



# Scobag Anlagebrief

JANUAR 2019



**Serge Lutgen**  
Mitglied der  
Geschäftsleitung

«Oft kommt es anders als man denkt» trifft an den globalen Finanzmärkten regelmässig den Nagel auf den Kopf. Dass hohe Erwartungen stets die Gefahr von Enttäuschungen bergen, hat sich im vergangenen Jahr wieder einmal bewahrheitet. Vor 12 Monaten herrschte allgemeiner Optimismus und der Boden für ein gutes Aktienjahr schien bestellt. Leider konnte sich die positive Dynamik nicht halten und der Rückenwind an den Börsen verlor je länger je mehr an Kraft. Obwohl die globale Wirtschaft im 2018 ein gutes Wachstum verzeichnete und die Unternehmen mehrheitlich steigende Gewinne erwirtschafteten, fielen die Aktienkurse auf breiter Front. Die Investoren interessieren sich weniger für das insgesamt gute Konjunkturjahr 2018 als viel mehr

für die Zukunft. Die Angst vor einem globalen Abschwung im 2019 liess ab Oktober 2018 die Kurse fallen. Da sich gleichzeitig sowohl die Anleihemärkte wenig vorteilhaft entwickelten als auch die Preise vieler Rohstoffe sanken, war 2018 für alle Investoren ein schwieriges und ernüchterndes Jahr. Zu Beginn des Jahres 2019 haben sich die Anleger deutlich vorsichtiger positioniert. Im Vordergrund stehen die vielen Risiken, die aktuell täglich diskutiert werden. Genau in dieser Vorsicht liegt aber auch die Chance. Denn genau so wie hohe Erwartungen hohe Enttäuschungen verursachen können, können tiefe Erwartungen zu positiven Überraschungen führen.

# Jahresperformance per 28.12.2018

## Aktienmärkte (CHF-Rendite in %)

|                    |                 |       |
|--------------------|-----------------|-------|
| Schweiz Blue Chips | (SMI)           | - 12% |
| Schweiz Mid Caps   | (SMIM)          | - 20% |
| Deutschland        | (DAX)           | - 22% |
| Euro-Länder        | (Euro Stoxx 50) | - 19% |
| Grossbritannien    | (FTSE 100)      | - 19% |
| USA                | (S&P 500)       | - 6%  |
| Japan              | (Nikkei 225)    | - 9%  |
| Emerging Markets   | (MSCI EM)       | - 17% |
| Welt               | (MSCI World)    | - 11% |

## Andere Anlagen (CHF-Rendite in %)

|                                     |              |       |
|-------------------------------------|--------------|-------|
| CHF-Geldmarkt                       |              | - 1%  |
| CHF-Obligat. Top-Qualität AAA-AA    |              | 0%    |
| CHF-Obligat. mittlere Qualität BBB  |              | - 1%  |
| EUR-Obligationen Investmentqualität |              | - 3%  |
| Gold                                |              | - 1%  |
| Rohstoffe                           | (BCOM TR)    | - 9%  |
| Hedge Funds                         | (HFRX GLCHF) | - 12% |

## Rückblick: 2018 - die Rückkehr der Volatilität an die Aktienmärkte



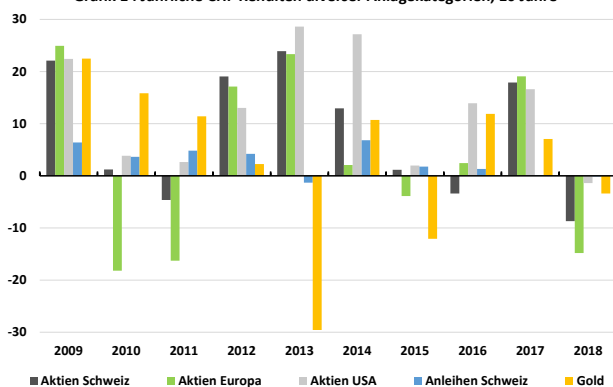
**Stephan Krämer**  
Leiter Portfolio  
Management

Das Aktienjahr 2018 geht als unschönes Gegenstück des Jahres 2017 in die Geschichte ein. Während 2017 trotz vieler Unsicherheiten zu Beginn des Jahres zu einem der besten Aktienjahre überhaupt wurde, konnte 2018 die guten Voraussetzungen nicht in eine positive Rendite ummünzen. Trotz einer dynamischen Konjunktur zu Beginn des Jahres und weiter steigenden Gewinnen der Unternehmen fällt die Bilanz der Aktienmärkte ernüchternd aus.

