

## 1. Überblick

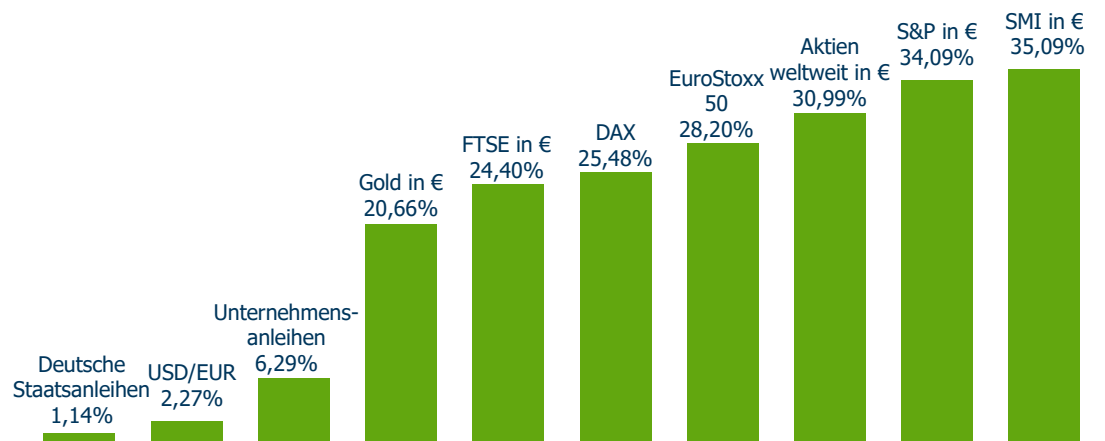
Die amerikanische FED sorgte im Laufe des Jahres 2019 durch die 180°-Wendung ihrer Zins- und Liquiditätspolitik dafür, dass Anleger trotz der schwierigen wirtschaftlichen Situation auf ein sehr positives Jahr 2019 zurückschauen können. Damit nimmt der Markt bereits viel Positives für das Jahr 2020 vorweg, insbesondere eine deutliche Erholung der aktuellen Wirtschaftsindikatoren.

Im Laufe des Jahres 2019 verlor die globale Konjunkturlage maßgeblich wegen exogener Risiken im Rahmen der US-Geo- und Handelspolitik an Dynamik. So wurde die Wachstumsprognose des IWF für das Jahr sukzessive von anfangs 3,7% auf 3,0% reduziert. Der durch die US-Politik geschürte Handelskonflikt belastete insbesondere den globalen Investitionsgütersektor. Entsprechend waren die Eurozone und Deutschland durch die Schwäche dieses Sektors besonders belastet. Der Haupteinflussfaktor der zunehmenden realwirtschaftlichen Zurückhaltung waren die verschärften Aktionen der USA im Handelskrieg mit China. Der BREXIT stand medial weiter im Fokus. Die Folgen für die Real- und die Finanzwirtschaft blieben allerdings überschaubar. Der Abschied der Briten ist vom Markt eingepreist. Die Lage im Nahen Osten bleibt wegen der Auseinandersetzung Iran/Irak/Saudi-Arabien fragil; der Drohnenangriff auf den hochrangigen iranischen General Soleimani gleich zu Jahresbeginn untermauert dies. Hier ist eine weitere Eskalation wahrscheinlich. Auch das Thema Nordkorea ist weiter ungelöst. Beide Themen waren kaum auf dem Radarschirm in 2019, was sich allerdings 2020 ändern sollte. Der Disput um die Ukraine blieb ebenfalls zunächst ungelöst. Aktuelle Entwicklungen erlauben aber wieder Zuversicht.

Die wirtschaftlichen Frühindikatoren der OECD sanken im Jahresverlauf und notieren unterhalb der Marke von 100 (= durchschnittliches Wachstum). Dieser Index spiegelt deutlich den belastenden Einfluss der US-Politik auf die globale Wirtschaft wider.

Verlangsamte  
globale Konjunktur  
in 2019  
-  
Besserung 2020  
erwartet

### Marktüberblick für das Kalenderjahr 2019



Quelle: Marktdaten, Bloomberg

Wie sieht der Konjunkturausblick für 2020 aus? Das globale Wachstum per Ende 2019 mit 3% (IWF-Prognose) kann als Ausdruck erheblicher Widerstandskraft der Weltwirtschaft im Hinblick auf die Auswirkung der US-Agitation gesehen werden. Dieser Effekt sollte sich 2020 fortsetzen. Gerade die robuste Verfassung der Dienstleistungssektoren in den aufstrebenden Ländern Asiens ist ein Grund dafür. Diese entkoppeln sich zunehmend von der direkten Abhängigkeit des Konjunkturzyklus der Industrienationen, besonders den USA. Auch nimmt der Handel zwischen den asiatischen Ländern merklich zu, wie die größte geplante Freihandelszone der Welt - RCEP (u.a. mit China, Indien, Indonesien und Malaysia) - zeigt. Diese Zone würde 40% des Welthandelsvolumens vereinen. Das Gewicht der westlichen Industrienationen verliert somit zusehends an Bedeutung in Bezug auf den globalen Konjunkturzyklus. Ein weiterer Punkt der Widerstandskraft ist in der Kreativität der global organisierten Realwirtschaft erkennbar. Handelshemmnisse durch Sanktionen führen zu pragmatischen und zügigen Lösungen. Die Wirtschaftsteilnehmer sind agiler als die Politik in der Problembewältigung. Verstärkend kommt hinzu, dass es Hoffnung auf eine temporäre Entspannung in der Auseinandersetzung der USA mit China in der Handelspolitik gibt. Im letzten halben Jahr war die Konjunkturlage der USA deswegen zunehmend in Mitleidenschaft gezogen worden. 2020 ist ein US-Wahljahr und kein amtierender Präsident, der sich der Wiederwahl stellt, hat ein Interesse an

US-Wahl,  
Notenbankpolitik &  
Handelskonflikt  
sind neben der  
Geopolitik  
beherrschende  
Themen 2020

einer Konjunkturschwäche, die seine Wahlchancen mindern würde. Eine Entspannung hätte auf Sicht ein leicht erhöhtes Wachstum auf globaler Ebene zur Folge. Zusätzlich ergibt sich im globalen Investitionsgüterzyklus nach fast zweijähriger ausgeprägter Schwäche nun Aufholpotenzial. Dieses könnte sich im 2. Halbjahr 2020 manifestieren. Zusammenfassend ergibt sich somit ein besseres Wachstumsbild für 2020 als im Jahr 2019.

