

## Investment Letter 01/19

- Aktienmärkte mit Rückschlag im Dezember
- Konjunktur: Rezessionsängste am Jahresanfang
- Wie positionieren Sie Ihr Portfolio für 2019?



### Aktienmärkte mit Rückschlag im Dezember

Die wichtigsten globalen Aktienmärkte haben im Dezember, in CHF gemessen, 4,5 % bis 11,5 % an Wert verloren. Der Schweizer SPI-Aktienindex hat fast 7 % eingebüsst. Die von uns erwartete Zinserhöhung der US-Notenbank am 19. Dezember und die Kommentare des Fed-Vorsitzenden Jerome Powell haben die Märkte stark verunsichert. Eine Korrektur in diesem Ausmass war kaum vorauszusehen. Immerhin hatten wir in den Monaten davor unsere Anlagestrategie schrittweise defensiver eingestellt. In den Ausgaben dieses Investment Letters ab Juni 2018 (taktische Reduktion der Aktienquote im Juni) konnten Sie als Leserin oder Leser unsere graduelle Umsetzung einer vorsichtigeren Anlagestrategie mitverfolgen. Insbesondere der Verkauf von Nebenwerten im November und der gerade noch rechtzeitige Verkauf von hochverzinslichen US-Anleihen Anfang Dezember haben dazu beigetragen, die negativen Auswirkungen der jüngsten Korrektur auf unsere Anlagestrategie etwas zu dämpfen.

### Konjunktur: Rezessionsängste am Jahresanfang

Wichtige Unsicherheitsfaktoren, die das vergangene Jahr geprägt haben, sind auch Anfang 2019 ungelöst: Die Deeskalation im Handelsstreit mit China, die Umsetzung des Brexit-Entscheids oder die Beilegung des Ausgabenstopps für die US-Bundesadministration, der sogenannte Government Shut-down.

Besorgniserregend ist aber weniger die Auswirkung dieser einzelnen Faktoren auf Wirtschaft und Finanzmärkte, sondern der weltweit beobachtbare Trend zu schlechteren Konjunkturerwartungen. Einige Frühindikatoren deuten für die wichtigsten Volkswirtschaften auf ein geringeres Wirtschaftswachstum gegenüber 2018 hin.

Auch die Schweizer Wirtschaft ist im dritten Quartal 2018 im Vergleich zum Vorquartal, entgegen aller Prognosen, überraschend um 0,2 % geschrumpft. Zahlen für das vierte Quartal liegen erst Ende Februar vor. Somit bleibt bis dann unklar, ob die Schweizer Wirtschaft das hohe Wachstumstempo der letzten Jahre weiter halten kann.

Die Zentralbanken der USA, der Eurozone und Chinas haben inzwischen das erhöhte Risiko einer Wachstumsverlangsamung erkannt. Gleichwohl zögern sie, ihren Fahrplan für die Normalisierung der Geldpolitik den neuen Gegebenheiten anzupassen. Für den weiteren Verlauf der Geldpolitik werden die Informationen der kommenden Monate zur Entwicklung der Konjunktur und der Unternehmensgewinne entscheiden.

Auch nach den Verwerfungen im Dezember erwarten wir für 2019 keine ausgeprägten globalen Rezessionstendenzen. Das globale Wirtschaftswachstum dürfte sich aber gegenüber 2018 spürbar verlangsamen. Immerhin sind die Bewertungen der Aktien im historischen Vergleich wesentlich moderater, was das Risiko weiterer starker Rückschläge vermindert.

