



M.M. WARBURG & CO  
BANK



## JAHRESAUSBLICK 2020

Was folgt nach 10 Jahren Aufschwung?

## **Inhalt**

<b>3</b>	<b>Vorwort</b>	<b>17</b>	<b>Markttechnik</b>
<b>4</b>	<b>Konjunktur (I)</b>	<b>19</b>	<b>Beteiligungen</b>
<b>7</b>	<b>Konjunktur (II)</b>	<b>21</b>	<b>Taktische Allokation</b>
<b>11</b>	<b>Rentenmarkt</b>	<b>23</b>	<b>Impressum</b>
<b>14</b>	<b>Aktienmarkt</b>		

## Sehr geehrte Damen und Herren, liebe Kunden,



für fast alle Anleger war 2019 ein erfreuliches Jahr. Nachdem das Jahr 2018 an den Aktienmärkten mit deutlichen Kursverlusten geendet hatte und auch mit Anleihen so gut wie nichts zu verdienen war, haben die vergangenen 12 Monate fast sämtliche Erwartungen in den Schatzen gestellt. Trotz anhaltender politischer Unsicherheiten, schwacher

Konjunkturdaten und enttäuschender Unternehmensgewinne haben die Börsen ihre Vorjahresverluste wieder wettgemacht und zum Teil neue historische Höchststände erreicht. An den Anleihemärkten sind die Renditen weiter gefallen, sodass mit festverzinslichen Wertpapieren zum Teil erkleckliche Kursgewinne zu erzielen waren. Für Anleger, die den Aktien- und Rentenmärkten trotz des schwachen Vorjahres treu geblieben sind und die eine langfristige Anlagestrategie verfolgen, hat sich das Jahr 2019 ausgezahlt.

Dabei haben sich die Aktienmärkte im abgelaufenen Jahr nicht von schwachen Fundamentaldaten beeinflussen lassen. Die Unternehmensgewinne, die normalerweise den Takt an den Börsen vorgeben, stagnierten oder sind sogar leicht gesunken. Auch von der Politik gab es wieder reichlich Störfeuer, doch die Anleger haben das ganze Jahr über auf ein Abebben der politischen Unsicherheiten gesetzt. Kurz vor dem Jahresende haben sich die USA und China tatsächlich auf ein „Phase-1-Abkommen“ geeinigt. Das klare Ergebnis bei den britischen Parlamentswahlen hat außerdem dafür gesorgt, dass die Gefahr eines harten Brexits zunächst gebannt ist, und Großbritannien am 31. Januar 2020 die EU verlassen wird. Dennoch sind damit noch nicht alle Schwierigkeiten ausgeräumt. Denn die Frage, wie die zukünftigen Handelsbeziehungen zwischen Großbritannien und der EU nach dem Ende der Übergangsphase im Dezember 2020 aussehen, ist noch völlig offen. Von daher könnte der Brexit im Laufe dieses Jahres wieder für mehr Aufmerksamkeit sorgen. Und auch bei den internationalen Handelsbeziehungen drohen weitere Probleme. Für eine Fortsetzung der Aufwärtsbewegung an der Börse – und für bessere konjunkturelle Rahmenbedingungen – ist eine anhaltende Deeskalation im Handelsstreit zwischen China und den USA eine notwendige Voraussetzung. Wir gehen davon aus, dass die Konjunktur nach und nach wieder Tritt fasst, auch wenn die wirtschaftliche Dynamik insgesamt verhalten bleiben dürfte. Helfen sollte eine expansive Geldpolitik, die zudem risikoreichere Anlagen stützt. Während sich vor 12 Monaten die meisten globalen Notenbanken noch im Zinserhöhungsmodus befanden, wechselte die Geldpolitik im Laufe des vergangenen Jahres unter dem Eindruck schwächer werdender Konjunktur- und Inflationsdaten die Richtung. So hat die US-amerikanische Notenbank 2019 ihren Leitzins wieder gesenkt.

Auch die Europäische Zentralbank hat ihre Ende 2018 formulierte Absicht, die Zinsen zu erhöhen, nicht in die Tat umgesetzt. Im Gegenteil: Schwache Wirtschaftsdaten und ein deutlicher Rückgang der Inflationsrate auf weniger als ein Prozent veranlassten den EZB-Rat im vergangenen September, den Einlagenzinssatz von -0,40 auf -0,50 Prozent zu reduzieren. Gleichzeitig wurde nur neun Monate nach Beendigung des alten die Auflage eines neuen Anleihenaufkaufprogramms in Höhe von 20 Milliarden Euro monatlich beschlossen. Die von den Anlegern lang ersehnte Zinswende ist von daher auch 2019 ins Wasser gefallen.

Während die Federal Reserve in den USA die Zinsen 2020 noch einmal senken könnte, wird die Europäische Zentralbank ihre Geldpolitik wohl nicht verändern. Da die Notenbank jeden Monat für 20 Milliarden Euro europäische Staats- und Unternehmensanleihen sowie Pfandbriefe und Asset Backed Securities kauft, bleiben die Renditen gedeckelt. Die mittelfristigen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer sowie die Konjunktur- und Inflationsprognosen der EZB lassen erwarten, dass die Niedrigzinsphase in Europa noch weit über das Jahr 2020 anhalten wird.

Angesichts der gestiegenen Aktienmarktbewertungen halten wir das weitere Kurspotenzial an den Aktienmärkten für begrenzt. Ein Blick auf die Bewertung von Staats- und Unternehmensanleihen oder von alternativen Anlagen wie Immobilien, Edelmetallen oder Kunstgegenständen, zeigt, dass diese sogar noch teurer geworden sind. Hieran zeigt sich das Dilemma der Anleger: Die Geldpolitik der Notenbanken hat dazu geführt, dass es mittlerweile keine günstigen Anlagemöglichkeiten mehr gibt. Wer heute investieren will, zahlt dafür einen höheren Preis als in der Vergangenheit. Daran dürfte sich auch sobald nichts ändern. Von daher führt an Aktien in den Vermögensverwaltungsdepots derzeit kein Weg vorbei. In der nächsten Zeit gilt es aber, den sich zuletzt zuspitzenden Konflikt zwischen den USA und dem Iran genau im Blick zu behalten, da dieser die sich abzeichnende Konjunkturerholung gefährden könnte. Sollten sich die geopolitischen Spannungen weiter verschärfen, könnte dies zumindest temporär den Aktienkursen zusetzen. Flexibilität und Aktivität im Portfoliomanagement bleiben somit gefordert, um auch in diesem Jahr für Sie erfolgreich zu sein.