## 2. Unsere Einschätzungen für 2020

- Globales Weltwirtschaftswachstum von mehr als 3% eröffnet für Unternehmen Skaleneffekte in Umsatz und anteilig im Ertrag.
- Notenbanken expansiv unterwegs, weitere Zinssenkungen in den USA wahrscheinlich, da Risiken in der sehr hohen US-Unternehmens- und Konsumverschuldung immanent sind.
- EZB-Politik der ruhigen Hand - das durch Mario Draghi begonnene Quantitative Easing (QE) wird fortgeführt. Frau Lagarde wird die engere Bindung der einzelnen Mitgliedstaaten suchen.
- Das Zinsniveau sollte auf einem sehr niedrigen Niveau verharren. Kurzfristige technische Zinssteigerungen von bis zu 100bp sind aber jederzeit als Risiko zu berücksichtigen.
- Politik der relativ ruhigen Hand in China – Konflikt mit den USA sollte weniger intensiv in 2020 geführt werden. Für China zählt die Umsetzung einer langfristigen Strategie.
- Monetär stehen die Börsenampeln auf Grün – es dürfte genug Überschussliquidität vorhanden sein, die für eine mittelfristig positive Aktienmarktrendenz weltweit spricht.
- Dadurch ein „Goldilocks“ – Szenario, die Wirtschaft wächst unterdurchschnittlich, das wiederum verstärkte monetäre Stimulierungsmaßnahmen der Notenbanken zur Folge hat.
- Der damit einhergehende „Anlagenotstand“ wird 2020 akuter und motiviert verstärkt die Kapitalmarktteilnehmer sich mit Alternativen zur Liquiditätshaltung zu beschäftigen.
- 2020 ist ein US-Wahljahr - die Wirtschaft sollte weiter fiskalpolitisch von der Trump-Administration unterstützt werden. Die FED wird nicht bremsen.
- Risiken und Unsicherheiten liegen in einem potenziell wirtschaftskritischen demokratischen US-Präsidentschaftskandidat und einem Aufflammen von Konflikten in geopolitisch fragilen Regionen (Iran, Nordkorea, Syrien).
- Achilles-Ferse ist die fundamentale Situation der US-Konjunktur bzw. der US-Unternehmen. Im Jahr 2019 hat sich ein „Bewertungs-Gap“ zwischen Indexbewertung und den rückläufigen US-Unternehmensgewinnen ergeben – dies macht Korrekturen am Aktienmarkt durchaus möglich. Eine leichte Gewinnerholung der Unternehmen hat der Markt bereits 2019 vorweggenommen.
- Wir gehen somit weiter von teils deutlichen Schwankungen und Anpassungen an den Märkten aus. Risiken sehen wir besonders in den hochbewerteten Branchen. Chancen werden durch die Schwankungen entstehen, die es zu nutzen gilt.

**Anleihen:** Kupon verdienen reicht für 2020 nicht aus. Selbst kleinere Zinsanstiege führen schnell zu negativen Ergebnissen. Ein flexibles Durations- und Bonitätsmanagement bleibt der Schlüssel für eine positive Performance.

**Aktien:** Weiterhin überwiegen die Aussichten für die defensiven Branchen Gesundheit, Ernährung & Agrar und Basiskonsum. Mittelfristig sollten Aktien weiter von den monetären Rahmenbedingungen profitieren. „Buy the dip“ als Maßgabe.

**Substananzanlagen:** Gold ist unter Diversifikationsaspekten und aufgrund der derzeitigen Risiken ein fester Bestandteil der Portfolios.

**Währungen:** Der US-Dollar (USD) verliert gegenüber dem Euro (und anderen Hartwährungen) an Boden, weil sich die Zinsdifferenz zu Lasten des USD bewegen wird und die europäische Struktur- und Konjunkturlage 2020 positive Akzente setzen kann.

Die Währungen aufstrebender Länder mit starken Leistungsbilanzen verfügen gegenüber dem USD über Aufwertungspotenzial.

## 3. Bericht vom Markt

### 3.1 *Ein Jahr der wirtschaftlichen Stabilisierung?*

Trotz der Sorgen über eine globale Wachstumsabschwächung glauben wir, dass die expansive Fiskal- und Geldpolitik ausreichend sein dürfte, um den sehr langen Konjunkturzyklus weiter zu verlängern. Die Hypothese, dass wir uns nicht mehr in einem Konjunkturabschwung, sondern wieder im frühen Stadium des Wachstums befinden, stützt sich hauptsächlich auf die Tatsache, dass die Zentralbanken der Wirtschaft in der zweiten Jahreshälfte 2019 neue Impulse geben konnten. Notenbanken können durch ihre Geldschöpfungsaktivitäten die Verschuldungsprobleme der Regierungen überdecken, solange die Inflation nicht gefährlich hochschnellt und die Zinsen der Staatsanleihen unterhalb des Wirtschaftswachstums liegen. Private Schulden sind dagegen für Notenbanken und Regierungen nicht so einfach in den Griff zu bekommen und können globale Krisen auslösen. Somit stellen die erheblichen Schulden der US-Unternehmen und Verbraucher aktuell eine potenzielle Gefahr für das Welt-Finanzsystem dar. Aus diesem Grund dürfte es in den USA weitere Zinssenkungen geben.

