkehr, die Garantie von Eigentumsrechten und eine auch auf Preisniveaustabilität ausgerichtete Geld- und Finanzpolitik. Diese Governance-Aspekte sind der entscheidende Trumpf des US-Dollars – gerade im Vergleich zum chinesischen Yuan. Der Euro hat in Bezug auf das Vertrauen nach einem fulminanten Start 2002 (Einführung des Bargeldes) in der Eurokrise Kratzer bekommen. Die Krise rund um Griechenland hat gezeigt, dass das auf multilateralen Verträgen beruhende Konstrukt nicht völlig vor politischen Risiken gefeit ist. China weist dagegen mit seinen autoritären staatlichen Strukturen und der fehlenden vollständigen Freizügigkeit des Kapitalverkehrs bislang nicht nur graduelle, sondern spürbare Vertrauensdefizite in puncto Governance zum US-Dollar – aber auch zum Euro – auf.

Trotz der hohen US-Staatsverschuldung, trotz hoher US-Handelsbilanzdefizite, trotz der weiter steigenden Bedeutung Chinas, der US-Dollar wird in absehbarer Zeit seine Führungsrolle als globale Weltleitwährung kaum verlieren. Es ist davon auszugehen, dass er in einem sich entwickelnden multipolaren Währungssystem seine Führungsrolle behält, aber voraussichtlich mit einem etwas weniger starken Gewicht. Währungen aus den Schwellenländern werden aufgrund ihrer wachsenden wirtschaftlichen Bedeutung auch im Währungssystem eine wichtigere Rolle

spielen. Anlagen in Schwellenländern stellen deshalb auch vor diesem Hintergrund für uns einen der längerfristig intakten Megatrends dar. Wir favorisieren in diesem Zusammenhang folgende Fonds:

- Aktien Emerging Markets:
LU0048575426 Fidelity Emerging Markets
- Aktien Asien Pazifik:
IE0030381945 Invesco Asian EF
- Obligationen Emerging Markets:
LU0107852195 GAM Multibond Local Emerging BF
- Obligationen Asien Pazifik:
IE00B2Q1FD82 Legg Mason Asian Opportunities Fund

Kryptowährungen – das bessere Geld?

Etliche Menschen sind mit Bitcoin & Co reich geworden, einige haben aber auch eine Menge Geld verloren. Die Warnungen vor Kryptowährungen reissen entsprechend nicht ab. Ob BIZ (Bank für Internationalen Zahlungsausgleich) oder IMF (Internationaler Währungsfonds), viele Fachleute schliessen einen Totalverlust bei einer Investition in Bitcoin & Co nicht aus. Die zentralen Funktionen von Geld bzw. von Währungen werden nicht erfüllt. Positiv hervorzuheben sind dagegen die den Kryptowährungen zugrunde liegenden Technologien (bspw. Blockchain). Diese besitzen ein sehr breites Anwendungspotenzial. Will man von diesen Chancen profitieren, dann sollte man breit diversifiziert in Technologieunternehmen investieren, bspw. in einen ETF NASDAQ 100 (ISIN: IE00B53SZB19). Von Bitcoin & Co raten wir dagegen ab.

Globales Währungssystem
Die Rolle des US-Dollars

Der US-Dollar ist die weltweit wichtigste Anlagewährung.

Der US-Dollar dominiert das globale Währungssystem.

Über 60 % der globalen Währungsreserven werden in US-Dollar gehalten, rund 20 % in Euro.

Der US-Dollar dominiert den Handel mit Rohstoffen und wird auch als Petrodollar bezeichnet.

Der US-Dollar hat zum Schweizer Franken über die letzten 40 Jahre zeitweise mehr als 50 % an Wert eingebüsst.

Die Kaufkraftparitätentheorie erklärt die langfristige Wertentwicklung flexibler Wechselkurse.

In der Vergangenheit hatten Währungen die Funktion als Leitwährung nur für eine begrenzte Zeit inne.



NO
TURNS
EXCEPT BUSES

BRYANT CAMERAS

Vom Petrodollar und den Rohstoffen

Der US-Dollar ist die dominierende Währung im Rohstoffhandel. Im Geschäft mit Rohöl wurde in diesem Zusammenhang ein eigenständiger Begriff geprägt, der des Petrodollars. Trotz einzelner Bestrebungen, Rohstoffe in anderen Währungen zu fakturieren, ist die Dominanz des US-Dollars ungebrochen.

Die Entstehung des Petrodollars wird unterschiedlich erklärt. So soll sich die USA mit den Bretton-Woods-Verträgen nach dem Zweiten Weltkrieg die Ausgangslage gesichert haben, den weltweiten Ölhandel in US-Dollar (den «Petrodollars») abzuwickeln. Andere bringen den Petrodollar mit dem Unternehmen Casoc in Verbindung. Dieses war ein Tochterunternehmen des Rockefeller-Konzerns Standard Oil of California. Es ging später in der saudischen Aramco auf. Es besass während mehr als einem halben Jahrhundert die Bohrrechte in Saudi-Arabien. Diese Ölvorkommen wurden in den 1970er-Jahren verstaatlicht. Für die Zustimmung zur Verstaatlichung verlangten die USA vom saudischen Königshaus eine Gegenleistung. Saudi-Arabien und die neu gegründete OPEC mussten den Ölhandel weltweit weiterhin in US-Dollar abwickeln.

Der Ölhandel ist der mit Abstand grösste globale Rohstoffmarkt. Mit einem jährlichen Volumen von rund 1,7 Billionen US-Dollar ist er grösser als alle Metallmärkte (Gold, Kupfer, Eisen, Aluminium etc.) zusammen. Da seit dem Zweiten Weltkrieg der Ölhandel nahezu ausschliesslich in US-Dollar betrieben wurde, waren fast alle Staaten der Welt wegen ihrer Ölabhängigkeit auf Devisenreserven in US-Dollar angewiesen. Dies führte mit zum Aufstieg des US-Dollars als wichtigster internationaler Reservewährung. Da viele Länder laufend US-Dollar für den Energiemarkt halten mussten, entwickelte sich dieser auch für andere Rohstoffe immer mehr zur Hauptwährung.

Die politischen Veränderungen der letzten Jahre führten dazu, dass sich diverse Länder von der US-Dollar-Abhängigkeit befreien wollen. Dazu gehören China und grosse Ölexportländer wie Russland, Iran oder auch Venezuela. Das südamerikanische Land verfügt trotz der schlechten wirtschaftlichen Lage über die weltweit grössten Ölvorkommen und ist im Ölmarkt ein wichtiger Faktor.

Mit dem US-Dollar als Leitwährung haben die USA die Möglichkeit, Sanktionen besser durchzusetzen und zu kontrollieren. Viele Staaten sind damit verständlicherweise nicht einverstanden. Um von dieser Abhängigkeit loszukommen, fakturiert bspw. Russland seine Ölexporte unter anderem bereits in Euro, dem eigenen Rubel oder dem chinesischen Yuan. Und China hat mit der Eröffnung der Shanghai International Energy Exchange offiziell den Petro-Yuan eingeführt.