Für das Jahr 2020 wünsche ich Ihnen viel Glück, Gesundheit und Erfolg.

Ihr  
Carsten Klude

## Konjunktur (I): Weltwirtschaft wächst im Schneckentempo

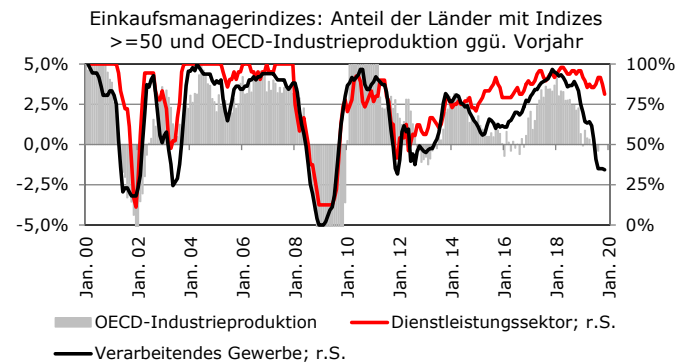
Wir beginnen unseren Jahresausblick mit den Perspektiven für die Weltwirtschaft, wobei wir den Fokus zunächst auf die Schwellenländer richten. Danach folgten die Konjunkturprognosen für die USA, die Eurozone und für Deutschland, ehe sich der Blick dann auf die Kapitalmärkte richtet. Was ist von den Notenbanken zu erwarten? Setzt sich das Niedrigzinsumfeld fort? Und können die Aktienmärkte 2020 an die hervorragende Entwicklung aus diesem Jahr anknüpfen? Alle wichtigen Prognosen und Einschätzungen in kurzen und prägnanten Videos erläutert, die wir auf unserem YouTube-Kanal veröffentlicht haben. Sie finden ihn unter folgendem Link:

<https://www.youtube.com/mmwarburgco>

Die vor einem Jahr von uns prognostizierte globale Konjunkturabkühlung ist eingetreten, wobei die Abschwächung sogar stärker als erwartet ausgefallen ist. Wuchs die Weltwirtschaft 2018 noch mit einer Rate von 3,6 Prozent, so wird vom Internationalen Währungsfonds für dieses Jahr nur noch ein Zuwachs von 3,0 Prozent prognostiziert. Sowohl in den Industrie- als auch in den Schwellenländern zeigen sich deutlich Brems Spuren. Insbesondere die Abschwächung der globalen Handelsaktivitäten macht sich für viele Volkswirtschaften negativ bemerkbar. Der Welthandel lag im Spätsommer dieses Jahres unter seinem Vorjahresniveau; das war zuletzt in der schweren Wirtschaftskrise der Jahre 2008 und 2009 der Fall. Ohnehin geht die wirtschaftliche Abschwächung in vielen Ländern mittlerweile über das hinaus, was beispielsweise während der Schwächephase von Ende 2015 bis Anfang 2016 oder davor in den ebenfalls schwachen Wirtschaftsjahren 2012 und 2013 zu beobachten war. Während es damals vorwiegend die Industrieländer waren, auf die die globale Konjunkturabschwächung zurückzuführen war, sind es diesmal vor allem die Schwellenländer, deren Wachstum nachgelassen hat. Der Handelsstreit zwischen den USA und China zeigt Wirkung.

Mit Blick auf die wichtigsten globalen Frühindikatoren kann derzeit noch nicht die Schlussfolgerung gezogen werden, dass eine konjunkturelle Trendwende zum Besseren unmittelbar bevorsteht. Allerdings hat sich die Tonlage zwischen den Streithähnen in Washington und Peking seit Mitte Oktober entspannt. Dies spiegelt sich zum Teil schon in den Stimmungsindikatoren wider, die sich zuletzt auf niedrigem Niveau stabilisiert haben. So ist es wahrscheinlich, dass sich beide Länder auf ein „Phase-1-Abkommen“ verständigen, das zumindest weitere Zollerhöhungen verhindert. Ob es dagegen im ersten Schritt, wie vor allem von China gewünscht, zu einer vollständigen Rücknahme der schon eingeführten Zölle kommt, ist zweifelhaft. Sollte China zu sehr auf dieser Forderung beharren, droht sogar eine erneute Zuspitzung im Zollkrieg. Doch dies ist nicht unser Basisszenario. Auch beim zweiten wichtigen politischen Thema, dem Brexit, das Verbraucher und Unternehmen verunsichert und damit das Wachstum bremst, gab

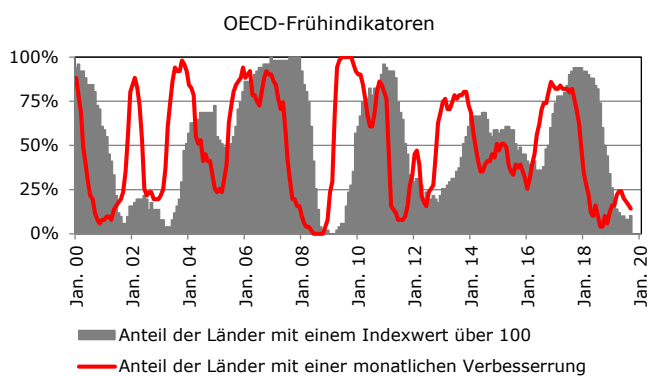
es jüngst positivere Signale. So wird in Großbritannien am 12. Dezember ein neues Parlament gewählt, das den von Boris Johnson mit der EU ausgehandelten Scheidungsvertrag spätestens zum 31. Januar 2020 beschließen dürfte. Ein ungeregelter Austritt wäre damit erstmal vom Tisch, weil es bis Ende des kommenden Jahres eine Übergangszeit geben wird, in der das Vereinigte Königreich und die EU ihre zukünftigen Handelsbeziehungen neu ordnen können. Ohne eine Übereinkunft könnte es dann aber immer noch zu einem harten Brexit kommen.