Der alles überlagernde Handelskonflikt zwischen den USA und China läuft für die Phase I der Verhandlungen in eine Teileinigung und sorgt zumindest kurzfristig für eine Beruhigung der Situation. Das Damoklesschwert eines Wiederauflebens der Handelsspannungen zwischen den USA, China und eventuell auch Europa schwebt aber auch 2020 über den Märkten und könnte sie jederzeit wieder deutlich unter Druck setzen. Ebenfalls wesentlichen Einfluss dürfte der Ausgang der Wahlen in den USA haben. Noch ist es zu früh für eine Tendenz, da sich erst im März bei den Vorwahlen der Demokaten ein Herausforderer herauskristalisieren wird. Die Börsen würden die wirtschaftsfreundlichen Kandidaten Biden oder Bloomberg präferieren und bei Bernie Sanders und Elizabeth Warren vermutlich verschnupft reagieren.

Die Überschrift „Year in a word: Decoupling“ wie die Financial Times im Dezember titelte - also die Entkopplung von den USA und die Veränderung des transatlantischen Bündnisses - wird Europa in 2020 begleiten. Getreu dem Motto von Henry Kissinger „wir haben keine dauerhaften Freunde oder Feinde, nur Interessen“ wird sich Europa und ganz speziell Deutschland bei (geo)politischen Konflikten klarer als in der Vergangenheit positionieren müssen. Die Abhängigkeit von den USA wird dabei abnehmen. Es gilt neue Partner zu finden und die eigene Stärke Europas in der Weltgemeinschaft klarer herauszustellen. Dies klappt nur mit einem einheitlich auftretenden Europa. Hier kommt auch der EZB als liquiditätspolitischer Begleiter der einzelnen Staatshaushalte eine stärkere Rolle zu. So kann auch die Klimapolitik nur durch ein geeintes, multilaterales Vorgehen Lösungen eröffnen. Dies fordert Kompromisse für Maßnahmen, die dann dauerhaft nur mit wirtschaftlichem Aufschwung umgesetzt werden können.

### 3.2 *USA: Konjunkturschwäche – FED sollte Zinsen weiter senken*

Am 15. Januar wird der erste Teil des Handelsabkommens zwischen den USA und China unterschrieben. Damit wird ein Teil der Unsicherheit der Marktteilnehmer bezüglich des Handelskonfliktes reduziert werden können. Dieses ist auch dringend notwendig, da sowohl die US-Unternehmensgewinne als auch die Wachstumsraten der Volkswirtschaft (zuletzt weniger als 1%) deutlich zurückkamen. Primär waren es die US-Konsumausgaben, die noch zu einem ordentlichen Wachstum beitragen konnten. Auch die neuesten Arbeitsmarktdaten in den USA geben ein gemischtes Bild ab. Historisch ist in den USA der Kreditzyklus der entscheidende Treiber. Konsum- und Unternehmensverschuldung markieren im Monatsrhythmus neue historische Höchstmarken. Die mittleren Löhne nahmen nominal im Zeitraum 2008 - 2019 um ca. 30% zu, während die Konsumverschuldung bei laxen Kreditvergabestandards im Konsumsektor nominal ca. 54% zulegte. Bisher wurden drei Zinssenkungen von Seiten der FED vorgenommen. Wegen der abnehmenden Konjunkturdynamik im 2. Halbjahr 2019 werden sich die Zinssenkungen vermutlich fortsetzen, um mögliche Stresszustände im privaten Konsum, er korrespondiert mit knapp 70% des BIP, und auf der Unternehmensseite nicht aufkommen zu lassen. Weitere Zinssenkungen sind auch für Donald Trump im Wahljahr 2020 essenziell, um Wachstumsimpulse für die US-Wirtschaft zu liefern. Der industrielle Sektor steht in den USA unter Abwärtsdruck. Die gesunkene Kapazitätsauslastung auf nur noch 76% ist Ausdruck dieser Problematik. Auch die privaten Nettoinvestitionen zeichnen ein schwaches Bild. Seit Anfang 2019 ergibt sich hier eine negative Tendenz. Diese gehen mit der US-Handelspolitik eng einher. Somit belastet die eigene Handelspolitik den US-Standort quantitativ durch die Zölle. Die qualitative Belastung ist jedoch ungleich größer. Da die USA losgelöst von



internationalen Normen die Handelsagitationen gegenüber Dritten, ob Ländern oder Unternehmen, ausleben, kann kein Investor in den USA sicher sein, ob seine Lieferketten morgen noch Bestand haben oder ob aus den USA die Absatzmärkte bedient werden können, die man bedienen will. Mit anderen Worten führt die US-Handelspolitik das angestrebte Ziel, Investitionen in die USA zu locken, bisher ins Gegenteil und zerstört Vertrauen. Auch der Arbeitsmarkt konnte nicht überzeugen, da die Partizipations- und Sterberate das wahre Bild deutlich verzerrt. Bekanntlich sind Arbeitsmarktdaten nachlaufende Indikatoren und keine Frühindikatoren. Die verfügbaren Datensätze implizieren perspektivisch eine Abschwächung am US-Arbeitsmarkt. Insgesamt sind die selbsttragenden Elemente des US-Wachstums somit nicht stark ausgeprägt.

