

Ausblick 2018: Aktien halten – Risiken steuern

Wirtschaftswachstum robust – Bewertungen teilweise ausgereizt

Thomas von Rohr und Peter Bänziger

2017 erfüllte die zumeist optimistischen Prognosen für ein positives Aktienjahr. Der globale, synchrone Wirtschaftsaufschwung vermochte die verschiedenen Ereignisse auf der Politbühne ohne grössere Verwerfungen an den Aktienmärkten abzufedern. Erstmals seit Jahren stiegen die Unternehmensgewinne auf breiter Front. Der laufende Aufschwung dürfte 2018 weiter an Qualität und Dynamik gewinnen. Qualität vor allem deshalb, weil die Breite der Erholung in Europa und der Schweiz zugenommen hat. Die europäischen «Problemländer» Frankreich, Italien, Spanien und Portugal haben zu einem ansprechenden Wachstum zurückgefunden. In der Schweiz unterstützen der stärkere Euro «EUR» sowie ein stabiler US Dollar «USD» die einheimische Konjunktur. Die vorauslaufenden Stimmungsindikatoren bleiben positiv. Zusammen mit dem nach wie vor tiefen Zinsumfeld werden deshalb mit hoher Wahrscheinlichkeit auch die Ausrüstungsinvestitionen wieder ansteigen, was die Qualität des Aufschwungs untermauert.

Das Wirtschaftswachstum gewinnt an Dynamik sowie Qualität und sorgt für steigende Unternehmensgewinne

Nach einem Jahrzehnt mit sehr schleppender Erholung der Weltwirtschaft im Anschluss an die Finanzkrise 2008/2009 erwarten wir für 2018 eine Fortsetzung des positiven Wirtschaftswachstums und damit weiter steigende Unternehmensgewinne. Dies sind eigentlich ideale Voraussetzungen für eine Fortsetzung des Rallyes an den Aktienmärkten. Diese Wachstumserwartungen sind aber teilweise in den sehr optimistischen Schätzungen der Analysten und damit in den Aktienkursen enthalten. Schon leichte Enttäuschungen führen, insbesondere bei hoch bewerteten Aktien, zu deutlichen Kurskorrekturen.

Die Konsequenzen des starken Wachstums werden unserer Meinung nach von den Märkten derzeit unterschätzt. Das Inflationspotenzial wird als gering eingestuft – trotz der nach wie vor sehr lockeren Geldpolitik. Die sehr tiefen

Markterwartungen bezüglich eines Zinsanstieges widerspiegeln die robusten Konjunkturaussichten eigentlich nur ungenügend. Weil die Politik der Zentralbanken aber nicht auf eine rasche Straffung abzielt, halten wir einen rascheren und deutlicheren Zinsanstieg auch 2018 für unwahrscheinlich.

Die Geschichte lehrt uns, dass höhere Zinsen auch mit höherer Volatilität verbunden sind. Damit nimmt das Risiko von Korrekturen im Jahre 2018 zu. Eine Phase von Überbewertungen kann länger andauern und das Timing aufgrund von Bewertungsmodellen war in der Vergangenheit schwierig, sofern die Über- resp. Unterbewertungen nicht extrem waren. Ein Indikator für die angespannte Situation sind Kreditprämien für Hochzins-Anleihen («High Yield»), die nahe an historischen Tiefstwerten liegen.

Die Finanzmärkte blenden zurzeit viele Risiken der heutigen Welt aus. Grundsätzlich bleiben langfristig die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen herausfordernd. Die Globalisierung hat im Schnitt zu einer Steigerung des Wohlstands beigetragen. Hingegen kämpfen viele Volkswirtschaften der westlichen Welt mit den Folgen wie hoher Arbeitslosigkeit und Verschuldung. Zusätzliche Herausforderungen wie die alternde Demografie, defizitäre Sozialwerke sowie die desolante Finanzsituation der westlichen Staaten bleiben ungelöst.

Aus diesen Gründen gilt es, die Risiken im Verlaufe des nächsten Jahres bewusst zu steuern. Wir schlagen dafür eine Strategie vor, die wir auf Portfoliostufe als «Barbell» bezeichnen. Für die Umsetzung in einem Portfolio bedeutet dies, dass wir empfehlen, ein Gewicht in Obligationen mit hoher Kreditqualität sowie kurzer Laufzeit zu halten und ein zweites Gewicht sehr selektiv in Aktien zu investieren. Anlageklassen mit mittleren, aber hoch mit Aktien korrelierten Risiken (z.B. Hochzinsanleihen) werden abgebaut oder ganz gemieden. Ein relativ hoher Bestand an flüssigen Mitteln (Cash) in den Portfolios kann die Strategie komplementieren und eröffnet Handlungsfreiheit in Situationen, bei denen sich aufgrund von Marktkorrekturen Gelegenheiten zu Investitionen ergeben.