Der weltweite Rohstoffhandel in Rubel, Yuan oder Euro ist weiterhin gering. Der US-Dollar dürfte seine Rolle als Petrodollar und als dominante Leitwährung noch lange Zeit behalten. Gegen den Rubel oder den Yuan spricht, dass sie sich für Kapitalanlagen weniger eignen und der Yuan der Kapitalkontrolle Chinas unterliegt.

Aufgrund der Bedeutung des US-Dollars für den Öl- und Rohstoffhandel hat sich zwischen der US-Währung und den einzelnen Rohstoffen tendenziell eine negative Wechselwirkung entwickelt (Abb. 4). So verteuert eine stärkere



US-Währung die Rohstoffe für Käufer aus anderen Währungsräumen. Als Folge schwächt sich die Nachfrage für den Rohstoff ceteris paribus eher ab. Die Preise der Rohstoffe kommen unter Druck. Verliert dagegen die US-Währung an Wert, werden die Rohstoffe in heimischer Währung für die Käufer preiswerter. Dies wäre ein günstiger Zeitpunkt, um Rohstoffvorräte aufzustocken. Somit können Wertschwankungen beim US-Dollar zu Preisschwankungen bei den Rohstoffen führen oder diese verstärken.

Auch im Vergleich zum Gold ist diese negative Wechselwirkung beobachtbar – auch wenn die negative Korrelation immer wieder unterbrochen wird (Abb. 5). Entsprechend ist Gold für Investoren langfristig eine sinnvolle Beimischung in den Portfolios und erfüllt damit langfristig die ihm zugesprochene Versicherungsfunktion.

Ölpreis der Sorte Brent in US-Dollar vs. US-Dollar



Abb. 4, Quelle: BKB, Bloomberg

Korrelation zwischen dem Goldpreis in US-Dollar und dem US-Dollar

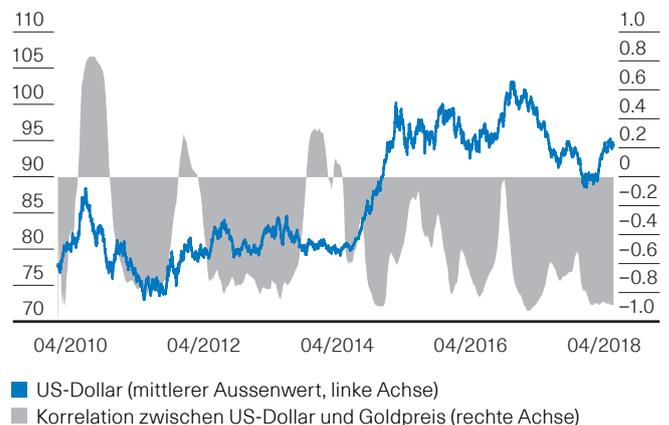


Abb. 5, Quelle: BKB, Bloomberg



Dollarschwäche – kein Grund zur Sorge

Ende Januar 1978 wurde der US-Dollar zum Schweizer Franken bei knapp 2 Franken je US-Dollar gehandelt. Ende Januar 2018 mussten nur noch gut 93 Rappen für einen US-Dollar bezahlt werden. Der Wert der US-amerikanischen Währung hat über die Jahrzehnte stetig an Wert verloren.

Der Wertverlust der US-Devisen ist aber nicht Ausdruck eines schwindenden Vertrauens in den Dollar als globale Weltleitwährung oder gar ein Zeichen für den Untergang des US-Dollars per se. Vielmehr ist die Wertentwicklung das Ergebnis fundamentaler ökonomischer Gegebenheiten, die die Rolle als Weltleitwährung nicht tangieren.

Die zentrale Erklärung für die langfristige Entwicklung von Wechselkursen liefert die sogenannte Kaufkraftparitätentheorie. Nach dieser werden in einem System flexibler Wechselkurse jene Währungen abgewertet, die höhere Inflationsraten aufweisen. Im Gegensatz dazu steigt der Wert der Währungen, die über eine hohe Preisniveaustabilität ver-

fügen, also tiefe Inflationsraten haben. Zentral für die Kaufkraftparitätentheorie ist der Gedanke, dass Güter in den unterschiedlichen Ländern denselben Preis in einer spezifischen Währung haben sollten. Ist dies nicht der Fall, käme es zu Arbitrage. Man könnte also in dem Land, in welchem das Gut billiger ist, dieses kaufen, um es im anderen Land teurer zu verkaufen. Bei flexiblen Wechselkursen dürfte diese Situation langfristig aber keinen Bestand haben. Durch die Auf- und Abwertung der Währungen kommt es mittel- und langfristig zum Ausgleich bei den Güterpreisen. Auch wenn dies gerade auf einzelne Produkte sicherlich eine idealisierte Betrachtung darstellt, hat es auf der Ebene der Volkswirtschaften langfristig seine Berechtigung (Abb. 6).

Im Zeitraum von Januar 1978 bis Januar 2018 hat die Inflationsrate in der Schweiz durchschnittlich 1,7% betragen, in den USA lag die durchschnittliche Inflationsrate bei 3,6%. Entsprechend ist über diese 40 Jahre jährlich eine Abwertung des Dollars zum Franken von 1,9% erklärbar. Über die Jahre bedeutet das kumulativ (geometrisch verknüpft) eine Aufwertung des Frankens von über 100% (Abb. 7).

Anhaltende Frankenaufwertung dank Inflationsdifferenz

Die Kaufkraftparitätentheorie kann aber nicht alle Wechselkursbewegungen begründen oder sogar vorhersehen. Sie dient lediglich als langfristiger Gravitationspunkt für die Devisenkurse. Kurz- und mittelfristig spielen Geldflüsse zwischen einzelnen Ländern einen grossen Einfluss. Diese werden zum Teil von Kapitalflüssen und zum Teil von Importen und Exporten bestimmt. Exportiert bspw. ein Land eine grosse Menge an Gütern und verlangt die Bezahlung in heimischer Währung, so müssen sich die ausländischen Käufer diese Währung besorgen. Dazu müssen sie die Devisen kaufen, was einen Aufwertungsdruck auf die Währung des Exporteurs ausübt. Weist ein Land einen deutlichen Handelsbilanzüberschuss aus, steigt deshalb in der Regel auch die Nachfrage nach der Währung.

Auch Zinsunterschiede zwischen einzelnen Ländern beeinflussen die Entwicklung von Wechselkursen. Investoren suchen die höchsten Renditen. Ende Juni rentierten langfristige amerikanische Staatsanleihen mit rund 3%. In der Schweiz hingegen lag die Verzinsung bei 0%. Dies steigert zumindest kurzfristig die Attraktivität der amerikanischen Leitwährung als Anlagewährung.

