

Anlagen **aktuell**

Moderates Wachstum – keine Rezession

Höhenangst nach langem Aufschwung

Manch ein Investor mag sich nach dem langjährigen Aufschwung an den Aktienmärkten und den beträchtlichen Kursgewinnen im 2019 überlegen, seine Schäfchen ins Trockene zu bringen. Attraktive Ertragsalternativen zu Aktien und Gold scheint es allerdings nicht zu geben, da Staatsanleihen neben Negativrenditen ein erhebliches Kursrisiko aufweisen. Anstelle des Handelsstreits wird die Auseinandersetzung der USA mit dem Iran 2020 für eine erhöhte Volatilität an den Märkten sorgen.

"Tanzen, solange die Musik spielt"?

Das Jahr 2019 war für Anleger fast zu schön: Hohe Kursgewinne allenthalben bei Aktien, Obligationen und Gold. Einzig US-Präsident Trump sorgte mit seinen Tweets zum Handelsstreit für etwas Volatilität an den Aktienmärkten und strapazierte damit immer wieder das Nervenkostüm der Anleger. Manch ein Investor mag sich ob all dieser Herrlichkeit fragen, ob es nicht langsam Zeit ist, nach einem Kursplus von 20% bis 30% an den meisten Aktienmärkten seine Schäfchen ins Trockene zu bringen. Immerhin befindet sich die Hausse an den US-Aktienmärkten nun im 12. Jahr und die Kurse an den US-Obligationenmärkten steigen nun seit sage und schreibe 38 Jahren. Erstaunlich ist auch, dass die Märkte 2019 die unwägbarsten Risiken in zahlreichen Krisengebieten weitgehend negierten. Der Anleger-Euphorie wenig anhaben konnte auch, dass das Wachstum der Weltwirtschaft nach einem jahrzehntelangen Durchschnitt von über 4% auf nunmehr 3% gesunken ist. Ob all diesem Überschwang ist es kaum erstaunlich, dass Crashpropheten Hochkonjunktur haben, wie ein Bestseller unter deutschen Anlegern mit dem warnenden Titel "Der grösste Crash aller Zeiten" belegt.

Alle Anlageklassen hoch bewertet

Erschwert wird das Entscheidungskalkül der Anleger durch den Umstand, dass alle Anlageklassen von Aktien zu Obligationen zu Immobilien hoch bewertet sind und Staatsanleihen als "sicherste" aller Anlagen kaum mehr Erträge abwerfen und nach dem jahrzehntelangen Rally ein nicht unerhebliches Kursrisiko aufweisen. Will man nicht – wie der oben genannte Crash-Bestseller empfiehlt – all sein Geld in "Realwerte" wie Wald und Whisky (!) investieren, scheint an risikoreicheren Anlagen auch 2020 kein Weg vorbeizuführen.

Immerhin hat sich das wirtschaftliche Umfeld in den letzten Monaten leicht aufgehellt und die Konjunktur scheint sich auch in Europa auf moderatem Niveau zu stabilisieren. Hinzu kommt, dass die US-Notenbank mit ihren drei Zinssenkungen im 2019 ein klares Signal für eine unterstützende Geldpolitik gesendet hat. Weltweit ist mit wenigen Ausnahmen für längere Zeit nicht mit Zinserhöhungen zu rechnen und in einigen Schwellenländern sind auch 2020 weitere geldpolitische Lockerungen zu erwarten.

Das Glas ist mindestens halbvoll

Vorerst vom Tisch scheint auch der grösste potentielle Spielverderber, der Handelsstreit zwischen den USA und China. Präsident Trump hat eingesehen, dass er mit einer Eskalation der Auseinandersetzung und erratischen Zollerhöhungen das Risiko läuft, die US-Wirtschaft abzuwürgen und seine Wiederwahl zu gefährden. Ähnlich will auch China mit einem Temporärfrieden Zeit gewinnen, die Konjunktur zu stabilisieren, die Handelsströme nach Asien und Europa umzulenken und die Technologieabhängigkeit von den USA zu reduzieren. Unterstützung bekommen die Aktienmärkte auch von der erwarteten Gewinnentwicklung, einschliesslich der amerikanischen Leitbörse.