### Wie positionieren Sie Ihr Portfolio für 2019?

Die Finanzmärkte und insbesondere die Aktienmärkte bleiben weiterhin anfällig auf negative Daten zur Konjunktur. Obwohl wir, trotz einer spürbaren Wachstumsverlangsamung, keine Rezession erwarten, sind weitere Korrekturen an den Aktienmärkten nicht ausgeschlossen. Es ist gerade in diesem Umfeld besonders wichtig, die Anlagestrategie den eigenen Risikopräferenzen anzupassen und sicherzustellen, dass man über die nötige Verlusttoleranz verfügt, um auch schwierige Marktphasen durchstehen zu können. Präzise Prognosen zur Entwicklung der Finanzmärkte für das laufende Jahr erstellen zu wollen, spottete im aktuellen Umfeld jeder Vernunft. Prognosen können höchstens als kompakte Zusammenfassung der im Augenblick gewählten Anlagetaktik sinnvoll sein. Taktische Agilität und eine bewusst gewählte, langfristig ausgerichtete Anlagestrategie sind im Anlageprozess viel bedeutender als Renditeprognosen per Ende 2019.

In unseren Anlagestrategien halten wir eine taktisch neutrale Aktiengewichtung. Dabei bevorzugen wir defensive Schweizer Titel. Obligationen in CHF mit negativen Renditen meiden wir zugunsten eines höheren Cash-Anteils und einer Beimischung von höher verzinsten Anleihen aus Schwellenländern in Lokalwährung. Der Megatrend der Digitalisierung ist strategisch weiterhin attraktiv und kann durch Anlagen in Aktienfonds im US-Technologie-sektor sinnvoll umgesetzt werden.

# Globale Konjunktur

## USA: Aussichten trüben sich ein

Nachdem die US-Frühindikatoren in den letzten Monaten sehr expansiv waren, hat sich der Einkaufsmanagerindex der Industrie zuletzt stärker abgeschwächt. Er liegt mit 54.1 Punkten nach wie vor deutlich im expansiven Bereich, von Werten über 60 Punkte ist er zwischenzeitlich aber weit entfernt (Abb. 1). Auch die Stimmung unter den Konsumenten hat sich eingetrübt. Speziell der Indikator, der die Erwartungen für die Zukunft misst, ist zurückgekommen. Es wird für die US-Wirtschaft schwieriger, zusätzliche positive Impulse zu bekommen. Die Vollbeschäftigung macht eine Steigerung der Produktion schwieriger. Der Arbeitsmarktbericht vom 4. Januar hat gezeigt, dass die hohe Nachfrage nach Arbeitskräften sich zunehmend in steigenden Löhnen niederschlägt. Der Anstieg ist zwar bislang nicht besorgniserregend, er zeigt aber die herrschende Knappheit beim Faktor Arbeit an. Wir rechnen deshalb 2019 mit einem BIP-Anstieg zwischen 2 % und 2,5 %.

## EU: Politik bleibt Risikofaktor

Die Abschwächung der Konjunktur in der Eurozone setzt sich aller Voraussicht nach auch 2019 fort. Die Frühindikatoren haben sich weiter eingetrübt. Der Einkaufsmanagerindex der Industrie ist in Italien und neu auch in Frankreich leicht im kontraktiven Bereich. In Deutschland und Spanien liegt der Indikator zudem nur noch leicht über der kritischen 50-Punkte-Marke. Auch die Konsumentenstimmung hat sich jüngst etwas eingetrübt. Die gute Verfassung auf dem Arbeitsmarkt (Abb. 2) konnte dies leider nicht verhindern. Die zentralen Belastungsfaktoren sind unseres Erachtens politischer Natur. Dies gilt sowohl in Bezug auf das «Hickhack» um den Brexit, aber auch in Bezug auf die offenen Fragen rund um die US-Handelspolitik. Es ist völlig offen, wie es bei beiden Themen weitergeht.

