

Chancen

Finanzmärkte und Konjunktur

**Anlegen am Ende des
Konjunkturzyklus –**
Wie Sie sich sinnvoll
positionieren



**Basler
Kantonalbank**

1/2019

«Wir erwarten in unserem
Hauptzenario für 2019 eine
Wachstumsabschwächung,
aber keine Rezession.»

Ist Ihre Anlagestrategie noch erfolgsversprechend?



Dr. Sandro Merino
Chief Investment Officer

Liebe Leserinnen und Leser

Seit der weltweiten, tiefen Rezession von 2008/2009, die durch die spekulative und ausgesprochen leichtsinnige Geschäftstätigkeit der global aktiven Investmentbanken ausgelöst wurde, hat die Schweiz keine Rezession mehr erlebt. Weltweit betrachtet, gab es seit 2009 in einzelnen Ländern zwar Rezessionen, insgesamt war das weltweite Wirtschaftswachstum moderat, aber stabil.

Hält die aktuell erfreuliche Wirtschaftsentwicklung auch 2019 weiter an? Oder müssen wir mit einer Wachstumsabschwächung rechnen? Kommt es gar zu einer Rezession? Die Antworten auf diese Fragen liefern wichtige Hinweise für die zu erwartende Entwicklung bei Aktien und Obligationen. In unseren drei möglichen Szenarien haben wir unsere Erwartungen übersichtlich zusammengefasst.

Gerade jetzt, am möglichen Ende eines Konjunkturzyklus, ist es ratsam eine vertiefte Analyse der eigenen Anlagestrategie und des Finanzplans vorzunehmen. Wir halten nebst unserem Basisszenario auch ein optimistischeres und pessimistischeres Alternativszenario für denkbar. Wir empfehlen unseren Kunden, sich so zu positionieren, dass auch pessimistischere Szenarien zu lohnenden Ergebnissen führen. Wir freuen uns auf das persönliche Gespräch mit Ihnen und zeigen Ihnen gerne, wie Sie die hier diskutierten Szenarien auf Ihre persönliche Situation anwenden können.

Herzlichst

A handwritten signature in black ink that reads "Sandro Merino". The signature is written in a cursive, flowing style.

In dieser Ausgabe

3

Editorial

6

Die richtigen Infos zur richtigen Zeit

Unsere wichtigsten Erkenntnisse erklären wir Ihnen in unseren Berichten und Finanzmarktanalyse.

7

Nehmen Sie Platz mit Sandro Merino

Interview mit Sandro Merino



8

Konjunktur – nach dem Boom ist vor dem Boom

Unsere Analyse zeigt, dass wir im aktuellen Konjunkturzyklus bereits weit fortgeschritten sind. Was kommt also nach dem Boom? Lesen Sie dazu unsere Einschätzung.



12

Was löst Rezessionen aus?

Nach der jüngsten Expansionsphase von fast zehn Jahren erwarten etliche Marktbeobachter eine neue Rezession. Ein Blick in die Historie zeigt, was in der Regel Rezessionen auslöst.

17

Anlegen am Ende des Konjunkturzyklus – Wie Sie sich sinnvoll positionieren

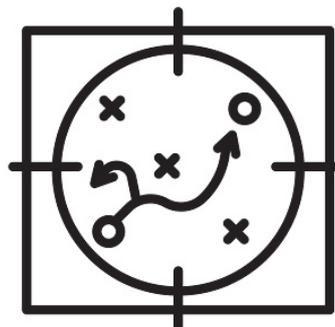
Angesichts der absehbaren konjunkturellen Abschwächung haben die Risiken an den Finanzmärkten deutlich zugenommen. Dennoch bleiben Aktien auch für uns ein wichtiger Bestandteil in den Portfolios.



21

So richten Sie Ihre Anlagestrategie nach Ihrer Risikotoleranz aus

Aktienlastige Strategien dürften Anlegern künftig einiges an Geduld abverlangen, sie dafür aber langfristig entschädigen. Wem diese Risikobereitschaft fehlt, sollte überprüfen, ob die gewählte Strategie noch passt.



26

Schweizer Aktienmarkt 2019: defensive Sektoren im Fokus

Einer Verlangsamung des Wirtschaftswachstums gehen an der Börse in der Regel Kurskorrekturen voraus. Zuletzt haben etliche Unternehmen aus zyklischen Sektoren ihren Ausblick gesenkt. Wir favorisieren deshalb vermehrt Aktien aus defensiven Sektoren.

28

Erdölpreis 2019: schwankendes Angebot als möglicher Kurstreiber

In Anbetracht der politischen und wirtschaftlichen Unsicherheiten sowie der Unabwägbarkeiten beim Angebot, erwarten wir beim Erdöl eine Preisspanne zwischen USD 70 bis 80 pro Fass (Sorte Brent).



30

Gold und Silber 2019 wohl nur mit mattem Glanz

Gold und Silber wussten im vergangenen Jahr nicht wirklich zu überzeugen. Das niedrige Gold/Silber-Ratio könnte eine mögliche Erholung des Silberpreises anzeigen.



31

Obligationen: positive Renditen nur mit höherem Risiko

Mit Staatsanleihen konnte man vor Jahren praktisch risikofrei Renditen von vier, fünf oder mehr Prozent erzielen. Die heutige Realität sieht komplett anders aus.

Die richtigen Infos zur richtigen Zeit

Für den langfristigen Anlageerfolg kommt es nicht darauf an, wie viele Informationen Sie haben, sondern welche. Wir erklären Ihnen darum regelmässig, was sich an den Märkten abspielt – und wie Sie sich dafür positionieren könnten.

Fühlen Sie sich manchmal auch überfordert durch die tägliche Informationsflut? Wir beobachten und analysieren die Finanzmärkte laufend für Sie und leiten daraus mögliche Trends ab. Unsere wichtigsten Erkenntnisse erklären wir Ihnen in Kürze in unseren Berichten und Finanzmarktanalysen. So haben Sie jederzeit eine solide Grundlage für Ihre Anlageentscheide. Je nach Ihren Bedürfnissen können Sie beispielsweise einfach den Börsenbericht auf telebasel schauen oder sich mit unseren Morgenberichten vertieft mit dem Börsengeschehen befassen. Den Morgenbericht und den Investmentletter erhalten Sie kostenlos per E-Mail zugestellt. Er ist bestellbar unter www.bkb.ch.

Täglich – Börsenbericht auf Telebasel

Die Sendung Börse auf Telebasel präsentiert Ihnen die wichtigsten Ereignisse an den globalen Finanzmärkten und erklärt Ihnen die Zusammenhänge. Dabei zeigen wir Ihnen auch, wohin die Reise an den Börsen gehen könnte. Hierzu bereiten wir das gesamte Wissen und die Einschätzungen unserer Spezialisten aus dem Asset Management einfach und anschaulich für Sie auf. Seit über 15 Jahren ist die Basler Kantonalbank eine «feste Grösse» in der Basler TV-Welt. Ausgestrahlt wird unsere Sendung im Anschluss an den Telebasel Talk.

Täglich – Morgenbericht

Schon vor 9 Uhr heisst es bei uns jeden Tag «Guten Morgen!». Unser Morgenbericht bietet Ihnen einen Überblick über das aktuelle Geschehen an den wichtigsten Märkten und liefert Ihnen die relevanten Unternehmensnachrichten. Der Bericht umfasst auch einen Kalender, der auf wichtige Ereignisse hinweist.

Monatlich – Investment Letter

Die «Grosswetterlage» analysieren wir für Sie im Monatsrhythmus. Die wichtigsten Informationen über Wirtschaft, Finanzmärkte und Anlagepolitik stellt dabei unser Chief Investment Officer, Dr. Sandro Merino, persönlich für Sie zusammen.

«Wenn es brennt» – Telefonkonferenz

Telefonkonferenz-Angebot. Die Konferenzen finden jeweils bei ausserordentlichen Ereignissen auf den Finanzmärkten statt. Die Einladung zur Telefonkonferenz erfolgt per SMS oder E-Mail. Sie können direkt unserem Chief Investment Officer, Dr. Sandro Merino, Ihre Fragen stellen. Bitte wenden Sie sich an Ihre Kundenberaterin oder Kundenberater.

«In Krisen ist es wichtig, einen kühlen Kopf zu bewahren. Denn wir tragen eine grosse Verantwortung.»



Nehmen Sie Platz mit Sandro Merino

Was müssen wir uns unter Asset Management vorstellen?

Über 20 Spezialistinnen und Spezialisten bewirtschaften im Asset Management Kapital in Höhe von über 5,5 Milliarden Schweizer Franken. Mehr als 100 institutionelle Anleger – wie Pensionskassen, Versicherungen und Stiftungen – setzen bei der Vermögensverwaltung auf die BKB. Und rund 20 000 Kundinnen und Kunden vertrauen bei der Delegation ihres Vermögens auf unsere breite Anlagekompetenz. Dadurch tragen wir eine reale Verantwortung und handeln nicht zum Selbstzweck.

Was zeichnet das Asset Management der BKB aus?

Sicher die räumliche Nähe. Von der Analyse bis zum Performance-Controlling findet bei uns alles unter einem Dach statt. Dadurch können wir agil und schnell handeln. Und auch die Nähe zu unseren Kundinnen und Kunden. Wir schaffen Transparenz nicht nur mit dem Magazin «Chancen», sondern auch mit Präsentationen an Kundenanlässen und Medienarbeit.

Welches war Ihre erste Anlage?

Ich mag mich noch gut erinnern. Das war Ende der 1980er Jahre, als die Zinsen auf einem Höchststand waren. Ich zeichnete eine ZKB Obligation mit einem Zinscoupon von 7,5%.

Was hat sich im Finanzsektor verändert, seit Sie Ihre Karriere begonnen haben?

Einerseits lag der Fokus damals auf Einzeltiteln. Heute kann ein breites Publikum dank Indexfonds (ETF) hoch diversifiziert anlegen. Andererseits hat sich die Rolle der Finanzinstitute seit der Finanzkrise stark verändert: Das Bewusstsein für nachhaltiges und ethisches Handeln ist im Finanzsektor mittlerweile da. Nachhaltiges Anlegen ist im Trend.