Damit ergibt sich aber ein „Goldilocks“ – Szenario, also schwaches Wirtschaftswachstum, das monetäre Stimulierungsmaßnahmen der Notenbank erfordert. Verbunden mit fiskalpolitischen Maßnahmen der Administration Trump im Hinblick auf die bevorstehende US-Präsidentschaftswahl Ende des Jahres, sollten die Geldschleusen für eine Konjunkturstimulierung geöffnet sein. Dieses sollte sich positiv auf die Märkte auswirken. Eine Unsicherheit für die Märkte sehen wir im März in der Vorwahl des demokratischen Präsidentschaftskandidaten, falls dieser eine weniger marktwirtschaftsfreundliche Position vertreten sollte (Warren und Sanders). Politisch ist es ebenfalls schwer vorhersehbar, wie die weitere Entwicklung der Verhandlungen mit China nach dem Abschluss der Phase I verlaufen wird. Donald Trump dürfte aber ein starkes Interesse daran haben, bis zur Wahl Entspannung in diese Verhandlungen zu bringen. Auch technische Faktoren, wie das Volumen unternehmenseigener Aktienrückkäufe, wird im Jahr 2020 eine wichtige Rolle für die Börsen einnehmen. Da für die Hauptnachfrage nach Aktien die US-Unternehmen selbst verantwortlich sind, würde ein weiterer Gewinnrückgang der Unternehmensgewinne negative Folgen haben und die schon sinkenden Rückkäufe weiter reduzieren.

### 3.3 Eurozone – vorsichtige Aufwärtstendenz - BREXIT auf der Zielgraden?

Das BREXIT-Drama hält an, ein Ende in geordneter Form scheint aber absehbar. Gleichwohl ist dieses Resultat nicht garantiert, da einige Unwägbarkeiten wegen des ambitionierten Zeitplanes bis Ende 2020 anstehen. Die europäische Wirtschaft hat sich auf den BREXIT eingestellt. Nachhaltig negative Folgen sind für Kontinentaleuropa aktuell noch nicht zu erkennen. In der EU / Eurozone übernimmt Frankreich durch Emmanuel Macron politisch zusehends die Führungsrolle. Paris setzt Akzente, die Berlin aufgrund verschiedener Probleme innerhalb der GroKo nicht einnehmen kann oder will. Italien bleibt das Sorgenkind, wenn auch hier mit der neuen Regierung etwas Ruhe eingekehrt ist. Wirtschaftlich bleibt hier die Lage labil. Unverändert ist der Reformwille weder in der Bevölkerung noch in der Politik ausgeprägt.

Die Eurozone bewegt sich weiter im vorsichtigen Wachstumsmodus. Anders als in den USA erfolgte in der Eurozone in den letzten Jahren eine strukturelle Bereinigung unterschiedlichster Fehlentwicklungen. Die internationale Konkurrenzfähigkeit scheint wieder auf einem guten Weg zu sein. Die Entwicklung der Handelsbilanz der Eurozone von Defiziten hin zu soliden Überschüssen ist Ausdruck dafür. Auch die öffentlichen Haushaltsdefizite konnten markant reduziert werden. An dem Überschuss im konjunkturell bereinigten Primärhaushalt in Höhe von 0,6% des BIP lässt sich festmachen, dass selbsttragende Kräfte des Konjunkturaufschwungs in der Eurozone gegeben sind. Im Jahr 2019 litt die Konjunktur der Eurozone unter der erhöhten Risikoaversion in der Realwirtschaft im Rahmen der US-Handels- und Geopolitik, die sich negativ auf den Investitionsgütersektor auswirkte. Seit fast zwei Jahren hält diese Schwäche an. Deutschland und die Eurozone sind in diesem Sektor besonders stark vertreten. Die Welt wächst aber weiter, die Weltbevölkerung nimmt zu. China treibt die „Seidenstraßeninitiative“ voran. Maschinen und Anlagen nutzen sich ab oder verlieren im Zeitverlauf ihre Konkurrenzfähigkeit. Sie müssen irgendwann ersetzt werden. Spätestens im 2. Halbjahr 2020 sollte der Investitionsgütersektor wieder positive Impulse für die Wirtschaftsleistung der Eurozone und Deutschlands liefern. Mit anderen Worten kommt zu dem wachsenden Konsum und der zunehmenden Baukonjunktur der Investitionsgütersektor als weiterer Wachstumstreiber dazu. Exporte sollten vor diesem Hintergrund dann zusätzlich positive Akzente für das BIP setzen können. Die Arbeitslosenquote im EU-Raum fiel 2019 auf 7,5%. Damit ergibt sich im Unterschied zu den USA ein völlig anderes qualitatives Gesamtbild.

Auch fiskalpolitisch dürfte die EZB 2020 mit Frau Christine Lagarde an der Spitze weiter expansiv bleiben und somit die Konjunktur positiv unterstützen. Eine stärkere Konzentration wird es vermutlich in Richtung der einzelnen Staatshaushalte der EU-Länder geben. Frau Lagarde als frühere

französische Finanzministerin ist hier politisch bestens vernetzt und wird diese Kontakte im Zusammenspiel mit Frau von der Leyen als Präsidentin der Europäischen Kommission geschickt nutzen. Risiken sehen wir in den Umverteilungsmaßnahmen, besonders in Deutschland (Klimaabgaben). Dieses könnte die Unternehmensgewinne belasten. Sollte es in Deutschland zu Neuwahlen kommen, ist auch eine Grün-Rot-Rot - Regierung nicht ausgeschlossen, die höhere Staatsdefizite präferieren und wirtschaftspolitisch den deutschen Aktienmarkt negativ beeinflussen würde.