Rund um den Globus wurden die Investoren im 2018 daran erinnert, dass das ruhige und gleichmässige Fahrwasser der Jahre zuvor die Ausnahme und nicht die Regel darstellt. Korrekturen,

auch stärkere mit Verlusten von mehr als 10%, treten an den internationalen Aktienmärkten regelmässig auf. Seit 1950 fiel der US-Aktienmarkt beispielsweise in über 35 von 68 Jahren. Nur in 5 Jahren blieb eine Korrektur von über 5% ganz aus. Im Februar 2018 kehrte die Volatilität mit aller Macht an die Aktienmärkte zurück und gab einen Vorgeschmack auf den weiteren Jahresverlauf. Nach einem ruhigen Sommer folgte ab Oktober die zweite scharfe Korrektur, als viele Anleger begannen, ein weniger optimistisches Konjunkturmodell zu zeichnen. Die Aktienmärkte erlitten deutliche Kursverluste, insbesondere in zyklischen Segmenten wie der Halbleiter- oder der Automobilindustrie und den Bankaktien. Wie in solchen Phasen üblich, wurde die Korrektur von einem Strauss von negativen Nachrichten begleitet. Der Handelsdisput zwischen der USA und China, die steigenden US-Zinsen, geopolitische Unruhen und die Sorgen um den Brexit sowie die Budgetdiskussionen in Italien führten zu einem toxischen Mix für Aktien. Parallel dazu kühlten sich die konjunkturellen Indikatoren insbesondere in Europa und in China leicht ab. Bis Ende Dezember fielen die wichtigsten Aktienmärkte deutlich (Grafik 1). Damit gehört 2018 trotz vieler Hoffnungen zu Beginn des Jahres zu den schwächeren Aktienjahren seit der globalen Finanzkrise.

Grafik 1 : Jährliche CHF Renditen diverser Anlagekategorien, 10 Jahre



Obwohl die US-Notenbank die Zinsen regelmässig erhöht hat und auch die EZB eine weniger expansive Politik betreibt, blieb die grosse Zinswende bisher aus. Insbesondere in EUR und CHF können am Obligationenmarkt weiterhin keine attraktiven Renditen erzielt werden. Die steigenden Sorgen vor Kreditausfällen verursachten bei riskanteren Unternehmensanleihen Kursverluste.

Untypischerweise führten die grossen geopolitischen Unsicherheiten und Sorgen vor einer konjunkturellen Abkühlung nicht zu einer positiven Entwicklung von sogenannten «sicheren Häfen» wie Gold. Auch das Edelmetall weist eine negative Jahresrendite auf. Damit endet 2018 als enttäuschendes Jahr für nahezu alle Anlagestrategien.

## «Die grössten Enttäuschungen haben ihren Ursprung in zu grossen Erwartungen»



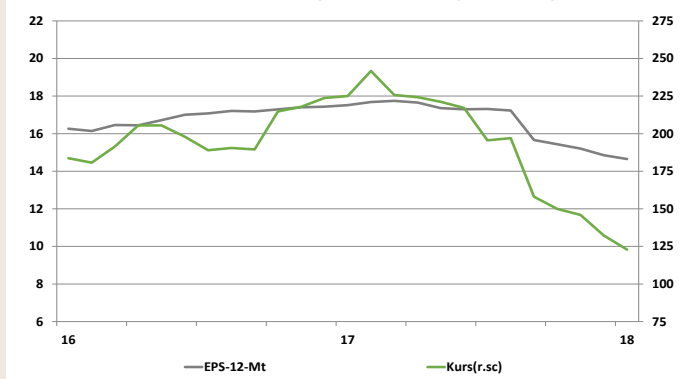
**Tobias Brütsch**  
Analyst

Die Preise der einzelnen Anlagen an den Finanzmärkten (ob Aktien, Anleihen oder andere Anlageklassen) reflektieren stets die durchschnittliche Meinung von tausenden von Vermögensverwaltern (alleine in der Schweiz existieren über 400 bewilligte Vermögensverwalter und Banken). Dazu kommen Millionen von privaten Investoren, die ihre Anlagen selbst verwalten. Jegliche verfügbare Information wird von all diesen Marktteilnehmern sofort analysiert, gewichtet und in den Preisen reflektiert. Entsprechend werden die globalen Finanzmärkte als effiziente Märkte bezeichnet. Dank der modernen Kommunikationsmöglichkeiten und der immer schnelleren Handelssysteme, die sofort auf eingehende Informationen reagieren, dürften die Finanzmärkte in der heutigen Zeit

tatsächlich so effizient sein wie noch nie zuvor. Basierend auf der Erkenntnis, dass die Märkte einen hohen Effizienzgrad aufweisen, bekommen die Erwartungen über die zukünftige Entwicklung eine noch zentralere Bedeutung. Aktienkurse reflektieren stets alle verfügbaren Informationen sowie die aktuelle Meinung des Marktes über die Zukunft. Da sich die vergangenen Informationen nicht mehr verändern, sind es Veränderungen der Erwartungen, die den Aktienmärkten die Richtung diktieren und grosse Preisbewegungen auslösen.