Der globale Einkaufsmanagerindex zeigt, dass sich die Lage im verarbeitenden Gewerbe, das die Hauptlast der globalen Handelsabschwächung trägt, seit dem Sommer etwas verbessert hat. Mit 49,8 Punkten liegt der von IHS Markt ermittelte Einkaufsmanagerindex nur noch geringfügig unterhalb der Wachstumsschwelle von 50 Punkten. Dies ist vor allem auf die bessere Stimmung der Unternehmen in den USA und China zurückzuführen, wobei die „konkurrierenden“ Indizes aus beiden Ländern, in den USA der ISM-Index und in China der von staatlicher Seite berechnete NBS-PMI-Index, schwächere Werte zeigen. Allerdings liegen nur noch 35 Prozent aller von uns beobachteten PMI-Indizes aus dem verarbeitenden Gewerbe über der Marke von 50 Punkten. Dies ist der geringste Wert seit dem Jahr 2009. Die Stimmung der globalen Dienstleistungsunternehmen, die sich lange Zeit von der Schwäche

der Industrie abkoppeln konnten, hat sich in den vergangenen Monaten ebenfalls merklich abgekühlt und liegt mit 51,0 Punkten nur noch knapp über der Grenze, die das Wachstum von einem Schrumpfen trennt. Noch liegen aber gut 80 Prozent der Länderindizes im Wachstumsbereich.

Auch die zweite wichtige Gruppe globaler Frühindikatoren, die OECD Leading Indicators, lässt noch nicht auf eine bevorstehende Erholung der Weltwirtschaft schließen. Zwar hat sich die Abwärtsbewegung der OECD-Frühindikatoren verlangsamt, sie ist aber noch nicht zum Stillstand gekommen. Von den knapp 50 Länder- und Regionalindikatoren wiesen im letzten Quartal weniger als zehn eine Verbesserung gegenüber dem Vormonat auf. Gleichzeitig liegt der Index nur bei fünf Ländern über dem Wert von 100 Punkten, der dem langfristigen Trendwachstum entspricht.



Dies spricht dafür, dass es zu keiner schnellen Erholung der Weltwirtschaft kommt, sondern dass sich die Phase eines vor sich hin dümpelnden Wachstums zunächst fortsetzen wird. Aufgrund des US-Präsidentenwahlkampfes gehen wir aber davon aus, dass sich die USA und China in den nächsten Monaten auf eine teilweise Beilegung ihres Handelsstreits verständigen werden. Würden die bestehenden Zölle eingefroren werden, könnte es im Laufe des nächsten Jahres zu einer moderaten Erholung der Weltwirtschaft kommen. In unserem Basisszenario rechnen wir mit einem globalen Wirtschaftswachstum von 3,2 Prozent, also einem etwas höheren Wert im Vergleich zu diesem Jahr. Sollten die Zölle hingegen komplett abgeschafft werden, könnte das Wachstum um bis zu einem halben Prozentpunkt besser ausfallen. Umgekehrt würde es bei einer erneuten Eskalation und damit einem ausgewachsenen Handelskrieg zwischen den beiden größten Volkswirtschaften der Erde wohl unausweichlich zu einer globalen Rezession kommen. In unserem Basisszenario profitieren die Länder am stärksten, die in diesem Jahr besonders unter der Verlangsamung des Welthandels gelitten haben: vor allem Schwellenländer und einige Industrieländer, bei denen ein besonders hoher Anteil ihrer Wertschöpfung auf den Außenhandel und die Industrie entfällt. Bei den Schwellenländern dürfte sich das Wachstum beispielsweise in Sin-

gapur, Malaysia, Thailand und Südkorea erholen. Besonderes Gewicht für die Weltwirtschaft und damit für das globale Wachstum haben aber vor allem die vier großen BRIC-Länder. Neben China auf Platz zwei der globalen Rangliste der nach Wirtschaftsleistung größten Länder, sind dies Indien auf Platz fünf, Brasilien auf Rang neun und Russland auf elf. Nimmt man es genau, gehören Italien und Kanada mittlerweile nicht mehr zu den G7-Ländern, und auch Frankreich und Großbritannien werden wohl in den nächsten Jahren von Brasilien, Russland und Südkorea überholt werden.

Die größten Volkswirtschaften der Welt  
(BIP in Mrd.-USD 2019; Quelle: IWF)

	BIP (Mrd.-USD 2019)	Anteil (%)
Welt	86599	
1 USA	21439	24,8%
2 China	14140	16,3%
3 Japan	5154	6,0%
4 Deutschland	3863	4,5%
5 Indien	2936	3,4%
6 Großbritannien	2744	3,2%
7 Frankreich	2707	3,1%
8 Italien	1989	2,3%
9 Brasilien	1847	2,1%
10 Kanada	1731	2,0%
11 Russland	1638	1,9%
12 Südkorea	1630	1,9%
13 Spanien	1398	1,6%
14 Australien	1376	1,6%
15 Mexiko	1274	1,5%
16 Indonesien	1112	1,3%
17 Niederlande	902	1,0%
18 Saudi-Arabien	779	0,9%
19 Türkei	744	0,9%
20 Schweiz	715	0,8%

In China hält der konjunkturelle Abwärtstrend an. Ein rückläufiges Wachstum der Industrieproduktion, der Einzelhandelsumsätze und der Investitionen dürften dazu führen, dass das BIP-Wachstum im vierten Quartal 2019 unter die Marke von sechs Prozent fällt. Die expansivere Geld- und Fiskalpolitik zeigen bislang wenig Wirkung, sodass weitere konjunkturstützende Maßnahmen von der Regierung in Peking ergriffen werden dürften. Dies sollte die Wirtschaft im Laufe des nächsten Jahres stabilisieren, sodass eine Wachstumsrate von 5,6 Prozent erreicht werden sollte. Der Preis zusätzlicher expansiver wirtschaftspolitischer Programme sind noch höhere Überkapazitäten in vielen Industriebereichen und eine weiter steigende Verschuldung der Unternehmen. China könnte somit in absehbarer Zeit Auslöser einer neuen globalen Finanzkrise werden. Ein weiteres Risiko stellen die politischen Unruhen in Hongkong dar. Sollte China militärisch intervenieren, würde dies ein Handelsabkommen mit den USA gefährden und vermutlich weitere Sanktionen nach sich ziehen. Dies würde die Wachstumsaussichten im Reich der Mitte weiter schwächen.