### 3.4 China – der langfristige Profiteur

Seit Jahren wird China besonders kritisch begleitet. Immer wieder heraufbeschworene Krisenszenarien traten bislang nicht ein. Das hat gute Gründe, die wir teilweise immer wieder in den vorhergehenden Quartalsberichten aufgezählt hatten:

1. China hat Devisenreserven von über 3.000 Mrd. USD und ist von außen nicht angreifbar.
2. Die autokratische Regierung kann schnell reagieren und kontraproduktive Marktmechanismen unterbinden - besonders in Krisenzeiten.
3. Die Regierung verfolgt einen langfristigen, nachhaltigen Plan, der an der Spitze von einem auf Lebenszeit gewählten Präsidenten umgesetzt werden kann.
4. Das eigene Humankapital ist noch massiv vorhanden.
5. Die Sparquote in Prozent der Arbeitseinkommen ist hoch.
6. Die Staatsverschuldung ist mit 55,6% des BIP unkritisch und die Gesamtverschuldung, die deutlich höher liegt, wird eher investiert als konsumiert.

Somit läuft die chinesische Wirtschaft wie von Peking aus geplant. Die Transformation hin zu einem konsumgetriebenen Wachstumsmodell ist in vollem Gange. Wachstumseinbußen können kurzfristig durch staatliche Stimulierungsmaßnahmen abgefedert werden. Dieses war sehr gut erkennbar zu Beginn des Handelskonfliktes mit den USA. China hat diverse Maßnahmen verfügt, die perspektivisch weitere ökonomische Stabilität versprechen, wie z.B. Steuererleichterungen, Senkung der Mindestreservesätze, Senkung von Import- und Exportzöllen mit Ausnahme gegenüber den USA und die Öffnung der Märkte bzw. Investitionsregeln, wie z.B. bei BASF und Tesla erkennbar ist. Sanktionen gegen IT-Unternehmen (u.a. Huawei, ZTE) halten den technischen Fortschritt nicht auf, sondern führen zu einer Spaltung der technischen Varianten. Die Wettbewerbsvorteile der US-Unternehmen werden vermutlich nicht mehr lange Bestand haben, da die chinesischen Unternehmen immer schneller aufholen. Eine Fortführung des Handelskriegs mit den USA, könnte somit sogar positive Impulse für das Wachstum Chinas im Jahr 2020 mit sich bringen. Kein Wunder, dass die chinesische Verhandlungsposition im Handelskrieg zunehmend von Selbstsicherheit geprägt ist. Die Chinesen werden vermutlich auf die Phase II und III des Handelsabkommens (die Hauptforderung der USA in Bezug auf chinesische Staatssubventionen, Diebstahl von geistigem Eigentum) nicht eingehen. Hier stehen die nächsten Jahre noch intensive und ergebnisoffene Verhandlungen an.

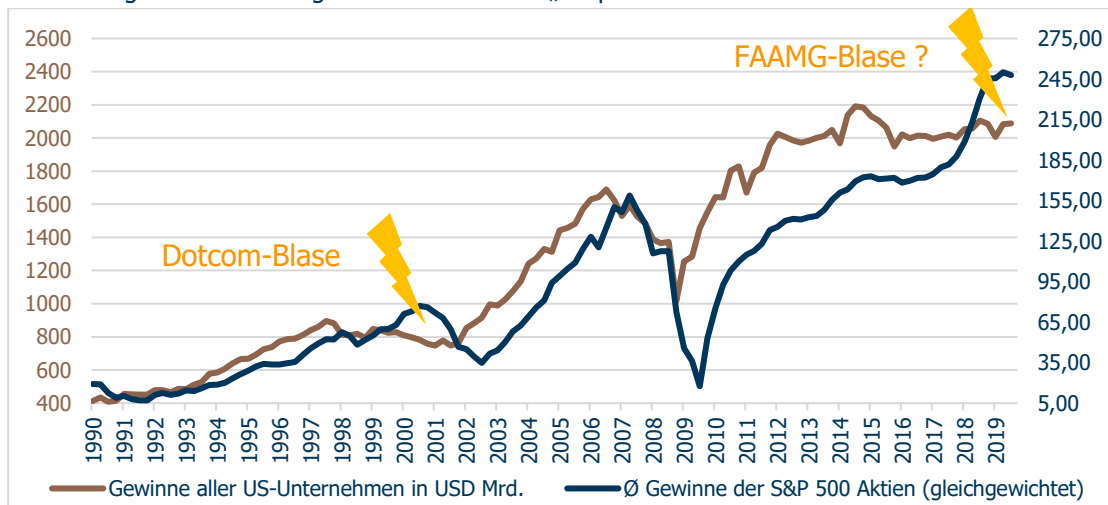


## 4. Aktienmarkt

### 4.1 US-Unternehmensbewertung vs. monetäre Rahmenbedingungen

Das Verhältnis der Gewinnrendite von Aktien zu den niedrig bzw. negativ verzinsten Staatsanleihen ist weiterhin beträchtlich und spricht auch in 2020 für diese Anlageklasse. Trotz Anlagenotstand gilt es aber die Augen offen zu halten für mögliche Risiken. Aufgrund der durchweg guten Kursentwicklung im Jahr 2019 ergibt sich besonders in den USA eine signifikante Bewertungslücke. Wie in der Grafik zu erkennen, wird die positive Gewinnentwicklung nur von sehr wenigen Unternehmen überproportional getragen. Die breite Masse der US-Unternehmensgewinne stagniert schon seit einiger Zeit. Somit suggerieren die Aktienindizes (wie hier der S&P 500) eine viel zu gute Börsenentwicklung, die von der breiten Masse an Aktien nicht mitgetragen wird.

Historisch größte Bewertungsdifferenz zwischen „Corporate America“ und dem S&P 500



Quelle: Bloomberg

Besonders die schon oftmals erwähnten großen Technologie- und Internet-Titel ragen mit ihren teils hohen Bewertungen heraus und stellen damit vermehrt ein Risiko für den Gesamtmarkt dar. Der Anleger war in der Vergangenheit eher bereit für Wachstum, anstatt für Substanz zu zahlen. Der rasante Anstieg der ETF-Industrie, die besonders die hoch gewichteten Titel in ihren Produkten abbildet, stellt einen weiteren Katalysator dieser Entwicklung dar. Dieses könnte sich im Jahr 2020 langsam verändern.