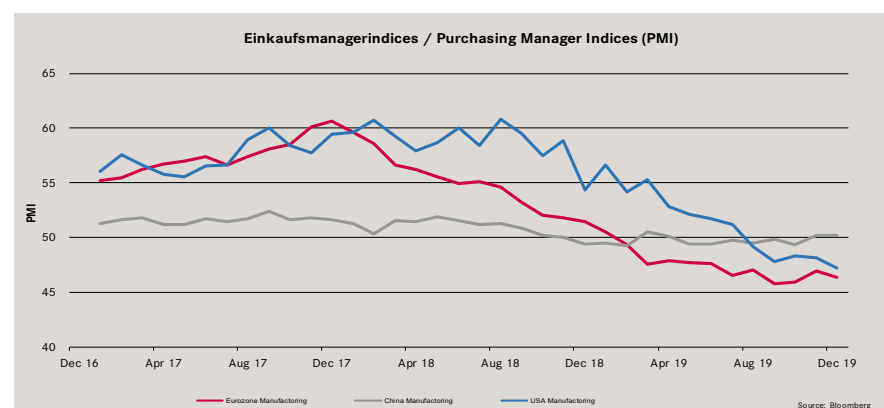
2019 sind die Gewinne der US-Unternehmen nach dem fulminanten Gewinnanstieg 2018 als Folge der Steuerreform gesamthaft kaum mehr gewachsen. Für 2020 wird nun wieder ein Gewinnwachstum von 6% bis 10% erwartet. Steigende Gewinne werden auch für Unternehmen in Europa, Japan und den meisten Schwellenländern erwartet.

Zudem mag erstaunen, dass die Aktienmärkte nach dem fulminanten Kursanstieg im 2019 selbst in den USA fundamental nicht eindeutig überbewertet erscheinen. So beträgt das aktuelle *Kurs-Gewinn-Verhältnis* der S&P 500 Unternehmen rund 18 bei einem Mittel von 16.25 in den letzten 25 Jahren. Nimmt man mit der *Risikoprämie für Aktien* (erwartete Gewinnrendite Aktien minus risikofreier Zinssatz) einen Massstab, welcher das tiefe Zinsniveau mitberücksichtigt, liegt diese selbst für die "teueren" US-Aktien immer noch bei rund 4% und damit deutlich höher als etwa in der Periode von 1995 bis 2007.

Folgerungen für die Anlagestrategie

Auf diesem Hintergrund empfehlen wir, Staatsanleihen deutlich unterzugewichten und die Aktienquote nicht zu reduzieren, auch wenn für das kommende Jahr nur mit einstelligen Kursavancen gerechnet werden kann. US-Aktien werden tiefer gewichtet zugunsten von Aktien von Firmen aus Schwellenländern, die von einem schwächeren Dollar profitieren. Und "last but not least" bildet Gold in einem Tiefzinsumfeld weiterhin eine sinnvolle Absicherung gegen unterschiedliche Arten von wirtschaftlichen und politischen Risiken.

Prof. Markus Ruffner



Stabilisierung auf tiefem Niveau

Auch wenn es schwierig ist, die Auswirkungen des Handelsstreits zwischen den USA und China genau zu beziffern, kann davon ausgegangen werden, dass das Aufbrechen bestehender Wertschöpfungsketten durch die sprunghaften Tariftscheide und deren lähmenden Wirkung auf Investitionsentscheidungen spürbare Wachstumseinbußen hinterlassen haben. So schätzt beispielsweise der weltweit führende Kreditversicherer Euler Hermes, dass der Weltmarkt gemessen am Wert der gehandelten Waren 2019 um rund 1.7% geschrumpft ist. Der oberflächliche Mini-Deal zwischen den USA und China wird allenfalls zu einer moderaten Erholung des Welthandels mit 1% bis 2% Wachstum im Jahre 2020 führen. Dennoch scheint sich abzuzeichnen, dass die Konjunktur in den meisten Ländern Boden gefunden hat. Mit dazu beigetragen hat sicherlich die geldpolitische Kehrtwende der amerikanischen Notenbank mit drei Zinssenkungen und dem Signal, situativ bzw. akkommodierend auf das konjunkturelle Umfeld zu reagieren. Fast noch mehr als die Notenbanken haben die Konsumenten zu einer Stabilisierung der wirtschaftlichen Lage beigetragen. In den USA haben vor allem Realloohnerhöhungen in der Größenordnung von 1.5% bis 2% den Aufschwung begünstigt, während sich in Europa die tiefe Arbeitslosigkeit (aktuell 7.4% nach über 12.1% im Jahre 2013) als stete Konsumstütze erweist. Insgesamt zeichnet sich ab, dass sich die globale Industrieproduktion auf moderatem Niveau stabilisiert. Für die **USA** muss dennoch im konjunkturellen Spätzyklus für 2020 mit einer Wachstumsverlangsamung von 2.2% im Jahre 2019 auf 1.8% gerechnet werden. Die US-

Wirtschaft erscheint ausreichend robust, im Jahr 2020 pro Monat mindestens rund 125'000 neue Stellen schaffen zu können, sodass die Arbeitslosenrate weiterhin auf rekordtiefem Niveau verbleiben sollte.