In der Theorie heisst dies: Verbessern sich die tägliche Nachrichtenflut und der Ausblick, so werden Aktienquoten erhöht, auch wenn das aktuelle Umfeld schlecht ist. Die Preise steigen an. Droht in absehbarer Zukunft aber eine Wachstumsverlangsamung, so sinken die Aktienkurse, obwohl in der Gegenwart das Geschäft brummt. In der Praxis ist es leider nicht ganz so einfach und klar. Welche Erwartungen in einer Aktie oder im Markt generell in den Preisen reflektiert ist, ist weder klar definiert, noch festgeschrieben. Zwar gibt es Unmengen an öffentlichen und nicht öffentlichen Prognosen und Schätzungen, nur sind diese meist nach wenigen Wochen bereits wieder überholt und reflektieren nicht mehr die aktuelle Situation. Beispielsweise publiziert der Internationale Währungsfonds seine Prognosen für die globalen BIP-Wachstumsraten nur all paar Monate. Der Markt reagiert in der Regel bevor die sichtba-

Grafik 2: Kursentwicklung und EPS-Schätzungsentwicklung



ren Prognosen sich verändern. Ein gutes Beispiel ist die Aktie von Continental (Grafik 2). Bereits Anfang 2018 zeigte die Kursentwicklung abwärts, obwohl die Gewinne noch keine Abschwächung signalisierten. Nun zeigte sich ab Frühjahr 2018, dass die Gewinnprognosen deutlich zu hoch lagen und die Analysten reduzierten die Erwartungen. Die Aktie hat richtig antizipiert. Hätte sich herausgestellt, dass die Angst vor einer Gewinnreduktion unbegründet war, so hätte die Aktie keinen Kurssturz, sondern eine klare Erholung erlebt.

Die Schlüsselfrage bei starken Bewegungen an den Aktienmärkten nach oben oder nach unten ist daher immer: Welche Veränderung im

Ausblick wird aktuell im Preis reflektiert und ist das realistisch? Ein Investor kommt nicht darum herum, sich eine eigene Meinung zu bilden, ob die aktuellen Aktienkurse ein besseres oder schlechteres Umfeld antizipieren als die aktuellen Prognosen abbilden. Da sich viele Fondsmanager oft nahe an der Benchmark bewegen, fehlt ihnen der Mut für eine klar abweichende Position ausserhalb der «Herde». Dadurch entstehen (trotz «effizienter» Märkte!) regelmässige Übertreibungen in den Aktienkursen im positiven als auch im negativen Bereich. Diese zu erkennen und gegebenenfalls auszunutzen, ist der Kern des aktiven Investierens.

## Ausblick: Auch 2019 wird sich nicht an das Drehbuch halten



Lars Loleit  
Vizedirektor

Der kräftige Rückenwind, der die Aktienmärkte 2017 angetrieben hat, ist abgeebbt und hat einer steifen Brise Platz gemacht, die den Anlegern kalt ins Gesicht bläst. Angesichts der vielen Risiken agieren viele Anleger vorsichtiger. Sie befürchten eine weitere scharfe Eskalation der Handelsdispute sowie einen unkontrollierten Brexit, was die Weltkonjunktur bremsen und das Wachstum belasten würde. Die Zurückhaltung würde sich auch auf die Unternehmer und Konsumenten übertragen, was die Wirtschaft weiter abschwächen würde. Die Gewinnerwartungen müssten deutlich revidiert werden und die aktuell eher günstig scheinenden Bewertungen erwiesen sich als Trugschluss, die Aktienkurse würden weiter fallen. Ein solch pessimistisches Drehbuch kann zwar nicht ausgeschlossen werden, scheint uns aber übertrieben.

Bei aller Unsicherheit ist eines aber gewiss: auch 2019 wird für die Anleger viele Überraschungen bereithalten. Entsprechend hoch dürfte die Schwankungsbreite in den nächsten Monaten bleiben. Glücklicherweise ist auch ein positives Szenario denkbar. Durch die Korrektur der letzten Monate weisen insbesondere zyklische Segmente (z.B. die Automobilaktien) sehr günstige Bewertungen auf. Der Markt antizipiert also bereits eine deutliche Verschlechterung des Umfelds. Sollte sich die aktuelle Konjunkturabkühlung als temporär oder als weniger stark als befürchtet erweisen und eine

Eskalation der politischen Risiken ausbleiben, weisen insbesondere die europäischen Aktienmärkte klares Erholungspotential auf.

Die Situation scheint damit für den Moment unberechenbar, da Vieles von verschiedenen politischen Prozessen und Entscheidungen abhängt. Für die kommenden Monate erwarten wir entsprechend einen volatilen Seitwärtstrend, bis sich abzeichnet, ob die negative oder die positive Variante wahrscheinlicher wird. An unserer Grundeinstellung, dass Aktienanlagen für einen langfristigen Vermögensaufbau von zentraler Bedeutung sind, ändert sich durch die aktuelle Volatilität nichts. Übertriebene Angst kann an den Finanzmärkten schnell zu negativen Übertreibungen führen und attraktive Einstiegschancen für langfristig orientierte und risikofähige Investoren bieten.

Weniger ausgeglichen ist die Situation bei den Anleihen. Durch die tiefen Zinsen und hohen Bewertungen kann weiterhin in CHF keine grosse Rendite erzielt werden und auch Fremdwährungsanleihen haben es aufgrund der Frankenstärke schwer.

Einmal mehr bedanken wir uns herzlich für Ihr Vertrauen und wünschen Ihnen einen guten Start ins neue Jahr.

Freundliche Grüsse  
Ihr Scobag Privatbank Team