

Ausblick 2020 – Is the sky the limit?

Der Wirtschaftsaufschwung in Amerika ist der längste in der Landesgeschichte und sorgte in den letzten zehn Jahren für eine starke Marktperformance. Die Risiken sind auch gewachsen. Wenn Anleger sich nur dunkel an die letzte Rezession erinnern, werden sie sorglos. Und je mehr Zeit vergeht, desto schwieriger wird es, die Konjunkturanfälligkeit zu bewerten – selbst für jene, die sich der Risiken bewusst sind.

Makroökonomischer Ausblick

Ein spektakuläres Jahr mit einem breiten Aufwärtstrend in nahezu allen Anlageklassen ist zu Ende gegangen und hat den Anlegern viel Freude bereitet – zumindest, wenn sie investiert waren. In blendender Form zeigten sich insbesondere Aktien. Der S&P 500 Index stieg um ca. +28%, in seiner 147jährigen Geschichte hat der Index sich nur selten besser entwickelt. Allerdings war die diesjährige Rekordfahrt auch eine Reaktion auf das enttäuschende Jahr 2018 (Dax -18.26%). Wie sind die langfristigen Perspektiven und welche sind die Risiken an den Kapitalmärkten? Aktien bleiben bei uns die erste Wahl (zumindest für Anleger mit langfristigem Horizont). Wir erwarten, moderatere Aktienerträge für 2020 - getragen durch Konjunkturimpulse der Zentralbanken, welche in den kommenden Monaten ihre Wirkung entfalten und an einer lockeren Geldpolitik festhalten werden. Zentralbanken können nächstes Jahr noch mehr quantitative Geldlockerung betreiben, um die Wirtschaft zu stimulieren, anstatt die Zinsen weiter zu senken. Wirksamer wäre aber ein Fiskalimpuls. Für einen umfassenderen Aufschwung fehlt es an Staatsausgaben. Zahlreiche Staaten weltweit und vor allem in Europa haben enorme Mittel zur Verfügung. Ob sich die Regierungen trauen, die Staatsausgaben zu erhöhen, ist eine der Unbekannten für das Jahr 2020. Europa braucht Investitionen, die langfristig produktivitätssteigernd sind oder einen Kontrapunkt zu Silicon Valley oder zu Shenzhen zu setzen. Der europäische Kontinent hätte das Talent und die Ausbildungsmöglichkeiten, um in Sachen Innovationskraft ganz vorne mitzuspielen. Solche Investitionen würden die Wertschöpfung nicht nur kurzfristig steigern, sondern das Trendwachstum erhöhen. Die fundamentalen Aussichten erscheinen uns für Aktien weiterhin intakt, aber die Bewertungen sind nicht mehr günstig. Ein schwächeres Gewinnwachstum, steigende Aktienmärkte – das führt zwangsläufig zu höheren Bewertungen. Die Kurs-Gewinn-Verhältnisse für die nächsten 12 Monate liegen beim Stoxx 600 bei 15.9 und beim S&P 500 bei 19.3, während der 30 Jahresmittel bei 14.4 bzw. 16.6 bewegt. Das Gewinnwachstum bleibt verhalten und für 2020 erwarten die Analysten ein Wachstum von ca. 10% für die entwickelten Länder. Das halten wir für zu optimistisch. Die Ursachen liegen auf der Hand: Die BIP-Wachstumserwartung liegen bei 1.9% in Amerika und in Europa bei 1.2%, die Konjunktur ist seit Monaten weltweit dabei, sich immer deutlicher abzukühlen. Die Weltwirtschaft bleibt geprägt durch niedriges Wachstum.

	Anteil	BIP-Wachstum			Inflation		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021
Welt	100,0	2,4	2,4	2,5			
USA	24,2	2,3	1,9	2,2	1,8	2,1	2,3
China	15,8	6,2	5,9	5,6	2,6	2,1	2,2
Japan	5,9	0,9	0,7	0,9	0,5	1,0	1,5
Indien	3,2	7,0	7,0	6,8	3,9	3,8	4,1
Lateinamerika	6,2	1,5	2,3	2,8	8,9	6,6	5,9
Europa	25,7	1,1	1,2	1,7			
Eurozone	16,1	1,2	1,0	1,5	1,2	1,3	1,6
Deutschland	4,7	0,5	0,6	1,5	1,3	1,2	1,6
Frankreich	3,3	1,3	1,3	1,7	1,3	1,7	1,7
Italien	2,4	0,2	0,5	1,0	0,7	1,1	1,4
Spanien	1,7	2,0	1,8	1,8	0,8	1,0	1,5
Anderes Westeuropa							
Großbritannien	3,3	1,3	1,8	2,1	1,9	2,0	2,3
Schweiz	0,8	0,8	1,1	1,5	0,6	0,8	0,9
Schweden	0,7	1,3	1,4	1,8	1,8	1,8	1,9
Osteuropa							
Russland	1,9	0,8	1,0	1,7	4,8	4,0	4,0
Türkei	0,9	-1,3	2,2	3,0	17,2	13,0	11,5