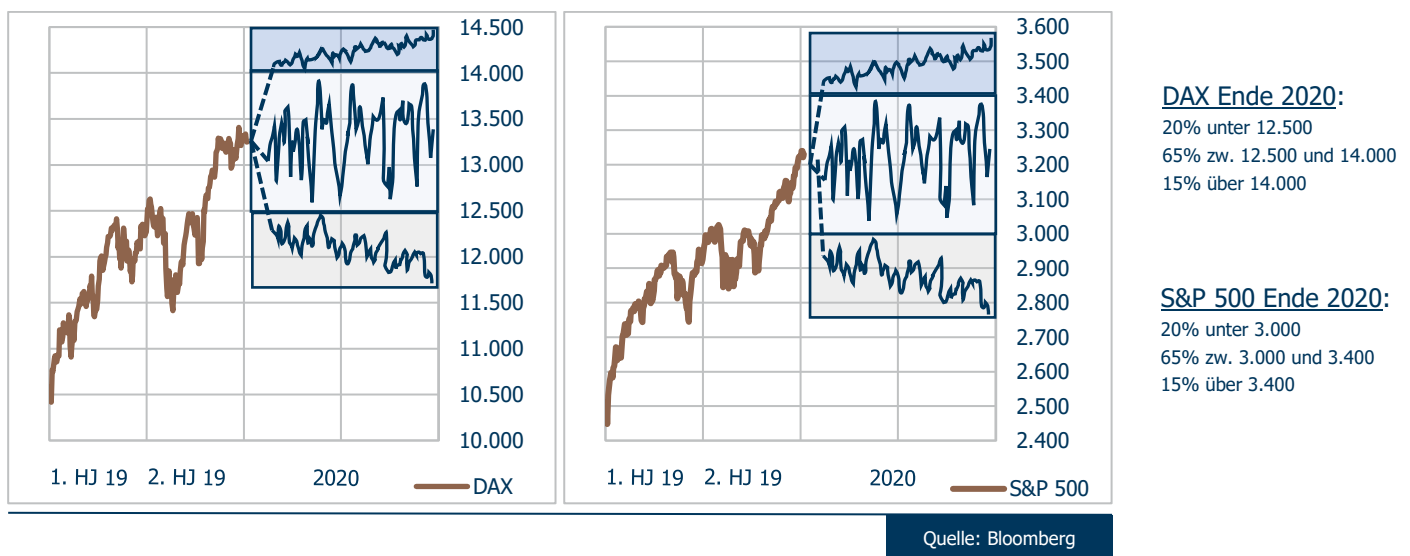
Monetär bleiben die Börsen gut unterstützt, da die FED auch in 2020 weiter stimulieren dürfte. Dies ist und bleibt für uns der alles überlagernde Faktor und spricht für steigende Märkte. Eine schnelle Konsolidierung von bis zu 15% dürfte aber nicht ausgeschlossen werden. Sowohl politische als auch geopolitische Gründe könnten hierfür verantwortlich sein. Die hohe Überschussliquidität - gerade in den USA - verbunden mit dem aktuell weltweit vorhandenen Anlagenotstand durch negativ verzinsten Anleihen bzw. Kontoguthaben dürfte allerdings schnell dafür sorgen, dass Aktien weiter gesucht werden.

### 4.2 Das Jahr 2020 hält für den DAX einige Unwägbarkeiten bereit

Wir behalten daher auch für 2020 unsere Strategie der Fokussierung auf defensive Sektoren wie Basiskonsum, Ernährung und Gesundheit bei. Mögliche weitere Zinssenkungen in den USA sollten besonders zinnsensiblen Branchen Rückenwind verleihen. Aufgrund der zu erwartenden Volatilität im Jahresverlauf achten wir verstärkt auf richtige Einstiegszeitpunkte. So halten wir aktuell Liquidität vor, um bei Kurskorrekturen agieren zu können. Gut vorstellbar wäre, dass sich z.B. im März nach den Vorwahlen der Demokraten in den USA gute Investmentgelegenheiten ergeben könnten. Auch für „Stockpicker“ sollten 2020 genügend interessante Sondersituationen vorhanden sein, da keinesfalls von einer allgemeinen Überbewertung in allen Sektoren gesprochen werden kann. Sollte aber Donald Trump z.B. das Thema Autozölle gegen Europa wiederaufleben lassen, würde dies negative Auswirkungen vor allem für den DAX zur Folge haben. Eine Belebung der

Industrieproduktion würde dagegen besonders den deutschen Markt positiv unterstützen. Auch politisch ist schwer absehbar, wie sich die Situation in Deutschland entwickeln wird. Eine eventuelle neue Regierungskoalition hätte je nach Konstellation unterschiedliche Implikationen für den DAX. Somit ist es aufgrund der verschiedenen Unwägbarkeiten und der besonderen Sensitivität des DAX (Exportabhängigkeit) extrem schwierig, eine valide Prognose abzugeben.

Wir erwarten den DAX am Ende 2020 mit einer 65%-Wahrscheinlichkeit in einer Bandbreite von 12.500 bis 14.000. In nur 20% der Fälle sollte der DAX deutlich unterhalb des aktuellen Niveaus Ende 2020 notieren. Dieses wäre aus unserer Sicht der Fall, wenn der Handelskonflikt mit den USA Europa treffen und die Konjunkturentwicklung dadurch deutlich gestört werden würde.