In **Europa** zeichnet sich ein halbwegs geordneter, aber dennoch wirtschaftlich schmerzhafter Brexit ab, der für **Grossbritannien** einschneidende Auswirkungen haben wird. Auch für die Eurozone muss 2020 mit einer weiteren Wachstumsabschwächung von 1.2% im Jahre 2019 auf 1.0% gerechnet werden. Die Zeichen mehren sich, dass die Wirksamkeit der geldpolitischen Lockerung im Euro-Raum stark abgenommen hat. Gemeinhin werden deshalb vorab den wirtschaftlich stärkeren Ländern fiskalpolitische Massnahmen empfohlen, um das schleppende Wachstum zu beschleunigen. Immerhin sind in **Deutschland** ein Ausgabenpaket zur Begrenzung des Klimawandels und in **Holland** ein Steuerreduktionsprogramm geplant.

Erholung in den Schwellenländern

Zahlreiche Länder, die den Emerging Markets zugeordnet werden, haben im Jahre 2019 geld- und fiskalpolitische Massnahmen umgesetzt, welche die Wirtschaft unterstützen sollen. Schwellenländer dürften zusätzlich zu den Hauptprofiteuren eines schwächeren Dollar zählen. Entsprechend kann erwartet werden, dass insbesondere **Indien, Brasilien** und **Russland** 2020 stärker wachsen werden als im Vorjahr. Einzig für China wird 2020 auch als Folge des Handelsstreits eine weitere Wachstumsabschwächung auf rund 5.7% erwartet, wobei das Land der Mitte damit aber immer noch 1.5 Mal so viel zum weltwirtschaftlichen Wachstum beitragen wird wie die USA.

Strategie

Asset Allocation	Untergewichtet	Neutral	Übergewichtet
Liquidität			■
Obligationen	■	■	
Aktien		■	■
Immobilien		■	■
Rohstoffe		■	■
Edelmetalle			■

Obligationen sollten in einem Umfeld rekordtiefer Zinsen untergewichtet werden. Unternehmens-Anleihen sowie Hochzins- und Schwellenländeranleihen bieten eine Alternative.

Aktien weisen nach den deutlichen Kursavancen kurzfristig ein Rückschlagpotential auf. Eine Kursstütze bilden die Erwartungen auf steigende Gewinne, wie auch die Aussicht auf tiefe Zinsen.

Die Preise gewerblicher **Immobilien** bergen in zahlreichen Ländern ein Konsolidierungsrisiko. In einigen europäischen Ländern (z.B. Deutschland) besteht nach wie vor Potential für höhere Immobilienpreise, vorab im mittelständischen Wohnungsbau. Interessant sind Immobilien-Unternehmen, die sich auf Liegenschaften mit Cloud-Infrastruktur spezialisiert haben.

Rohstoffe: Die gestiegenen Preise für Erdöl bergen ein gewisses Rückschlagpotential aufgrund eines sich abzeichnenden Angebotsüberhangs. Das Preisniveau lässt sich nur halten, wenn es den OPEC-Ländern gelingt, ihre preisstützenden Massnahmen fortzusetzen.

Edelmetalle: Wir betrachten Gold und Silber hauptsächlich als Absicherung gegen globale Politikrisiken. Anhaltend tiefe Zinsen reduzieren die Opportunitätskosten für das Halten von Gold.