Volkswirtschaftliches Umfeld

Tabelle 1: Wirtschaftswachstum und Inflation in %

	Brutto-Inlandprodukt		Inflation	
	2017	2018E	2017	2018E
Welt	3.7	3.7	2.9	3.0
USA	2.3	2.5	2.2	2.0
Eurozone	2.3	2.0	1.5	1.3
Deutschland	1.9	1.8	1.7	1.8
Grossbritannien	1.5	1.1	2.7	2.3
Schweiz	0.8	1.7	0.5	1.0
Japan	1.5	1.3	0.4	0.3
China	6.8	6.3	1.6	2.1
Brasilien	0.7	1.6	3.5	4.5

Quelle: Bank Julius Bär, OECD

Bereits Ende 2017 stellen wir fest, dass das Wirtschaftswachstum weltweit an Breite und an Kraft gewonnen hat. 2018 dürften die USA die Rolle der globalen Konjunkturlokomotive wieder übernehmen, so dass nicht alle Marktteilnehmer nach China (das weiterhin einen wichtigen Beitrag leisten wird) schielen müssen. Wir halten es für wahrscheinlich, dass die Trump-Administration nach ihrem Scheitern beim Aufheben von «Obama-Care» ihr Steuersenkungsprogramm durchsetzen kann. Dies würde sich sehr positiv auf die amerikanischen Unternehmen, die Attraktivität des Standortes USA generell und damit auf die Konjunktur auswirken.

Die Schweizer Wirtschaft profitiert von einem optimalen Umfeld. Sie hatte sich auf einen starken Schweizer Franken «CHF» eingestellt und erhält nun Rückenwind von einem erstarkten EUR sowie einem nahe der Parität stabil erscheinenden USD. Die Qualität des Wachstums zeigt sich in gesteigerten Exporten und in einer breit abgestützten Erholung des Arbeitsmarktes. Die positive Stimmung dürfte sich nicht nur in der Schweiz in einer grösseren Investitionsfreude widerspiegeln.

Weil gemäss Aussagen der SNB die Inflationsraten zwar im positiven Bereich, aber mit wenig Dynamik und auf zu tiefem Niveau liegen, ist geldpolitisch immer noch eine klar expansive Politik notwendig. Fazit: Die Wirtschaftsentwicklung verläuft nahezu optimal. Langfristig aber bleiben die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen herausfordernd.

Der globale Aufschwung wird auch von den Schwellenländern mitgetragen, insbesondere von Asien. Einige «Emerging Markets» bleiben Problemländer, aber die internationalen Unternehmen, in welche wir investieren, profitieren im Grossen und Ganzen weiterhin vom Wachstum der Schwellenländer. Insgesamt stehen die

Emerging Markets auf deutlich stabileren Beinen, auch dank der höheren Energiepreise. Wir bleiben vorwiegend indirekt via global tätige Unternehmen investiert.

Währungen

Die grösste Überraschung 2017 an der Währungsfront war das rasche Erstarren des EUR gegenüber allen Hauptwährungen. Der Anstieg gegenüber dem USD von etwa 1.05 auf 1.18 und gegenüber dem CHF von einem Niveau leicht über 1.05 auf 1.16 wurde ausgelöst durch eine gefühlte Stabilisierung der Eurozone nach der Wahl von Macron in Frankreich. Vorerst vermochte das Scheitern der «Jamaica-Koalition» in Deutschland den EUR nicht zu schwächen. Eine gewisse Unsicherheit wird aber bestehen, solange die Regierungsbildung resp. Neuwahlen in der Schwebe bleiben.

Der Schweizer Franken bleibt eine Hartwährung und auch allfälliger Fluchtpunkt, sollte sich erneut eine Krise abzeichnen

Der mittlerweile hohe Marktkonsens für einen weiter starken EUR und die zu Gunsten des USD angestiegene Zinsdifferenz zum EUR warnen uns aber vor einer allzu grossen Zuversicht. Weil sich die Wechselkurse der Hauptwährungen den jeweiligen Kaufkraftparitäten annähern haben, glauben wir für 2018 an ein einigermaßen stabiles Währungsumfeld. Langfristig wird sich der CHF wegen der tieferen Inflationsraten im Vergleich zu EUR und USD nominal weiter aufwerten – der CHF bleibt eine Hartwährung und auch ein allfälliger Fluchtpunkt, sollte sich erneut eine Krise abzeichnen.

