

Anlagebericht – 4. Quartal 2019

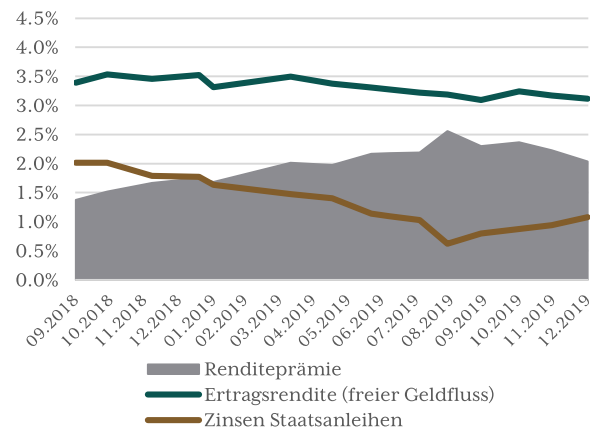
Rückblick

Das letzte Jahr hat den Investoren ein ausserordentlich gutes Resultat beschert. Die jährliche Betrachtungsweise gibt jedoch ein unvollständiges Bild ab. Ein Teil der letztjährigen Rendite kompensierte lediglich das schwache Jahresende von 2018, als die Kurse trotz gutem Umsatz- und Gewinnwachstum der Unternehmen kurzfristig eingebrochen sind. Verursacht wurde die Korrektur damals unter anderem durch den sich zuspitzenden Handelskonflikt zwischen den USA und China sowie den Zinserhöhungen der amerikanischen Notenbank. Der Markt ging deshalb von rückläufigen Unternehmensgewinnen und einer abschwächenden Wirtschaftsdynamik aus. Obschon letzteres eingetroffen ist, blieb die Umsatz- und Gewinnentwicklung der meisten Unternehmen positiv. Nur vereinzelte Sektoren, wie Automobil und Halbleiter, haben teils markante Ertragsrückgänge verzeichnet. Der Dienstleistungssektor hingegen, hat sich dank guter Konsumentenstimmung weiterhin positiv entwickelt.

Der Handelskonflikt bleibt grösstenteils ungelöst, auch wenn sich die beiden Seiten in den letzten Wochen angenähert haben. Die gegenseitigen Interessen und Bedenken sind mittlerweile so publik und verankert, dass eine vollständige Entspannung ohne langfristige Konsequenzen schwer umzusetzen ist. Unternehmen haben entweder bereits Anpassungen in der Lieferkette vorgenommen oder sich entsprechend vorbereitet. Die USA mögen politisch derzeit stark geteilt sein, bezüglich der Positionierung gegenüber China herrscht jedoch parteiübergreifender Konsens.

Die amerikanische Notenbank ist vom Pfad der Zinserhöhungen abgerückt, beziehungsweise hat mittlerweile sowohl die Zinsen gesenkt als auch wieder begonnen Anleihen zu kaufen. Weltweit sind die Zinsen letztes Jahr nochmals markant gesunken. Dies stimuliert sowohl den Konsum als auch die Investitionen und hat damit einen positiven Effekt auf das Wirtschaftswachstum. Die Zinsen sind auch für die Aktienbewertung von zentraler Bedeutung. Die Bewertung des Aktienmarkts ist immer relativ zu anderen Anlageklassen zu verstehen. Die folgende Grafik vergleicht die Ertragsrendite der Unternehmen mit den aktuellen Zinsen. Aus der Differenz ergibt sich die Renditeprämie von Aktien gegenüber festverzinslichen Anlagen. Wie zu erkennen ist, ist die Renditeprämie und somit die Bewertung der Aktien trotz ausserordentlichen Kursanstiegen im vergangenen Jahr attraktiver geworden. Das heisst die Zinsen sind stärker gesunken, als die Bewertung der Aktien angestiegen ist.

Grafik: Renditeprämie der Aktien



Eine zusätzliche Stütze für die Wirtschaft ist die weitestgehend expansive Fiskalpolitik der Staaten. Auch zehn Jahre nach der Finanzkrise und anhaltendem Wirtschaftswachstum resultiert bei den meisten Staaten ein Defizit. Dies hat kurzfristig einen positiven Effekt auf die Wirtschaftsentwicklung, erhöht dafür die bereits hohen Staatsschulden weiter. Dank sinkender Zinsen hat dies keine negativen Auswirkungen auf die Zinslast. Sollten die Zinsen wieder auf frühere Niveaus steigen oder die Steuereinnahmen rückläufig sein, werden die Schulden allerdings zu einem ernsthaften Problem.

Ausblick

Wir erachten die Wahrscheinlichkeit als hoch, dass die expansive Notenbank- und Fiskalpolitik auch 2020 anhalten wird und die negativen Auswirkungen der geopolitischen Spannungen neutralisiert. Der Brexit kann endlich vollzogen werden, was die Unsicherheiten für Konsumenten und Unternehmen legt. Die Wiederwahl von Donald Trump ist aufgrund fehlender demokratischer Konkurrenz wahrscheinlich. Als Folge davon, dürfte es mittelfristig zu einer weiteren Annäherung im Handelskonflikt kommen. Wir gehen deshalb von einem positiven, aber schwachen Wirtschaftswachstum aus.

Die Bewertungen erachten wir im aktuellen Zins- und Wirtschaftsumfeld als angemessen. Bleibt die wirtschaftliche Situation stabil sind zyklische Sektoren sogar attraktiv bewertet. Nach der positiven Kursentwicklung halten wir unsere Aktien leicht übergewichtet und fokussieren weiterhin auf die beste Qualität. Festverzinsliche Anlagen untergewichten wir zu Gunsten von Gold und halten eine Liquiditätsreserve für zukünftige Opportunitäten bereit.

Zürich, im Januar 2020