In Indien ist es in diesem Jahr zu einer massiven Konjunkturabschwächung gekommen. Die offizielle Wachstumsprognose von 6,1 Prozent ist immer noch zu optimistisch, mehr als 5,5 Prozent dürften es kaum werden. Damit fällt Indien das erste Mal seit vielen

Jahren wieder hinter China zurück. Gründe hierfür sind ein geringes Wachstum in der Landwirtschaft, die Krise der Automobilindustrie und ein schwächelnder Bankensektor. Obwohl die Notenbank den Leitzins seit Jahresbeginn von 6,5 auf 5,15 Prozent gesenkt hat, schauen die meisten indischen Unternehmen sehr pessimistisch in die Zukunft. Allerdings sollte die geldpolitische Lockerung, verbunden mit der kräftigen Senkung der Unternehmenssteuern von 30 auf 22 Prozent dazu führen, dass sich das Wachstum schrittweise erholt. Mit rund sechs Prozent könnte das Wirtschaftswachstum im nächsten Jahr dann wieder höher ausfallen als in diesem – und höher als in China. Langfristig profitiert die indische Wirtschaft von ihrer jungen und weiter wachsenden Bevölkerung, so dass der private Verbrauch seine derzeitige Schwächephase bald überwinden sollte.

Auch in Brasilien und in Russland hat sich die wirtschaftliche Dynamik in diesem Jahr abgeschwächt. Wie von uns befürchtet, haben sich die letztjährigen Prognosen des IWF somit als zu optimistisch erwiesen. Für 2020 geht der Währungsfonds erneut davon aus, dass sich die Wirtschaft in beiden Ländern erholen wird. Zwar halten wir das Ausmaß der erwarteten Wachstumsbeschleunigung (in Brasilien von 0,9 auf 2,0 Prozent und in Russland von 1,1 auf 1,9 Prozent) für zu ambitioniert, eine Verbesserung der Zuwachsraten gegenüber diesem Jahr halten wir aber für wahrscheinlich.

Wie in anderen Ländern haben auch die brasilianische und die russische Zentralbank in den vergangenen Monaten die Zinsen deutlich gesenkt. In Brasilien wurde der Leitzins um 150 Basispunkte auf 5 Prozent und in Russland um 125 Basispunkte auf 6,5 Prozent gesenkt. Da die Inflationsrate in beiden Ländern sinkt, sind weitere geldpolitische Lockerungen wahrscheinlich. Zudem nimmt die Fiskalpolitik eine expansivere Rolle ein. Dies ist vor allem in Russland der Fall, wo die Regierung zahlreiche neue Projekte auf den Gebieten Infrastruktur, Gesundheit und Bildung auf den Weg gebracht hat. In beiden Ländern hat sich die Stimmung unter den Unternehmen jüngst wieder verbessert, vor allem Firmen aus dem Dienstleistungssektor schauen zuversichtlicher nach vorne. Dass die Bäume aus ökonomischer Sicht aber nicht in den Himmel wachsen, ist darauf zurückzuführen, dass die für die Exporte wichtigen Rohstoffpreise niedrig bleiben.

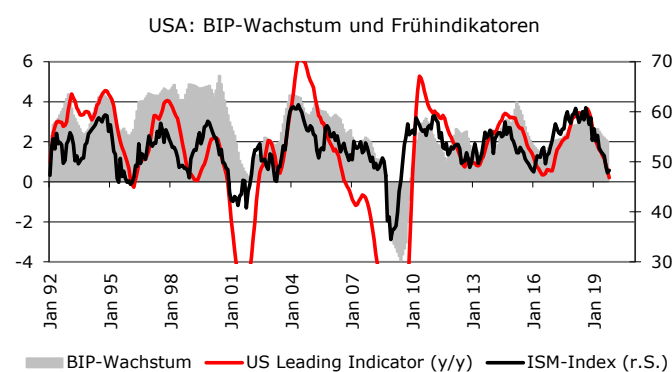
/ Carsten Klude

## Konjunktur (II): Wirtschaftliche Delle in den Industrieländern setzt sich fort

Der Handelsstreit zwischen den USA und China belastet den Welthandel und wirkt sich vor allem auf exportabhängige Volkswirtschaften negativ aus. Sollten sich die Fronten zwischen Washington und Peking nicht wieder verhärten, könnte sich der wirtschaftliche Ausblick in den meisten Industrieländern 2020 leicht verbessern, nicht zuletzt auch aufgrund der expansiveren Geldpolitik vieler Notenbanken.

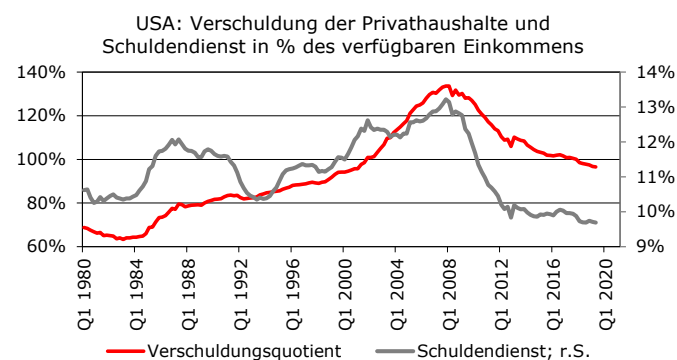
### USA: Konjunkturelle Abschwächung, aber keine Rezession

