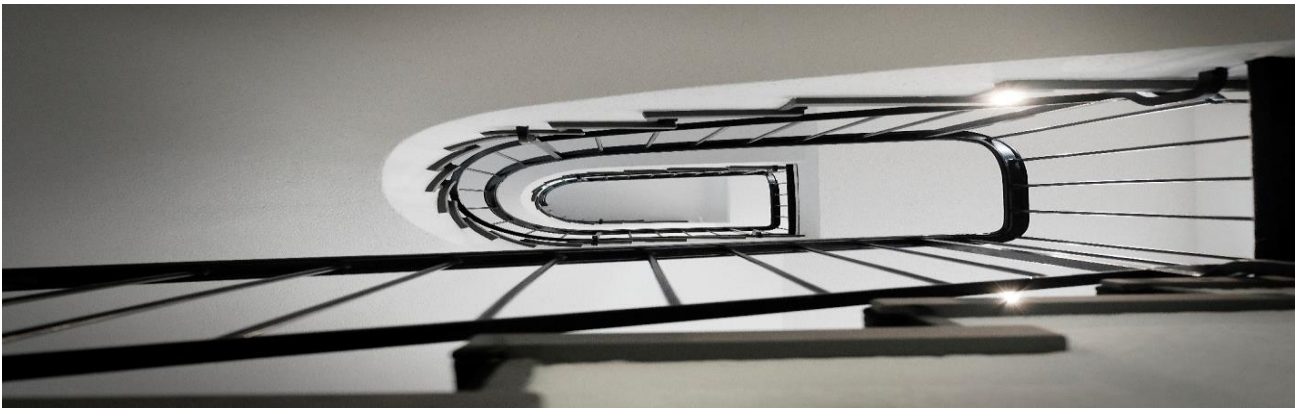


## FINANZBRIEF

Mai 2021



### INHALT

The trend is still your friend .....	2
"Irrational Exuberance" – Sind wir bald wieder soweit? .....	4
Die Gefahr lauert bei den Schulden.....	6
Unsere Immobilien-Strategie – Sicherheit durch Immobilien .....	9

## THE TREND IS STILL YOUR FRIEND

Seit dem Frühjahr 2020 läuft die Börse nur in eine Richtung – nach oben. Wir haben damals nach dem scharfen Kursrückgang, der durch den Ausbruch der Corona-Pandemie ausgelöst worden war, die Aktienbestände unserer Kunden erhöht. Bisher hat sich dies gelohnt. Trotz steigender Kurse sind wir bei einer hohen Aktienquote in unserem Kundenportefeuilles geblieben. Wer dem Trend steigender Kurse in den letzten Monaten gefolgt ist, hat Geld verdient.

### Wie lange kann die Hausse dauern?

Wir stellen uns aber immer auch die Frage, wie lange dies weitergehen wird. Die Börsen erklimmen Rekordstände, während sich die Wirtschaft erst langsam von den finanziellen Folgen der Pandemie erholt. Es ist klar, dass eine Hausse nicht ewig gehen kann. Irgendwann kommt auch der beste Trend zum Erliegen. Die jetzige Aufwärtsbewegung ist allerdings noch nicht am Ende angelangt. Die Corona-Krise hat zu einer scharfen, aber sehr kurzen Rezession geführt, die von einem ebenso scharfen Kursrückgang im ersten Quartal 2020 begleitet war. Rezession und Baisse waren sehr kurz, weil alle Staaten sofort mit Hilfsprogrammen für die Wirtschaft die Folgen der Pandemie gedämpft haben und auch die Notenbanken die Liquidität sehr stark erhöht und die Zinsen stark gesenkt haben.

Bei Rezessionen gehen Regierungen und Notenbanken normalerweise davon aus, dass sich die Rezession selbst korrigieren muss und dass die mit einer Rezession verbundene Bereinigung von früheren Exzessen und Überkapazitäten in der Wirtschaft letztlich gesund ist. Bei der Corona-Rezession hatte aber ein externer Faktor, nämlich die Pandemie, zu einem extrem scharfen Rückgang der Wirtschaftsaktivität geführt. Dies war Grund genug für die sofortige staatliche Hilfestellung. Sowohl der Support der Regierungen wie auch die Handlungen der Notenbanken führen heute zu einer sehr starken Aufschwung der Wirtschaft und der Börsenkurse, wobei Letztere der Wirtschaftsentwicklung natürlich immer um rund sechs Monate vorausseilen.