Insbesondere der Automobilssektor ist davon betroffen, welcher mit seinen jährlichen Erlösen von rund 240 Milliarden Euro eine treibende Kraft für den Welthandel ist. Die Inflation (USA 2.1% und Eurozone 1.3% für 2020) bleibt stabil: Der aktuelle Aufschwung in Europa und die Konjunkturdelle in den USA dämpfen den Lohn- und Inflationsdruck. Die Arbeitslosenquote in den USA ist mit 3.5% auf den tiefsten Stand seit 1969 gefallen und könnte inflationäre Auswirkungen bei einer Konjunkturerholung ausüben. Wir gewichten das Wachstum stärker und sehen daher auf absehbare Zeit nicht, dass die Zentralbanken auf die Bremse treten müssen und deshalb bleiben die Notenbanken dank expansiver Geldpolitik Treiber der Kapitalmärkte. Die konjunkturellen Risikofaktoren entschärfen sich und teilweise sind bereits erste Erholungstendenzen erkennbar, so konnte der OECD-Frühindikator das erste Mal seit einem Jahr wieder ansteigen. Der Talboden der Wachstumsabschwächung könnte erreicht sein und gemäss Goldman Sachs liegt die Wahrscheinlichkeit einer Rezession im nächsten Jahr bei lediglich 15%, die meisten Analysten sind etwas vorsichtiger. Für einen Aufschwung spricht, dass 2020 ein

Wahljahr in den USA ist. Die derzeitige Regierung hat somit den Anreiz, fiskalpolitische Impulse zu geben, um die Wählerschaft positiv zu stimmen. Die Historie zeigt, dass die Staatsausgaben in Wahljahren steigen. Die sich abzeichnende Bodenbildung in der globalen Konjunktur sind den deutlichen Fortschritten auf geopolitischer Ebene geschuldet, vor allem im Handelsstreit zwischen den USA und China, die Aussichten auf einen geordneten Austritt Grossbritanniens aus der Europäischen Union und von einem Hoffnungsschimmer für die mit vielen Problemen kämpfende chinesische Wirtschaft. Das als „Phase One Deal“ bezeichnete Abkommen beinhaltet Zugeständnisse auf der chinesischen Seite zum Ankauf von US-Produkten sowie nicht spezifizierte Zusagen bezüglich der Einhaltung von Handelsregeln. Im Gegenzug reduzieren die USA den Zollsatz für Warenimporte im Volumen von rund 120 Mrd. USD auf 7.5%. Leider bleiben viele der umstrittenen Fragen wie zum Beispiel Schutz des geistigen Eigentums oder die chinesische Agenda 2025 unbeantwortet und daher dürfte der Handelsfrieden nicht ewig anhalten! Der Wegfall dieses schwerwiegenden Unsicherheitsfaktors wäre nicht zuletzt für die exportsensitiven Volkswirtschaften in Europa eine positive Entwicklung. In Europa ist die grösste Gefahr nicht Griechenland, Spanien und wahrscheinlich auch nicht Italien, es ist Deutschland mit seinem Sparkurs und Brüsseler Technokraten. Darüber hinaus sind die politischen Antworten Europas auf wirtschaftliche Schocks fast immer falsch. Erleben die USA oder China einen solchen Schock, der droht, dem Wirtschaftswachstum zu schaden, reagieren sie meist mit einer vorbeugenden und antizyklischen Stimulierung der Nachfrage. In Europa hingegen sind die politischen Antworten auf eine schwächere Nachfrage meist prozyklisch: Stockt das Wachstum - lockern die europäischen Regierungen nicht die Haushaltspolitik, sondern erhöhen die Steuern und verringern die öffentlichen Ausgaben, um die Haushaltsdefizite „unter Kontrolle zu halten“. Und die Finanzbehörden verschärfen die Kreditregeln, indem sie die Banken dazu zwingen, ihr Kapital zu erhöhen und ihre Bedingungen für riskante Kredite zu erschweren. Dies trübt die konjunkturellen Aussichten und daher gehen wir nur von einem moderaten Aufschwung in Europa aus. Es ist unmöglich vorherzusagen wie lange eine Hausse dauert und wann diese zu Ende geht. Nach einem bald zehnjährigen Aufwärtstrend befinden wir uns in einer Spätphase des Wirtschaftszyklus. Derzeit sind die einschlägigen Volatilitätsindizes auf extrem tiefem Niveau. Dies will allerdings nicht heissen, dass das Umfeld nicht volatil werden kann. Die wirtschaftlichen Fundamentaldaten zeigen keine extremen Exzesse, einige Sektoren sind stattlich bewertet, darunter Immobilien. Letztlich besteht an der Börse immer die theoretische Gefahr einer Korrektur. Wie der Börsencrash 1989 zeigt, kann eine Korrektur bei hervorragenden Aussichten stattfinden.