	Reales BIP-Wachstum			Inflation			Output Gap	Defizit	Verschuldung	CDS Spanne	Realzins
	in %			in %			in %	in% BIP	in% BIP	in bp	in %
	2018	2019	2020E	2018	2019	2020E		2019	2019		
USA	2.8	2.3	1.8	2.5	1.8	1.9	-1.12	-4.7	82.3	16.8	-0.01
Euro-Zone	2.3	1.2	1	1.6	1.2	1	0.03	-0.5	n.e.	n.e.	n.e.
Deutschland	2.2	0.6	0.5	1.7	1.3	1.2	0.00	1.9	64.1	9.91	-1.60
Frankreich	2	1.3	1.2	1.8	1.3	1.2	0.55	-2.5	97.0	20.06	-1.29
Italien	1.4	0.2	1.3	1.2	0.7	0.7	-4.10	-2.2	131.5	130.95	0.63
UK	1.4	1.3	1.4	2.5	1.8	2.1	-3.43	-2.3	87.0	21.88	-1.06
Schweiz	2.2	0.8	1.3	0.8	0.4	0.5	-2.66	0.441	42.8	10.77	-0.97
Japan	1.3	0.8	0.4	1.1	0.4	0.1	-1.37	-1.86	236.4	22.31	-0.43
China	6.6	6.1	5.7	2.3	2.9	2.2	n.e.	-4.17	47.8	33.96	0.23
Indien	7.3	4.9	6.3	4.7	3.4	3.4	n.e.	-3.61	70.2	71.08	3.16
Russland	1.8	1.1	1.7	3	4.5	3.4	n.e.	0.80	17.4	59.25	1.86
Brasilien	2.2	0.9	2.6	3.4	3.6	3.5	n.e.	-6.36	84.0	102.53	0.07

Quellen: Bloomberg, Goldman Sachs, IMF, Economist, NPB Neue Privat Bank

Aktienmärkte – fundamentale Bewertungen (Performance in Lokalwährungen)

	Performance Aktien (in %) 2019	Preis/Buchwert	KGV aktuell	KGV 2020E	Dividendenrendite 2020E	Index
USA	29.59	3.63	21.63	16.76	2.03	S&P 500
Deutschland	25.48	1.63	24.53	12.67	3.36	DAX
Frankreich	27.86	1.77	21.65	13.83	3.55	CAC 40
Italien	28.28	1.22	14.27	10.82	4.52	FTSE MIB
UK	12.67	1.81	18.44	12.71	4.58	FTSE 100
Schweiz	25.95	2.79	25.17	15.48	3.36	SMI
Japan	18.20	1.77	18.46	16.47	2.09	NIKKEI
China	11.04	1.23	11.03	9.87	4.09	Hang Seng
Indien	12.85	2.89	26.17	17.16	1.71	Nifty
Russland	45.28	1.05	6.83	6.47	n/a	RTS
Brasilien	31.58	2.37	18.64	12.29	3.76	BOVESPA

Quelle: Bloomberg 3.01.2020

Dem FED und den Wahlen sei Dank

Nachdem sich die Aktienmärkte zwischen Mai und Oktober nicht stark bewegt hatten, kam es im letzten Quartal 2019 zu einer fast beispiellosen Aktienrally. Die drei Zinsschritte des FED bestärkten die Anleger in der Meinung, dass die US-Wirtschaft robust genug ist, um auch in der Spätphase des Konjunkturzyklus einer Rezession zu trotzen. Balsam für die Seele der Aktienanleger waren auch die wiederholten Ankündigungen des Präsidenten und seiner Unterhändler, dass die erste Phase eines Handelsabkommens vor einem vielversprechenden Abschluss stehe. Auch wenn immer noch unklar ist, was genau in diesem Mini-Abkommen abgemacht wurde, scheint

Schwierige Suche nach Renditen

Wer hätte angesichts des tiefen Zinsniveaus gedacht, dass 2019 zu einem ausgesprochen guten Jahr für Obligationen würde. Entgegen den meisten Prognosen haben sich die Renditen auf Staatsanleihen nochmals deutlich reduziert. Ein massiv steigendes US-Defizit von über 1000 Milliarden im Jahre 2019 und ein entsprechender Refinanzierungsbedarf konnten dem Obligationenrally nichts anhaben. 10-jährige US-Staatsanleihen rentieren mittlerweile noch rund 1.8% nach 2.71% zu Beginn des Jahres. Im Gleichschritt sind auch die Renditen für 10-jährige Staatsanleihen in Schweizerfranken und in Euro (Deutschland) mit -0.56% und -0.275% nochmals deutlich zurückgekommen. Grundsätzlich kann damit gerechnet werden, dass die Notenbanken 2020 kaum Zinserhöhungen vornehmen werden. Dennoch ist es in einer Phase der konjunkturellen Stabilisierung durchaus möglich, dass die Zinskurven wieder steiler werden, was mit Kursverlusten bei Anleihen verbunden wäre. Entsprechend empfehlen wir kürzere Laufzeiten. Während Anleger

ein Teil der angekündigten Zollerhöhungen vom Tisch. Allgemein wird deshalb davon ausgegangen, dass zumindest bis zu den US-Wahlen an der Handelsfront Ruhe einkehren dürfte.