### Der Trend geht weiter

Im Moment sehen wir eine Fortsetzung des positiven Trends, da die Kräfte, die zu einer Kurssteigerung führen, weiterhin am Wirken sind. Der Kursaufschwung ist gerade ein Jahr alt, die Wirtschaftserholung hat in vielen Ländern erst so richtig begonnen und die Gewinne der Unternehmen sind am Steigen. Damit ist die Grundlage für eine positive Wirtschafts- und Börsenentwicklung weiterhin gegeben. Es wird nicht zu einer plötzlichen Umkehr oder einem Einbruch kommen. Wir halten deshalb an Aktienanlagen fest und sind der Ansicht, dass wir immer noch in der ersten Hälfte der Hausse sind.

### Wie kommt es zum Ende der Hausse?

Es gibt aber natürlich immer Faktoren, die irgendwann zum Ende einer Hausse führen. Wir sind der Ansicht, dass es diesmal Inflation und steigende Zinsen sein werden, welche zum Ende der positiven Börsenentwicklung führen. Die Zinsen werden in den nächsten zwölf Monaten aber noch nicht ansteigen, da in vielen Ländern die Wirtschaftsentwicklung noch sehr zaghafte ist und immer noch das Risiko einer Rezession besteht. Wenn die Inflation steigt, werden die Notenbanken die Zinsen mindestens noch zwölf Monate lang tief halten. Die Inflation wird nicht sofort anziehen. Bis es zu einer Inflation kommt, sind noch mindestens 12-18 Monate Wachstum

notwendig. Erst dann löst der starke Nachfrageschub eines Wirtschaftsaufschwungs Inflation aus. **Also genießen wir den Trend.**

Das INVICO-Analyse-Team bleibt aber in jedem Fall wachsam. Wir reagieren, wenn es Anzeichen gibt, dass das Ende der Hausse schon früher kommt. Vor allem achten wir auch auf Zeichen der "Irrational Exuberance".

## **'IRRATIONAL EXUBERANCE' – SIND WIR BALD WIEDER SOWEIT?**

Der Ausdruck der "Irrational Exuberance" wurde im Jahr 1996 von Alan Greenspan geprägt. Es ging damals um die Blasenbildung am Finanzmarkt. Die Aktien der Technologieunternehmen und auch von Rohstofffirmen waren stark angestiegen und die Banken waren bei Finanzierungen sorglos und finanzierten auch alle möglichen Projekte im damals neu eröffneten Osten Europas. Die Stimmung war hervorragend und niemand dachte an irgendwelche Verlustmöglichkeiten. Dies führte dann zunächst zur Asien- und Russlandkrise von 1997/1999 und danach zur Internet-Blase von 2001/2002. Heute fragen wir uns natürlich, ob wir in Anbetracht der hohen Aktienkurse und weiterer Übertreibungen im Finanzmarkt auch schon wieder im Bereich der "Irrational Exuberance" sind und uns einem möglichen Crash nähern. Es ist nun aber falsch, einfach Angst vor einem Crash zu schüren oder die Möglichkeit eines Kursrückganges schlicht zu verneinen. Eine nüchterne Analyse der Faktoren, welche Wirtschaft und Kurse beeinflussen, ist notwendig.

### **Positive Faktoren**

Die Aktienkurse und die Preise anderer Finanzanlagen sind hoch, weil die Bedingungen sehr günstig sind: Es gibt keine Inflation, die Zinsen sind tief und die Liquidität der Märkte ist sehr hoch, weil die Notenbanken sehr grosszügig finanzieren. Ausserdem befinden wir uns am Anfang eines Konjunkturaufschwungs. Aufgrund der Pandemie hatten wir eine scharfe Rezession im ersten Halbjahr 2020. Die Kapazitäten der Wirtschaft sind daher nicht vollständig genutzt. In vielen Ländern ist daher Wirtschaftswachstum möglich, ohne dass es zur Inflation kommt. Ausserdem wird auch der Inflationsdruck durch die Globalisierung und die immer noch sehr billigen Importe von Gütern und Dienstleistungen aus Asien im Schach gehalten. Dies alles spricht sehr stark für eine Fortsetzung des Aufwärtstrends.