Die angeführten Beispiele zeigen, dass eine sinkende Währung nicht zwingend auf ein schwindendes Vertrauen hindeutet oder gar auf ein Ende der Währung hinweist. Sie zeigen auch, dass die Wechselkurse zum Teil deutlich um ihren «fairen» Wert schwanken. Dabei gibt die Kaufkraftparität den Währungspaaren die Richtung vor. Sie zeigt, wohin die Reise mittel- bzw. langfristig geht. Ende Juni implizierte die Kaufkraftparität für den US-Dollar einen Kurs von CHF 1.10 und für den Euro von CHF 1.28. Aufgrund politischer und wirtschaftlicher Faktoren weichen unsere Prognosen für den Dollar und den Euro aktuell von diesen langfristigen Richtwerten ab.

Schweizer Franken je US-Dollar – Wechselkurs vs. Kaufkraftparität

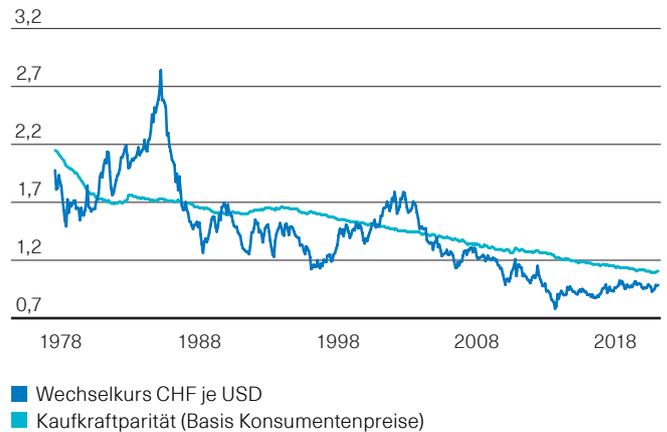


Abb. 6, Quelle: BKB, Bloomberg

Inflationsraten der Schweiz und der USA

Basis Konsumentenpreisindizes – absolute Werte in Prozent und Differenz

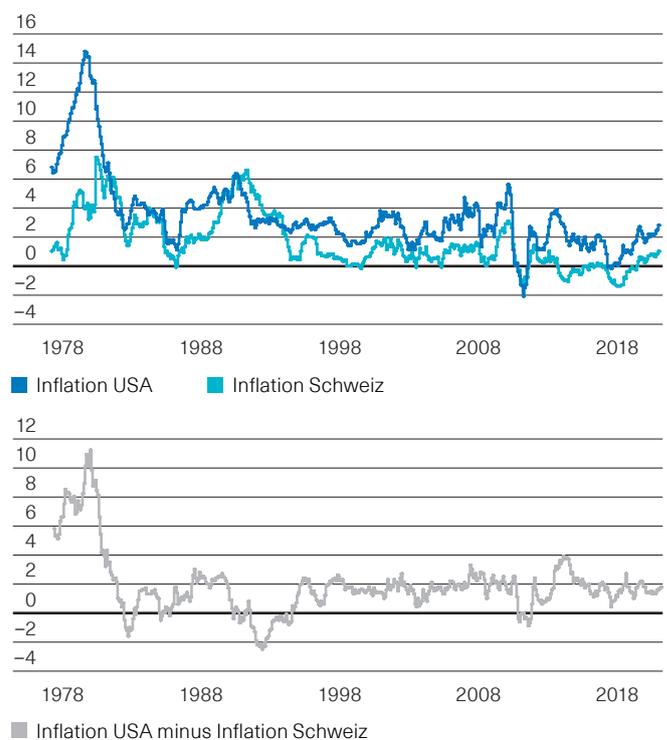


Abb. 7, Quelle: BKB, Bloomberg

Nachhaltiges Anlegen – Abkehr von Dollaranlagen?

Unter der Führung Donald Trumps ziehen sich die USA von globalen Herausforderungen bei Themen aus den Bereichen Umwelt, soziale Gerechtigkeit und der Governance zurück. Konfrontation statt internationale Kooperation ist das Markenzeichen von Trumps US-Aussenpolitik. Was bedeuten diese Entwicklungen für nachhaltige Anlagen? Ist eine Abkehr seitens nachhaltiger Investoren von US-Anleihen und -Aktien und somit indirekt auch vom US-Dollar die Folge?

Nachhaltiges Anlegen betrifft nicht nur die Auswahl von Aktientiteln, sondern es beinhaltet auch die Anwendung von Nachhaltigkeitskriterien auf die globalen Märkte für Obligationen von Unternehmen und Staaten. Insbesondere ist die Auswahl derjenigen Staaten, deren Staatsanleihen in ein nachhaltiges Portfolio aufgenommen werden sollen, eine Aufgabe, die sich nachhaltigen Anlegern stellt. Die hohe und rasch weiter steigende US-Staatsverschuldung hat dabei zur Folge, dass US-Staatsanleihen einen sehr grossen Markt für Staatsanleihen darstellen. Der Kauf oder die Meidung von US-Staatsanleihen bei nachhaltigen Anlagen ist somit indirekt auch ein Entscheid für oder gegen den Dollar als Anlagengewährung.

Nachhaltigkeitsrating – Leistungsausweis für Staaten zum Thema Nachhaltigkeit

Die Beurteilung der Nachhaltigkeit eines ganzen Staates ist ein komplexes, unweigerlich auch subjektives und somit kontroverses Vorhaben. Wir stützen uns bei unseren Einschätzungen unter anderem auf sogenannte Nachhaltig-

keitsratings von Staaten. Diese von spezialisierten, unabhängigen Unternehmen ermittelten Nachhaltigkeitsratings ermöglichen es, Stufen der Nachhaltigkeit von Staaten zu unterscheiden und letztlich Ranglisten der Nachhaltigkeit zu erstellen. Dabei wird bei der Bestimmung dieser Ratings ermittelt, wie gut die Regierung eines Landes die zugänglichen Ressourcen nutzt, um die Lebensqualität der Bevölkerung zu verbessern. Untersucht werden die nachhaltige Verbesserung von materiellen Lebensstandards, die Erhaltung der ökologischen Qualität sowie die Gewährleistung von Sicherheitsbedürfnissen und Freiheitsrechten der Bevölkerung. Es wird ein breiter Katalog von sogenannten Positivkriterien eingesetzt, um eine qualitative und quantitative Einschätzung der Nachhaltigkeitspolitik eines Landes differenziert vorzunehmen.

Die Ratingagentur MSCI erteilt Nachhaltigkeitsratings für die meisten Staaten der Welt. In Anlehnung an die Ratings für die Bewertung der Kreditwürdigkeit wird die Bestnote mit «AAA» ausgedrückt. Auf die Bestnote folgen dann Einstufungen von «AA», «A», «BBB», «BB», «B» bis hin zum tiefsten Nachhaltigkeitsrating von «CCC». In Abbildung 8 ist die Verteilung der Nachhaltigkeitsratings für die 198 durch MSCI abgedeckten Länder angegeben. Zusätzlich sind für jede Ratingstufe exemplarisch Länder aufgeführt. In unserem BKB-Ansatz für nachhaltiges Anlegen investieren wir in der Regel nur in Obligationen von Staaten, welche mindestens ein «A»-Rating aufweisen. Zusätzlich zum MSCI-Rating berücksichtigen wir aber weitere Kriterien, um unsere nachhaltigen Obligationenportfolios zu konstruieren. Dies kommt insbesondere bei der Beurteilung von US-Staatsanleihen zum Tragen.