## 5. Anleihenmarkt

### 5.1 Starkes Jahr für Anleihen dank 180 Grad Wende der Notenbanken

Das Jahr 2019 brachte eine überdurchschnittliche Performance für alle Anleihe-segmente. Nach dem schwierigen Jahr 2018 war die Hauptursache eine wiedereinsetzende Jagd nach Rendite. Der Auslöser war die Änderung der Notenbankpolitik diesseits und jenseits des Atlantiks. Erhöhte die FED noch fleißig die Leitzinsen bis Dezember 2018, begleitet von Anleiheverkäufen (Bilanzverkürzung), verließ sie diesen Pfad bereits zu Beginn 2019 und senkte den Leitzins ab Sommer 2019 sukzessive. Zeitgleich „versob“ die EZB ihren für September 2019 geplanten Ausstieg aus der ultralaxen Geldpolitik zügig und startete ein neues Anleihekaufprogramm für unbestimmte Zeit. Die Rendite für zehnjährige Bundesanleihen beendete daraufhin das Jahr bei -0,19%, entfernte sich aber deutlich von ihren Tiefstständen, die Ende August bei -0,74% lagen.

Nicht nur die bereits bekannten geopolitischen Themen und der trotz Einigung in der ersten Phase weiter fragile Handelsstreit sorgen per se für erhöhte Unsicherheit. Für die Preisentwicklung von Anleihekursen können zusätzlich Strategieänderungen der Europäischen Notenbank auch im laufenden Jahr für stärkere Ausschläge sorgen. Wenn z.B. die EZB eine breitere Inflationsspanne (Zielband) anstelle des fixen Ziels von 2% p.a. definieren würde, wären negative Zinsen und Anleihekäufe nicht mehr erforderlich. Solch ein Strategiewechsel würde im ersten Schritt die Renditen anziehen lassen und Anleihekurse entsprechend drücken. Auch wird das Emittentenlimit von 33% im Falle Deutschlands bereits gegen Ende des Jahres erreicht. Ohne Erhöhung der Limite, was juristisch gesehen nicht so einfach ist, wären dann keine Nettokäufe mehr möglich.

Auf der anderen Seite bergen die aktuellen Markterwartungen an die großen Notenbanken ein positives Überraschungspotenzial. Zurzeit erwarten die Marktteilnehmer in 2020 „nur“ eine Zinssenkung durch die FED und für die EZB wurden weitere Lockerungsschritte fast vollständig „ausgepreist“. Auch technische Faktoren wirken für 2020 unterstützend. Durch hohe Fälligkeiten und das wieder gestartete Anleihekaufprogramm wird per Saldo das Angebot geringer ausfallen. Es wird ein negatives Nettoangebot europäischer Staatsanleihen von ca. - 180 Mrd. € erwartet. (Quelle Bloomberg). Das ist der niedrigste Stand seit 2017.

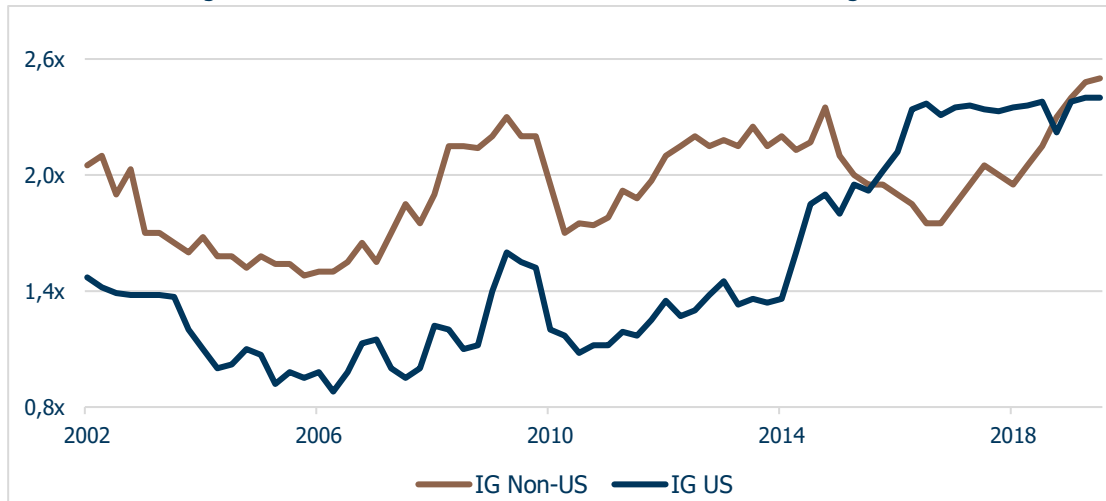
Wir erwarten daher zwar keine signifikant anziehenden Renditen, die Rendite für zehnjährige Bundesanleihen könnte sich allerdings in einer Bandbreite von + 0,2% bis -0,5% bewegen. Für das Jahr 2020 wird ein aktives Durationsmanagement aus unserer Sicht eine wichtige Performancequelle darstellen.

## 5.2 Unternehmensanleihen: Kupon verdienen reicht für 2020 nicht aus

Unternehmensanleihen aller Bonitätsklassen profitierten im abgelaufenen Jahr durch fallende Renditen und sich einengende Risikoprämien (Renditeaufschläge) gleich doppelt und lieferten das beste Jahr seit 2014 ab. Große politische Risiken (Handelsstreit, BREXIT, Italien) sind vorerst vom Tisch. Dadurch sollte sich die Erholung der Stimmungsindikatoren (z.B. Ifo, PMI's, Verbrauchervertrauen) fortsetzen bzw. eine Stabilisierung eintreten, was für stabile Renditeaufschläge in den ersten Monaten des Jahres sprechen sollte. Die Grundlage für eine Erholung der Weltwirtschaft im Jahr 2020 ist vorhanden. Nachdem in den letzten beiden Jahren die Prognosen für das Wirtschaftswachstum kontinuierlich reduziert wurden, ist im Fahrwasser der global expansiven Geldpolitik, sowohl in den Industrie- als auch den Schwellenländern, eine Erholung im Frühjahr dieses Jahres sehr wahrscheinlich. Die Dauer wird u.a. aber wesentlich von der weiteren Entwicklung des Handelskonfliktes abhängen.