Wir können uns aber trotz der guten Rahmenbedingungen nicht vor den Anzeichen verschliessen, die uns sehr stark an die Internet-Bubble von 2001/2002 und die Überbewertungen von Aktien und anderen Wertpapieren im Jahr 2008 erinnern.

### **Bewertungen**

Die Bewertungen von Aktien und Obligationen sind extrem hoch. Wir sehen heute Kurs-Gewinn-Verhältnisse, wie wir sie zum letzten Mal 1972 und 2002 gesehen haben. Die hohen Kurs-Gewinn-Verhältnisse sind nur durch die extrem tiefen Zinsen zu rechtfertigen. Dass das Kurs-Gewinn-Verhältnis durch die Zinsen und nicht durch hohe Wachstumsaussichten bestimmt wird, zeigt sich schon allein daran, dass heute das mögliche Wachstum kleiner ist als 1972 und wohl auch kleiner als 2002, da damals der Internetboom noch vor uns lag. Sobald die Zinsen wieder ansteigen, werden daher die Aktienkurse zurückgehen, und die Obligationenkurse werden einbrechen.

### **Fast alles wird finanziert: Spacs, IPO's und Ramschanleihen**

Die Marktteilnehmer scheinen heute nur noch Chancen zu sehen, nehmen Risiken aber nicht mehr wirklich wahr. Sie sind bereit, Spacs zu finanzieren, d. h. Gesellschaften, die mit dem Versprechen an die Börse gehen, irgendein anderes Unternehmen zu kaufen, ohne dass sie dies im Zeitpunkt der Geldaufnahme offenlegen. Meist wissen die Initianten in diesem Zeitpunkt selbst nicht, was sie genau tun wollen, sondern versprechen einfach, das Geld innert der nächsten zwölf Monate zu investieren. Hier werden Blankoschecks geschrieben, wie dies zum

letzten Mal 1971 und 2008 gemacht wurde. Im Rahmen von Börsengängen (IPO) werden heute in den USA, aber auch in Asien Gesellschaften kotiert, die äusserst spekulativ bzw. zum Teil noch sehr weit von irgendeinem Gewinn entfernt sind.

Auch im Obligationenbereich mehren sich Zeichen der Sorglosigkeit. Auf der Suche nach Renditen wird in äusserst risikoreiche Ramschanleihen investiert oder in Fonds, die gefährliche Finanzierungen machen. Auch die Banken selbst sind sorglos. Sie finanzieren Hedge Funds und Family Offices, die wilde Spekulationen machen und dann Milliardenverluste einfahren. Dies ist ein starkes Zeichen von Blasenbildung. Investoren sehen nur noch Chancen und vernachlässigen die Risiken.

## Hohe Verschuldungen

Die Verschuldung hat ein sehr hohes Niveau erreicht. Zunächst einmal haben sich die Staaten extrem verschuldet, da die meisten wesentlich mehr ausgeben, als sie mit Steuern einnehmen. Die Hilfeleistungen in der Pandemie haben natürlich auch noch einmal sehr viel gekostet und die Schulden der Staaten hochgetrieben. Die USA weisen mittlerweile eine Verschuldung in Höhe von 107% des Bruttoinlandproduktes auf. Die Unternehmen stehen bei der Verschuldung aber nicht nach. Sie haben sich in Zeiten tiefer Zinsen sehr stark mit Fremdkapital finanziert. Auch Privatpersonen haben relativ viele Schulden aufgenommen. Gerade in den USA finanzieren die Konsumenten einen grossen Teil der Nachfrage über Schulden und haben auch bei Studienfinanzierungen und Hauskäufen häufig eine erstaunlich grosse Verschuldung. Im Moment machen die hohen Schulden den Betroffenen keine Probleme, da die Zinsen extrem niedrig sind. Wenn die Zinsen steigen, werden die Verschuldungen zum Problem und Staaten, Unternehmen und Private bei ihrer weiteren Tätigkeit behindern. Heute aber wird die Verschuldung von den Investoren schlicht gar nicht mehr wahrgenommen.