Die US-Wirtschaft hat sich in diesem Jahr als Fels in der Brandung erwiesen. Während sich das Wirtschaftswachstum in den meisten anderen Industrieländern deutlich verringerte, ist es in den USA nur zu einer leichten Konjunkturabschwächung gekommen. Mit einem Wachstum des realen Bruttoinlandsproduktes von voraussichtlich 2,3 Prozent wird unsere vor einem Jahr erstellte Wachstumsprognose von 2,3 Prozent wohl erreicht werden. Dabei zeigen sich auch die USA nicht völlig immun gegenüber negativen Effekten, die der Handelsstreit mit China mit sich bringt. Sowohl die Exporte als auch die Industrieproduktion weisen gegenüber dem Vorjahr eine rückläufige Tendenz auf. Allerdings spielen diese beiden makroökonomischen Größen keine wichtige Rolle für die USA. Auch die Investitionen, die im Vorjahr von Steuersenkungen profitierten, wuchsen zuletzt kaum noch. Motor der US-Wirtschaft ist dagegen nach wie vor der private Verbrauch, der von den sehr guten Arbeitsmarktbedingungen und höheren Löhnen profitiert. Doch nicht nur die privaten Konsumenten geben viel Geld aus, auch der Staat sorgt mit seiner expansiven Fiskalpolitik für mehr Wachstum (allerdings auch für höhere Schulden). Im zweiten Quartal 2019 gingen vom Staatsverbrauch so starke Wachstumsimpulse aus wie zuletzt Anfang 2009, als die Obama-Regierung mit allen Mitteln versuchte, die Konjunktur zu stützen. Die Effekte der expansiven Fiskalpolitik werden 2020 jedoch nachlassen.



2020 wird sich der konjunkturelle Aufschwung, der sich in seinem elften Jahr (eine Rekorddauer) befindet, mit schwächerer Dynamik

fortsetzen. Wir prognostizieren ein reales BIP-Wachstum von 1,7 Prozent, wobei einige Frühindikatoren, wie beispielsweise Frachtratenindizes aus dem Transportgewerbe, sogar auf einen stärkeren konjunkturellen Abschwung hindeuten. Sein Ziel, eine Wachstumsrate von mindestens drei Prozent zu erreichen, wird US-Präsident Trump also erneut verfehlen. Im nächsten Jahr wird sich der Zuwachs an neuen Stellen abschwächen, sodass die Einkommenszuwächse geringer ausfallen werden. Dennoch wird der private Verbrauch erneut um mehr als zwei Prozent wachsen, da sich die Konsumenten ein ordentliches Polster an Ersparnissen zugelegt haben. In schlechteren Zeiten können diese aufgelöst oder reduziert werden. Die private Verschuldung ist mit 18,4 Billionen US-Dollar zwar auf ein Rekordniveau angestiegen, im Verhältnis zu den verfügbaren Einkommen scheint dies jedoch tragbar zu sein. Nicht zuletzt hat die Niedrigzinspolitik der US-Notenbank dazu beigetragen, dass der Schuldendienst, also der Anteil der Zins- und Tilgungszahlungen an den Einkommen, mit weniger als zehn Prozent im historischen Vergleich sehr niedrig ist. Die drei in diesem Jahr von der Fed vorgenommenen Zinssenkungen von insgesamt 75 Basispunkten dürften die Bauwirtschaft stützen und zu einer etwas stärkeren Investitionsdynamik bei Wohnimmobilien führen.

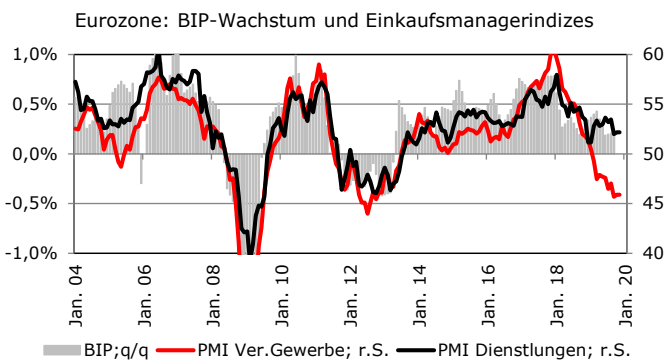


Selbst wenn der Handelsstreit mit China beigelegt werden sollte, dürfte die US-Wirtschaft hiervon jedoch nur unterdurchschnittlich profitieren – so wie umgekehrt die Bremseffekte weniger stark ausgeprägt waren. Auch wenn eine weitere Eskalation unter rationalen

Gesichtspunkten nicht im Interesse des amtierenden Präsidenten liegen sollte (seine Wiederwahl wäre umso wahrscheinlicher, je besser sich die Wirtschaft und der Aktienmarkt entwickeln), bleibt Trump in dieser Frage unberechenbar. Nachlassende Unsicherheiten beim Thema Handel würden die Unternehmen wieder zu mehr Investitionen verleiten, allerdings könnte der Wahlkampf – am 3. November 2020 findet die Präsidentschaftswahl statt – zu neuen Unsicherheiten führen, sodass wir keine großen Wachstumsimpulse von den Unternehmen erwarten. Diese verhaltene Einschätzung wird auch dadurch unterstützt, dass die US-amerikanischen Ölförderer ihre Ausgaben für zusätzliches Ölequipment und neue Bohrtürme reduzieren.

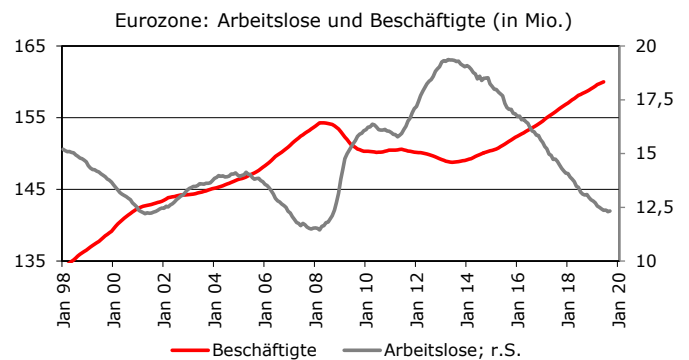
**Eurozone: Erste positive Konjunktursignale, doch Risiken bleiben**

Die Wirtschaft in der Eurozone litt 2019 unter der Verlangsamung des Welthandels und den vielen politischen Risiken. Mit voraussichtlich 1,2 Prozent verfehlt das Wachstum in diesem Jahr unsere Prognose aus dem Vorjahr von 1,3 Prozent wohl nur knapp. Mittlerweile gibt es erste Signale, die als konjunkturelle Bodenbildung interpretiert werden könnten. So haben sich einige Frühindikatoren wie die Einkaufsmanagerindizes zuletzt stabilisiert. Um eine konjunkturelle Trendwende zum Besseren auszurufen, ist es aber noch zu früh.