Nachhaltigkeit: America not first

Analysiert man die USA als Emittent von Staatsanleihen unter Nachhaltigkeitsaspekten, dann ist einerseits ein genügendes Nachhaltigkeitsrating von «A» gegeben. Andererseits fordern wir, dass es zu keiner Verletzung zusätzlicher Nachhaltigkeitsanforderungen (Ausschlusskriterien) kommt. So dürfen Staaten nicht gegen UN-Embargo-Regelungen verstossen und müssen die UN-Konventionen zum Schutz der Menschenrechte einhalten. Die USA haben ver-



Die USA haben verschiedene internationale Konventionen zur Einhaltung elementarer Menschenrechte nicht vollständig umgesetzt.

schiedene internationale Konventionen zur Einhaltung elementarer Menschenrechte nicht vollständig umgesetzt und werden daher von unserem Filter erfasst. Sie sind der einzige UN-Mitgliedstaat, der die UN-Kinderrechtskonvention nicht ratifiziert hat. Wichtige Regelungen des humanitären Völkerrechts (z. B. die Genfer Konventionen) wurden zum Teil nicht unterzeichnet und ratifiziert. Auch die UN-Konvention zur Beseitigung jeder Form von Diskriminierung der Frau wurde von den USA nicht ratifiziert. Als Folge wird in unseren nachhaltigen Mandaten und unseren nachhaltigen Anlagelösungen nicht in US-Staatsanleihen investiert – obwohl das Nachhaltigkeitsrating der USA von «A» hoch genug wäre.

Gute Nachhaltigkeitsnoten nur für reiche Länder?

Untersucht man die weltweite Verteilung von Nachhaltigkeitsratings (Abb. 9), dann fällt auf, dass reiche Länder (mit hohem Pro-Kopf-Bruttoinlandsprodukt) tendenziell deutlich bessere Nachhaltigkeitsratings erhalten als ärmere Länder. Dies erzeugt den Eindruck, dass reiche Länder Nachhaltigkeitsziele erfolgreicher integrieren und umsetzen als ärmere. Aus der Perspektive des relativen Verbesserungspotenzials drängt sich aber die Frage auf, ob es sinnvoll ist, Anlagen rein nach der Güte des aktuellen Nachhaltigkeitsratings zu tätigen. Investitionen in Staatsanleihen von Ländern, die erfolgreich ihre Situation von tiefem Niveau aus verbessern, könnten sinnvoller sein, als bereits verantwortungsvoll operierenden, hoch entwickelten reichen Natio-



Solarpanels im indischen Regenwald. Schwellenländer besitzen grosses Verbesserungspotenzial für Nachhaltigkeit.

nen noch günstigere Finanzierungen zu ermöglichen. Staatsanleihen aus Schwellenländern können also nicht nur wegen der höheren Zinsen, sondern auch aus Nachhaltigkeitsaspekten interessant sein. Um diese Staaten zu ermitteln, braucht es jedoch eine differenzierte Einschätzung durch unsere Analysten, die über das Nachhaltigkeitsrating hinausgeht.