## Überhitzung der Konjunktur: Inflationsgefahren

Die Konjunkturerholung befindet sich zwar erst am Anfang. Etwas atypisch für diese Phase gibt es aber punktuell Engpässe in der Produktion, die durch frühere Unterbrüche der Lieferketten im Rahmen der Corona-Probleme ausgelöst worden sind. Während die Industrie gesamthaft immer noch recht hohe Überkapazitäten hat und ein Aufschwung deshalb eigentlich ohne inflationären Druck möglich ist, gibt es in einzelnen Bereichen wie Halbleiter, Bauholz und einzelnen Metallen Engpässe, die zu Preiserhöhungen führen, was Inflation auslösen kann. Die Gefahr scheint heute in den USA etwas grösser als in anderen Ländern, muss aber beachtet werden.

## Schlussfolgerung

Das Potential für Unglück baut sich auf, der Aufschwung wird aber noch andauern. Obwohl wir kritische Signale für Blasenbildung sehen, glauben wir, dass der Trend immer noch positiv bleibt. Entscheidend ist letztlich, dass sich Notenbanken und Staaten sehr darauf konzentrieren werden, die Wirtschaft zu fördern und die Zinsen tief zu halten. Dies wird dazu führen, dass sich Bewertungen auf einem hohen Niveau bewegen können und Schuldenprobleme nicht sichtbar werden. Die Gefahr einer Inflation, die den tiefen Zinsen und hohen Bewertungen ein Ende macht, ist trotz der punktuellen Engpässe relativ gering, da die Wirtschaft nach der starken Rezession im vergangenen Jahr Aufholpotential hat. Dementsprechend bleibt INVICO investiert, vermeidet aber Bereiche, in denen die Bewertungen extrem hoch sind.

## DIE GEFAHR LAUERT BEI DEN SCHULDEN

In den letzten zehn Jahren ist es zu einem starken Anstieg der Verschuldung gekommen. An vorderster Front stehen dabei die Staaten. Diese haben in den letzten Jahren einen grossen Teil ihrer Ausgaben und vor allem die Wirtschaftsförderungsmassnahmen im Rahmen der Corona-Pandemie mit der Aufnahme neuer Schulden gedeckt und entsprechend viele Staatsobligationen ausgegeben. Diese Obligationen sind allerdings nur zum geringsten Teil von Anlegern gezeichnet worden. Der grösste Teil ist jeweils von den Notenbanken der betreffenden Staaten selbst übernommen worden. Diese haben letztlich einfach neues Geld geschaffen, um diese Obligationen zu übernehmen. Die Staatsschulden sind damit zum grössten Teil durch die Erhöhung der Geldmenge finanziert worden. Für Politiker und Steuerzahler sah das Ganze wie ein **'Free Lunch'** aus. Staatsaufgaben konnten wahrgenommen werden, ohne dass es irgendjemanden belastet hätte. Die Ausgaben wurden schlicht mit der "Notendruckerei" finanziert.

### Gibt es einen 'Free Lunch' bei Staatsschulden?

Dieser **'Free Lunch'** sah für die Politiker wirklich verlockend aus:

- Dank tiefen Zinsen führte die hohe Verschuldung nicht zu einer erhöhten Belastung der Staatshaushalte. Die Staatsobligationen weisen keine oder sogar eine negative Rendite auf. Aus Sicht der Politik kostet es den Staat daher nichts, die Schulden zu erhöhen. Der Staat hat zwar eine schlechtere Verschuldungsstatistik, aber keine höheren Ausgaben.
- Dank der Übernahme der Obligationen durch die Notenbank gibt es keine aufsässigen Gläubiger, welche den Staat kritisieren. Die Notenbank kann mehr oder weniger stark politisch kontrolliert und gelenkt werden.
- Die höhere Geldmenge hatte keine realwirtschaftlichen Auswirkungen. Zwar gibt es in den betreffenden Ländern aufgrund der höheren Geldmenge theoretisch auch ein grösseres Potential für Ausgaben der Privaten. Wegen der minimalen Inflation und den tiefen Zinsen sank aber die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, d. h. es gab zwar mehr Geld, dieses wurde aber von den Inhabern gehortet und nicht für Ausgaben verwendet. Das meiste Geld ist in Finanzanlagen geflossen, deren Wert in den letzten zehn Jahren entsprechend stark angestiegen ist. Die Inflation, die normalerweise auf eine Ausweitung der Geldmenge folgt, fand im letzten Jahrzehnt nicht statt bzw. beschränkte sich auf Finanzanlagen, wie insbesondere Aktien, Immobilien, Kunst und digitale Werte wie Bitcoins. Diese Art der Inflation bei den Finanzanlagen ist für die Statistik irrelevant, da das Leben für den durchschnittlichen Konsumenten nicht teurer wird.

Dieser "Free Lunch" war allerdings nur denjenigen Ländern möglich, welche sich in der eigenen Währung verschulden konnten. Länder, deren Währung nicht "investitionswürdig" ist und sich deshalb in Fremdwährungen verschulden müssen – wie z. B. Argentinien, Russland oder Türkei – konnten dieses Spiel nicht spielen. Sie mussten sich in Euro oder Dollar verschulden und erhebliche Zinsen zahlen. Überdies hat in diesen Ländern die hohe Verschuldung dann auch zu einem Misstrauen gegenüber der Währung geführt, was zu einem entsprechenden Rückgang der Währungskurse führte.

Die Aufnahme der klassischen Schuldenländer Italien, Griechenland, Frankreich und Spanien in die Eurozone aber hat dazu geführt, dass sich diese ebenfalls in der eigenen Währung, nämlich

dem Euro verschulden konnten und über die europäische Zentralbank finanziert worden sind. Aufgrund der Finanzierung der europäischen Zentralbank hat selbst die dramatisch hohe italienische und spanische Staatsverschuldung keine Probleme verursacht.

### Das Ende des 'Free Lunchs'

Die jetzige Zeit der folgenlosen Staatsverschuldung bzw. des "Free Lunchs" kann aber nicht ewig weitergehen. Probleme entstehen bei:

- Aufkommender Inflation: Sobald es wegen guter Wirtschaftslage, hoher Konsumausgaben oder Problemen in der Versorgung durch Importe zu Preissteigerungen kommt, haben wir Inflation. In den USA liegt die Inflation schon jetzt über 2%, in Europa kann sie auch sehr schnell über diese Grenze ansteigen.
- Vertrauensverlust in Staaten und Währungen: Je höher die Verschuldung steigt, desto grösser wird das Potential für Vertrauensverlust. Wenn aufgrund der Inflation die Neuverschuldung Zinskosten verursacht, so werden die Staatsschulden plötzlich sichtbar. Die Zinszahlungen belasten das Haushaltsbudget und führen zu hohen Defiziten. Wenn die USA, Italien oder Japan für ihre Staatsschulden 3% Zins bezahlen, so steigt das Staatsdefizit enorm an. Da in all diesen Ländern die Staatsverschuldung über 100% des Bruttoinlandproduktes liegt, führen 3% Zins wieder zu einem zusätzlichen Anstieg der Schulden um 3% des Bruttosozialprodukts. Eine Entwicklung, die schnell zu einem explosiven Wachstum von Schulden und Zinsen führt. Derartige Ausgaben können nicht mehr einfach durch die Erhöhung der Geldmenge bezahlt werden, da diese in einem derartigen Umfeld zu höherer Inflation und noch höheren Zinsen führt.

Derartige Schreckensszenarien mögen als "Panikmache" betrachtet werden, sie sind aber durchaus real. In den siebziger Jahren des letzten Jahrhunderts kam es genau zu dieser Entwicklung. Die Staaten hatten sich verschuldet und ihre Geldmengen erhöht, was zu Inflation, höheren Zinsen und grossen staatlichen Problemen führte. Heute sind es nur Staaten wie die Türkei, Südafrika oder Argentinien, die diese Sorgen haben. Die Probleme können sich aber auch auf weitere Länder ausdehnen, die eine hohe Staatsverschuldung aufweisen. Höhere Zinsen haben dann aber auch Auswirkungen auf Privatunternehmen und Konsumenten, die sich verschuldet haben.