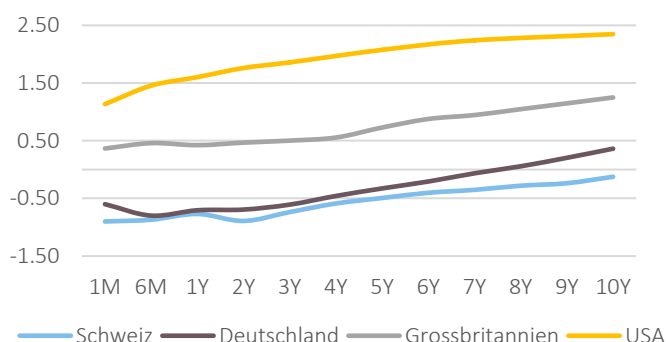
Ein Wort zu den Kryptowährungen: Wir haben nicht die Absicht, für unsere Kunden Investitionen in Bitcoin oder andere Kryptowährungen zu tätigen. Es ist denkbar, dass die Zentralbanken gegen diesen «Schattenmarkt» vorgehen werden. Diese neuen Währungen sind von Spekulation getrieben und bergen grosse Risiken. Man sollte berücksichtigen, dass es sich nicht um offizielle Zahlungsmittel handelt.

Zinsen / Obligationen

Die globalen Zinsen bewegten sich auch im Jahr 2017 auf relativ tiefem Niveau. Die längerfristigen Zinsen konsolidierten, nachdem sie Ende 2016 angestiegen waren. Bei den kurzen Zinssätzen hat die US-Notenbank FED mit weiteren Leitzinserhöhungen den Pfad der Normalisierung fortgesetzt. Insgesamt resultierte daraus eine Verflachung der Zinskurve im USD. Die nach wie vor tiefen Zinsen im langfristigen Bereich deuten darauf hin, dass der

Markt keine substanzielle Erhöhung der Inflation erwartet. In Europa hat sich das Zinsgefüge während der letzten 12 Monate nur unbedeutend verändert. Die kurzfristigen Zinsen sind im CHF und EUR nach wie vor im negativen Bereich und die EZB setzt ihre expansive Geldpolitik fort. Aufgrund der positiven wirtschaftlichen Entwicklung erwarten wir 2018 eine Fortsetzung der Leitzinsanhebungen durch die US-Notenbank FED. In Europa wird die EZB die Käufe von Obligationen schrittweise reduzieren. Falls sich die Wirtschaft weiterhin positiv entwickelt, könnte die SNB gegen Ende 2018 / Anfang 2019 eine Aufhebung der Negativzinsen ins Auge fassen. Die SNB wird diesbezüglich vorsichtig agieren und erst nach der EZB aktiv werden. Diese schrittweise Normalisierung des Zinsniveaus sollte aus unserer Optik keine Konkurrenz zu den Aktienmärkten darstellen. Die nachstehende Grafik zeigt die Zinsstrukturkurve. Die Phase von sinkenden Zinsen, welche 30 Jahre gedauert hatte, wird von einer Phase mit Zinsen auf relativ tiefem Niveau abgelöst. Grundsätzlich erwarten wir, dass das Tiefzinsumfeld uns längere Zeit begleiten wird.

Grafik 2: Zinskurven



Quelle: SIX Swiss Exchange, Belvalor

Dieses Umfeld begünstigt bei den Obligationen weiterhin Investitionen in Unternehmensanleihen (Investment-Grade). Obligationen im Bereich High-Yield sind teuer geworden und die Kreditrisiken werden nicht mehr adäquat entschädigt. Die Laufzeiten halten wir weiterhin kurz. Private Debt und Senior Secured Loans (Unternehmenskredite) bilden eine interessante Portfolio-Ergänzung. Diese Anlagen sind weniger durch die Manipulation der Zinsen seitens Zentralbanken beeinflusst. Anleihen basierend auf Versicherungsrisiken (CAT-Bonds) bieten aus unserer Perspektive eine Investitionsgelegenheit. Dies insbesondere, weil die Risikoprämien nach einigen Schadensereignissen im Jahr 2017 wieder attraktiver sind. «CoCos» (bedingte

Wandelanleihen von Finanzunternehmen) bleiben selektiv attraktiv. Die Risiken in den Bilanzen der Finanzunternehmen wurden in den letzten Jahren reduziert. Wir setzen in diesem Bereich diversifizierte Anlageformen ein.