Überzogene Gewinnerwartungen?

Sicherlich nicht abträglich war dem Kursrally an den Aktienmärkten auch der Umstand, dass die Analysten ihre Gewinn-schätzungen für 2020 angehoben haben. Nachdem für 2019 für die globalen Aktienmärkte ein Konsensus-Gewinnwachstum von rund 1% geschätzt wurde, sind die Erwartungen mit rund 10% Gewinnwachstum für 2020 deutlich nach oben gerichtet. Den stärksten Gewinnanstieg dürften (erstaunlich

mit USD als Referenzwährung immer noch positive Renditen in Statsanleihen erzielen können, müssen sich Anleger in CHF oder EUR aufgrund der Negativzinsen der Notenbanken schon viel weiter in griechische oder italienische Staatsanleihen bzw. in Unternehmensanleihen vorwagen, um positive Renditen zu erzielen. Generell ist der Aufschlag der für Unternehmensanleihen mit Investment-Rating erzielt werden kann, deutlich zurückgekommen. Entsprechend muss bei Anlagen in Unternehmensanleihen sehr

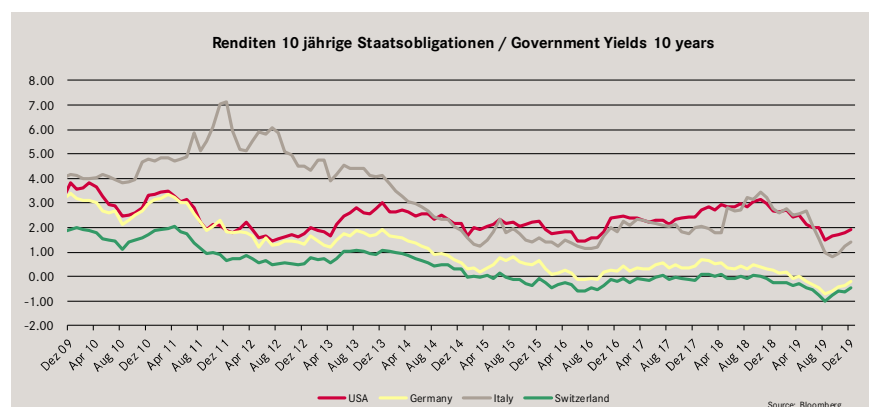
cherweise?) britische Unternehmen ausweisen, die von der starken Abwertung des Pfundes profitieren. Rund 15% höhere Profite werden auch für Firmen in Entwicklungsländern erwartet, die zudem von einer weiteren Dollarabschwächung profitieren würden. Insbesondere amerikanische Wert-schriftenhäuser erachten die Gewinnprognosen für die USA allerdings als überzogen, da steigende Lohnstückkosten im konjunkturellen Spätzyklus die Gewinnmargen der Unternehmen reduzieren.

Neue Favoriten

Aufgrund der fundamentalen Bewertungen, der relativen Unterperformance in den letzten Jahren und den Gewinnprognosen verschieben wir die Gewichte leicht von "teuren" Märkten wie den USA zu "billigeren" Aktien in den Schwellenländern. Dabei scheinen uns insbesondere die Technologietitel in China wie etwa auch die sehr günstigen russischen Titel interessant. Als Tournaround-Situation bieten sich "ausverkaufte" britische Titel an, die in Anbetracht eines halbwegs geordneten Brexits Aufholpotential bergen.

Generell muss in einem US-Wahljahr mit erhöhter Volatilität gerechnet werden, wobei ein sich abzeichnender Sieg einer "linken" demokratischen Kandidatin wohl zu massiven Abgaben in exponierten Sektoren führen würde. Wer immer auch amerikanische(r) Präsident(in) wird, auf eine Fortsetzung des Handelsstreits nach den US-Wahlen im November kann gewettet werden.

selektiv vorgegangen werden. Wichtig ist dabei zu wissen, dass die aktuell auf tiefem Niveau liegenden Ausfallraten bei Obligationen primär von unternehmens- und sektorspezifischen Faktoren und weniger von konjunkturellen Faktoren abhängig sind. Deutlich höhere Renditen können mit gut diversifizierten Anleihen von Schuldnern aus Schwellenländern und Hochzinsanleihen erzielt werden, die sich als Beimischung in einem Obligationenportefeuille eignen.