## Schweiz: KOF-Indikator kontra Einkaufsmanagerindex

Der Schweizer Einkaufsmanagerindex der Industrie hat sich zuletzt robust gezeigt. Er ist weiter deutlich expansiv und signalisiert eine positive Stimmung in der Schweizer Industrie (Abb. 3). Der KOF-Indikator hat sich dagegen weiter abgeschwächt und liegt zwischenzeitlich unter seinem langfristigen Durchschnitt. Er deutet für die Schweiz auf eine Abschwächung der Konjunktur hin. Dies ist nicht weiter überraschend. Die Schweizer Wirtschaft ist sehr stark in die globale Wirtschaft eingebunden und kann sich deshalb nicht vom globalen Trend abkoppeln. Wir erachten ein Plus beim BIP von um die 1,5 % im laufenden Jahr als realistisch.

Abb. 1: USA – Einkaufsmanagerindex Industrie

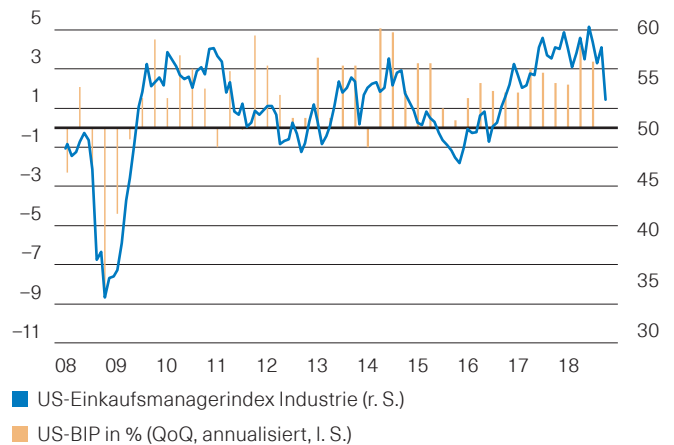


Abb. 2: Eurozone – Arbeitslosenquoten

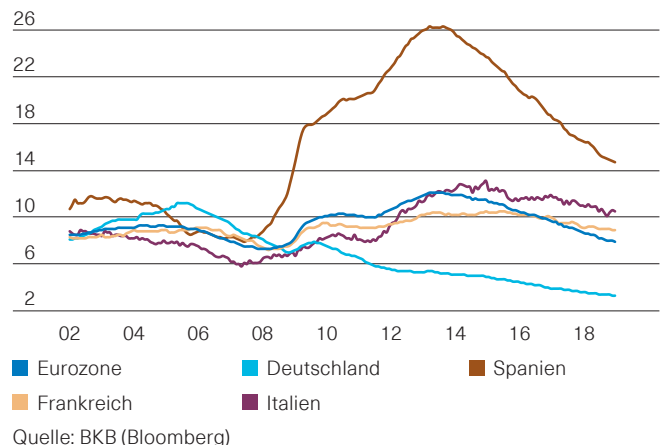
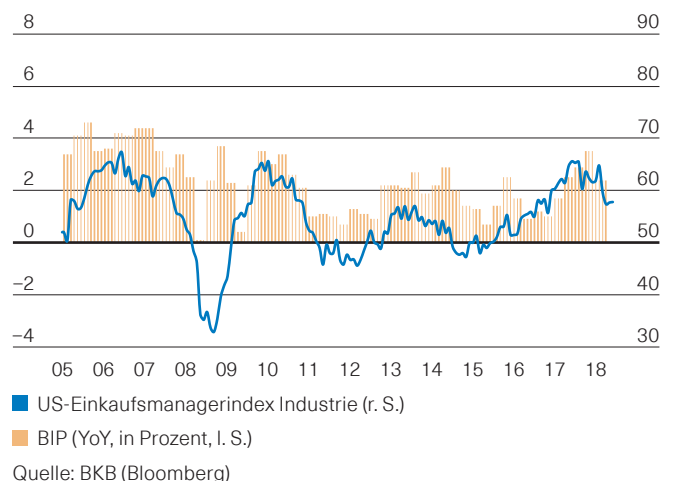