Zudem bleiben die Unsicherheiten groß. Dies hat zum einen mit der Struktur vieler Volkswirtschaften im Euro-Raum zu tun, die über eine starke industrielle Basis verfügen und deren Wachstum maßgeblich von den Exporten beeinflusst wird. Zum anderen bleiben aber auch die politischen Rahmenbedingungen in vielen Ländern schwierig. Die zunehmende Komplexität moderner Gesellschaften hat zu einer Erosion der lange Zeit dominierenden Mitte-Rechts- und Mitte-Links-Parteien geführt. An deren Stelle gewinnen politische Akteure an den rechten und linken politischen Rändern an Einfluss. Dies führt im Ergebnis zu weniger stabilen Regierungsmehrheiten. Spanien, Portugal, Italien, aber auch Deutschland mit seiner aus der Not heraus geborenen Großen Koalition aus Union und Sozialdemokraten sind hierfür Beispiele. Die

Politik als Risikofaktor für die wirtschaftliche Entwicklung bleibt von daher ein wichtiger und kaum berechenbarer Faktor. Je nachdem, welche Wendungen es beim Thema Brexit im nächsten Jahr geben wird, ob dem Italiener Matteo Salvini ein politisches Comeback gelingt oder ob die Große Koalition in Berlin fortbesteht oder nicht, könnte dies Spuren beim Wirtschaftswachstum hinterlassen. Unter der Voraussetzung, dass die Politik der Wirtschaft in der Eurozone keinen Strich durch die Rechnung macht, erwarten wir 2020 ein reales Wirtschaftswachstum von 1,0 Prozent. Dabei sollte sich die Wirtschaft nach einem verhaltenen Beginn in den Folgequartalen etwas erholen. Schwache Investitionen und Ausfuhren führen dazu, dass das Wachstum zunächst nicht in Schwung kommt. Erst im weiteren Jahresverlauf könnten sich die Perspektiven hier verbessern. Wie in den USA sollte auch in der Eurozone der private Verbrauch dafür sorgen, dass die wirtschaftliche Dynamik zumindest nicht weiter abnimmt. Denn mittlerweile ist die Zahl der Beschäftigten auf 160 Millionen angestiegen – das ist ein Rekordwert. In fast allen Ländern sind zudem die Löhne, einschließlich des Mindestlohns, zumindest leicht angehoben worden. Die Kehrseite der Medaille ist allerdings, dass viele der in den letzten Jahren neu geschaffenen Jobs keine Vollzeitarbeitsplätze sind. Wer aber als Leiharbeiter oder in Teilzeit arbeitet, verdient weniger und hat auch nur eingeschränkten Zugang zu Sozialversicherungsleistungen. Dies erklärt, warum der private Verbrauch in der Eurozone zwar wächst, die erwarteten Zuwachsraten von jeweils etwa einem Prozent in diesem und im nächsten Jahr aber deutlich niedriger ausfallen als in den USA.



Die unterschiedliche Struktur der jeweiligen Volkswirtschaft in der Eurozone erklärt auch, warum es in den vergangenen Jahren zu einer Veränderung der Wachstumsdynamik der Länder gekommen ist. Dabei ist es an der Spitze zu einer bemerkenswerten Veränderung gekommen, dem „Wachwechsel am Rhein“. War Deutschland lange Zeit unter den großen Volkswirtschaften in der Eurozone diejenige mit der stärksten Wachstumsdynamik, nimmt nun Frankreich diese Spitzenposition ein. Dies ist damit zu erklären, dass der französische Dienstleistungssektor eine viel stärkere Position innehat als dies in Deutschland der Fall ist. Gleichzeitig spielt für die

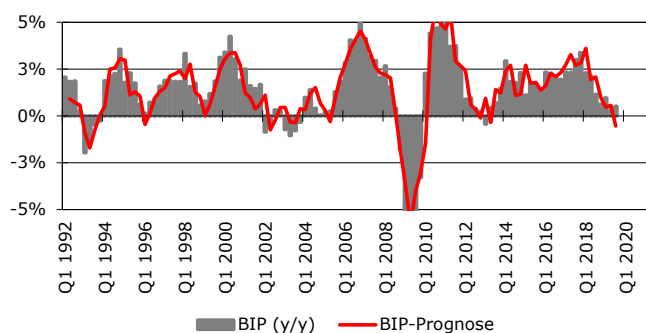


französische Wirtschaft im Vergleich zur deutschen der Außenhandel eine geringere und der private Verbrauch eine stärkere Rolle für das Wachstum.

## Deutschland: Konjunkturerholung mit Ach und Krach – der Statistik sei Dank!

Die deutsche Wirtschaft ist in diesem Jahr nur knapp an einer Rezession vorbei geschrammt. Mit einer Wachstumsrate von voraussichtlich 0,5 Prozent wird unsere Erwartung aus dem letzten Jahr von 1,1 Prozent deutlich verfehlt. Dabei haben sich nahezu alle wichtigen volkswirtschaftlichen Kennzahlen schlechter entwickelt als gedacht. Diese enttäuschende Entwicklung ist – wie bereits erwähnt – vor allem auf die Abhängigkeit der deutschen Wirtschaft von der Industrie und den Exporten zurückzuführen. Das bedeutet aber auch, dass mit keiner schnelleren Besserung der ökonomischen Lage zu rechnen ist.