Kurzfristige Zinsen (Geldmarkt Libor 3 Monate)

Wir rechnen 2020 nicht mit weiteren Zinsschritten der US-Notenbank und der EZB. Umgekehrt wird die EZB die expansive Geldpolitik noch mehrere Jahre weiterführen müssen, um einzelne südliche Mitgliedsländer nicht zusätzlich zu belasten.

	Ende 2018	Ende 2019	12 Monate
CHF	-0.72	-0.69	-0.70
EUR	-0.36	-0.42	-0.40
USD	2.80	1.91	1.80
JPY	-0.08	-0.05	0.00

Langfristige Zinsen (10-jährige Staatsanleihen)

Aufgrund einer sich stabilisierenden Konjunktur rechnen wir mit leicht steigenden Anleihsrenditen (z.B. auf 2.3% für US-Staatsanleihen). Wir erwarten zudem leicht steilere Zinskurven für CHF und EUR.

	Ende 2018	Ende 2019	12 Monate
CHF	-0.28	-0.50	-0.30
EUR/GER	0.24	-0.19	0.20
USD	2.72	1.88	2.30
JPY	-0.01	-0.02	0.10

Aktienmärkte

Wir gehen bei volatilen Märkten von moderat höheren Aktienkursen auf das Jahresende 2020 aus. Obwohl europäische Dividentitel bei international orientierten Investoren out sind, empfehlen wir aufgrund der hohen Bewertungsunterschiede eine Gleichgewichtung von Aktien amerikanischer und europäischer Firmen. Selektiv sollen einzelne Aktienmärkte (Schwellenländer und Grossbritannien) Übergewichtet werden.

	Ende 2018	Ende 2019	YTD %	12 Monate
USA	2486	3221	29.59%	3'400
Deutschland	10559	13249	25.48%	13'800
Frankreich	4679	5982	27.86%	6'200
Italien	18324	23506	28.28%	24'300
UK	6734	7587	12.67%	7'800
Schweiz	8429	10617	25.95%	11'000
Japan	20015	23657	18.20%	25'000
China/HK	25504	28319	11.04%	31'000
Indien	10860	12256	12.85%	13'500
Russland	1066	1549	45.28%	1'800
Brasilien	87887	115645	31.58%	120'000

Erdöl und Gold

Die Erdölpreise haben sich im abgelaufenen Jahr deutlich erholt. Da sich die Nachfrage verhalten entwickelt, besteht die Gefahr eines Angebotsüberhangs. Aufgrund der gestiegenen Produktion der US-Schieferölproduzenten bedarf es einer Fortsetzung der Produktionskürzungen der OPEC-Länder, um die Preise auf dem aktuellen Niveau zu stabilisieren. Gold bleibt eine sinnvolle Absicherung gegen globale (Politik-)Risiken.

	Ende 2018	Ende 2019	YTD %	12 Monate
Erdöl (WTI)	47.90	61.68	28.77%	58
Gold	1278.97	1515.20	18.47%	1650

Wechselkurse

Wir rechnen mit einer Abwertung des USD aufgrund der Inflationsdifferenzen zum EUR und CHF. Ebenso dürfte die Rolle des USD als "Safe Haven" an Bedeutung verlieren.

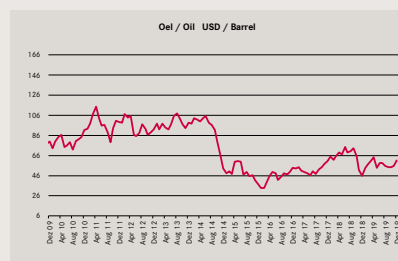
	Ende 2018	Ende 2019	YTD %	12 Monate
EUR/CHF	1.1259	1.0854	-3.60%	1.08
USD/CHF	0.9846	0.9681	-1.68%	0.94
EUR/USD	1.1444	1.1211	-2.04%	1.15
EUR/JPY	126.2600	122.1100	-3.29%	123

Quelle: Bloomberg 3.01.2020

Interessante Charts



Quelle: Bloomberg



Impressum

NPB Neue Privat Bank AG
 Limmatquai 1 | am Bellevue
 Postfach
 CH-8024 Zürich
 Telefon +41 44 265 1188
 Fax +41 44 265 1189
 info@npb-bank.ch
 www.npb-bank.ch

Rechtliche Hinweise

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen aus zuverlässigen Quellen und wurden sorgfältig zusammengestellt. Dennoch besteht kein Anspruch oder eine Garantie bezüglich deren Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit.