



Scobag Anlagebrief

APRIL 2019



Serge Lutgen
Mitglied der
Geschäftsleitung

War es nur ein böser Traum? Die Börsenkorrektur von Ende 2018 wurde bereits in den ersten drei Monaten des 2019 fast komplett korrigiert. Die Hoffnung auf ein Ende des Handelsstreits, eine neuerdings wieder klar vorsichtigere Notenbankpolitik in den USA und in Europa und das Ausbleiben katastrophaler Wirtschaftsdaten führten zu einem Aufatmen an den Finanzmärkten. Die Nachrichtenlage entwickelte sich klar weniger schlecht als noch im Dezember vom Markt befürchtet und die wieder sinkenden Zinsen führten insbesondere zu einer steigenden Bewertung von defensiven Qualitätsaktien. Was die Aktieninvestoren erfreut hat, bereitet hingegen den Obligationenanlegern je länger je mehr Kopfschmerzen. Denn die Zinsen dürften

auch in den nächsten Monaten und Quartalen, und damit länger als noch vor kurzem erhofft, tief bleiben. Die Anlagemöglichkeiten im festverzinslichen Bereich werden weniger und weniger. Ohne eine Erhöhung der Risiken kann keine Verbesserung der Renditeaussichten erreicht werden und eine Entspannung der Situation ist nicht in Sicht. Die Sorgen über die Konjunkturerwicklung haben sich aber noch nicht in Luft aufgelöst. Das Umfeld bleibt schwierig und wir rechnen für das gesamte 2019 weiterhin mit erhöhten Schwankungen an den Märkten. Je nach Ausgang der politischen Wirren muss jederzeit mit deutlichen Richtungswechseln sowohl an den Aktien- als auch an den Obligationenmärkten gerechnet werden.

Jahresperformance per 29.03.2019

Aktienmärkte (CHF-Rendite in %)

Schweiz Blue Chips	(SMI)	+12%
Schweiz Mid Caps	(SMIM)	+15%
Deutschland	(DAX)	+8%
Euro-Länder	(Euro Stoxx 50)	+11%
Grossbritannien	(FTSE 100)	+12%
USA	(S&P 500)	+14%
Japan	(Nikkei 225)	+6%
Emerging Markets	(MSCI EM)	+10%
Welt	(MSCI World)	+12%

Andere Anlagen (CHF-Rendite in %)

CHF-Geldmarkt		-1%
CHF-Obligat. Top-Qualität AAA-AA		+2%
CHF-Obligat. mittlere Qualität BBB		+2%
EUR-Obligationen Investmentqualität		+2%
Gold		+3%
Rohstoffe	(BCOM TR)	+9%
Hedge Funds	(HFRX GLCHF)	+2%

Rekordjagd im ersten Quartal 2019

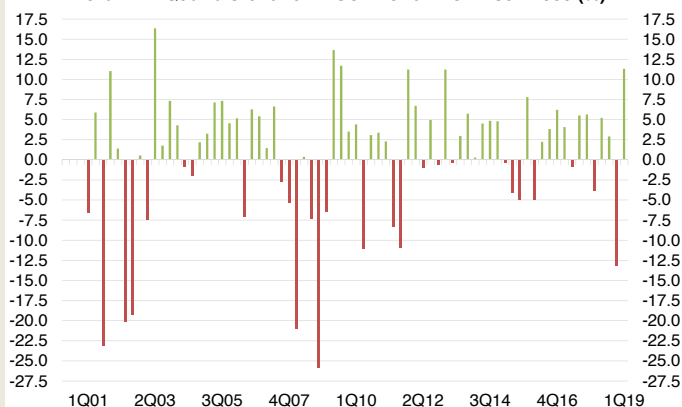


Tobias Brüttsch
Analyst

Die Aktienmärkte starteten äusserst erfolgreich ins Jahr 2019. Dies liegt weniger an der absoluten Verfassung der Konjunktur und dem politischen Umfeld, als an der Positionierung der Investoren. Im 4. Quartal 2018 wurde eine sehr pessimistische Sicht auf die Wirtschaftsentwicklung 2019 in den Aktienkursen reflektiert. Wie es scheint, zu pessimistisch. Entsprechend folgte auf eines der schwächsten Quartale der jüngeren Geschichte eines der besten überhaupt (Grafik 1). Die global sinkenden Zinsen liessen auch die Kurse von langlaufenden Anleihen steigen und auch Rohstoffanlagen wie beispielsweise Gold und

Erdöl stiegen im Wert. Zwar äusserten sich viele Unternehmen anlässlich der Publikationen ihrer Jahresergebnisse vorsichtig über die Aussichten, aber insgesamt nicht extrem negativ. Die Notenbanken haben auf die Abschwächungstendenz der globalen Weltwirtschaft reagiert und die Zinserhöhungen gestoppt (US-Notenbank) respektive weiter in die Zukunft verschoben (Europ. Zentralbank). Die Börsenerholung wurde zudem von einer Entspannung im politischen Kampf um die globalen Handelsabkommen (USA - China und USA - EU) getrieben. Die Aufnahme von Verhandlungen zwischen den USA und China wurde von den Märkten goutiert und mit klaren Kursgewinnen belohnt. Eine Einigung steht zwar noch aus, aber alleine das Stoppen der Eskalationsspirale führte zu einer klaren Stimmungsverbesserung und zu erfreulichen Kursgewinnen.

Grafik 1: Quartalsrenditen MSCI World in CHF seit 2000 (%)



Das Tiefzinsumfeld bleibt länger als befürchtet. Welche Möglichkeiten bleiben den Investoren?

Die Signale des Obligationenmarktes reflektieren die globalen Wachstumssorgen. Weltweit verharren die Bondrenditen auf tiefsten Niveaus und die meisten Zinskurven sind flach oder sogar invers. Das Szenario am Anleihenmarkt lautet seit längerem: Wenig Wirtschaftswachstum, tiefe Inflation und für lange Zeit keine Leitzinserhöhungen mehr. Die neueste Kommunikation der US-Notenbank bestätigt diese Erwartungshaltung. Sie sieht 2019 von weiteren Zinserhöhungen ab. Damit scheint die Richtung vorgegeben: Die Zinsen werden bis auf weiteres tief und in einigen Regionen und Laufzeiten sogar negativ bleiben (Grafik 2). Welche Optionen bieten sich dem Anleger an, um auf dieses Zinsumfeld zu reagieren?

1. Anleihen in Schweizer Franken

Die Situation ist insbesondere im CHF-Markt sehr angespannt. Kein Wunder, denn die Nationalbank hält den Leitzins unverändert bei minus 0.75%. Mit Schweizer Staatsanleihen lässt sich bis zu einer Laufzeit von 15 Jahren keine positive Rendite erzielen. Die Anleger werden also in extrem lange Laufzeiten gezwungen, wo das Risiko von Kursverlusten jedoch stark ansteigt, sollten

die Zinsen irgendwann doch ansteigen. Alternativen bieten Anleihen von Unternehmen. Aber auch hier gilt: Gute Qualität und kurze Laufzeit rentieren negativ. Nur mit Kompromissen bei der Schuldnerqualität und mit langen Laufzeiten wird noch eine knapp positive Rendite erzielt.

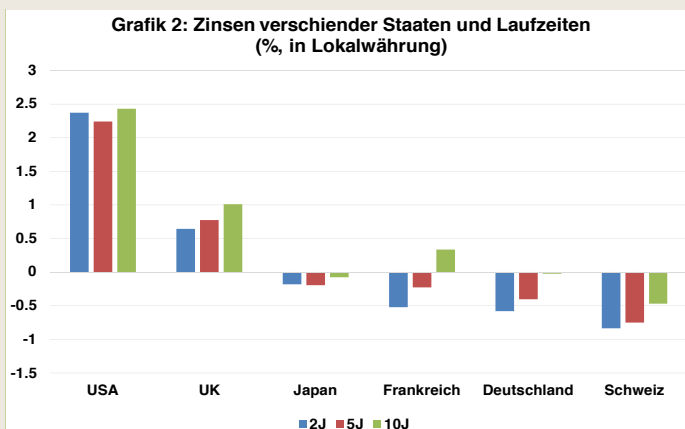
2. Fremdwährungsanleihen

Während es in CHF so gut wie keine positiven Renditen ausser mit sehr langen Laufzeiten oder erhöhtem Ausfallrisiko mehr zu verdienen gibt, kann in anderen Währungen eine positive Rendite erzielt werden. Fünfjährige Euro-Staatsanleihen rentieren beispielsweise zwischen -0.36% (Deutschland) bis +1.4% (Italien) resp. sogar 2.6% (Griechenland). Auch im Britischen Pfund rentieren die Staatsanleihen 0.85%, während US-Anleihen gar 2.3% bieten. Dabei darf aber das Wechselkursrisiko nicht ausser Acht gelassen werden. Gemäss Zinsparitätstheorie heben sich höhere Zinsen und Währungsabwertung langfristig gegenseitig auf, so dass unter dem Strich keine höhere Rendite erzielt wird. Dies gilt aber nur mittel bis langfristig.

3. Hochzinsanleihen, Kredite und andere alternative Zinsinstrumente

Je tiefer die Qualität des Schuldners, desto höher der Zins, den der Kapitalgeber erhält. Insbesondere Schuldner aus den Schwellenländern bezahlen noch deutlich höhere Zinsen als etablierte Unternehmen und Staaten aus den USA und Europa. Leider hat auch diese Medaille zwei Seiten. Zwar kann der Anleger höhere Renditen erwirtschaften, er tut dies aber durch eine klare Erhöhung der Risiken im Portfolio. Anleihen aus den genannten Kategorien schwanken deutlich stärker als klassische Staatsanleihen. Sie reagieren viel sensibler auf die konjunkturelle Entwick-

Grafik 2: Zinsen verschiedener Staaten und Laufzeiten (% in Lokalwährung)



lung, da die Investoren schneller von Zahlungsproblemen der Firmen ausgehen. Zudem ist die Liquidität in diesen Märkten oft eingeschränkt, was zu handelstechnischen Schwankungen führen kann.

4. Alternative Anlagekategorien wie Immobilien

Neben den klassischen Anlagekategorien Aktien und Anleihen werden oft auch weitere Bausteine wie Immobilienfonds oder Edelmetalle in die Vermögensallokation integriert. Gerade Immobilienfonds in der Schweiz weisen über die letzten Jahre eine ansprechende Entwicklung auf und bieten längerfristig eine gute Chance auf eine positive Rendite. Allerdings geht der Investor auch hier erhöhte Risiken ein. Börsenkotierte

Immobilienfonds schwanken oft fast gleich stark wie Aktien. Dazu kommt das Risiko, dass sich die Dynamik des Schweizer Immobilienmarktes klar verlangsamt hat. Die jahrelangen Aufwertungen könnten sich allenfalls in Wertkorrekturen wandeln. Der Markt scheint aktuell angespannt und die Agios der Immobilienfonds sind (zinsbedingt) auf recht hohem Niveau.

Fazit: Wie man es auch dreht und wendet: Das Obligationenumfeld ist äusserst anspruchsvoll. Der Anleger kommt nicht darum herum, die Risiken im Depot zu erhöhen, um eine kleine Rendite zu erwirtschaften. Es gilt abzuwägen, ob diese Risikofähigkeit vorhanden ist und welche Risiken (Laufzeit, Ausfallrisiko oder andere) wie stark erhöht werden sollen. Ein Patentrezept gibt es aber nicht.

Ausblick: Euphorie ist fehl am Platz



Rainer Pauletto
Vizedirektor

Aktuell widersprechen sich die beiden zentralen Finanzmarktsegmente. Während am Aktienmarkt aufgrund der ansprechenden Gewinnsaison, der defensiveren Notenbankenstrategien und der positiveren Nachrichtenlage aus der Politik Hoffnung aufgekommen ist, signalisieren die Bondmärkte Grund zur Sorge. Die Konjunkturdaten kühlen sich weltweit weiterhin ab. Die meisten Frühindikatoren sprechen noch nicht für eine klare Stabilisierung und es ist damit zu rechnen, dass die Gewinnerwartungen für die meisten konjunktursensitiven Aktien eher zu hoch als zu tief angesetzt sind. Die politischen Einflussfaktoren auf diese Indikatoren sind weiterhin hoch: Die Unsicherheit über den Ausgang der Verhandlungen zwischen den USA und China sowie dem Brexit lastet auf der Konjunktur. Je nach dem, in welche Richtung sich die Verhandlungen entwickeln, dürfte sich der Ausblick klar verbessern oder noch stärker eintrüben. Aufgrund dieser labilen Basis bleibt die Situation aktuell unberechenbar. Das negative Szenario ist schnell geschrieben. Die USA und China scheitern bei den Verhandlungen, Zölle werden erhöht und die Konjunktur kühlt noch weiter ab. Dies ist in Kombination mit den zuletzt gestiegenen Bewertungen keine erfreuliche Vorstellung.

Glücklicherweise ist auch ein positives Szenario denkbar: Ein überzeugender Handelsdeal könnte die Zurückhaltung der Unternehmen und Investoren lösen. Dazu kommt, dass die Zinsen nun noch länger tief bleiben, was die Konjunktur positiv beeinflussen sollte. China hat in den letzten Monaten begonnen, die Konjunktur mit fiskalischen und monetären Massnahmen anzukurbeln. Auch die Rohstoffkosten (vor allem Öl) sind kein Bremsfaktor. Bevor klar wird, welche der beiden Varianten (oder eine andere, heute noch nicht absehbare) eintritt, rechnen wir mit volatilen Börsen. Entsprechend ist eine etwas vorsichtigere Gangart angebracht. Erholungen sollen dazu genutzt werden, die Liquidität zu erhöhen, um bei Rückschlägen Aktien günstig kaufen zu können. Aufgrund der immer grösser werdenden Bewertungsunterschiede innerhalb des Aktienmarktes wird die Aktienauswahl zusätzlich schwieriger. Es muss genau geprüft werden, ob die hohen Preise für eine qualitativ gute Firma gerechtfertigt sind oder ob auf der anderen Seite die sehr tiefen Preise für konjunktursensitive Aktien nicht zu viel Pessimismus reflektieren. Somit bieten sich auch im aktuellen anspruchsvollen Anlageumfeld Chancen, durch einen fokussierten Ansatz Mehrwert zu generieren.