Aktien

Die globalen Aktienmärkte leisteten den entscheidenden Beitrag zur positiven Performance der Portfolios. Die Entwicklung war auf zwei Faktoren zurückzuführen. Einerseits gelang es den Unternehmen, die Gewinne zu steigern, und andererseits stiegen teilweise die Bewertungen der Aktien. Die von uns konsultierten Bewertungsmodelle¹ deuten auf eine leichte Überbewertung der Aktienmärkte hin. Obwohl dies zu einer gewissen Vorsicht mahnt, darf die positive Gewinndynamik nicht unterschätzt werden. Wir blicken auf zehn schwierige Jahre nach der Finanzkrise zurück, und der starke Aufschwung kann sich durchaus weiter fortsetzen.

Aktien bleiben die attraktivste Anlageklasse

Trotz der fundamental positiven Entwicklung gehen wir davon aus, dass die Aktienhausse in einer fortgeschrittenen Phase ist. Erste Anzeichen einer Überhitzung sind wahrzunehmen – so werden beispielsweise Unternehmen an die Börse gebracht, welche vor einigen Jahren von Investoren keine Mittel erhalten hätten. Teilweise sind die Bewertungen für Wachstumsunternehmen sportlich.

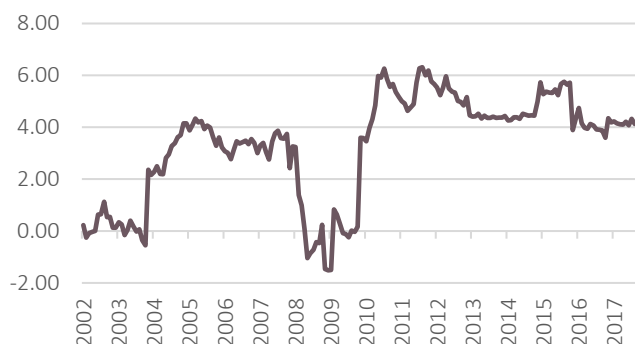
Die Risikoprämien für die Gesamtheit der Aktienmärkte sind immer noch auf einem interessanten Niveau (vgl. Grafik 3). Im Vergleich zu anderen Anlagekategorien sind Aktien attraktiv. Trotz der Kursavancen der letzten Jahre finden wir nach wie vor günstig bewertete Aktien mit ansprechenden Dividendenrenditen, vorwiegend in der Schweiz und Europa. In den USA halten wir ein strategisches Gewicht in den Wachstumswerten mit Schwerpunkt Technologie. Das Momentum der globalen Aktienmärkte ist weiterhin positiv. Kurzfristige Korrekturen sind jederzeit möglich und nach den starken Kursavancen im Jahr 2017 sogar wahrscheinlich. Wir empfehlen, kurzfristige Volatilität zu nutzen, um in Qualitätsunternehmen zu investieren. Ein erhöhter Cash-Bestand ermöglicht es Investoren, Gelegenheiten wahrzunehmen.

Der Fokus auf Qualitätsunternehmen wird unseres Erachtens noch wichtiger. Es ist für uns zentral, dass die Unternehmen, in welche wir investieren, Wachstumschancen

¹ Quelle Swissscant/ZKB: 1. Trendmodell: Bewertung basierend auf langfristigen Gewinntrends; 2. Modell basierend auf Konsens-Gewinnschätzungen der Analysten).

wahrnehmen und über eine führende Stellung in ihrem Geschäft verfügen, was sich längerfristig in überdurchschnittlichen Margen manifestiert.

Grafik 3: Risikoprämie Schweizer Aktien vs. Obligationen



Quelle: Bloomberg, Belvalor

Insgesamt bleiben wir in Aktien investiert, da diese unter den aktuellen Umständen das höchste Renditepotenzial aufweisen. Gleichzeitig halten wir je nach Marktsituation eine höhere Cashquote in den Portfolios als in der Vergangenheit, um das Risiko temporär zu reduzieren und Gelegenheiten opportunistisch wahrnehmen zu können.

