

Anlagebericht – 4. Quartal 2018

Rückblick

Das Börsenjahr 2018 hat ein ruppiges Ende genommen. Zu viele grundlegende Unsicherheiten muss der Markt derzeit gleichzeitig absorbieren. Die Märkte signalisieren, dass das Risiko einer negativen Entwicklung der Wirtschaft zugenommen hat. Weder der genaue Zustand, der zukünftige Pfad noch die gegenseitigen Wechselwirkungen der Einflussfaktoren der Wirtschaft lassen sich jedoch genau bestimmen. Ein Blick auf die messbaren Kenngrößen wie Umsatz- und Gewinnwachstum der Unternehmen oder die Stimmung der Einkaufsmanager zeichnen allerdings kein negatives Bild. Dass nach zyklischen Höchstwerten eine gewisse Abschwächung der Wachstumsraten erfolgt, sollte kein Pessimismus auslösen.

Die grösste Unsicherheit verursacht derzeit der beinahe tumultartige Zustand der U.S. Politik, sowohl innen- wie auch aussenpolitisch. Der Handelskonflikt zwischen China und den USA hemmt einerseits das Wirtschaftswachstum und andererseits erhöhen die Strafzölle die Inputkosten der Unternehmen. Zusätzlich zeigt sich im fragilen Konstrukt Europa, trotz wirtschaftlicher Erholung, weiterhin die Unzufriedenheit der Bevölkerung an der Urne.

Nach jahrelang expansiver Geldpolitik der Zentralbanken, steht die Zinsentwicklung besonders im Fokus. Hatte zuvor noch jede Aktienkorrektur unmittelbare Auswirkungen auf die antizipierten Zinsschritte der amerikanischen Notenbank, hat der derzeitige Notenbankchef Powell einen zielstrebigeren Pfad eingeschlagen. Dies lässt in den USA weiterhin höhere Zinsen erwarten, obschon die Diskrepanz zu Europa trotz vergleichbarer Inflation bereits beträchtlich ist. Steigende Zinsen sind in vielerlei Hinsicht nicht positiv für Aktienmärkte. Einerseits dämpfen sie das Kreditwachstum und damit auch das Wirtschaftswachstum, andererseits schlagen Schuldzinsen höher zu Buche. Dadurch erhalten unter anderem Immobilienpreise Gegenwind, was Eigenheimbesitzer direkt zu spüren bekommen. Zudem stehen Zinsen in direkter Konkurrenz zu Aktienrenditen, weshalb höhere Zinsen tendenziell höhere Gewinnrenditen der Aktien erfordern. Die aktuelle Korrektur der Aktienmärkte hat eben dies erreicht.

Ausblick

Steigende Unternehmensgewinne und gleichzeitig tiefere Aktienpreise haben die Bewertung der Ak-

tienmärkte deutlich attraktiver gemacht. Als langfristiger Investor stellen solche Kursrückgänge interessante Kaufgelegenheiten dar. Diese sind jedoch selten von euphorischer Stimmung begleitet, weshalb man sich als Investor antizyklisch verhalten muss.

Wir erwarten keine Eskalation des Handelskonflikts zwischen den USA und China. Die beiden Nationen sind mit genügend bestehenden Problemen konfrontiert, dass keiner der beiden an einer Eskalation interessiert ist. Die Probleme von Europa werden uns jedoch über Jahre begleiten, daran hat sich nichts geändert. Beidseits des Atlantiks steht die Wirtschaft in grosser Abhängigkeit zu den künstlich tief gehaltenen Zinsen. Die Zinsabhängigkeit der Wirtschaft ist zu gross, um von einer starken Zinserhöhung auszugehen, ohne dass diese von einem Inflationsdruck begleitet wäre. Die Realzinsen, sprich die Zinsen abzüglich der Inflation, erwarten wir somit für die USA wie auch für Europa weiterhin tief.

Bei tiefen Realzinsen und neutralen bis positiven Wirtschaftseinflussfaktoren, gehen wir nicht davon aus, dass die Weltwirtschaft innert kürzester Zeit von Höchstwerten direkt in eine Rezession fällt. Daher erachten wir Aktien nach der aktuellen Marktkorrektur als attraktiv.

Das Umfeld wird jedoch anspruchsvoller. Wir befinden uns in einer Phase, in welcher der Qualität eines Unternehmens wieder mehr Bedeutung zukommt. Qualitativ überdurchschnittliche Unternehmen mit einer marktführenden Positionierung können beispielsweise steigende Inputkosten, sei es durch Zölle oder steigende Lohnkosten, an die Konsumenten weitergeben, während sich dies bei schwächer positionierten Firmen direkt auf den Gewinn durchschlägt. In anspruchsvolleren Marktphasen wie dieser, kommen diese Unterschiede zum Vorschein. Während einige Aktien um mehr als die Hälfte korrigiert haben, haben andere kaum an Wert eingebüsst.

Marktkorrekturen, auch in diesem Ausmass, sind nichts aussergewöhnliches und haben bei einem langfristigen Anlagehorizont und qualitativ hochwertigen Unternehmen im Portfolio keine grössere Bedeutung. Nach einem ausserordentlich ruhigen Börsenjahr 2017, gilt es sich wieder auf erhöhte Schwankungen einzustellen, auf Qualität zu fokussieren und eine langfristige Perspektive einzunehmen.

Zürich, im Dezember 2018