Verteilung der ESG-Länderratings inkl. einzelner Beispiele

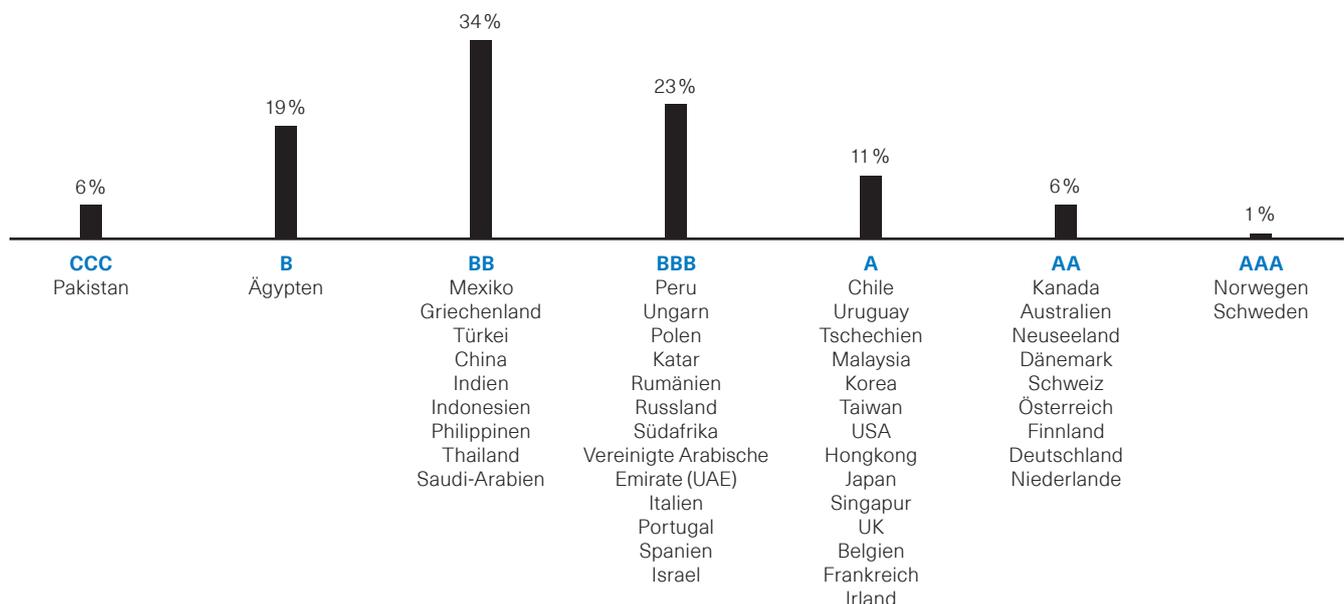


Abb. 8, Quelle: BKB, MSCI

Nachhaltigkeitsrating von Ländern vs. Bruttoinlandsprodukt pro Kopf

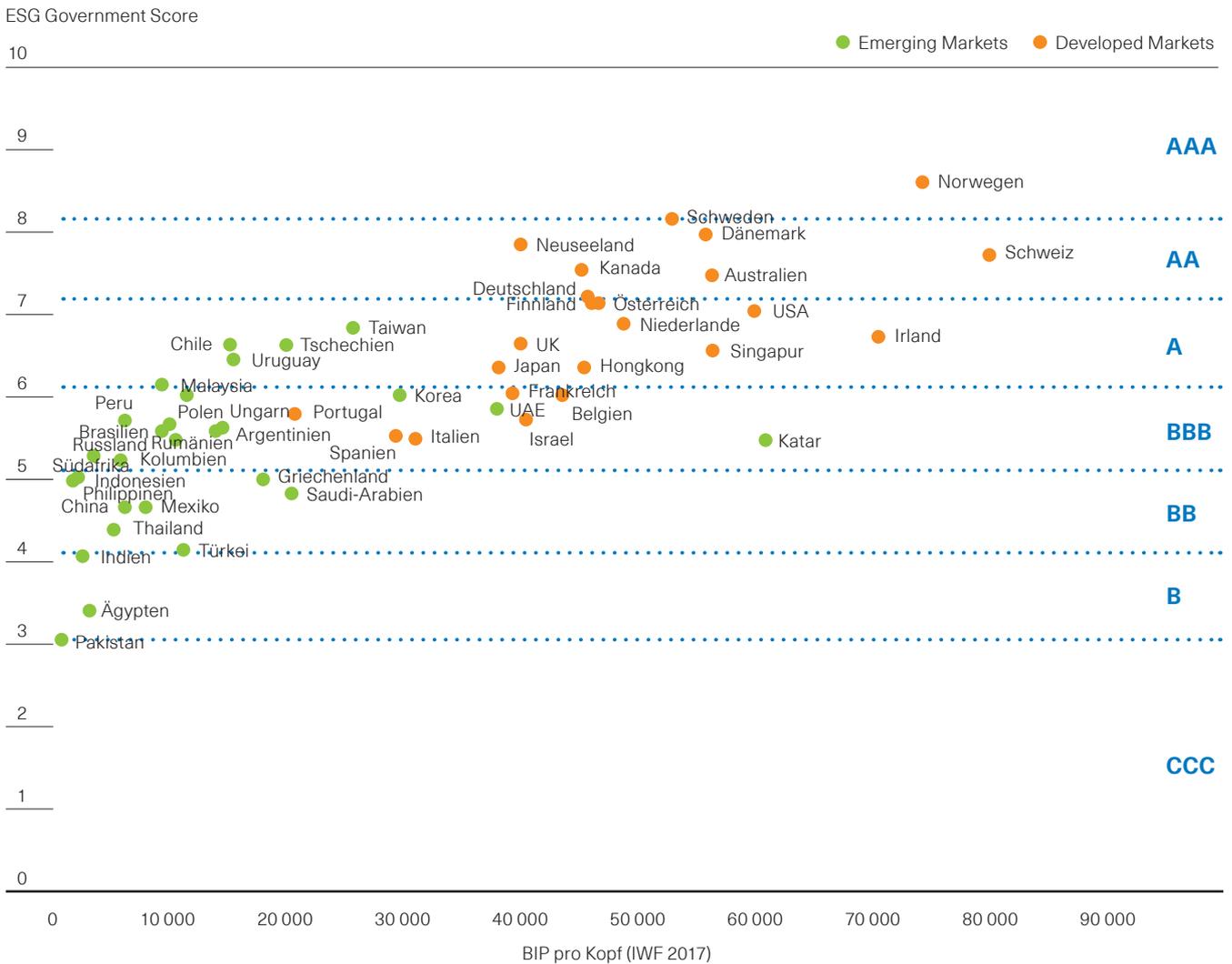


Abb. 9, Quelle: BKB, Bloomberg (IWF), MSCI

Beachtung von Nachhaltigkeitsaspekten – der Anreiz steigt

Hält der Trend zu nachhaltigen Anlagen an und steigt das Bewusstsein an den Kapitalmärkten für die grossen Unterschiede in der nachhaltigen Entwicklung von Ländern wie Indien, Türkei, Indonesien, Kolumbien oder Russland, kann dies längerfristig Folgen für die Finanzierungsbedingungen von Staaten haben. Dies schafft für Staaten, die sich an den Kapitalmärkten finanzieren, zunehmend Anreize, Nachhaltigkeitsaspekten mehr Rechnung zu tragen.

Der US-Dollar bleibt Leitwährung für Fremdwährungsobligationen aus Schwellenländern

Dabei dürfte der US-Dollar für Schwellenländer auf absehbare Zeit die erste Wahl bleiben, wenn sie sich in Fremdwährungen finanzieren. Generell ist zu beachten, dass Staaten, die unsere Nachhaltigkeitskriterien erfüllen, oft auch Anleihen in US-Dollar auflegen. Somit ist trotz der gegenwärtigen Abkehr der USA von Nachhaltigkeitsthemen eine Ablösung des Dollars als globale Leitwährung nicht in Sicht.

Die Zinswende ist erfolgt – wie geht es weiter?

Nach Ausbruch der Finanzkrise 2008 sahen sich die Notenbanken weltweit gezwungen, die geldpolitischen Zügel deutlich zu lockern, um die Wirtschaft und das Bankensystem zu stützen. Das Bankensystem litt unter einem massiven Vertrauensverlust, es drohte dessen Zusammenbruch und als Folge eine globale Depression.

Zur Verhinderung dieser bedrohlichen Entwicklung übernahm die US-Notenbank (Fed) als wichtigste Zentralbank eine führende Rolle. Sie senkte den US-Leitzins auf beinahe null (Abb. 10) und erhöhte die Geldmenge. Ziel war eine Erhöhung der Kreditnachfrage und eine Ankurbelung der Investitionen. Deshalb beschloss das Fed im November 2008 zudem den Kauf von Staatsanleihen mit längeren Laufzeiten sowie von hypothekarbesicherten Anleihen. Diese Massnahmen zielten auf eine Senkung auch der langfristigen Zinsen und die verstärkte Ankurbelung der Kreditnachfrage.



Nach deutlichen Verbesserungen auf dem US-Arbeitsmarkt kündigte Ben Bernanke im Frühjahr 2013 einen langsamen Kurswechsel seiner äusserst expansiven Geldpolitik an. Der Kauf zusätzlicher Anleihen lief schliesslich Ende 2014 aus. Im Dezember 2015 leitete die US-Notenbank dann das Ende der Niedrigzinsära ein. Sie erhöhte erstmals seit fast zehn Jahren den Leitzins. Bis Juni 2018 erfolgten sechs weitere Zinsschritte. Zusätzliche Zinserhöhungen wurden in Aussicht gestellt. Die kurzfristigen Zinsen bewegten sich damit erstmals seit 2008 wieder über 2%.

Seit Ende 2017 hat die US-Notenbank nun damit begonnen, ihre auf 4,5 Billionen US-Dollar angeschwollene Bilanz schrittweise zu reduzieren. Bis Ende Juni 2018 hat sich deshalb die Bilanzsumme um rund 150 Milliarden US-Dollar verringert. Sie hat weniger Anleihen nachgefragt. Eine geringere Nachfrage bei weiter konstantem Angebot sorgt für sinkende Kurse und steigende Renditen. Wird die Reduktion der Fed-Bilanzsumme wie geplant fortgeführt, wird die Nachfrage seitens der US-Notenbank weiter sinken. Und die Renditen der Anleihen dürften weiter steigen.