Immobilien

Weiterhin tiefe Zinsen und ein positives Wirtschaftswachstum bilden eigentlich ideale Rahmenbedingungen für den Immobilienmarkt. Direkt gehaltene Immobilien an guter Lage mit stabilen Mieterträgen sind auch in Zukunft eine Alternative zu langlaufenden Obligationen, aber gleichzeitig ein rares - und damit teures - Gut geworden. Der Immobilienmarkt in der Schweiz und Deutschland ist zudem teilweise heiss gelaufen. Beispiel: In der Schweiz ist der Leerstand von Wohnliegenschaften auf dem höchsten Niveau seit zehn Jahren, bei nach wie vor intensiver Bautätigkeit. Damit dürfte die lange Periode der Höherbewertungen und damit der «Extra-Performance» der Immobilienanlagen zu Ende sein. Sollte der hohe Leerstand mit einem Zinsanstieg zusammenfallen, ist eine Korrektur des Immobilienmarktes nicht ausgeschlossen.

Rohstoffe und Edelmetalle

Die Erholung der Rohstoffpreise setzte sich im Jahr 2017 fort, und die Entwicklung wurde vom globalen synchronen Wirtschaftsaufschwung gestützt. Wichtige Rohstoffe wie Öl, Industriemetalle und Eisenerz notieren deutlich über den Preisen der Vorjahre. Selektive Rohstoffe, welche in Batterien verwendet werden, legten noch viel stärker zu. So haben die Preise von Lithium, Kobalt oder auch Kupfer massiv angezogen. Die einschneidende Kürzung der Kapitalinvestitionen nach der Finanzkrise hat dazu geführt, dass bei einigen Rohstoffen das limitierte Angebot

auf eine steigende Nachfrage trifft. Diese Situation erklärt einige Preissteigerungen und wir gehen davon aus, dass die Situation für zahlreiche Bergbauunternehmen in naher Zukunft interessant bleiben wird. Wir empfehlen daher weiterhin selektive Investitionen in Bergbauunternehmen. Die Tatsache, dass der Konsens eher wieder von einem Rückgang der Rohstoffpreise ausgeht, stimmt uns zuversichtlich und bietet Raum für positive Überraschungen im kommenden Jahr.

**Rohstoffaktien sind attraktiv,
da moderate Rohstoffpreis-
erwartungen eskomptiert sind**

Der Ölmarkt befindet sich wieder im Gleichgewicht, nachdem die Vorjahre durch einen Angebotsüberhang geprägt waren. Die Situation ist nicht mehr gleich attraktiv wie in den Vorjahren, aber Explorationsunternehmen und spezialisierte Zulieferer zur Branche könnten von einer Wiederbelebung des Geschäfts profitieren.

Der Goldpreis legte im Jahr 2017 leicht zu und befindet sich aktuell nahe an den Produktionskosten. Ein moderates Anziehen der Inflation, verbunden mit unserem Hauptszenario von weiterhin tiefen Zinsen, wären positiv für das Edelmetall. Aufgrund der weiterhin problematischen Staatsverschuldungen, politischer Unsicherheiten und der schleichenden Geldentwertung als Folge der Tiefzinspolitik, halten wir an einer Investition in Gold fest. Goldaktien sind für Investoren mit hoher Risikobereitschaft eine interessante Ergänzung im Portfolio.

Alternative Anlagen

Im Bereich Infrastruktur wurden die hohen Erwartungen aus dem Vorjahr nur teilweise erfüllt. Wir gehen jedoch davon aus, dass das positivere wirtschaftliche Umfeld zu neuen Investitionsvorhaben führen wird. Eine Investition, welche wir empfehlen, sind kollektive Anlagen im Bereich öffentliche Infrastruktur in den USA. Diese bieten eine auf risikoadjustierter Basis interessante Verzinsung. Die Aktien von Unternehmen, welche im Bereich Infrastruktur partizipieren, sind teilweise auch interessant. Im Bereich Private Equity sind reife Portfolios sehr attraktiv, da die Möglichkeit zu Verkäufen an Finanzinvestoren oder durch Börsengänge besteht. Neuengagements im Bereich Private Equity sollten nur selektiv erfolgen, da der Zyklus bereits fortgeschritten ist. Wie in den Vorjahren war die Performance von Hedge Funds 2017 unterdurchschnittlich. Die Mehrheit der Fonds schaffte es nicht, die relativ hohen Kosten zu erarbeiten und zusätzlich für die Anleger einen Mehrwert zu schaffen. Wir sehen nur Chancen und Investitionsmöglichkeiten in Nischenstrategien.