Anleihen und Währungen

Angesichts der anhaltenden Tiefzinspolitik sind bei Anleihen Erträge nur über höhere Risiken zu erzielen. Staatsanleihen rentieren deutlich niedriger als gegen Ende früherer Zyklen. Anleihen mit negativer Rendite machen derzeit einen Betrag von mehr als 16 Billionen US-Dollar und somit einen Anteil von fast 30% der

weltweit an den Märkten gehandelten Staats- und Unternehmensanleihen aus. Sind Minuszinsen zu viel des Guten für die Wirtschaft? Steigert man die Dosis eines Medikaments, wird oftmals ein Punkt erreicht, an dem das ursprüngliche Leiden nicht mehr wirkungsvoller bekämpft wird. Die Princeton-Ökonomen Markus Brunnermeier und Yann Koby bezeichnen in einer jüngsten Studie einen Zinssatz als Umkehrzins bei dessen Unterschreitung die Geldpolitik nicht mehr expansiv wirkt, sondern eine Rezession begünstigt. Die Liquidität, die durch die Notenbank geschaffen wird, kommt nicht in der Realwirtschaft an. Die EZB hat wohl in ihren jüngsten Entscheidungen erkannt, dass der Umkehrzins möglicherweise nicht mehr fern ist. Angesichts der aktuellen Trends der Wirtschaftsdaten und der generell expansiven Haltung der globalen Zentralbanken ist es durchaus vorstellbar, dass dieser Zyklus noch weitere 18 Monate – oder gar noch länger – anhalten wird. Daher erwarten wir aktuell keine Zinserhöhungen, um Risiken Rechnung zu tragen achten wir auf mittel bis kurzfristige Laufzeiten und wählen unsere Kreditrisiken sorgfältig aus.

Der Euro dürfte im Falle einer anziehenden Konjunktur gegenüber dem US-Dollar hinzugewinnen. Wir erwarten für das nächste Jahr eine Euro-Erholung von EUR/USD 1.11 in Richtung 1.15 und EUR/CHF von 1.09 auf 1.14.

Fazit

Ob die Wirtschaft 2020 sich tatsächlich erholen kann steht noch nicht abschliessend fest. Dank der Liquidität bzw. „Doping“ der Zentralbanken darf davon ausgegangen werden, dass die Wirtschaft Tritt fasst. Aus unserer Sicht ist diese Politik nicht nachhaltig, viel mehr braucht es Lösungen - Investitionen und Reformen seitens der Regierungen - allen voran in Europa. In den heutigen Börsenkursen sind bereits viele Erwartungen enthalten - sei es hinsichtlich der wirtschaftlichen Erholung oder der Geopolitik wie der Handelsstreit zwischen den USA und China und der Brexit. Die Bewertungen der Unternehmen sind fair, aber nicht günstig und grössere Einbrüche der Unternehmensgewinne sind zurzeit nicht zu erwarten. Für das neue Jahr gehen wir davon aus, dass sich die Volatilität erhöht und die Märkte sich halten können. In der Spätphase eines Wirtschafts-Zyklus kann es immer zu Korrekturen kommen - wer seine Anlagepolitik langfristig und nachhaltig ausrichtet brauch sich davon nicht zu fürchten. Daher bleiben wir bei unserem risikobetonen Ansatz mit einer neutralen leicht übergewichtete Aktienquote und legen den Fokus auf den Gesundheitsmarkt, Dividendenaktien und Zukunftsthemen wie Demografie, Digitalisierung und Umwelttechnik. Es wäre vermessen zu glauben, der Aufschwung halte ewig. Es ist unmöglich, die nächste Rezession vorherzusagen und den Wiedereinstieg in den Aktienmarkt zu planen. Ein Vermögen sollte unseres Erachtens stets diversifiziert und nachhaltig aufgestellt sein, dass es Krisen weitgehend unbeschadet übersteht. Wer Chancen nutzt und auf die Qualität seiner Anlagen vertrauen kann sowie einen langfristigen Anlagehorizont hat, sollte Turbulenzen nicht fürchten müssen.