Allerdings hat die Jagd nach Rendite die Risikoprämien für Unternehmensanleihen guter Bonitäten („Investmentgrade“) bereits auf den tiefsten Stand, der jemals beobachtet wurde, gedrückt. Gleichzeitig liegen die Verschuldungskennzahlen (z.B. Nettoverschuldung / EBITDA, siehe Grafik) auf sehr hohem Niveau. Selbst wenn sich die Volkswirtschaften weiter stabilisieren, fällt es schwer, noch deutlich tiefere Renditeaufschläge zu erwarten. Die Folge ist eine stärkere Sensitivität der Unternehmensanleihen bei anziehenden Renditen. Durch die fehlende laufende Verzinsung sind Anleihen guter Bonitäten anfällig bei Kursrückschlägen. Selbst kleine Zinssteigerungen können zu stärkeren Verlusten führen.

Nettoverschuldung / EBITDA für in Euro denominierte Anleihen Investmentgrade



Quelle: Bloomberg

Daher bietet es sich aus taktischen Überlegungen im ersten Halbjahr an, einen stärkeren Fokus auf Nachranganleihen guter Industrieunternehmen, Anleihen ohne Rating oder Bonds im BB - Bereich zu legen und die Portfolioduration unter fünf Jahren zu halten. Im weiteren Jahresverlauf ist eine defensivere Ausrichtung in Bezug auf Bonität und Branche wieder opportun, insbesondere wenn das erhöhte Renditeniveau wieder attraktivere Kupons verspricht.

Der Handelskonflikt bleibt neben der Notenbankpolitik der wichtigste Einflussfaktor für Renditelevels und Zinsaufschläge der Bonitätsrisiken. Wir erwarten, dass es auf absehbare Zeit keine nachhaltige Lösung geben wird. Selbst bei einem Wahlsieg der Demokraten im November werden diese keine weitreichenderen Kompromisse als Trump anstreben.

Ein aktiver Ansatz zur Steuerung von Durations- und Bonitätsrisiken scheint für 2020 wichtiger denn je.



## 6. Währungen

Am Devisenmarkt war im vergangenen Jahr eine erstaunlich niedrige Schwankungsbreite zu beobachten. Trotz Umkehr der FED in ihrer Zinserhöhungspolitik konnte der USD vs. EURO in 2019 weiter leicht zulegen und notierte am Jahresende 2019 bei 1,12 USD/EUR, wobei das Tief bei 1,09 markiert wurde. Die Norwegische Krone beendete das Jahr nahezu unverändert und das Schwedische Pendant wertete mit -3% leicht ab, was unsere Einschätzung zu Beginn des Jahres 2019 bestätigte.

Die transatlantische Zinsdifferenz zwischen dem Euroraum und den USA sollte sich im Jahresverlauf eher verringern, da die FED „mehr Pfeile im Köcher“ hat und bei Bedarf auch einsetzen wird. Auch von der politischen Seite wird der Druck zu niedrigeren Zinsen konstant hoch bleiben, benötigt Herr Trump doch ein gutes Wirtschaftsklima für eine mögliche Wiederwahl.

Durch eine stärkere monetäre Stimulierung der FED sollte der USD tendenziell zur Schwäche neigen. Wir erwarten den USD / EUR in einer Bandbreite von 1,10 – 1,20 im Jahresverlauf 2020.

Emerging-Markets-Währungen erholten sich mit wenigen „hausgemachten“ Ausnahmen, wie z.B. der Argentinische Peso, die Türkische Lira, der Chilenische Peso oder der Ungarische Forint, im vergangenen Jahr von den Verlusten des Vorjahres. Dieser Trend sollte sich selektiv auch im Jahr 2020 weiter fortsetzen. Insbesondere die Währungen der aufstrebenden Länder, die über eine starke Leistungsbilanz verfügen, sollten entsprechend profitieren können.

## 7. Gold

Der Goldpreis konnte 2019 unsere Erwartungen mehr als erfüllen. Geopolitische Unsicherheiten und massive monetäre Aktionen der Zentralbanken sorgten dafür, das Gold als „Risikovorsorge“ in vielen Anlegerportfolios wieder aufgenommen wurde. Der aktuelle geopolitische Krisenherd Iran/Irak zeigt einmal mehr, dass es viele fragile Konstellationen in der Welt gibt.

Zusätzlich sollten die von uns erwarteten Zinssenkungen der FED dafür sorgen, dass der Nominal-Zins weiter sinkt. Die Abhängigkeit eines steigenden Goldpreises zu einem sich reduzierenden Nominal-Zins ist ausgesprochen hoch.

Nach einer Konsolidierung des Goldpreises im letzten Quartal 2019 besteht aus unserer Sicht nun Potenzial in Richtung 1.700 USD pro Unze. Wir betrachten Gold grundsätzlich weniger kurzfristig, sondern sehen im Fall der Fälle in einem Goldinvestment eine Art Währung im Portfolio, die das Depot gegen deutliche Abschwünge anderer Anlageklassen schützt.

### **Wichtige Hinweise**

*Marktberichte dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Vermögensgegenständen dar. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung. Im Marktkommentar zum Ausdruck gebrachte Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu historischen Wertentwicklungen erlauben keine Rückschlüsse auf Wertentwicklungen in der Zukunft. Der Verfasser oder dessen Gesellschaft übernimmt keinerlei Haftung für die Verwendung dieses Marktkommentars oder deren Inhalt. Änderungen des Marktkommentars oder dessen Inhalt bedürfen der ausdrücklichen Erlaubnis des Verfassers oder der Gesellschaft.*