Die in den USA erfolgte Zinswende entwickelt sich ähnlich der amerikanischen Wirtschaft. Nämlich bislang langsam, aber stetig. Zurzeit erleben wir einen Wirtschaftsaufschwung, der nach der Finanzkrise im Jahr 2009 begann und bis heute anhält. Es handelt sich dabei um einen der längsten Wirtschaftsaufschwünge in den USA seit 1950 (Abb. 11.).

Frühere Wirtschaftsaufschwünge nahmen dabei einen deutlich dynamischeren Verlauf. Die aktuell etwas schwächere, aber dennoch solide Konjunkturentwicklung wurde durch eine global nach wie vor expansive Geldpolitik gestützt. Sie ging bislang ohne erhöhte Inflation einher. Die weitere Zinsentwicklung hängt zum einen von der Geldpolitik der jeweiligen Notenbanken und zum anderen von der Konjunkturdynamik und der damit zusammenhängenden Entwicklung der Inflationsraten ab. Im Moment ist das Wirtschaftswachstum intakt. Die Arbeitslosenquoten sinken und die gestiegenen Rohstoffpreise haben im laufenden Jahr zu etwas steigenden Inflationsraten geführt. Die Grundlagen für weiter steigende Zinsen sind gelegt.

Dennoch sind die Aussichten nicht völlig ungetrübt. Offene politische Fragen beeinflussen die Entwicklung in Europa und der Welt. Der freie Welthandel und die Stabilität des Euro sind wichtige Voraussetzungen, damit der globale Konjunkturmotor nicht ins Stottern gerät. Erhöhte Unsicherheiten sind Gift für die wirtschaftlichen Aussichten. Investitionen werden verschoben, Ausgaben reduziert. Die Gefahr einer Rezession steigt. Eine solche wäre aber auf dem aktuell sehr tiefen Zinsniveau schwer zu verkräften. Denn

US-Leitzinsen (Federal Funds Target Rate – Upper Bound)

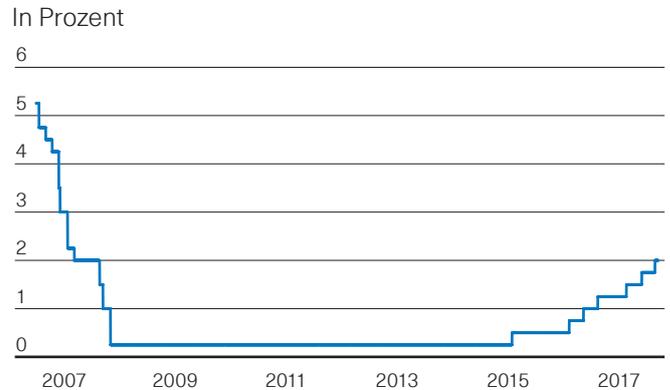


Abb. 10, Quelle: BKB, Bloomberg

Reales US-Bruttoinlandsprodukt

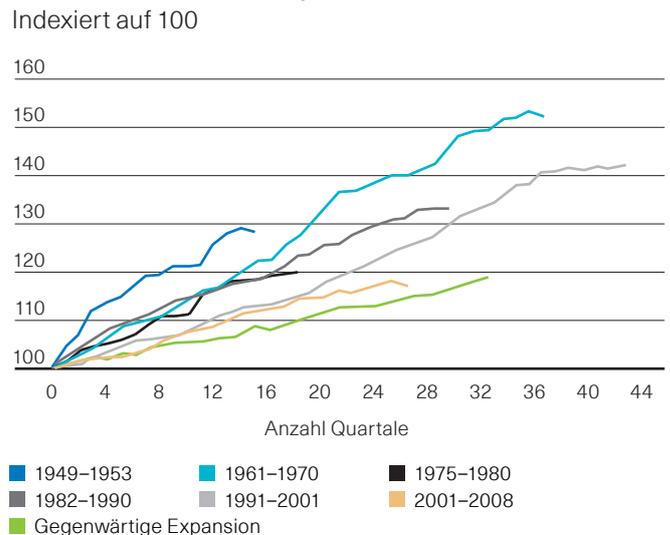


Abb. 11, Quelle: BKB, Bloomberg

gerade die europäischen Zentralbanken wie die EZB oder auch die SNB hätten kaum die Möglichkeit, dem Abschwung mit Zinssenkungen entgegenzuwirken.

Wir gehen davon aus, dass sich die positiven Faktoren durchsetzen und die erfolgte Zinswende weitergeht. Aufgrund der Unsicherheiten dürfte dies aber gerade in der Eurozone und der Schweiz nur langsam vonstattengehen. Bis Ende 2019 erachten wir ein um 0,5% bis 1,0% höheres Renditeniveau bei 10-jährigen Staatsanleihen für wahrscheinlich.

Steigende Zinsen – Gift für die Aktienmärkte?

Die Zinswende ist in vollem Gange. Seit den Tiefstwerten im Sommer 2016 sind die Renditen der Staatsanleihen langsam, aber stetig gestiegen. Was bedeutet diese Entwicklung für die Aktienmärkte?

Üblicherweise bemisst man den Wert einer Aktie aus den erwarteten künftigen Zahlungsströmen, die das Unternehmen für die Aktionäre generiert. Für die gängigen Bewertungsmodelle werden meist Gewinn- oder Dividendenschätzungen verwendet. Je weiter diese Zahlungen in der Zukunft liegen, desto geringer ist ihr Gegenwartswert. Neben einem Risikoabschlag zur Abdeckung der Unsicherheit reduzieren auch Opportunitätskosten in Form der Zinsen den Gegenwartswert. Man könnte sein Geld ja auch alternativ in Obligationen anlegen. Daher gilt: je höher die Zinsen, desto attraktiver Obligationen und desto niedriger der Gegenwartswert der künftigen Gewinne und Dividenden.

Das Beispiel des amerikanischen Leitindex S&P 500 über die vergangenen 64 Jahre zeigt, dass die Aktienbewertungen, hier dargestellt am Aktienkurs pro Gewinn je Aktie, in Phasen steigender Zinsen gesunken sind. Bei sinkenden Zinsen sind sie dagegen gestiegen (Abb. 12). Steigende Zinsen wären demzufolge schlecht für die Aktienpreise.

Diese eindimensionale Betrachtung ist jedoch nicht ausreichend. Dies zeigt ein Blick auf die andere Determinante der Aktienpreise, die Entwicklung der Gewinne und Dividenden. Man stellt fest, dass die amerikanischen Unternehmen ihre Gewinne in Phasen anziehender Zinsen üblicherweise steigern konnten (Abb. 13). Dies lässt sich damit erklären, dass Zinssteigerungen gewöhnlich mit konjunkturellen Boomphasen einhergehen.