Abb. 3: Schweizer Frühindikator



# Zinsen, Währungen und Immobilienmarkt

## Fed signalisiert Flexibilität bei der Zinspolitik

Die US-Notenbank (Fed) hat an ihrer Sitzung Mitte Dezember den US-Leitzins zum vierten Mal 2018 um 0.25 Punkte auf ein Zielband von neu 2,25 bis 2,5 Prozent angehoben. Trotz der zuletzt vermehrten Anzeichen für eine konjunkturelle Abkühlung in den USA befindet sich der Arbeitsmarkt in einer hervorragenden Verfassung. Für 2019 hat sie zwei weitere Erhöhungen in Aussicht gestellt. US-Notenbankchef Jerome Powell betonte jedoch, dass die US-Geldpolitik flexibel und anpassungsfähig sei. Die Fed werde geduldig sein und darauf achten, wie sich die Wirtschaft entwickelt. Sie sei jederzeit bereit, bei Bedarf ihren geldpolitischen Kurs deutlich anzupassen. Powell stellte zudem klar, dass die Notenbank ihre Entscheidungen unabhängig von der Politik treffe. An den Finanzmärkten werden derweil für 2019 keine Zinserhöhungen eingepreist.

## Zinswende der EZB rückt in die Ferne

In Europa bleibt die Notenbank dagegen weiter expansiv. Die Konjunktur erlaubt zwar eine Beendigung der quantitativen Lockerung. Gleichzeitig haben aber gemäss EZB-Chef Mario Draghi die Risiken zugenommen. Die globale Konjunkturabkühlung, der Handelskonflikt zwischen den USA und China, der bevorstehende Brexit sowie die politischen Risiken in Italien und Frankreich sind Faktoren, die gegen eine baldige Erhöhung der Leitzinsen sprechen. Zudem liegt die Inflation deutlich unter dem Ziel der EZB. Die Investoren rechnen aufgrund der zunehmenden Konjunktursorgen erst 2020 mit einer Zinserhöhung.

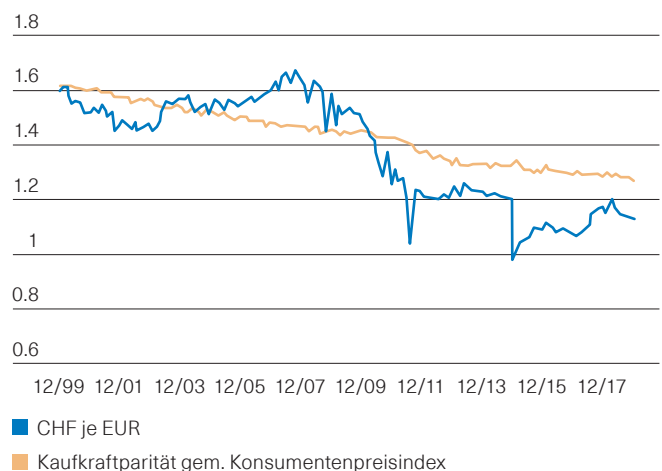
Auch die Schweizerische Nationalbank (SNB) hält an ihrer expansiven Geldpolitik fest. Zwar entwickelt sich die Wirtschaft gut, gleichzeitig seien aber auch die Unsicherheiten gestiegen. Der Franken ist aus Sicht der SNB nach wie vor hoch bewertet und die Lage am Devisenmarkt bleibt fragil. Gemäss der Kaufkraftparität der Konsumentenpreise liegt der «faire» Wechselkurs bei 1.26 CHF je EUR (Abb. 1). Wir erwarten für 2019 aber nur eine leichte Abschwächung des Frankens. Unsere Prognose liegt bei 1.15 CHF je EUR.

