

## Anlagebericht – 3. Quartal 2018

### Wirtschaftsentwicklung

Wir erleben derzeit eine der längsten Aktienhaussse und wirtschaftlichen Wachstumsphasen. Berücksichtigt man jedoch das Ausmass der Finanzkrise, welche dieser vorausgegangen ist, so muss die Dauer nicht zwingend negativ für die weitere Entwicklung stimmen. Die extreme Panik und die psychologischen Folgen der Finanzkrise haben dazu geführt, dass sich viele Investoren lange Zeit von Aktien ferngehalten haben.

Die ersten drei Jahre der aktuellen Aktienhaussse waren in erster Linie eine Gegenbewegung der massiven Kurseinbrüche der Finanzkrise sowie eine Stabilisierung der wirtschaftlichen Aktivität. Sowohl auf Seiten von Unternehmer wie auch Investoren galt es Befürchtungen abzubauen und wieder Mut zu fassen. Wie sich an der langjährigen Unterbewertung des Technologiesektors nach der Dotcom Krise gezeigt hat, kann dieser Prozess sehr lange andauern. Trotz weiterhin rekordtiefen Zinsen, welche die Kreditvergabe sowie den Konsum stimulieren hat sich die Wirtschaft nur gemächlich erholt. Eine Überhitzung hat bis dato nicht stattgefunden.

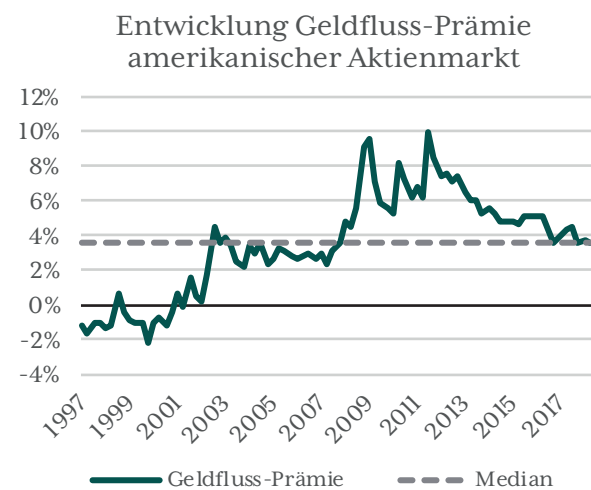
Betrachtet man die diesjährigen Halbjahreszahlen der Unternehmen, zeigen diese beinahe über sämtliche Branchen hinweg rekordhohes Umsatz- und Gewinnwachstum. Dieses Geld fliesst nicht nur an die Aktionäre zurück, sondern wird vermehrt auch für Investitionen eingesetzt. Einer der grossen Profiteure davon ist der Technologiesektor. Unternehmen verlagern Rechenleistung in die Cloud, automatisieren Prozesse und investieren in neue Software. Der Trend zur Technologisierung führt dazu, dass jede Unternehmung zumindest teilweise zu einer Technologiefirma werden muss, wenn sie nachhaltig gut positioniert sein möchte. Es überrascht daher nicht, dass der Technologiesektor seit geraumer Zeit die stärksten Wachstumsraten aufweist.

Unserer Meinung nach herrscht weiterhin viel Pessimismus und ein Grossteil der Investoren ist in ständiger Erwartung einer Korrektur. Die politischen Risiken erhalten insbesondere dank der Administration Trump weiterhin sehr viel Aufmerksamkeit und verstärken die vorsichtige Haltung zusätzlich. Demgegenüber steht eine robuste Wirtschaftsentwicklung mit steigenden Unternehmensgewinnen sowie einer positiven Stimmung unter Konsumenten und Unternehmer. Zudem sind die Realzinsen, d.h. die nominalen Zinsen abzüglich Inflation, nach wie vor negativ bzw. sehr

tief, was die Wirtschaftsentwicklung mit günstigem Kapital unterstützt. Aus diesen Gründen erachten wir einen weiteren positiven Wirtschaftsverlauf als das wahrscheinlichste Szenario.

### Bewertung

Betrachtet man die Bewertung der Aktienmärkte anhand der operativen Geldflussrendite abzüglich den Zinsen von Staatsanleihen, so ist der Markt im historischen Vergleich weder über- noch unterbewertet.



Eine faire Bewertung bedeutet nicht, dass unmittelbar eine Korrektur anstehen muss. Mit den derzeitigen Wachstumsraten der Unternehmensgewinne sinkt die Bewertung der Aktien von Quartal zu Quartal von selbst. Eine faire Bewertung bedeutet aber, dass der Risikopuffer kleiner geworden ist und schlechte Nachrichten weniger problemlos absorbiert werden können. Wir finden jedoch weiterhin qualitativ gute Firmen, welche eine Unterbewertung mit einem genügend grossen Risikopuffer aufweisen.

Ausgehend von negativen Realzinsen gehen wir weiterhin von leicht steigenden Zinsen aus. Vor diesem Hintergrund weisen Aktien im Vergleich zu Obligationen nach wie vor eine ansprechende Mehrrendite auf, weshalb wir Aktien als attraktiv einstufen.

Zürich, im Oktober 2018