Zinsen vs. Gewinne – ein Spannungsfeld

Somit befinden sich Aktien in Phasen steigender Zinsen üblicherweise in einem Spannungsfeld: Wachsende Gewinne wirken wertsteigernd, der höhere Abzinsungssatz (Risikofaktor und Zins) wertmindernd. Bezüglich der Gesamtwirkung lässt sich anhand der historischen Daten keine einheitliche Tendenz feststellen (Abb. 14). Solange Gewinnsteigerungen die Zinserhöhungen kompensieren, sind weiterhin positive Renditen möglich.

Bei steigenden Zinsen sinken die Aktienbewertungen

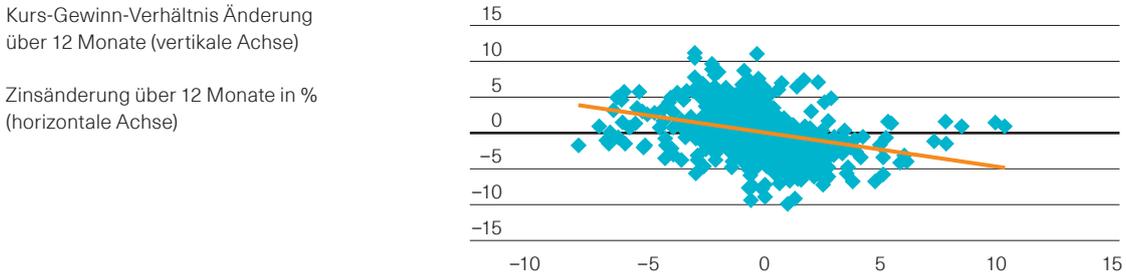


Abb. 12, Quelle: BKB, Bloomberg. Monatliche Daten von 07/1954 bis 06/2018

Unternehmensgewinne wachsen in Phasen steigender Zinsen

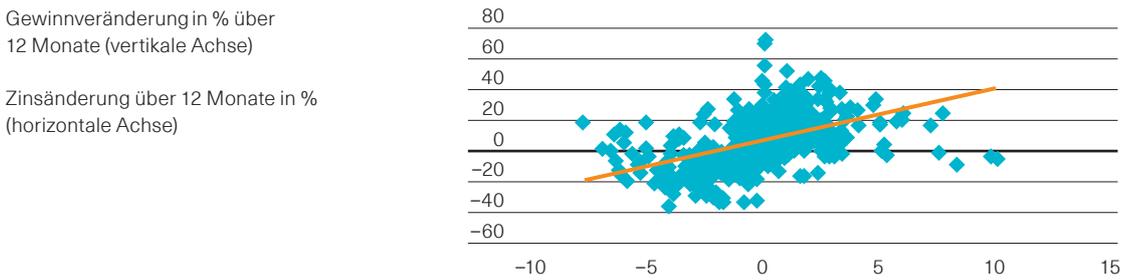


Abb. 13, Quelle: BKB, Bloomberg. Monatliche Daten von 07/1954 bis 06/2018

Die Auswirkung steigender Zinsen auf die Aktienkurse ist nicht eindeutig

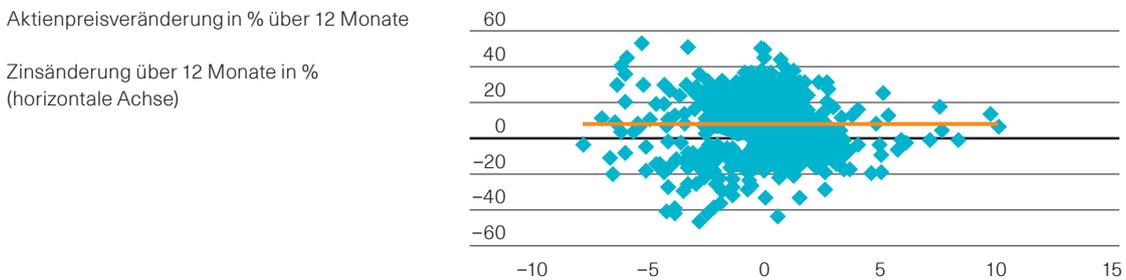


Abb. 14, Quelle: BKB, Bloomberg. Monatliche Daten von 07/1954 bis 06/2018

Finanzmarktausblick

Das 1. Halbjahr 2018 war durch ein Auf und Ab an den Finanzmärkten geprägt. Trotz einer soliden Konjunktur und guter Unternehmensgewinne kamen die Aktienmärkte unter Druck. Zu den Verlierern gehörte dabei der Schweizer Aktienindex (SMI). Sein Minus von gut 5 % ist weniger den politischen Unwägbarkeiten geschuldet, sondern auch titelspezifisch zu begründen. So hat bspw. der US-Technologieindex NASDAQ 100 per 30. Juni 2018 seit Jahresanfang über 12 % in Schweizer Franken zugelegt.

Mit seinem Minus steht der SMI jedoch nicht alleine da. Auch viele andere Börsen haben in den ersten sechs Monaten von 2018, in Franken gerechnet, an Wert eingebüsst. Die Gründe für die Berg-und-Tal-Fahrt bei den Aktienkursen waren in erster Linie politischer Natur. In Europa brachte die Regierungsbildung in Italien die Angst vor einer erneuten Eurokrise ins Bewusstsein der Anleger. Und auf globaler Ebene hat der Handelskonflikt zwischen den USA und dem Rest der Welt seine Spuren hinterlassen. Die Angst vor einer unkontrollierten Eskalation und dem damit verbundenen Risiko eines globalen Abschwungs hat auf den Aktienkursen gelastet. Gleichzeitig ist aber auch die Zinswende etwas ins Stocken geraten. Dies gilt speziell für die Eurozone und die Schweiz. 10-jährige Schweizer Staatsanleihen rentierten Ende Juni wieder im negativen Terrain und auch deutsche Bundesanleihen mit einer Laufzeit von 10 Jahren brachten nur eine Rendite von 0,3 % pro Jahr.

Technologieaktien haben der Politik getrotzt

Aktien – bleiben ein wichtiger Baustein in der Portfoliokonstruktion

Steigende US-Zinsen sind für uns Ausdruck einer soliden Entwicklung der Konjunktur und der Unternehmensgewinne. Für Anleger in Schweizer Franken empfiehlt sich eine Beimischung internationaler Aktien. Trotz vielfach ungelöster politischer Fragen und der Gefahr neuer Eskalationsstufen, Aktien sind im Portfolio unverzichtbar. Die Risiken haben uns aber bspw. im Juni dazu veranlasst, den Fuss etwas vom Gaspedal zu nehmen. Wir sind auch etwas vorsichtiger ins zweite Halbjahr gestartet. Die US-Kongresswahlen im November werfen ihren Schatten voraus.

Obligationen – weiter unattraktiv

Die in Schweizer Franken erzielbaren Renditen bei Obligationen sind oftmals negativ. Dies gilt speziell für Obligationen mit kürzeren Laufzeiten. Auch der Kauf währungsbesicherter Anleihen ist keine Lösung des Problems. Anleger können meist nur dann positive Renditen erzielen, wenn sie Fremdwährungsobligationen kaufen und das Wechselkursrisiko entsprechend auf sich nehmen.