Deutschland: BIP und BIP-Prognose auf Basis des Ifo Geschäftsklimas

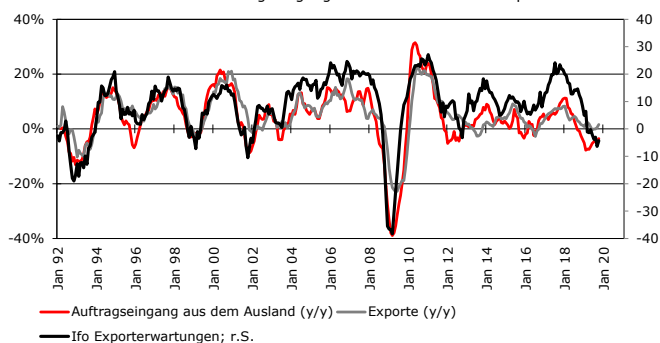


Solange sich die Deglobalisierungstendenz der Weltwirtschaft fortsetzt, wird die deutsche Wirtschaft hierunter leiden. Zu exponiert ist unsere Stellung im internationalen Güterhandel. Hinzu kommen die negativen Wachstumseffekte der strukturellen Veränderungen in der Automobilindustrie mit ihren direkten Auswirkungen auf andere deutsche Vorzeigebereiche wie den Maschinenbau und die Chemieindustrie. Solange die USA als größte Volkswirtschaft der Welt in der Handelspolitik keinen anderen Weg einschlagen und solange China zu keinen größeren Zugeständnissen gegenüber den Forderungen der USA bereit ist, wird Deutschland die Auswirkungen dieses Streits mehr als deutlich spüren. Während viele Konjunkturbeobachter zuletzt optimistischer geworden sind, dass es zu einer Lösung im transatlantischen Handelsstreit kommen wird, sind wir selbst noch skeptisch. Zwar mag es eine Annäherung in den Positionen beider Länder geben (vor allem weil es für Donald Trump unter wahlkampfaktischen Aspekten opportunistisch ist), doch gehen wir davon aus, dass China dem wirtschaftlichen und politischen Druck der USA – wie zuletzt in der Frage der Proteste in Hongkong – nicht nachgeben wird. Von daher wird der Handelsstreit ein Thema bleiben, das die deutsche Konjunktur auch 2020 signifikant beeinflusst und belastet.

Wir gehen deswegen davon aus, dass das deutsche Bruttoinlandsprodukt 2020 saison- und kalenderbereinigt (das ist die international übliche statistische Abgrenzung) um 0,7 Prozent gegenüber dem Vorjahr ansteigen wird, womit die Wachstumsdynamik ähnlich verhalten ausfallen dürfte wie 2019. Allerdings wird das „offizielle“ deutsche Wachstum optisch mit 1,1 Prozent deutlich höher ausfallen, weil es im nächsten Jahr je nach Bundesland zwischen drei und fünf Arbeitstage mehr gibt. Dieser statistische Effekt überzeichnet jedoch die tatsächliche Konjunkturdynamik. Dies gilt vor allem für die Exporte und Ausrüstungsinvestitionen, denn dort sorgt allein der Kalendereffekt für ein zusätzliches Wachstum von 0,8 bzw. 1,1 Prozentpunkten, die auf unsere kalenderbereinigten Prognosen noch aufgeschlagen werden müssen. Beim privaten Verbrauch fällt dieser Effekt mit 0,2 Prozentpunkten an zusätzlichem Wachstum dagegen geringer aus.

Wenig Wachstumsimpulse erwarten wir 2020 erneut von den Unternehmen. Weder die Ausfuhren, noch die Ausrüstungsinvestitionen dürften 2020 nennenswert gegenüber dem Vorjahr ausgeweitet werden. Dies ist darauf zurückzuführen, dass Deutschlands Unternehmen unter einem Schwund an Aufträgen leiden. So liegen die für die Exporteure relevanten Bestellungen aus dem Ausland in diesem Jahr um gut fünf Prozent unter dem Niveau des Vorjahrs. Sowohl die Auftragsengänge aus der Eurozone als auch die aus dem Nicht-Eurogebiet haben sich verringert. Die Exporterwartungen verzeichneten jüngst eine kleine Verbesserung, ob und wie nachhaltig diese Entwicklung ist, bleibt aber abzuwarten. Da viele Unternehmen über hohe Auftragsbestände verfügten, sind die Exporte in diesem Jahr weniger stark zurückgegangen als es die Aufträge signalisiert haben: Für das Gesamtjahr wird es daher noch für ein kleines Plus von 1,2 Prozent reichen.

Deutschland: Auftragsingang aus dem Ausland und Exporte



Deutschland leidet besonders unter seiner „Sandwich-Position“ im internationalen Handel: So sind die USA mit einem Anteil von neun Prozent der größte Absatzmarkt im Außenhandel, während China unser wichtigster Handelspartner ist (unter Berücksichtigung der deutschen Im- und Exporte). Dies ist vermutlich der Grund dafür, dass Deutschland und die EU bisher keine klare Position im US-chinesischen Handelsstreit bezogen haben, denn man

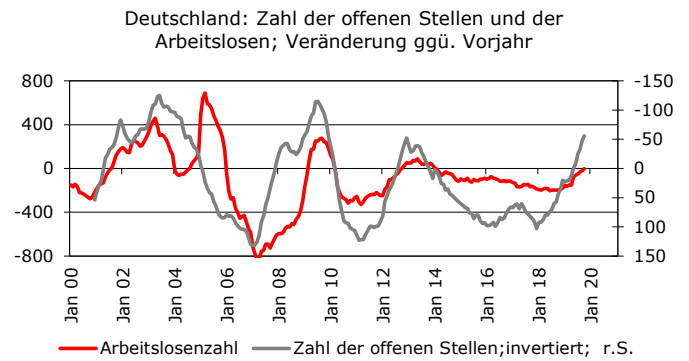
kann es sich nicht leisten, eines der beiden Länder zu verstimmen. Mittelfristig besteht aber die Gefahr, dass man es sich auf diese Weise mit beiden Handelspartnern gleichzeitig verdirbt. Im Moment deutet nichts darauf hin, dass sich an dieser prekären Situation für Deutschland schnell etwas ändern wird. Für den Fall, dass sich der Streit zwischen den USA und China zumindest nicht weiter verschärft, könnte es im Verlauf des nächsten Jahres jedoch zu einer leichten Besserung bei den Rahmenbedingungen für die Exporteure kommen, da die Nachfrage aus den Schwellenländern zunehmen sollte. Für 2020 erwarten wir jedoch nur einen leichten Anstieg der Ausfuhren von 1,4 Prozent. Nicht kalenderbereinigt sieht der Zuwachs mir 2,2 Prozent dagegen deutlich besser aus. Da die Einfuhren mit 0,6 Prozent (nicht kalenderbereinigt: 1,3 Prozent) weniger stark wachsen, geht vom Außenhandel somit im Unterschied zu diesem Jahr ein positiver Beitrag für das deutsche Wachstum aus.