Was tun Sie, wenn die Börse verrückt spielt?

Wir können das Wetter an den Börsen nicht beeinflussen. Wichtig ist daher, dass wir unseren Kunden realistische und ungeschminkte Erwartungen über die Risiken, die mit der Wahl einer Anlagestrategie verbunden sind, vermitteln. Dann ist es einfacher, schwierige Phasen auszuhalten. Meistens ist es aber klüger, gerade dann den Kurs zu halten und nicht in übertriebenen Aktivismus zu verfallen. Trotzdem werde ich aber nervös, wenn die Märkte verrückt spielen.

Konjunktur – nach dem Boom ist vor dem Boom

Hält die aktuell erfreuliche Wirtschaftsentwicklung auch 2019 weiter an? Oder müssen wir mit einer Wachstumsabschwächung rechnen? Kommt es gar zu einer Rezession? Die Antwort auf diese Fragen liefert wichtige Hinweise für die zu erwartende Entwicklung bei Aktien und Obligationen. Unsere Analyse zeigt, dass wir im aktuellen Konjunkturzyklus bereits weit fortgeschritten sind. Was kommt also nach dem Boom? Lesen Sie dazu unsere Einschätzung.

Um sich ein Bild von der globalen Wirtschaftsentwicklung zu machen, bietet sich die Analyse der US-Wirtschaft an. Diese ist vor Europa und China der mit Abstand wichtigste Einflussfaktor für die Weltkonjunktur. Leidet die US-Ökonomie, taucht auch die Wirtschaft der restlichen Welt.

Von Konjunkturzyklen und ihren vorauseilenden Indikatoren

Idealtypisch werden Konjunkturzyklen in unterschiedliche Phasen eingeteilt. Oftmals unterscheidet man Aufschwung, Boom, Abschwung und Rezession. Auch für die Dauer gibt es idealtypische Zeitperioden. Eine solche Betrachtung ist für das grundsätzliche Verständnis konjunktureller Zyklen sicherlich hilf- und lehrreich. Bei der Analyse der tatsächlichen wirtschaftlichen Entwicklung zeigt sich aber schnell, dass sich die Zyklen sowohl in ihrer Ausprägung, ihrer Dauer wie auch ihrer Amplitude oftmals deutlich voneinander

unterscheiden. Zur Beschreibung der wirtschaftlichen Entwicklung und der damit einhergehenden Konjunktur bieten sich unterschiedliche Indikatoren an. Diese können der tatsächlichen Entwicklung vorauseilen, sie können parallel mit dieser verlaufen oder sie hinken der tatsächlichen Entwicklung hinterher.

Vorauseilende Indikatoren erfahren unter Investoren hohe Aufmerksamkeit. Ein Beispiel dieser Frühindikatoren sind die Einkaufsmanagerindizes der Industrie. Dabei werden Unternehmen nach der Auftragsentwicklung, dem geplanten Beschäftigungsaufbau bzw. -abbau, der Entwicklung der Produktion und anderen Themen befragt. Liegt der Wert der Einkaufsmanagerindizes über 50 Punkten, verspricht dies für die kommenden drei bis sechs Monate eine Expansion der Wirtschaft. Liegt deren Wert darunter, muss mit einer Kontraktion der Wirtschaft gerechnet werden. Für die USA lag der Index Ende November 2018 deutlich über 50,



US-Einkaufsmanagerindex der Industrie und Rezessionsphasen in den USA



Abb. 1, Quelle: BKB, Bloomberg

US-Zinsstrukturkurve und Rezessionsphasen in den USA

In Prozent



Abb. 2, Quelle: BKB, Bloomberg

spricht sehr stark im expansiven Bereich. Er deutet also nicht auf einen deutlichen Abschwung der US-Wirtschaft hin (Abb. 1).

Neben den Einkaufsmanagerindizes wird zudem auch der Geldpolitik ein gewisser Vorlauf unterstellt. Für die USA hat sich in diesem Zusammenhang besonders die Entwicklung der Zinsstrukturkurve als verlässlicher Indikator erwiesen. Bei der Zinsstruktur werden die Obligationenrenditen verschiedener Laufzeiten verglichen. Gebräuchlich ist der Vergleich der Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen mit jener 2-jähriger US-Staatsanleihen. Ist die Differenz positiv, sind also die 10-jährigen Renditen höher als die der 2 Jahre laufenden Staatsanleihen, dann ist die Zinsstruktur normal. Liegen die Renditen der 2-jährigen Staatsanleihen dagegen über jenen der 10-jährigen, dann spricht man von einer inversen Zinsstrukturkurve. Dies ist meist dann der Fall, wenn die Notenbanken ihre Leitzinsen kräftig erhöhen. Eine Inversion der Zinsstrukturkurve hat in den vergangenen Jahrzehnten für die USA verlässlich Rezessionen angezeigt, in den vergangenen 30 Jahren mit einem Vorlauf von 12 und mehr Monaten (Abb. 2). Die Zinsstrukturkurve der USA hat sich bis Ende November 2018 der kritischen Marke von Null zwar deutlich angenähert, war aber noch immer normal. Auch der Einkaufsmanagerindex der Industrie lag mit 59.3 Punkten deutlich im Plus. Eine Rezession in den USA ist auf Sicht von 12 Monaten deshalb äusserst unwahrscheinlich.

US-Zinsstruktur signalisiert noch keine Rezession

Aber auch ein weiter so wie in den letzten Jahren wird es wohl kaum geben. Dies zeigt ein Blick auf die gleichlaufenden bzw. leicht nachhinkenden Indikatoren. Die Kapazitätsauslastungen sind in den vergangenen Jahren wieder gestiegen. Besonders in der Eurozone haben sie die vergangenen Höchstwerte faktisch wieder erreicht (Abb. 3).

Kapazitätsauslastung in der Eurozone

In Prozent

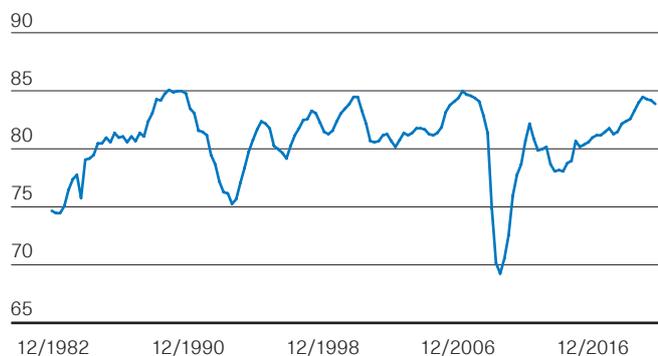


Abb. 3, Quelle: BKB, Bloomberg

Arbeitslosenquoten im Vergleich

In Prozent

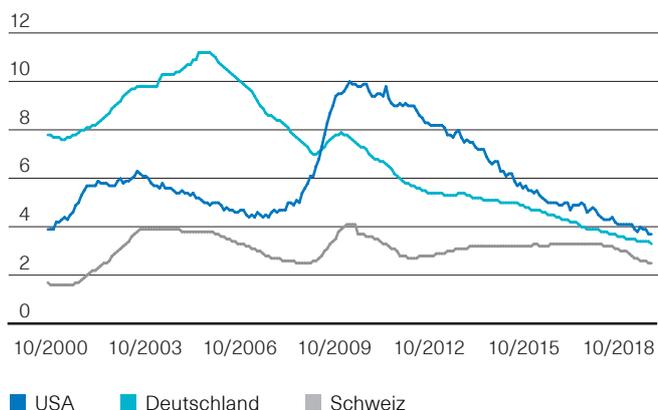


Abb. 4, Quelle: BKB, Bloomberg

Auf dem Arbeitsmarkt herrscht vielfach Vollbeschäftigung. Die Arbeitslosenquote sank in den USA im September letzten Jahres auf den tiefsten Stand seit Januar 1970 und in Deutschland wurde Monat für Monat ein im Vergleich zum Wiedervereinigungsjahr neues Tief vermeldet (Abb. 4). Auch in der Schweiz haben es die Unternehmen aktuell schwer, geeignete Arbeitskräfte zu rekrutieren. Die beiden volkswirtschaftlichen Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital sind somit zunehmend ausgelastet. Es wird selbst bei einer weiterhin hohen Nachfrage nach Gütern zunehmend schwieriger, die hohen Wachstumsraten der letzten Jahre aufrecht zu erhalten.

Hohe Auslastung der Produktionsfaktoren deutet Wachstumsverlangsamung an

Betrachtet man die unterschiedlichen Wirtschaftsindikatoren, dann spricht viel für einen bereits weit fortgeschrittenen Konjunkturzyklus. Die hohe Staatsverschuldung in den Industrienationen dürfte zudem prozyklische Ausgabenprogramme der Staaten weitestgehend unterbinden. Seitens der Geldpolitik sind keine zusätzlich unterstützenden Impulse zu erwarten. Die Europäische Zentralbank und die Schweizer Nationalbank sind bereits seit Jahren deutlich expansiv. Eine Rezession ist aber auf Basis der heute verfügbaren Daten im laufenden Jahr äusserst unwahrscheinlich. Vielmehr ist u. a. aufgrund der hohen Auslastung der Produktionsfaktoren mit einer Wachstumsverlangsamung zu rechnen. Für Anlegerinnen und Anleger sind diese Aussichten alles andere als einfach. Der Anlagenotstand für Käufer von Obligationen dürfte fortbestehen und an den Aktienmärkten ist mit unterdurchschnittlichen Renditen zu rechnen – bei anhaltend hohen Schwankungsbreiten. Wir hoffen deshalb, auf den folgenden Seiten einige Ihrer Fragen (bspw. in Bezug auf die Positionierung in den Portfolios) beantworten zu können. ■



Was löst Rezessionen aus?

Nach einer wirtschaftlichen Expansionsphase von fast zehn Jahren erwarten viele Anleger fast unwillkürlich eine neue Rezession. Sind die aktuellen Rezessionsängste wirklich begründet? Was löst Rezessionen eigentlich aus? Ein Blick in die Historie.

«Rezession ist eine Zeit, in der wir auf Dinge verzichten müssen, die unsere Grosseltern nicht einmal kannten.»

Financial Times

Längere Zeitabschnitte, in denen die Wirtschaftsleistung nicht wie üblich wächst sondern schrumpft, bezeichnet man als Rezessionen. Dabei wird der Rückgang der Wirtschaftsleistung über das Bruttoinlandsprodukt gemessen und ein längerer Zeitabschnitt wird als mindestens zwei aufeinanderfolgende Quartale definiert. Rezessionen treten recht häufig auf: In einer Studie des unabhängigen Research Unternehmens «Capital Economics» zählen sie für die sogenannten G7 Staaten* seit 1960 insgesamt 45 Rezessionen. Um die Auslöser oder gar die Ursachen all dieser Rezessionen besser zu verstehen, muss man fast wie in der Kriminalistik forensisch vorgehen. Die «Indizien» aus solchen Untersuchungen würden aber meistens kaum

*USA, Kanada, Japan, Deutschland, Grossbritannien, Frankreich, Italien

Inflation, Leitzinsen und Rezessionen in der Schweiz In Prozent

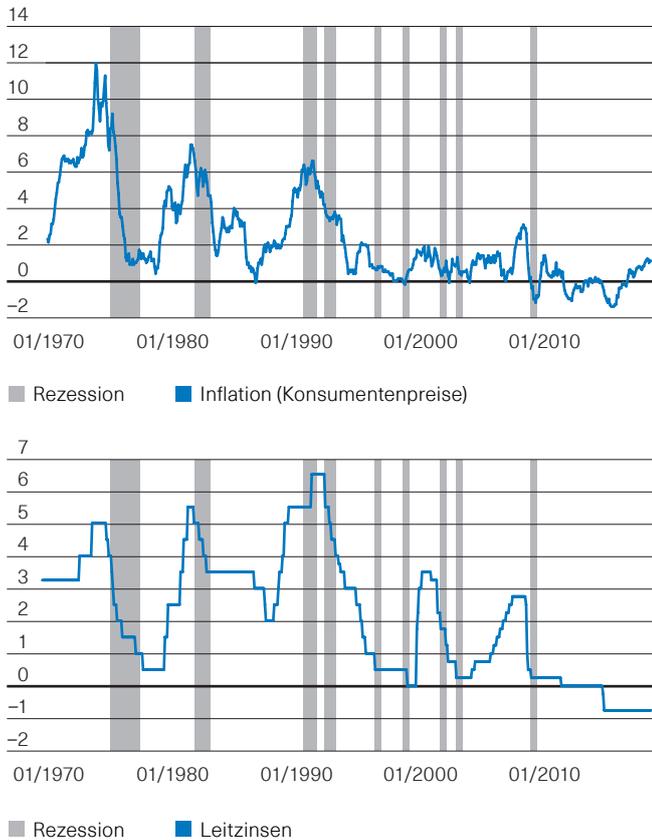


Abb. 5, Quelle: BKB, Bloomberg

ausreichen, um allfällige Beschuldigte einer Rezessionsauslösung tatsächlich zu überführen. Immerhin, die «üblichen Verdächtigen» stehen bei den genannten 45 Rezessionen als wahrscheinliche Auslöser im Fokus der Untersuchungen:

- Die Zentralbanken, die beim Versuch mittels Zinserhöhungen die steigende Inflation einzudämmen, die ganze Wirtschaft abwürgen.
- Eine rasche und starke Aufwertung der heimischen Währung, die die Exporte einbrechen lässt.
- Ein schockartig ansteigender Ölpreis, der zu Inflation und einem Konsumeinbruch führt.
- Immobilienmärkte, die langsam eine Preisblase bilden. Ein kleiner Preiszerfall von 5 % kann dann bereits eine Rezession auslösen.
- Banken, die zu leichtfertig Kredite vergeben und eine Verschuldungskrise bei Unternehmen oder Privatpersonen auslösen.
- Unerwartet umfangreiche Steuererhöhungen.
- Handelseinschränkungen, die die Aussennachfrage stark einbrechen lassen.

Auch die Rezessionen der Schweizer Wirtschaft wurden durch obige Faktoren hervorgerufen: 1975 löste der Öl-Schock in einem Umfeld steigender Inflation eine Rezession aus. Sonntagsspaziergänge auf leeren Autobahnen sind in unserer kollektiven Erinnerung eingebrennt. Die Inflation lag damals Mitte der 1970er Jahre bei 8 % bis 10 %. Eine weitere Rezession erlebte die Schweiz Anfang der 1980er Jahre, als der Ölpreis sich in Zeiten hoher Inflation verdoppelte. Anfang der 1990er Jahre folgten der zweite Golfkrieg, eine Bankenkrise in den USA und eine Immobilienkrise in der Schweiz. In der Schweiz schnellte die Inflation auf 6 % hoch und die Leitzinsen lagen auf für heutige Verhältnisse schwindelerregenden Niveaus von 8 %. Seither scheint die Inflation «eingeschlafen» zu sein. Die Leitzinsen lagen in der Schweiz nie wieder über 3,5 % und wurden 2015 sogar negativ (Abb. 5).

Wurden die Zentralbanken der G7 Staaten in den 1970er, 1980er und bis Mitte der 1990er Jahre von manchen Ökonomen als die Serientäter der Rezessionsauslösung betrachtet, so sind sie in den vergangenen zwei Jahrzehnten zu eigentlichen Superhelden mutiert, die als Notnagel die Rettung ganzer Volkswirtschaften und Währungsunionen in höchster Not übernehmen.



Oben
Golfkrieg: Brennende Ölfelder in Kuwait, 1991

Rechts
Velofahrer auf der Autobahn, wegen Ölkrise gibt es
autofreie Sonntage, 1973



Wie geht es nun weiter?

Erleben wir gerade die Ruhe vor neuen heftigen Stürmen oder stehen wir am Anfang eines wirtschaftlich stabileren und von weniger schwankenden Wirtschaftszyklen geprägten Zeitalters? Um zu einem Fazit zu gelangen, arbeiten wir uns durch die Liste auf Seite 14 und diskutieren, wie wahrscheinlich uns eine Rezessionsauslösung durch die jeweiligen Faktoren erscheint.

- Die US-Notenbank Fed dürfte 2019 das Tempo ihrer Zinserhöhungen drosseln oder gar signalisieren, dass sie vorerst auf weitere Zinsschritte verzichtet. Die US-Leitzinsen liegen dann nach etwa zehn Zinsschritten seit Ende 2015 bei fast 3%. Das dürfte vorerst genügen und nicht zwingend zu einer Rezession führen. Die europäische Zentralbank und die Schweizerische Nationalbank sehen sich nicht mit starken Inflationstrends konfrontiert. Rasch steigende Zinsen für EUR und CHF scheinen daher nicht wahrscheinlich.
- Da nicht alle Währungen gleichzeitig aufwerten oder abwerten können, ist ein globaler Rezessionstrend durch Währungsschwankungen unwahrscheinlich. Aus Schweizer Sicht erwarten wir nicht, dass sich der Franken sich bis 2020 nochmals signifikant gegen den Euro und USD aufwertet.
- Die weltweite Ölproduktion ist heute auf viel mehr Länder verteilt und die USA sind zum weltweit grössten Ölproduzenten aufgestiegen. Ausserdem ist die Weltwirtschaft weniger stark vom Rohstoff Erdöl abhängig als in den 1970er Jahren. Eine Rezession durch einen neuen Öl-Schock ist somit unwahrscheinlicher geworden.
- Die tiefen Zinsen haben in der Schweiz für stark steigende Immobilienpreise gesorgt. In den vergangenen Quartalen haben sich die Risikoindikatoren aber etwas entschärft. Eine erneute hausgemachte Schweizer Immobilienkrise halten wir für unwahrscheinlich, aber nicht für unmöglich. Auch in Deutschland sind steigende Immobilienpreise ein Problem. Der US-Immobilienmarkt ist zwar wieder im Aufschwung, kommt als Rezessionsauslöser vorerst aber weniger in Frage.
- Die zunehmende US-Staatsverschuldung, die steigende Kluft zwischen den Staatshaushalten in der Eurozone, sowie Zweifel an der Nachhaltigkeit der Finanzierungssysteme in China sind Risikofaktoren, die man ernst nehmen muss. Auch die zunehmende Aufnahme von Fremdkapital durch Unternehmen lässt die Bestände an

Unternehmensanleihen steigen. Im Umgang mit Kreditrisiken ist besondere Vorsicht geboten.

- Die hohen Staatsausgaben der USA sind nicht nachhaltig finanzierbar. Früher oder später könnten Steuererhöhungen drohen, um den Staatshaushalt wieder ins Lot zu bringen. Eine fiskalpolitische Kehrtwende erscheint aber aktuell sehr unwahrscheinlich.
- Die schiere Grösse des globalen Welthandels relativiert die Bedeutung des Handelsstreits zwischen den USA und China. Der Austritt der Briten aus der EU sowie Handelsanktionen, die als politisches Instrument eingesetzt werden, belasten die Wachstumsperspektiven und erhöhen das Risiko von Rezessionen.

Insgesamt bestärkt uns die obige Analyse in unserer Wahl des Basisszenarios für 2019: Wir erwarten zwar eine durchaus spürbare Wachstumsverlangsamung, jedoch keine ausgeprägten Rezessionstendenzen in den grössten globalen Wirtschaftsräumen.

Alles deutet auf eine Wachstumsverlangsamung, aber nicht auf eine Rezession hin.

Wir raten Anlegern ihre Anlagestrategie für 2019 bezüglich der eingegangenen Risiken gründlich zu prüfen. Insbesondere sollten Kreditrisiken bei Staats- und Unternehmensobligationen im Umfang begrenzt und stark diversifiziert sein. ■

Anlegen am Ende des Konjunkturzyklus – Wie Sie sich sinnvoll positionieren

In Phasen einer Wachstumsbeschleunigung ist im Allgemeinen mit positiven Aktienrenditen zu rechnen. Anders bei einem konjunkturellen Wachstumseinbruch, dann sind Aktien zu meiden. Angesichts der absehbaren konjunkturellen Abschwächung haben die Risiken an den Finanzmärkten deutlich zugenommen. Dennoch bleiben Aktien für uns ein wichtiger Bestandteil in den Portfolios.



«Ein Experte ist jemand, der hinterher genau sagen kann, warum seine Prognose nicht gestimmt hat.»

Winston Churchill

Für Anleger sind an der Börse diverse Faktoren entscheidend. Einer davon ist die Konjunktur. Diese hat es mit den hiesigen Investoren zuletzt gut gemeint. Der Konjunkturaufschwung seit dem Ende der Finanzkrise befindet sich mittlerweile im zehnten Jahr. Dies ist eine der längsten Perioden mit einem wirtschaftlichen Wachstum seit dem Zweiten Weltkrieg. Aktuell mehrern sich die Anzeichen, dass diese Expansion zu einem Ende kommt. Zwar erscheint auch uns ein Konjunkturreinbruch als durchaus möglich. Allerdings schätzen wir die Wahrscheinlichkeit, dass dies bereits im laufenden Jahr geschieht, als eher gering ein. Gleiches gilt auch für eine Fortsetzung der zuletzt hohen Wachstumsdynamik. Vielmehr gehen wir in unserem Hauptszenario (Tabelle unten) für 2019 von einer Abschwächung des weltweiten Wirtschaftswachstums aus. Das Bruttoinlandsprodukt wird unseres Erachtens somit weiter steigen, aber in einem geringeren Ausmass. Die Bandbreite des Anstiegs dürfte sich global zwischen 3 und 3,5% bewegen. Gleichzeitig rechnen wir bei der Teuerungsrate mit einer Seitwärtsbewegung. Zudem dürfte die weltweite Geldpolitik unter der Führung der US-Notenbank leicht restriktiv wirken, während die Verschuldung der Staaten unverändert hoch bleiben bzw. weiter ansteigen dürfte. Aus diesen Grundannahmen leiten wir für Aktien, Obligationen und Rohstoffe unterschiedliche Szenarien ab.

Unsere Szenarien für das laufende Jahr

Globales Wachstum

Globale Inflation

Geldpolitik

Aktien

Obligationen

Rohstoffe

Langfristig liegen die durchschnittlichen Aktienrenditen bei etwa 7 % bis 8 %. Dabei können an den Aktienmärkten in Boomphasen – im Zuge deutlich steigender Unternehmensgewinne resp. -cashflows – durchaus zweistellige Renditen erzielt werden. Spitzenreiter war dabei in der Schweiz das Jahr 1985 mit einer Rendite von gut 61 %. Für das Jahr 2019 sind unsere Erwartungen deutlich niedriger. Mit 0 % bis 5 % liegen sie trotz aller Unsicherheiten leicht im positiven Bereich. Damit bilden Aktien, trotz der zu erwartenden Kursschwankungen an den Börsen, auch 2019 einen wichtigen Baustein in den von uns verwalteten Portfolios.

Wir rechnen mit leicht positiven Renditen bei den Aktien

Im Bereich **Obligationen** spielen zwei Faktoren eine entscheidende Rolle: die Zinsentwicklung und die Wachstumsverlangsamung. Bei den Zinsen erachten wir einen leichten Anstieg als wahrscheinlich. So erwarten wir im laufenden Jahr seitens der US-Notenbank Fed ein bis zwei Zinserhöhungen. Zudem gehen wir bei den realen Renditen von einer gewissen Normalisierung aus. Ende Novem-

ber 2018 waren diese für zehnjährige Schweizer Staatsanleihen noch historisch tief. Anlagen in Obligationen bleiben somit generell unattraktiv. Innerhalb dieser Anlagekategorie raten wir dazu, Unternehmensanleihen mit niedriger Bonität, sogenannte High Yield-Bonds, zu meiden. Beide Anleihekategorien dürften unter der von uns erwarteten Wachstumsabschwächung leiden. Mit einer Ausnahme: Staatsanleihen aus Schwellenländern in Lokalwährungen bleiben für uns attraktiv und weiterhin eine sinnvolle Beimischung im Bereich der Anlagekategorie Obligationen.

Bei den **Rohstoffen** spielt neben der Entwicklung der Lagerbestände und der Nachfrage das Angebot eine wesentliche Rolle. Beim Ölpreis erwarten wir, ähnlich wie im laufenden Jahr, deutliche Preisschwankungen. Während die erwartete globale Wachstumsabschwächung für die Nachfrageseite eine Belastung darstellen und zu tieferen Preisen führen sollte, ist die Situation auf der Angebotsseite völlig offen. Hier gibt es zwei massgebliche und wenig berechenbare Einflussfaktoren: Die OPEC+ mit Ländern wie Saudi Arabien und Russland sowie die US-Fracking-Industrie. Wir gehen davon aus, dass sich der Ölpreis der Sorte Brent zwischen 70 und 80 Dollar bewegen wird. Ausreisser nach oben und unten sind unseres Erachtens aber aufgrund der fragilen Situation im Nahen Osten nicht ausgeschlossen.

Indikative Eintrittswahrscheinlichkeit

Hauptszenario 60%	Positives Szenario 10%	Negatives Szenario 30%
Wachstumsverlangsamung des BIP: Anstieg von 3–3,5 %	Weiter hohes Wachstum des BIP: £ Anstieg über 3,5 %	Wachstumseinbruch des BIP: Anstieg unter 3 %
Seitwärts	Steigend	Sinkend
Leicht restriktiv	Restriktiv	Expansiv
Stagnierende bis leicht steigende Kurse	Deutlich steigende Kurse	Aktienkurse sinken
Trend zu steigenden Zinsen hält an	Trend zu steigenden Zinsen verstärkt sich	Zinsen geben nach
Preise tendieren seitwärts	Preise steigen deutlich	Preise fallen

Positives Szenario: hohe Wachstumsdynamik

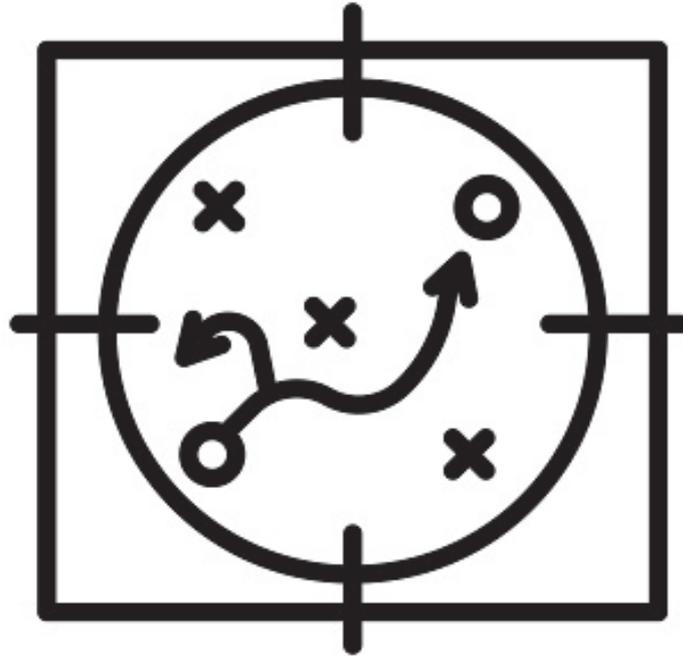
10%

Die Wahrscheinlichkeit für das positive Szenario, sprich einer weiterhin hohen Wachstumsdynamik, veranschlagen wir mit etwa 10%. Voraussetzung hierfür ist eine deutliche Abnahme der globalen Unsicherheiten, bspw. im Zusammenhang mit Fragen um den Welthandel oder der Rolle von Populisten dies- und jenseits des Atlantiks. In einem derartigen Umfeld verfolgen die Zentralbanken aller Voraussicht nach eine restriktivere Geldpolitik. Die Staatsverschuldung könnte sinken, falls Staaten wachstumsbedingte Mehreinnahmen zum Schuldenabbau nutzen. Aktien erzielen deutlich positive, überdurchschnittlich hohe Renditen. Staatsanleihen kommen dagegen aufgrund deutlich steigender Zinsen und den dadurch verursachten Kursrückgängen stärker unter Druck. Anlagen in Schwellenländern gehören sowohl bei Aktien als auch bei Lokalwährungsanleihen zu den Gewinnern. Rohstoffpreise dürften deutlich steigen.

Negatives Szenario: Einbruch des Wachstums

Im negativen Szenario (Wahrscheinlichkeit von 30%) nimmt die Unsicherheit deutlich zu. In Folge eines Wachstumseinbruchs steigen die Arbeitslosenraten wieder an, die Inflationsraten gehen zurück. Die Zentralbanken gestalten ihre Geldpolitik expansiver, um dem Konjunkturunbruch gegenzusteuern. Regierungen erhöhen zur Stimulierung der Konjunktur die Staatsausgaben. Die Staatsverschuldung steigt deutlich an. In diesem Szenario ist mit einer deutlich negativen Aktienmarktentwicklung zu rechnen. Staatsanleihen reagieren hingegen aufgrund fallender Renditen und steigender Kurse in der Regel positiv. Industriemetalle erleiden in einem solchen Szenario deutliche Preiseinbussen, während Gold von seinem Nimbus als scheinbar sicherem Hafen profitiert.

30%



So richten Sie Ihre Anlagestrategie nach Ihrer Risikotoleranz aus

Finanzmärkte sind keine Einbahnstrasse – was lässt der historische Vergleich erwarten?

Leider ist der Bullenmarkt der vergangenen zehn Jahre kein Perpetuum Mobile. Es gibt Anzeichen dafür, dass sich die Investoren, die in den vergangenen Jahren satte Renditen erzielt haben, künftig mehr in Bescheidenheit üben müssen. So haben sich Bewertungsniveaus wie das Kurs-Gewinn-Verhältnis im amerikanischen Leitmarkt im letzten Jahr meist im oberen Viertel der historischen Bandbreite bewegt. Auch wenn sich höhere Bewertungen mit dem

niedrigen Zinsumfeld rechtfertigen lassen: In der Vergangenheit folgten auf Zeitspannen mit überdurchschnittlichen Bewertungsniveaus meist Phasen mit schmalerer Performance. Während bei einem durchschnittlichen Kurs-Gewinn-Verhältnis von 17 in der folgenden Dekade mittlere Aktienpreissteigerungen von über 7% p.a. erwartet werden durften, deuten die historisch basierten Berechnungen bei einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 21 auf durchschnittliche Preissteigerungen von etwas mehr als 5% p.a. in den zehn Folgejahren hin (Abb. 6).

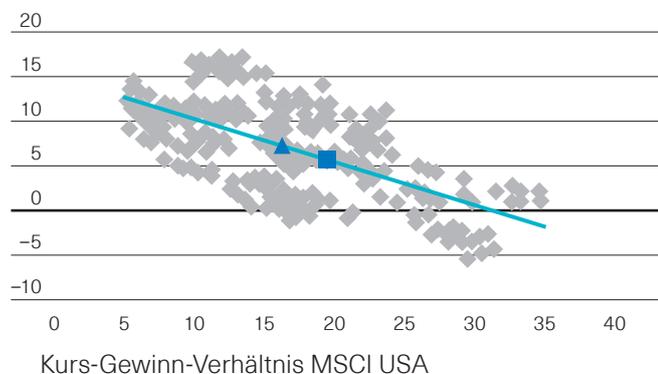


Lorem ipsum dolor sit amet,
consectetur adipiscing elit.
Rendite Aktien usw.



Zusammenhang von Kursgewinnverhältnis und Aktienpreisänderung p.a. in den zehn Folgejahren (US-Aktienmarkt)

Preisreturn p.a. über die nächsten 10 Jahre in Prozent



▲ Historischer Mittelwert 12/1969–11/2018 ■ 30.11.2018

Abb. 6, Quelle: BKB, Bloomberg/MSCI.
Monatliche Daten 12/1969–11/2018

Obwohl die Aussichten für Aktien nicht so üppig sind wie in den vergangenen Jahren: Wer über einen langen Investmenthorizont verfügt und vorübergehende Turbulenzen aushalten kann, sollte dennoch keinen Bogen um die Anlageklasse machen. In den vergangenen 90 Jahren gab es am Schweizer Aktienmarkt (Betrachtung per Jahresende) lediglich drei Investitionszeitpunkte (1927, 1928 und 1929), infolge derer die Aktienrendite (inklusive Dividenden) aufgrund der Weltwirtschaftskrise auf eine Zehnjahressicht um höchstens 1,3 % p.a. sanken (Abb. 7).

Renditen und Risikotoleranz gehen Hand in Hand

Grundsätzlich gilt es, das Vermögen vor unnötigen Risiken zu schützen. Dies bedeutet in erster Linie die Sicherstellung einer ausreichenden Diversifikation im Hinblick auf Titellanzahl, Segmente und Regionen und ist eine zentrale Aufgabe einer professionellen Vermögensverwaltung. Eine komplette Vermeidung systematischer Marktrisiken ist hingegen nicht möglich. Wer eine höhere Rendite anstrebt, muss einen höheren Anteil seines Vermögens in Aktien halten sowie fähig und willens sein, stärkere Schwankun-

von einem einmal erreichten Höchststand bis zum nächsten Wiedererreichen dieses Niveaus dauerte mit fünf Jahren und sieben Monaten mehr als doppelt so lange wie bei der konservativeren Strategie «Einkommen» (Abb. 9).

- Anlagelösung Ausgewogen Traditionell:
BKB – CH0282156667
- Anlagelösung Ausgewogen Nachhaltig:
BKB – CH0369658478

Anleger, deren Interesse zuallererst der langfristigen Wertsteigerung gilt und die auch starke Wertschwankungen durchstehen können, sind in der aktienlastigen **Strategie «Wachstum»** richtig. Hier war die Rendite der letzten 24 Jahre mit 6,0% p.a. am höchsten. Über die letzten 24 Jahre kumuliert sich damit der Unterschied zur Strategie «Einkommen» auf immerhin 44%. Allerdings gab es in der Zwischenzeit auch Phasen, in denen man sein Vermögen vorübergehend um 40% schrumpfen sah. Man brauchte somit gute Nerven und einen langen Atem. Die maximale Verlustphase in Bezug auf den zwischenzeitlichen Höchststand (Mai 2007 bis November 2013) dauerte schliesslich sechs Jahre und vier Monate.

- Anlagelösung Wachstum Traditionell:
BKB – CH0330294387
- Anlagelösung Wachstum Nachhaltig:
BKB – CH0369658486

In unserem Hauptszenario einer globalen Wachstumsverlangsamung rechnen wir für 2019 bei den drei Strategien mit jeweils zwar unterdurchschnittlichen, aber moderat positiven Jahresrenditen. Nicht auszuschliessen ist aber neben dem Eintreten eines günstigeren Szenarios mit einer weiterhin soliden Wachstumsdynamik und entsprechend höheren Renditen auch der Fall eines Wachstumseinbruchs mit deutlich negativen Marktreaktionen. Wir messen dieser Möglichkeit intuitiv immerhin eine Wahrscheinlichkeit von 30% bei. Unter solchen Umständen gilt es, angesichts temporärer Verluste nicht die Nerven zu verlieren und an der langfristigen Ausrichtung festzuhalten. Aktienlastige Strategien werden Anlegern auch in Zukunft grössere Geduld abverlangen, ihn aber langfristig dafür entschädigen. Wem diese Risikobereitschaft fehlt, sollte überprüfen, ob er die richtige Strategie gewählt hat. Wir raten deshalb allen Investoren frühzeitig zu einer persönlichen Standortbestimmung. Unsere Beraterinnen und Berater stehen dafür sehr gerne zur Verfügung. ■

Ausprägungen strategischer Allokationen
In Prozent

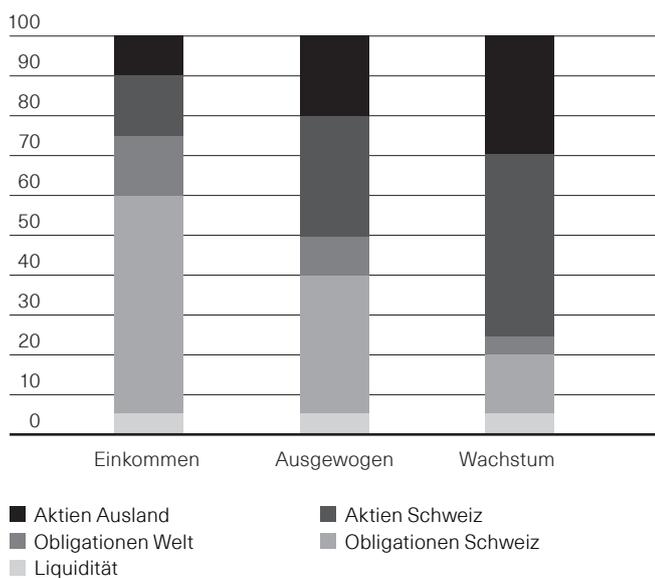


Abb. 8, Quelle: BKB

Temporäre Wertverluste seit letztem Höchststand
In Prozent

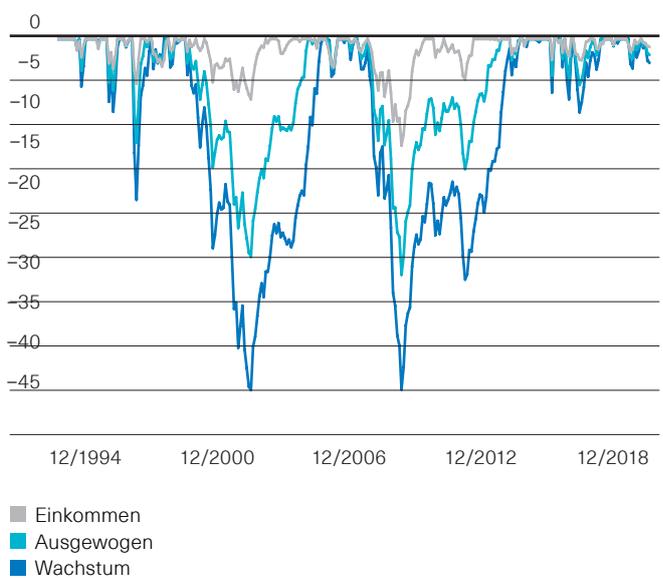
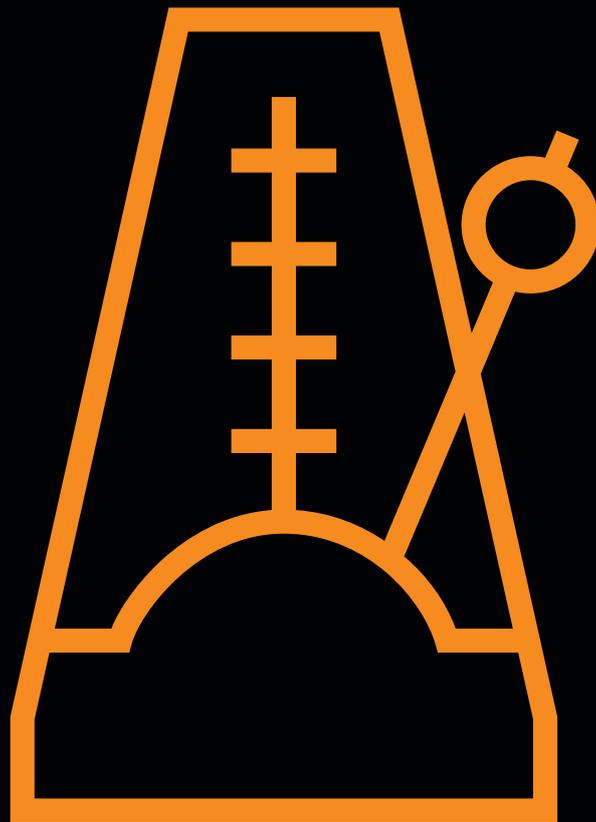


Abb. 9, Quelle: BKB, Bloomberg. Monatliche Daten 12/1994–11/2018



Von **Dr. Christian Müller**, Anlagestrategie

Regelbasiertes Anlegen

Laut den Behavioral Finance-Spezialisten neigen Investoren dazu, in guten Marktphasen euphorisch und in schlechten panikartig zu reagieren. In Phasen der relativen Überbewertung von Märkten werden dadurch zu hohe und in Phasen von Unterbewertungen zu geringe Risiken eingegangen. Diesem unerwünschten Investorenverhalten «Faktor Mensch» versuchen regelbasierte Anlagestrategien entgegenzuwirken. Dabei wird von Anfang an ein Regelgerüst festgelegt, nach dem Anlagen erfolgen sollen. Anschliessend werden die Regeln dann konsequent angewandt. Ein einfaches Beispiel für eine regelbasierte Anlagestrategie ist das Rebalancing. Bei diesem werden die durch die Marktentwicklung verschobenen Gewichtungen der Anlagen regelmässig auf die ursprünglichen Gewichtungen zurückgesetzt. Andere Ansätze versuchen, die aktuellen Rendite-Risiko-Eigenschaften der Anlagen relativ zu einem zeitlichen Mittelwert zu erfassen und daraus eine taktische Positionierung abzuleiten. Mit regelbasierten Anlageansätzen wird so versucht den «Faktor Mensch» als unerwünschte Risikoquelle für Anlageentscheidungen vollständig zu eliminieren.

Schweizer Aktienmarkt 2019: defensive Sektoren im Fokus

An den Aktienmärkten hat im vergangenen Jahr eine Neubewertung stattgefunden. Insbesondere Titel aus konjunktursensitiven Sektoren wie Industrie, zyklische Konsumgüter und Rohstoffe sind deutlich gesunken. Solche Bewertungskorrekturen erfolgen in der Regel dann, wenn mit einer Verlangsamung des Wirtschaftswachstums gerechnet wird. In der Tat hat sich dieses im vergangenen Jahr vor allem in der Eurozone abgeschwächt. Folgerichtig haben etliche Unternehmen aus zyklischen Sektoren ihren Ausblick gesenkt. Entsprechend favorisieren auch wir Aktien aus defensiven Sektoren.

Besonders stark sanken die Gewinnprognosen in den Sektoren Automobil und Technologie. So machte die Autoindustrie schon früh den drohenden Handelskonflikt sowie neue Vorschriften im Abgasbereich für die reduzierten Prognosen verantwortlich. Es stellte sich jedoch bald heraus, dass eine generelle Abschwächung im weltweiten Automobilmarkt im Gange ist. Insbesondere in China, dem vor allem für die deutschen Hersteller wichtigsten Absatzmarkt im Ausland, ist die Zahl der Neuzulassungen für Fahrzeuge kaum noch gestiegen. Auch in den USA stagnierte die Zahl der Zulassungen trotz boomender Konjunktur. Dies sind klare Anzeichen einer Marktsättigung. Von dieser Entwicklung betroffen waren nicht nur die Autohersteller, sondern auch deren Zulieferer. Da die Autoindustrie zu den grössten Abnehmern von Glas, Farbe, Stahl, Aluminium und Halbleitern zählt, kam es auch in diesen Bereichen zu negativen Meldungen.

Im Technologiebereich war der Sättigungseffekt ebenfalls zu beobachten und sorgte für grössere Bewertungskorrekturen. Unter anderem stieg der weltweite Absatz von Smartphones kaum noch an. Zudem meldete Apple im

November 2018, dass die Verkaufszahlen beim iPhone nicht weiter gesteigert werden konnten. Entsprechend gerieten die Aktienkurse der Zulieferer im Anschluss stark unter Druck.

Vereinzelt waren die Bewertungen der Titel nun derart niedrig, dass dies nur ein deutlicher Wachstumseinbruch oder eine Rezession rechtfertigen würde. Ein solches Szenario erachten wir jedoch als eher unwahrscheinlich. Deshalb gehen wir im Jahresvergleich von stabilen bis leicht steigenden Kursen aus.

Im aktuellen Umfeld favorisieren wir Aktien aus defensiven Sektoren wie Pharma oder Nahrungsmittel. Die Gewinnentwicklung dieser Unternehmen ist in der Regel nicht vom Konjunkturverlauf abhängig. Entsprechend haben sich historisch betrachtet Anlagen in diese Titel in Phasen einer Wachstumsabschwächung bewährt. Im Pharmasektor ist zudem vor allem in den USA, dem weltweit wichtigsten Markt für Pharmaprodukte, mit einer Entspannung zu rechnen. Die bisherigen Bemühungen, die Kosten für Arzneimittel deutlich zu senken, waren nur in wenigen Bereichen



Im aktuellen Umfeld favorisieren wir Aktien aus defensiven Sektoren wie Pharma oder Nahrungsmittel.

(z.B. Diabetes) erfolgreich. Auch die neuen Machtverhältnisse im US-Kongress sprechen dafür, dass zwar weiterhin Druck auf die Medikamentenpreise ausgeübt, doch weit weniger umgesetzt wird. Auch die Gewinnentwicklung bei den Aktien des Nahrungsmittelsektors dürfte sich als relativ stabil erweisen. Zwar ist auch hier mit einem Druck auf die Preise zu rechnen, vor allem in Europa. Dies haben 2018 die Auseinandersetzungen zwischen Nestlé und der Einkaufsgesellschaft Agecore sowie zwischen Unilever und der Supermarktkette Kaufland gezeigt. In den übrigen Regionen ist kein entsprechender Preisdruck auszumachen. Zudem dürften vor allem die grossen Konzerne der Branche von der anhaltend steigenden Bevölkerungszahl in den asiatischen Ländern profitieren und Umsatz sowie Gewinn steigern.

Ausserhalb der defensiven Sektoren sehen wir vor allem bei den Aktien derjenigen Unternehmen noch Potenzial, die durch ein hohes Wachstum auffallen und in Sektoren tätig sind, die von der zunehmenden Digitalisierung profitieren. Gerade in der Phase einer Wachstumsverlangsamung sind Unternehmen zunehmend offener, Arbeits-

prozesse effizienter zu gestalten. Entsprechende Dienste stossen folglich auf eine verstärkte Nachfrage.

Zurückhaltender sind wir weiterhin bei den Titeln derjenigen Unternehmen, die besonders stark vom Privatkonsum abhängig sind. Die zu erwartenden niedrigen Lohnzuwächse sowie der voraussichtliche Stopp des Rückgangs bei der US-Arbeitslosenquote bieten keine Impulse für eine zusätzliche Nachfrage.

Anlegern, die breit diversifiziert in den Schweizer Aktienmarkt investieren wollen, bieten sich aus unserer Sicht folgende beiden Fonds an:

- UBS ETF (CH) SMI, CH0017142719: Im SMI entfallen über 50 % des investierten Kapitals auf die drei grosskapitalisierten Titel von Nestlé, Novartis und Roche.
- zCapital Swiss Dividend Fund, CH0194666555: Der Fonds investiert in Schweizer Aktien mit einer attraktiven Dividendenrendite.

Erdölpreis 2019: schwankendes Angebot als möglicher Kurstreiber



In den letzten drei Monaten des abgelaufenen Jahres erlebte der Ölmarkt starke Preisturbulenzen. Die ab Mitte Juni 2017 einsetzende Ölpreis-Rallye, die innerhalb von 15 Monaten beinahe zu einer Preisverdoppelung beim Rohöl der Sorte Brent geführt hatte, wurde anfangs Oktober jäh gestoppt. Es folgte eine heftige Korrektur. Noch stärker unter Druck kam der Preis der Erdölsorte WTI (West Texas Intermediate), der in dieser Periode an zwölf aufeinanderfolgenden Tagen Verluste verzeichnete und damit einen neuen (Negativ-)Rekord aufstellte.

Angebotsseitig wird das neue Jahr mit hoher Wahrscheinlichkeit von produktionsbezogenen Themen dominiert: So lässt die Erholung der venezolanischen Ölförderung weiter auf sich warten. Gemäss eines Artikels in der Financial Times vom 28. Oktober dürfte sich die tägliche Produktion bei einem vergleichsweise niedrigen Volumen von 1 Mio. Fass Öl pro Tag stabilisieren. Ende 2018 förderte Venezuela rund 1.2 Mio. Fass Öl pro Tag. Zu Spitzenzeiten belief sich das Fördervolumen des südamerikanischen Landes auf über 2.6 Mio. Fass Öl pro Tag. Nicht überraschend wäre es, wenn die russische Ölproduktion, die sich auf einem post-sowjetischen Höhepunkt befindet, auch im laufenden Jahr zulegen würde. In den USA könnte das starke Wachstum der Ölförderung im ersten Halbjahr, aufgrund logistischer Engpässe im permischen Becken, eine leichte Abschwächung erfahren. Die für das zweite Halbjahr geplante Inbetriebnahme neuer Pipelines sollte den Engpass abschwächen. Sie dürfte die Wachstumsdynamik wieder erhöhen, da der Vorrat an neuen, aber noch nicht angeschlossenen Bohrlöchern 2018 nochmals stark angestiegen ist (siehe Abb. 10). Auch die Organisation erdölexportierender Länder OPEC kann weiterhin starke Impulse setzen. Sie dürfte auch künftig dynamisch auf die Ölpreis-

entwicklung reagieren und das Fördervolumen bei Bedarf anpassen.

Für die Nachfrage nach dem «schwarzen Gold» sagen sowohl die Internationale Energieagentur IEA als auch die OPEC für 2019 einen Anstieg voraus. Aufgrund der zu erwartenden globalen Wachstumsverlangsamung und dem schwelenden Handelskonflikt zwischen den USA und China wurden die Erwartungen bezüglich der Nachfrage allerdings laufend zurückgenommen. In Anbetracht der politischen und wirtschaftlichen Unsicherheiten und der Unabwägbarkeiten beim Angebot erwarten wir für das Öl der Sorte Brent eine Preisspanne zwischen USD 70 bis 80 pro Fass. ■

Bestand nicht fertiggestellter Bohrlöcher in den USA In Tausend

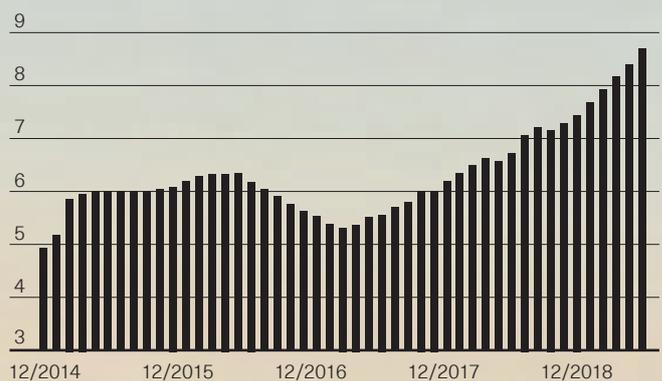


Abb. 10, Quelle: BKB, Bloomberg

Gold und Silber 2019 wohl nur mit mattem Glanz

Gold und Silber wussten im Jahr 2018 nicht wirklich zu überzeugen. Trotz wirtschaftspolitischer Spannungen, moderat steigenden Zinsen und einer global anziehenden Inflation. Viele Investoren hinterfragen deshalb zum wiederholten Mal, ob die beiden wichtigsten Edelmetalle wirklich zur Diversifikation ihrer Portfolios taugen. Das niedrige Gold/Silber-Ratio könnte eine mögliche Erholung des Silberpreises anzeigen.

Tatsächlich vermochte das gelbe Metall seinen seit 2011 andauernden Abwärtstrend auch im Jahr 2018 nicht stoppen – trotz der leichten Erholung von August bis Ende Oktober. In einem Umfeld von leicht steigenden Zinsen und mit dem Ausbleiben einer nachhaltig steigenden Inflation verharrte die reale Marktrendite in den USA im positiven Bereich. Für einen steigenden Goldpreis müsste diese jedoch in die negative Zone fallen. Damit ist auch 2019 eher nicht zu rechnen. Ein stark steigender Goldpreis dürfte somit auch im laufenden Jahr Wunschdenken bleiben.

Allerdings gibt es auch Argumente für eine Gold-Rally. Ein solches Argument für einen steigenden Goldpreis bildet das möglicherweise fehlende Vertrauen von Investoren in die eigene Regierung. Und somit in die eigene Währung, sprich in die Wirtschaftskraft und politische Stabilität eines Landes.

Welche Auswirkungen es haben kann, wenn dieses Vertrauen nicht vorhanden ist, erlebten im vergangenen Jahr die Goldinvestoren aus der Türkei und aus Venezuela. Während der Goldpreis in US-Dollar oder Schweizer Franken tendenziell fiel, stieg er in der türkischen Lira von 5000 Lira auf zeitweise gegen 8500 Lira je Feinunze. Noch krasser verlief die Preisentwicklung in Venezuela, wo sich der Goldpreis in Bolivar vervielfachte und dafür sorgte, dass die lokalen Investoren ihre Kaufkraft trotz der grassierenden Hyperinflation einigermassen aufrechterhalten konnten.

Für Europa und die Schweiz erwarten wir kein solches Szenario, auch wenn die politischen Unsicherheiten die Europäische Union vor immer neue Herausforderungen stellen werden. Ein Zinsanstieg in einzelnen Ländern könnte jedoch die Verschuldung dieser EU-Länder wieder in den Vordergrund rücken – was einen positiven Effekt auf den Goldpreis in Euro haben könnte. Grundsätzlich zeichnet sich aber für Euro- und Schweizer Franken-Anleger kein sehr positives Szenario bezüglich eines Gold-Investments ab. Aus diesem Grund halten wir an unserer neutralen Einschätzung zum gelben Edelmetall fest. Neutral, weil man auch nur mit einem kleinen Prozentsatz an Gold über einen gewissen Versicherungseffekt verfügt.

Silber könnte besser performen als Gold

Nachdem vor knapp einer Dekade die Nachfrage nach dem «kleinen Bruder von Gold» dank der digitalen Fotografie einen starken Rückgang erlebte, sahen die Silber-Optimisten, die sogenannten Silberbugs, die Rettung in der aufkommenden Nachfrage seitens der Solarindustrie. Nachträglich erwies sich diese Hoffnung als Illusion. Dies lässt sich daran festmachen, dass der Preis für Silber im Vergleich zu Gold zuletzt um einiges stärker fiel. Doch genau dieser starke Pessimismus könnte für Investoren eine Chance darstellen. Denn es wäre keine Überraschung, sollte sich der Silberpreis mittelfristig besser entwickeln als die Notierungen für Gold. Denn anders als bei Gold liess sich beim Silber in den vergangenen Jahren ein starker Rückgang beim Recycling beobachten, mit den entsprechenden Auswirkungen auf das Angebot. Bei gleichbleibender Nachfrage müsste der Silberpreis sodann steigen. ■



Obligationen – positive Renditen nur mit höherem Risiko

Was waren das noch für Zeiten, als man mit Staatsanleihen praktisch risikofrei Renditen von vier, fünf oder mehr Prozent verdienen konnte. Die heutige Realität sieht komplett anders aus. Ohne Risiko keine Erträge. Das langjährige Tiefzinsumfeld erfordert von den Obligationen-Anlegern eine deutlich erhöhte Risikobereitschaft. Um positive Renditen zu erzielen, müssen sie immer höhere (Bonitäts-, Währungs- etc.) Risiken in Kauf nehmen. 2019 stehen Investoren vor einer zusätzlichen Herausforderung. Global zeichnet sich eine Abschwächung des Wirtschaftswachstums ab. Eigentlich wäre es nun an der Zeit, sich aus risikoreicheren Anleihen zu verabschieden und in sicherere Anlagen wie Staatsanleihen zu wechseln. Doch deren Renditen sind in Schweizer Franken unattraktiv. Es gilt also weiterhin: Keine positive Rendite ohne Risiko.

Welche Renditen können Anleiheanleger 2019 erwarten?

Für 2019 rechnen wir bei den Renditen zehnjähriger Staatsanleihen mit einem Anstieg von maximal 0,25 bzw. 0,75 %-Punkten. Auch eine Seitwärtsbewegung ist nicht auszuschliessen. Hintergrund für diese Einschätzung ist die Erwartung einer Wachstumsabschwächung der globalen Wirtschaft. Während fundamental teils deutlich höhere Renditen gerechtfertigt wären, sprechen besonders die Geldpolitik der für uns relevanten Notenbanken (Schweiz und Eurozone) sowie die globalen Inflationserwartungen gegen einen deutlicheren Anstieg. Als Anlagekategorie bleiben Anleihen somit auch im laufenden Jahr unattraktiv. Als wäre dies für Käufer von Obligationen nicht genug, stehen sie bei einer globalen Wachstumsabschwächung vor einer zusätzlichen Herausforderung. Denn bei einem solchen Szenario müssten sie sich eigentlich von risikoreicheren Anlagen trennen und ihr Geld in sicherere Anleihen investieren. Letztere bringen jedoch insbesondere in Schweizer Franken kaum Rendite. Leider macht auch der Kauf ausländischer Staatsanleihen mit guter Bonität, verbunden mit der Absicherung des Währungsrisikos, wenig Sinn. Auch hier tendieren die Erträge gegen Null.

In einer Phase der Wirtschaftsabschwächung rücken die unterschiedlichen Risikoklassifizierungen, die sogenannten Kreditratings, der Schuldner in den Vordergrund. Aufgrund steigender Risiken suchen Anleger vermehrt Anleihen mit hoher Bonität und niedrigem Ausfallrisiko. Als sicher gelten Länder (und deren Staatsanleihen) wie die Schweiz, Deutschland und die USA sowie Unternehmen mit sehr stabilen Cashflows und einer entsprechend hohen Bonität. Verkauft werden hingegen Unternehmensanleihen mit niedriger Bonität, sogenannte High Yield Bonds. Der Grund: Diese sehen sich in Phasen einer wirtschaftlichen Abschwächung einem erhöhten Ausfallrisiko ausgesetzt. Speziell High Yield Bonds waren in den vergangenen Jahren stark gefragt. Entsprechend tief waren zuletzt die Verzinsung und der Renditeaufschlag gegenüber Staatsanleihen (Abb. 11). In Phasen einer wirtschaftlichen Abschwächung kommen die Kurse dieser Obligationen aufgrund einer steigenden Kaufzurückhaltung unter Druck. Gleichzeitig weitet sich die Zinsdifferenz (der sogenannte Spread) zu Obligationen mit einer guten Bonität aus. Die Zinslast für die bereits unter der Wirtschaftsabschwächung leidenden Unternehmen steigt. Da wir mit einer Abschwächung der Unternehmensanleihen mit tiefer Bonität rechnen, meiden wir diese Anlagekategorie im laufenden Jahr.

Renditeaufschlag von Unternehmensanleihen in den USA vs. US-Staatsanleihen

In Tausend Basispunkten

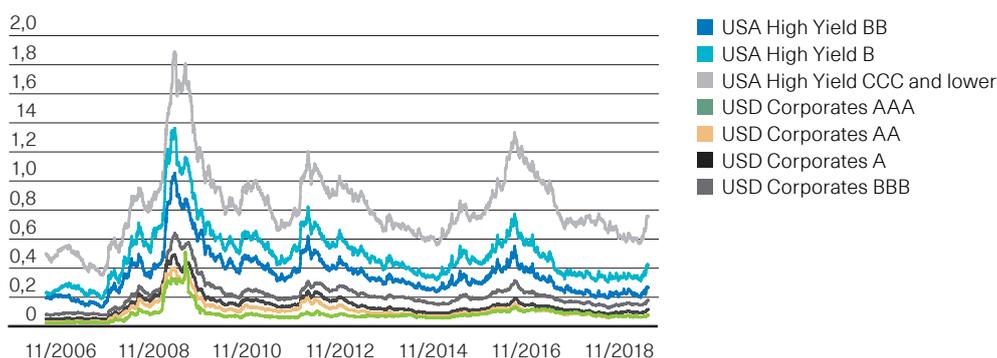


Abb. 11, Quelle: BKB, Bloomberg

Nicht nur bei Unternehmens-, auch bei Staatsanleihen ist nicht alles eitel Sonnenschein. So kamen in der Vergangenheit in Phasen wirtschaftlicher Abschwächung Anleihen aus den Schwellenländern unter Druck. Dies betraf in erster Linie Anleihen von Ländern, die sich stark im US-Dollar verschuldet hatten. Stieg der Dollar im Wert, wurden die Zins- und Tilgungsleistungen für diese Staaten zunehmend teurer und schwieriger. Anleger begannen, sich von den entsprechenden Anleihen zu verabschieden. Staatsanleihen von Ländern aus den «Emerging Markets» mit keinem oder nur geringem Fremdwährungsexposure kamen dagegen weniger unter Druck. Die Zins- und Tilgungsleistungen in Heimwährungen waren in aller Regel gewährleistet. Entsprechend bleiben sogenannte Emerging Market Bonds in Lokalwährungen (Local Currencies) für uns weiterhin eine der wenigen sinnvollen Satelliten im Obligationenbereich. Sie weisen nach wie vor eine attraktive Zinsdifferenz aus. Anleger müssen sich jedoch dem Währungsrisiko bewusst sein. Der Anlagehorizont sollte deshalb fünf, besser zehn Jahre betragen. Wir favorisieren in diesem Bereich die beiden Fonds:

- SPDR Bloomberg Barclays Emerging Markets Local Bond ETF (IE00B4613386)
- Black Rock Emerging Markets Local Currency Bond Fund (LU0278470058)

Positive Renditen in Schweizer Franken nur schwer erzielbar

Die Herausforderung für Investoren besteht heute darin, ihr durch das langjährig tiefe Zinsumfeld oftmals risikoreicher ausgestaltete Portfolio in risikoärmere Anlagen umzuschichten. Dies bedeutet zwar mehr Sicherheit, aber kaum noch Rendite. Staatsanleihen in Fremdwährungen (zum Beispiel in US-Dollar) und Emerging Market Bonds in Lokalwährungen gehören als Satelliten in Form breit diversifizierter Fondsanlagen für uns dennoch mit dazu. Was für die privaten Anleger gilt, gilt auch für professionelle Portfoliomanager. Diese müssen heute mehr denn je als Risikomanager agieren. Um attraktive Renditen zu erzielen, sind auch sie gezwungen, einen Teil des Geldes in risikoreicheren Anleihen anzulegen und dabei das Risiko richtig abzuschätzen. ■

Leitzinsen

In Phasen einer Wirtschaftsabschwächung werden Zentralbanken normalerweise darauf verzichten, ihre Leitzinsen zu erhöhen. Sie versuchen vielmehr mit geldpolitischen Massnahmen die Wirtschaft zu unterstützen. In den vergangenen Jahrzehnten war die Geldpolitik ein verlässlicher Partner. Heute sehen wir uns dagegen speziell in Europa und in der Schweiz mit einer Situation konfrontiert, die es so bislang nicht gegeben hat. Die Leitzinsen der Schweizerischen Nationalbank SNB und der Europäischen Zentralbank EZB befinden sich seit längerer Zeit auf historisch tiefen Niveaus. Es ist nur schwer vorstellbar, dass diese noch weiter gesenkt werden können. Möglich ist dagegen, dass diese entgegen der Erwartung vieler Marktteilnehmer auf dem tiefen Niveau verharren. Anders die US-Notenbank Fed. Sie hat ihre Zinsen bereits mehrfach angehoben. Sie hätte als einzige der drei genannten Zentralbanken die Möglichkeit, ihre Leitzinsen deutlich zu senken.

Inflation

Für die Entwicklung der Renditen zehnjähriger Staatsanleihen ist unter anderem die Inflation von entscheidender Bedeutung. Denn Investoren möchten real, also nach Abzug der Inflation, eine gewisse Rendite erzielen. Bei hohen Inflationsrisiken verlangen Investoren entsprechend den Renditeaufschlag beim Kauf der Anleihen. Die Gefahr anziehender Inflationsraten ist in Phasen einer Wachstumsabschwächung jedoch gering. Sie bleiben in der Regel vielmehr konstant bzw. gehen gar zurück. Entsprechend stabilisieren sich die langfristigen Renditen auf den erreichten Niveaus. Liegen die realen Renditen aufgrund der Eingriffe von Notenbanken jedoch deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt, ist auch in solchen Zeitperioden mit einer gewissen Normalisierung zu rechnen, sind also leicht steigende Renditen möglich. Ende November 2018 waren die Realrenditen zehnjähriger Schweizer Staatsanleihen historisch tief. Sie lagen mehr als 2% unter ihrem 20-jährigen Durchschnitt.

«Möchten Sie Ihre Anlagestrategie überprüfen? Wir unterstützen Sie gerne.»



Disclaimer

Allgemein

Die BKB hat in Übereinstimmung mit den geltenden gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen (bzw. den Richtlinien der Schweizerischen Bankiervereinigung zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse) interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen zu vermeiden oder angemessen zu behandeln. In diesem Rahmen trifft die BKB insbesondere die geeigneten Massnahmen, um die Unabhängigkeit und die Objektivität der Mitarbeiter, die an der Erstellung von Finanzanalysen beteiligt sind oder deren bestimmungsgemässe Aufgaben oder wirtschaftliche Interessen mit den Interessen der voraussichtlichen Empfänger der Finanzanalyse in Konflikt treten können, sicherzustellen.

Verbot bestimmter Mitarbeitergeschäfte

Die BKB stellt sicher, dass ihre Finanzanalysten sowie die an der Erstellung der Finanzanalyse beteiligten Mitarbeiter keine Geschäfte mit Finanzinstrumenten, auf die sich die Finanzanalysen beziehen, oder damit verbundenen Finanzinstrumenten tätigen, bevor die Empfänger der Finanzanalysen oder Anlageempfehlungen ausreichend Gelegenheit zu einer Reaktion hatten.

Hinweis auf Bewertungsgrundlagen und -methoden – Sensitivität der Bewertungsparameter

Die Analysen des Investment Research der BKB im sekundären Research beruhen auf allgemein anerkannten qualitativen und quantitativen Bewertungsgrundlagen und Bewertungsmethoden. Zur Unternehmens- und Aktienbewertung werden Methoden wie zum Beispiel Discounted-Cashflow-Analyse, KGV-Analyse sowie Peer-Group-Analyse angewandt. Die jeweiligen Erwartungen über die zukünftige Wertentwicklung eines Finanzinstrumentes sind Ergebnis einer Momentaufnahme und können sich jederzeit ändern. Die Einschätzung der zugrunde liegenden Parameter wird mit grösster Sorgfalt vorgenommen. Dennoch beschreibt das Ergebnis der Analyse immer nur eine aus einer Vielzahl möglicher zukünftiger Entwicklungen. Es ist die Entwicklung, der das Investment Research der BKB zum Zeitpunkt der Analyse die grösste Eintrittswahrscheinlichkeit beimisst.

Hinweis auf Empfehlung

Die in den Empfehlungen des Investment Research der BKB enthaltenen Prognosen, Werturteile oder Kursziele stellen, soweit nicht anders angegeben, die Meinung des Verfassers dar. Die verwendeten Kursdaten beziehen sich auf den Zeitpunkt der Veröffentlichung, soweit nicht anders angegeben.

Hinweis auf Zuverlässigkeit von Informationen und Veröffentlichung

Diese Veröffentlichung ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe. Alle Angaben stammen aus öffentlich zugänglichen Quellen, welche die BKB für zuverlässig hält, ohne aber alle diese Informationen selbst verifiziert zu haben. Eine Gewähr für deren Richtigkeit oder Vollständigkeit wird insofern seitens der BKB sowie der mit ihr verbundenen Unternehmen nicht übernommen. Die Veröffentlichung dient lediglich einer allgemeinen Information und stellt weder eine Anlageberatung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Erwerb oder zur Veräusserung von Finanzinstrumenten dar. Sie ersetzt keinesfalls die persönliche Beratung durch unsere Kundenberater vor einem allfälligen Anlage- oder anderen Entscheid. Haftungsansprüche aus der Nutzung der dargebotenen Informationen sind ausgeschlossen, insbesondere für Verluste einschliesslich Folgeschäden, die sich aus der Verwendung dieser Veröffentlichung beziehungsweise ihres Inhalts ergeben. Eine Vervielfältigung oder Verwendung von Grafiken und Texten in anderen elektronischen Medien ist ohne ausdrückliche Zustimmung der BKB nicht gestattet. Eine inhaltliche Verwertung ist nur mit Quellenangabe zulässig, wobei um vorherige Übersendung eines Belegexemplars gebeten wird.

Aufsicht

Die Basler Kantonalbank unterliegt der Aufsicht durch die Eidg. Finanzmarktaufsicht (FINMA), Laupenstrasse 27, 3003 Bern.

Basler Kantonalbank, Postfach, 4002 Basel
Telefon 061 266 33 33, welcome@bkb.ch, www.bkb.ch

Sie habens gut?
Schön, wenn es so bleibt.

**Anlass «Familie und
Angehörige absichern»**
Jetzt anmelden
www.bkb.ch/vorsorge

Wer vorsorgt, hat ausgesorgt:
Planen Sie mit uns Ihre Zukunft und freuen Sie sich auf alles,
was noch kommt. Wir freuen uns schon mal auf Sie.

www.bkb.ch/vorsorge



**Basler
Kantonalbank**