Breite Diversifikation des Vermögens alternativlos

Die politischen Unwägbarkeiten bleiben uns auch in den kommenden Monaten erhalten. Einmal getroffene politische Vereinbarungen haben zumindest teilweise eine sehr kurze Halbwertszeit. An einer breiten Diversifikation des Vermögens kommt man im aktuellen Umfeld nicht vorbei. Es gilt auch in schwierigen Phasen Kurs zu halten.

Anlagelösungen und Mandate – die passende Diversifikation für Ihr Vermögen

Halten Sie Ihr Vermögen auch in stürmischen Zeiten auf Kurs. Um die typischen Fehler beim Anlegen nicht zu begehen, bietet es sich an, die Investitionsentscheide in professionelle Hände zu legen. Auch dies wird bei sinkenden Kursen eine negative Wertentwicklung nicht verhindern. Es stellt aber sicher, dass die Strategie auf Kurs gehalten wird.

Fokus Schweiz

Bei der Strategielinie «Fokus Schweiz» wird ein Grossteil Ihres Vermögens in Anlagen in Schweizer Franken investiert. Langfristig bewegt sich deren Anteil um die 70%. Die Anlagen sind dennoch breit diversifiziert. So werden in den Mandaten unter anderem auch Investitionen in Gold, Immobilien und Rohstoffe getätigt. Bei Letzteren verzichten wir aus ethischen Gründen und vor dem Hintergrund unserer Nachhaltigkeitsstrategie auf Investitionen in Agrarrohstoffe.

International

Bei der Strategielinie «International» ist der Anteil an Anlagen in Schweizer Franken kleiner. Je nach gewählter Strategie liegt er langfristig zwischen 35% und 50%. Der Anteil an Investitionen in Schweizer Aktien ist gering. Entsprechend werden hier bewusst höhere Fremdwährungsrisiken eingegangen.

Nachhaltig

Bei der Strategielinie «Nachhaltig» wird ausschliesslich in Unternehmen investiert, die sozial, ethisch oder ökologisch hohe Standards erfüllen. Die Auswahl der nachhaltigen Anlageinstrumente erfolgt auf Basis unseres strengen, systematischen Prüfverfahrens. Die von unseren Analytistinnen und Analysten ausgewählten Produkte müssen von unserer Nachhaltigkeitsstelle bewilligt werden. Deren Nachhaltigkeitsprüfung umfasst die drei Bereiche Soziales, Ökologie und Governance.





«Der US-Dollar wird seine Führungsrolle als Weltleitwährung vorerst nicht verlieren – andere Währungen gewinnen aber an Bedeutung.»

Disclaimer

Allgemein

Die BKB hat in Übereinstimmung mit den geltenden gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen (bzw. den Richtlinien der Schweizerischen Bankiervereinigung zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse) interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen zu vermeiden oder angemessen zu behandeln. In diesem Rahmen trifft die BKB insbesondere die geeigneten Massnahmen, um die Unabhängigkeit und die Objektivität der Mitarbeiter, die an der Erstellung von Finanzanalysen beteiligt sind oder deren bestimmungsgemässe Aufgaben oder wirtschaftliche Interessen mit den Interessen der voraussichtlichen Empfänger der Finanzanalyse in Konflikt treten können, sicherzustellen.

Verbot bestimmter Mitarbeitergeschäfte

Die BKB stellt sicher, dass ihre Finanzanalysten sowie die an der Erstellung der Finanzanalyse beteiligten Mitarbeiter keine Geschäfte mit Finanzinstrumenten, auf die sich die Finanzanalysen beziehen, oder damit verbundenen Finanzinstrumenten tätigen, bevor die Empfänger der Finanzanalysen oder Anlageempfehlungen ausreichend Gelegenheit zu einer Reaktion hatten.

Hinweis auf Bewertungsgrundlagen und -methoden – Sensitivität der Bewertungsparameter

Die Analysen des Investment Research der BKB im sekundären Research beruhen auf allgemein anerkannten qualitativen und quantitativen Bewertungsgrundlagen und Bewertungsmethoden. Zur Unternehmens- und Aktienbewertung werden Methoden wie zum Beispiel Discounted-Cashflow-Analyse, KGV-Analyse sowie Peer-Group-Analyse angewandt. Die jeweiligen Erwartungen über die zukünftige Wertentwicklung eines Finanzinstrumentes sind Ergebnis einer Momentaufnahme und können sich jederzeit ändern. Die Einschätzung der zugrunde liegenden Parameter wird mit grösster Sorgfalt vorgenommen. Dennoch beschreibt das Ergebnis der Analyse immer nur eine aus einer Vielzahl möglicher zukünftiger Entwicklungen. Es ist die Entwicklung, der das Investment Research der BKB zum Zeitpunkt der Analyse die grösste Eintrittswahrscheinlichkeit beimisst.

Hinweis auf Empfehlung

Die in den Empfehlungen des Investment Research der BKB enthaltenen Prognosen, Werturteile oder Kursziele stellen, soweit nicht anders angegeben, die Meinung des Verfassers dar. Die verwendeten Kursdaten beziehen sich auf den Zeitpunkt der Veröffentlichung, soweit nicht anders angegeben.

Hinweis auf Zuverlässigkeit von Informationen und Veröffentlichung

Diese Veröffentlichung ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe. Alle Angaben stammen aus öffentlich zugänglichen Quellen, welche die BKB für zuverlässig hält, ohne aber alle diese Informationen selbst verifiziert zu haben. Eine Gewähr für deren Richtigkeit oder Vollständigkeit wird insofern seitens der BKB sowie der mit ihr verbundenen Unternehmen nicht übernommen. Die Veröffentlichung dient lediglich einer allgemeinen Information und stellt weder eine Anlageberatung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Erwerb oder zur Veräusserung von Finanzinstrumenten dar. Sie ersetzt keinesfalls die persönliche Beratung durch unsere Kundenberater vor einem allfälligen Anlage- oder anderen Entscheid. Haftungsansprüche aus der Nutzung der dargebotenen Informationen sind ausgeschlossen, insbesondere für Verluste einschliesslich Folgeschäden, die sich aus der Verwendung dieser Veröffentlichung beziehungsweise ihres Inhalts ergeben. Eine Vervielfältigung oder Verwendung von Grafiken und Texten in anderen elektronischen Medien ist ohne ausdrückliche Zustimmung der BKB nicht gestattet. Eine inhaltliche Verwertung ist nur mit Quellenangabe zulässig, wobei um vorherige Übersendung eines Belegexemplars gebeten wird.

Aufsicht

Die Basler Kantonalbank unterliegt der Aufsicht durch die Eidg. Finanzmarktaufsicht (FINMA), Laupenstrasse 27, 3003 Bern.

Basler Kantonalbank
Postfach
4002 Basel

Telefon 061 266 33 33
welcome@bkb.ch
www.bkb.ch



**Basler
Kantonalbank**