## Schweizer Immobilienmarkt

Die kotierten Schweizer Immobilienanlagen wurden 2018 den Erwartungen nicht gerecht. Wir hatten für die Immobilienfonds unter Berücksichtigung der Ausschüttungen mit einer leicht positiven Wertentwicklung gerechnet. Am Ende war beim Immobilienfondsindex (SWIIT) ein Minus von 5,32 % zu verzeichnen. Dabei stellten im Jahresverlauf die zahlreichen Kapitalerhöhungen eine nicht unerhebliche Belastung für den Fondsmarkt dar. Aber auch bei den Aktien musste per Jahresende ein Minus hingenommen werden. Die Performance des Immobilienaktienindex (REAL) betrug -2,08 %, bis Ende August war die Wertentwicklung noch deutlich positiv. In der zweiten Jahreshälfte konnten sich aber auch die Immobilienaktien der negativen Stimmung an den Börsen nicht entziehen. Im Gegensatz zum SMI und zum SPI hielt sich aber der Verlust der Schweizer Immobilienaktien in Grenzen. Als Folge der negativen Wertentwicklung kamen die Agios bei den Fonds deutlich unter Druck. Die Immobilienfonds sind im historischen Vergleich damit nicht mehr hoch bewertet. Gleiches gilt auch, wenn man die Agios mit den Renditen 10-jähriger Schweizer Staatsanleihen vergleicht.

Wir bleiben im Segment der indirekten Immobilienanlagen mit einer Quote von rund 5 % neutral gewichtet, nicht zuletzt aufgrund der – im Vergleich zu Schweizer Obligationen – weiter attraktiven Ausschüttungsrendite und der wieder tieferen Agios.

**Abb. 1: Euro-Franken-Kurs und Kaufkraftparität**



# Aktienmarkt

## Deutliche Verluste zum Jahresende

Statt einer Jahresendrallye erlebten die Anleger an fast allen Aktienmärkten im Dezember herbe Verluste. Konjunktursorgen und Furcht vor schwächeren Gewinnen radierten auch die am US-Aktienmarkt bis November noch positive Jahresperformance aus. Der Monatsverlust bei US-Aktien fiel gemäss MSCI mit  $-10,5\%$  in CHF im internationalen Vergleich hoch aus. Die Rückschläge an den bereits im Jahresverlauf stark gebeutelten Aktienmärkten der Schwellenländer sowie der Eurozone waren mit  $-4,2\%$  bzw.  $-6,5\%$  etwas niedriger. Auch der MSCI Schweiz Index büsste  $6,7\%$  ein.

Zyklische Titel wurden wie bereits im Vormonat stärker abgestraft als defensive Titel. Am besten konnten sich weltweit die Aktien von Versorgern halten.

## Rückgang der Bewertungsniveaus

Die Beitragsanalyse (Abb. 1) der wenig erfreulichen Jahresperformance zeigt, dass die Verluste auf einer Reduktion der Bewertungsniveaus beruhen. Während die Unternehmensgewinne 2018 weiterhin deutlich zulegen konnten, sank jedoch die Bereitschaft der Anleger, darauf die gleichen Bewertungsmaassstäbe anzulegen wie zuvor. Die Kurs-Gewinn-Verhältnisse an den verschiedenen Aktienmärkten nahmen im Jahresverlauf deutlich ab und liegen nun im Bereich der langfristigen Mittelwerte.

## Unsere Erwartungen für 2019

Für 2019 rechnen wir mit einer verhaltenen Entwicklung der Aktienmärkte. Das sich abflachende Wirtschaftswachstum und ein möglicher Rückgang der historisch hohen Gewinnmargen (Abb. 2) lassen eine abnehmende Gewinndynamik erwarten. Demzufolge dürften die Aktienmarkrenditen unterdurchschnittlich, aber in unserem Hauptszenario – das keine Rezession vorsieht – noch leicht positiv in der Bandbreite von  $0\%$  bis  $5\%$  ausfallen. Aufgrund seiner defensiven Positionierung sehen wir die grössten Chancen am Schweizer Aktienmarkt.