### Steigende Zinsen schmerzen überall

Die steigenden Zinsen sind aber nicht nur ein Problem für Staaten, Unternehmen und Privathaushalte, sondern führen auch sofort zu einem Wertverfall von Obligationen und zu tieferen Aktienkursen. Wenn die Zinsen steigen, fallen die Kurse von Obligationen, welche tiefe Zinscoupons aufweisen, sofort und dies unabhängig von der Qualität der Schulden: Der Kurs muss so weit zurückgehen, dass der tiefe Zinscoupon für den Erwerber doch noch zu Marktzins führt. Eine Obligation mit einer Laufzeit von 20 Jahren muss bei einem Zinsanstieg von 3% ungefähr um 20% zurückgehen, um den Zinsnachteil zu kompensieren. Auch Aktien sinken, weil das Kurs-Gewinn-Verhältnis bei steigenden Zinsen zurückgeht. Sind die Zinsen höher, so sind die Investoren nicht mehr bereit, für zukünftige Gewinne so viel zu bezahlen wie heute. Statt einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 30, gibt es nur noch ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von 20, wenn der Zins von 0% auf 3% ansteigt.

Zentral bedeutend für die Frage, ob die hohen Schulden zu einem Problem werden, ist die Inflation. Sobald es zu dieser kommt, ist die Nullzinspolitik nicht mehr möglich, da niemand mehr Geld ohne Zins verleiht, wenn dieses jeden Tag an Wert verliert. Damit wird die Inflation, die von Politikern und Nationalbanken zum Teil aus unerfindlichen Gründen herbeigewünscht wird, zum grössten Feind der Anleger.

Das INVICO-Analyse-Team glaubt nicht, dass es in der Schweiz in den nächsten 18 Monaten zu einer nennenswerten Inflation kommt. Inflation in den USA und zu einem geringen Grad auch in der EU ist aber möglich.



## UNSERE IMMOBILIEN-STRATEGIE – SICHERHEIT DURCH IMMOBILIEN

In den letzten Jahren haben wir für unsere Kunden keine Obligationen mehr erworben. Aufgrund des starken Rückgangs der Zinsen sind Obligationenanleihen unattraktiv und riskant geworden.

### Obligationen sind sichere Verlustgeschäfte

Titel mit einer Laufzeit von bis zu zehn Jahren werfen seit geraumer Zeit gar keinen Zins mehr ab, langfristige Titel sind dagegen sehr risikoreich, da schon kleine Zinserhöhungen unabhängig von der Qualität des Schuldners zu hohen Kursrückgängen führen. Würde der Zinssatz in der Schweiz beispielsweise auf 3% steigen, was ungefähr dem langfristigen Mittel der letzten 50 Jahre entspricht, so würde dies bei einer 20-jährigen Bundesobligation zu einem Kurseinbruch von rund 30% führen. In diesem Umfeld machen Investitionen in Obligationen überhaupt keinen Sinn. Sie bringen keine Sicherheit, sondern höchstens einen sicheren Verlust.

### Hochrisiko-Obligationen sind gefährlich

Es gibt dabei auch keine Alternativen im festverzinslichen Bereich. Titel, die als "High Yield Bonds" hohe Renditen versprechen, sind sehr risikoreich. Sie werden von Unternehmen ausgegeben, die eine sehr schlechte Schuldnerqualität aufweisen und daher ein hohes Ausfallrisiko haben. Die Erfahrungen der letzten 30 Jahre haben uns gezeigt, dass die Risiken hochprozentiger Obligationen nie durch den Renditeunterschied ausgeglichen werden. Das Verlustrisiko ist immer grösser als der Renditevorteil. Tatsächlich verlieren Leute, die das Gefühl haben, dass sie irgendwo im festverzinslichen Bereich mit höheren Risiken höhere Renditen ergattern, fast immer Geld. Beispiele dafür finden sich zuhauf: Jüngst waren es die zahllosen "Junk Bonds" im Schieferölbereich in den USA, die für grosse Verluste sorgten, oder auch die 100-jährige Argentinien-Anleihe, von der mehrere Milliarden gezeichnet wurden. Mehr als die Hälfte davon ging verloren.

