

Anlagebericht – 3. Quartal 2019

Seit dem letzten Quartalsbericht haben sich die Einflussfaktoren der Wirtschaft etwas abgeschwächt und sich das Wirtschaftswachstum weiter verlangsamt. Der Handelskonflikt zwischen den USA und China hat sich eher etabliert als entspannt und auch in Europa machen sich die politischen Unruhen bemerkbar. Auf Unternehmensebene sind es vorwiegend die Halbleiter- und die Automobilfirmen sowie deren Zulieferer, welche Umsatzrückgänge zu verkraften haben. Die meisten Unternehmen der übrigen Branchen weisen weiterhin gutes Umsatz- und Ertragswachstum aus. Die zunehmende Unsicherheit wirkt sich jedoch spürbar auf die Stimmung der Unternehmensführer und Konsumenten aus. Durch den anhaltenden Handelskonflikt und der damit steigenden Wahrscheinlichkeit nachhaltiger Auswirkungen, sehen sich Unternehmen gezwungen die gesamte Lieferkette zu überprüfen. Einige Firmen haben bereits bekanntgegeben, Teile davon in andere Länder oder zurück in die USA zu verschieben.

Die grosse Divergenz

Diese Veränderungen führen zu Unsicherheiten mit spürbaren Auswirkungen auf den Aktienmarkt und die Zinssituation. Während in Europa die Zinsen bereits negativ waren und von der Europäischen Zentralbank weiter gesenkt wurden, hat mittlerweile auch die U.S. Notenbank die Zinsen gesenkt. Gleichzeitig haben die Investoren vermehrt die sicheren und in den USA immer noch positiven Renditen des Obligationenmarktes gesucht.

Die sinkenden, tiefen und zunehmend negativen Renditen am Obligationenmarkt werden vermehrt mit Investitionen in Aktien kompensiert. Besonders gefragt sind Unternehmen, welche wenig beeinflusst vom wirtschaftlichen Zyklus eine stabile Ertragslage aufweisen. Diese sind vorwiegend in defensiven Branchen wie Nahrungsmittel und Gesundheitswesen zu finden. Es gibt allerdings auch qualitativ hochstehende zyklische Firmen, welche äusserst anspruchsvoll bewertet sind. Aufgrund dieser hohen Bewertung weist ein Teil des Marktes eine tiefe Ertragsrendite aus, welche sich zunehmend an den tiefen Zinsen orientiert.

Auf der anderen Seite ist ein Grossteil des Marktes sehr attraktiv bewertet. Die kleinste operative Unsicherheit eines Unternehmens führt oftmals zu einem Kurseinbruch von 10-20%, auch wenn es sich um eine grundsätzlich defensive Aktie handelt. Dies zeigt uns, dass der Markt für erhöhte Si-

cherheit gewillt ist, eine markante Prämie zu bezahlen, jedoch bei kleinsten Unsicherheiten starke Abschläge verlangt.

Als Folge davon, sind Aktien unterschiedlichen Risiken ausgesetzt. Teuer bewertete Aktien, welche als Obligationersatz eingesetzt werden, orientieren sich entsprechend stark an der Preisentwicklung von Obligationen. Sollte sich jedoch die Ertragslage eines dieser Unternehmen etwas abschwächen, ist mit einer Kurskorrektur zu rechnen, welche die Bewertung dem restlichen Markt angleicht. Dieser weist aufgrund der wirtschaftlichen Unsicherheiten bereits einen Bewertungsabschlag auf. Sollte die wirtschaftliche Abschwächung weniger stark ausfallen als befürchtet, bietet die Bewertung attraktives Aufwärtspotential, selbst wenn die Erträge stagnieren würden.

Ausblick

China war ein wichtiger Wachstumstreiber der Weltwirtschaft in den vergangenen Jahren. Nun sind zum ersten Mal seit langem vereinzelt negative Entwicklungen ersichtlich. Die Inlandnachfrage gewinnt mit steigendem Wohlstand zunehmend an Bedeutung, Exporte und Auslandsinvestitionen sind jedoch ein wichtiger Wirtschaftsfaktor in China. Ausbleibende Investitionen aufgrund der zunehmenden Unsicherheiten dürften sich negativ auf die Wirtschaft auswirken. Die wachsende Skepsis beidseitig des Atlantiks könnte dazu führen, dass die Globalisierung zukünftig selektiver und diversifizierter stattfindet.

Wir gehen nicht davon aus, dass in naher Zukunft eine abschliessende Einigung im Handelsstreit erzielt werden kann und erwarten, dass sich weltweit weiterhin Bremsspuren in der wirtschaftlichen Aktivität zeigen werden. Auf der anderen Seite ist auffällig, wie die Stimmung der Marktteilnehmer umgehend sehr negativ wird, von Euphorie ist keine Spur. Rekordtiefe Zinsen und solides Ertragswachstum der Unternehmen stützen den Markt weiterhin. Sollten sich die geopolitischen Unsicherheiten überraschend positiv bzw. weniger negativ herausstellen, dürften Aktien davon stark profitieren.

Wir achten in diesem Umfeld besonders auf die Gewichtung der Wirtschaftssektoren und favorisieren defensive, qualitativ hochwertige Firmen sowie strukturelle Profiteure wie Technologie- und Gesundheitsunternehmen.

Zürich, im September 2019