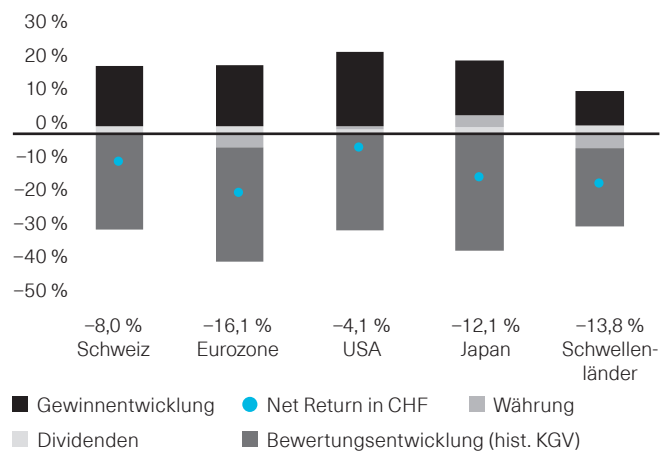
## Anlagestrategie

Wir haben im Dezember eine opportunistische Aufstockung bei Schweizer Aktien vorgenommen und sind mit

neutraler Aktienpositionierung ins neue Jahr gestartet. Innerhalb der Aktienquote haben wir ein Übergewicht bei Aktien Schweiz und Aktien Schwellenländer und sind bei europäischen und amerikanischen Aktien untergewichtet.

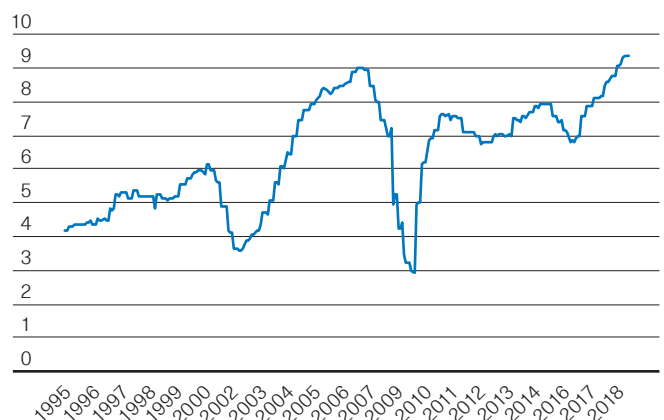
**Abb. 1: Beiträge zur Aktienperformance in CHF 1.1.–31.12.2018**

Grafikskala mit Log-Renditen



Quelle: BKB (Bloomberg/MSCI)

**Abb. 2: Entwicklung der Gewinnmargen Aktien Welt in %**



Quelle: BKB, Bloomberg

© Basler Kantonalbank / Die vorliegende Information stellt eine freiwillige Dienstleistung der BKB dar, auf welche kein Rechtsanspruch besteht. Die BKB kann den Versand jederzeit ohne Vorankündigung einstellen. Die publizierten Informationen dienen nicht der Anlageberatung und stellen in keiner Weise ein Kaufangebot, eine Anlageempfehlung oder eine Entscheidungshilfe in rechtlichen, steuerlichen, wirtschaftlichen oder anderen Belangen dar. Sie dienen einzig informativen Zwecken. Die in dieser Information verarbeiteten Aussagen, Stammdaten, Kennzahlen und Marktkurse bezieht die BKB aus öffentlich zugänglichen Quellen, die sie zuverlässig hält. Eine Garantie für Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben, deren Auswertung oder deren Wiedergabe kann die BKB nicht übernehmen und keine Aussage ist als Garantie zu verstehen. Es wird keine Haftung für Verluste oder entgangene Gewinne übernommen, die aus der Nutzung oben stehender Informationen entstehen könnten. Zum Ausdruck gebrachte Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Die in dieser Publikation enthaltenen Anlageinformationen könnten – je nach speziellen Anlagezielen, Zeithorizonten oder bezüglich des Gesamtkontextes der Finanzposition – für bestimmte Investoren ungeeignet sein. Wir empfehlen, dass Investoren, bevor sie Anlageentscheidungen treffen, sich den Rat des Anlageberaters ihrer Bank einholen.