### Sicherheitsstufe mit Immobilienanlagen realisieren

In diesem Umfeld haben wir die Investitionen in der Sicherheitsstufe auf Schweizer Immobilienwerte konzentriert. Wir investieren in Immobilienfonds und Immobiliengesellschaften mit schweizerischem Immobilienbesitz. Diese Investitionen bringen nicht nur eine laufende Rendite, die durchschnittlich bei etwa 3% liegt, sondern auch Sicherheit. Die letzten 50 Jahre haben gezeigt, dass die Kursschwankungen relativ gering sind und dass Immobilienfonds und Immobiliengesellschaften überdies auch in inflationären Zeiten eine gute Kursentwicklung haben, da die Werte von Immobilien bei Inflation steigen. Der entscheidende Vorteil gegenüber Obligationen ist dementsprechend nicht nur die **höhere laufende Rendite, sondern vor allem auch der Inflationsschutz**, da der Anleger einen Sachwert erwirbt. Die Kurse von Immobilienanlagen gehen zwar bei steigenden Zinsen kurzfristig auch etwas zurück, der Rückgang ist aber mittel- und langfristig betrachtet immer geringer als der Verlust, den ein Anleger mit Anleihen bei steigenden Zinsen erleidet. Der Vorteil der Immobilienanlagen liegt darin, dass bei steigenden Zinsen und höherer Inflation die Mieten ebenfalls erhöht werden können, was zwei bis drei Jahre später das Problem höherer Zinsen und höherer Inflation ausgleicht.

## Die Analyse ist wichtig

Auch wenn Immobilienfonds und Immobiliengesellschaften grundsätzlich ein sehr gutes Risiko-Rendite-Profil haben, so kann doch nicht einfach jeder Titel gekauft werden. Wir analysieren sehr genau die Zusammensetzung der Portefeuilles der einzelnen Immobilienfonds und Immobiliengesellschaften und bevorzugen Portefeuilles mit hohen Wohnliegenschaftsbeständen, da die Erträge in diesem Bereich stabiler und vor allem konjunkturresistenter sind als die Erträge von Büro- und Gewerbeimmobilien. Wir analysieren aber auch die Bewertung im Markt und kaufen nur Immobiliengesellschaften und Fonds, die mit einer vernünftigen Bewertung gehandelt werden. Sobald der Kurs der betreffenden Aktien bzw. Fondsanteile erheblich über dem von den Bewertungsexperten ausgerechneten inneren Wert (NAV) des Immobilienportefeuilles liegt, verzichten wir auf die betreffenden Titel. Ein derartiges Immobilienportefeuille in der Sicherheitsstufe muss immer aktiv beobachtet und bewirtschaftet werden. Bei diesem Vorgehen hat die Anlage in Immobilientitel aber sehr grosse Vorteile gegenüber Obligationenanleihen, weshalb wir auch weiterhin in der Sicherheitsstufe auf diese Titel setzen.

**Publikation abbestellen:** Sie können diese Publikation jederzeit abbestellen. Bitte schicken Sie uns eine [E-Mail](#).

**Investment Suitability:** Diese Publikation ist zur allgemeinen Verbreitung bestimmt. Sie ist nicht Bestandteil eines Angebots oder eine Empfehlung und berücksichtigt nicht Ihre Kenntnisse, Erfahrungen und persönlichen Verhältnisse, welche für eine persönliche Anlageberatung erforderlich sind.

#### Rechtliche Hinweise

Diese Publikation entspricht Marketingmaterial gemäss Art. 68 des Schweizer FIDLEG und dient ausschliesslich zu Informationszwecken. Zu den genannten Finanzprodukten stellen wir Ihnen gerne jederzeit und kostenlos weitere Unterlagen wie beispielsweise das Basisinformationsblatt oder den Prospekt zur Verfügung.

Dieser INVICO Report wurde von dem Investment-Team der INVICO Asset Management AG, Kirchgasse 24, CH-8001 Zürich, Telefon +41 44 267 60 80 erstellt ([www.invico-asset.ch](http://www.invico-asset.ch)).

Dieses Dokument wird nicht an natürliche oder juristische Personen verschickt oder an ihrem Wohnort ausgehändigt, die Bürger eines Landes sind oder in einem Land ihren Wohnsitz bzw. ihren Gesellschaftssitz haben, in dem die Verbreitung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Nutzung dieser Informationen geltende Gesetze oder Vorschriften verletzen würde oder in dem die INVICO Asset Management AG die entsprechenden Registrierungs- oder Zulassungspflichten nicht erfüllt. Insbesondere darf diese Broschüre nicht an US-Personen oder in den USA verteilt oder weitergegeben werden. Das vorliegende Dokument dient nur zu Informationszwecken. Es ist nicht das Ergebnis einer Finanzanalyse oder einer Marktuntersuchung. Es unterliegt folglich nicht den von der Schweizerischen Bankiervereinigung herausgegebenen "Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse", sowie den Vorgaben der EU-Marktmisbrauchsverordnung. Dieses Dokument stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zur Beanspruchung einer Dienstleistung, zum Kauf oder Verkauf einer Anlage oder zum Abschluss einer anderen Transaktion dar. Die hierin enthaltenen Angaben und Ansichten dienen ausschliesslich Informationszwecken und tragen keinen individuellen Anlagezielen, Finanzverhältnissen oder Bedürfnissen Rechnung. Die in diesem Dokument enthaltenen Prognosen, Bewertungen, Preise und dergleichen sind stichtagbezogen und beruhen auf finanzüblichen Informationsquellen, sind indikativ und geben die jeweilige und unverbindliche Einschätzung der verfassenden Stelle zum Zeitpunkt ihrer Erstellung wieder. Entsprechend können sich diese ohne vorherige Ankündigung ändern und sind für die INVICO Asset Management AG unverbindlich. Zudem können die Dienstleistungen und Produkte nach Anleger und/oder aufgrund rechtlicher Einschränkungen unterschiedlich ausgestaltet sein und/oder Verkaufsrestriktionen unterliegen. Bevor eine Anlageentscheidung getroffen wird, sollte der Anleger eine individuelle Beratung zu seiner persönlichen Situation in Anspruch nehmen. Wir empfehlen Ihnen deshalb, vor einer Investition in eines der in diesem Dokument erwähnten Produkte Ihren Finanz- und/oder Steuerberater bezüglich möglicher – einschliesslich steuertechnischer – Auswirkungen zu konsultieren. Potenzielle Anleger sollten sich bewusst sein, dass die vergangene Performance nicht zwingend einen Hinweis auf die zukünftige Wertentwicklung liefert. Anlagen in Fremdwährungen unterliegen Wechselkursschwankungen. Bei Illiquidität des Markts kann es vorkommen, dass sich gewisse Anlageprodukte nicht sofort realisieren lassen. Aus diesen Gründen ist es manchmal schwierig, den Wert Ihrer Anlage und die Risiken, denen Sie ausgesetzt sind, zu quantifizieren. Eine Haftung der INVICO Asset Management AG für eine bestimmte Vermögensentwicklung, insbesondere auch das Erleiden eines Verlustes oder das Erreichen einer bestimmten Rendite der Anlagen des Anlegers, die auf Basis dieses Dokuments getätigt werden, ist deshalb ausgeschlossen. Obwohl die INVICO Asset Management AG der Meinung ist, dass die hierin enthaltenen Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann die INVICO Asset Management AG keinerlei Gewährleistung für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen übernehmen. Soweit die geltenden gesetzlichen und/oder aufsichtsrechtlichen Bestimmungen es erlauben, kann sich die INVICO Asset Management AG an Finanztransaktionen des oder der Wertpapieremittenten, die in diesem Dokument genannt werden, beteiligen oder in deren Wertpapiere investieren, für diese Emittenten Dienstleistungen erbringen oder bei diesen um Aufträge werben und/oder Positionen in deren Wertpapieren, Optionen auf diese Wertpapiere oder damit verbundenen Anlagen halten, andere materielle Interessen daran haben oder Transaktionen damit durchführen. Die INVICO Asset Management AG kann im Rahmen der geltenden gesetzlichen und/oder aufsichtsrechtlichen Bestimmungen die in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Investmentvorschläge noch vor deren Bekanntgabe an den Kunden nutzen und entsprechend tätig werden.

Einzelheiten dazu, wie wir mit Ihren Daten umgehen, finden Sie in unserer aktuellen Datenschutzerklärung ([www.invico-asset.ch/datenschutz](http://www.invico-asset.ch/datenschutz)). Sofern Sie gerne eine physische Version der Datenschutzerklärung von uns erhalten möchten, wenden Sie sich bitte an folgende E-Mail-Adresse: [info@invico-asset.ch](mailto:info@invico-asset.ch).

INVICO Asset Management AG

T +41 44 267 60 80

[info@invico-asset.ch](mailto:info@invico-asset.ch)

[www.invico-asset.ch](http://www.invico-asset.ch)