Die politischen und wirtschaftlichen Unsicherheiten haben in diesem Jahr dazu geführt, dass deutsche Firmen nur wenig investiert haben. Die Ausrüstungsinvestitionen werden ein leichtes Plus von rund einem Prozent aufweisen. Zumindest zu Beginn des neuen Jahres dürfte die Investitionsbereitschaft noch gering bleiben. Dies signalisieren zum einen die inländischen Auftragseingänge für Investitionsgüterhersteller, die in diesem Jahr rund drei Prozent unter dem Vorjahreswert liegen. Zum anderen sind die vom Ifo-Institut ermittelten Geschäftserwartungen im deutschen Maschinenbau in den vergangenen Monaten gesunken. Von daher prognostizieren wir auch für 2020 bei den Ausrüstungsinvestitionen kaum mehr als eine Stagnation. Aber dank des Kalendereffekts wird daraus dann ein Plus von fast 1,4 Prozent.

Der private Verbrauch hat sich in den vergangenen Jahren zu einer Säule des deutschen Wirtschaftswachstums gemausert. Auch in diesem Jahr werden die Konsumausgaben gegenüber 2018 um 1,5 Prozent zulegen. Für die traditionell eher zurückhaltenden deutschen Verbraucher wachsen die Bäume zwar nicht in den Himmel, der stabile Arbeitsmarkt und hohe Lohn- und Rentenzuwächse sorgen aber für eine ordentliche Kaufbereitschaft der privaten Haushalte. Hinzu kommt die gesunkene Inflation, die dafür

sorgt, dass sich die Kaufkraft positiv entwickelt und die Menschen mehr Geld in ihren Portemonnaies haben als vor einigen Jahren. Da die Deutschen aber auch ein Volk der Sparer sind – trotz oder vielleicht wegen der niedrigen Zinsen ist die Sparquote mit fast elf Prozent auf einem sehr hohen Niveau – werden die potenziellen Konsummöglichkeiten nicht voll ausgeschöpft. 2020 werden die privaten Konsumausgaben von daher in ähnlicher Größenordnung wie in diesem Jahr ansteigen.



2020 rechnen wir mit einem leichten Anstieg der Arbeitslosigkeit. Vor allem in der Automobil- und Zulieferindustrie fallen viele Stellen weg. Die Unternehmen versuchen aber zunächst, mit flexiblen Maßnahmen, wie Überstundenabbau, Kurzarbeit und einer Verringerung der Arbeitszeiten, einen größeren Stellenabbau zu vermeiden. In Zeiten des Facharbeitermangels hält man so lange wie möglich an seinem Personalbestand fest, um nicht bei einem Wiederanziehen der Konjunktur auf einmal zu wenig qualifizierte Arbeitskräfte an Bord zu haben. Insofern wird die Arbeitslosenquote nur leicht von 5,0 Prozent in diesem auf 5,2 Prozent im nächsten Jahr ansteigen. Allerdings dürften die „fetten Jahre“ der hohen Lohnsteigerungen erste einmal vorbei sein. 2020 dürfte der Zuwachs im Durchschnitt bestenfalls bei zwei Prozent liegen.

/ Carsten Klude

## Rentenmarkt: Die unendliche Geschichte der Niedrigzinsen

Vor allem der Handelsstreit zwischen den USA und China sowie andere politische Unsicherheiten und strukturelle Defizite haben in diesem Jahr zu einer deutlichen Wachstumsverlangsamung geführt. Auch die Inflationsraten sind in fast allen Ländern gesunken. Die von den Anlegern lang ersehnte Zinswende ist von daher wie von uns erwartet auch 2019 ins Wasser gefallen. Stattdessen sind die Renditen zwischenzeitlich auf neue Tiefstände gefallen. Bedeutet dies – wie man immer häufiger hört –, dass Anleihen kein Investment mehr Wert sind?

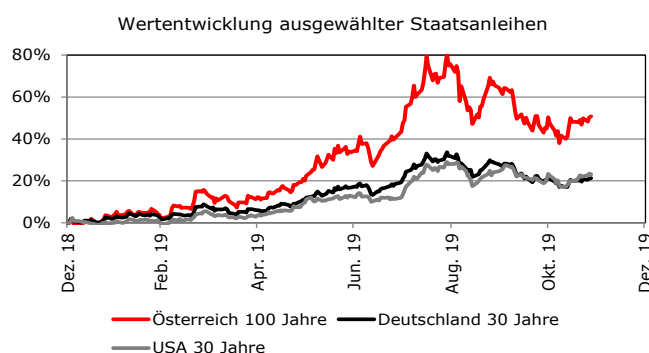
### Staatsanleihen: Bodenbildung oder Trendwende bei den Renditen?

Vor 12 Monaten befanden sich die meisten globalen Notenbanken noch im Zinserhöhungsmodus, doch unter dem Eindruck immer schwächer werdender Konjunktur- und Inflationsdaten wechselte die Geldpolitik im Laufe dieses Jahres erneut die Richtung. Vor allem die Federal Reserve, die noch im Dezember 2018 den US-Leitzins erhöhte und für 2019 weitere geldpolitische Straffungen ankündigte, signalisierte schon im Januar eine Kehrtwende. In der ersten Jahreshälfte blieb die Fed Funds Target Rate noch unverändert, doch nachdem sich die Wachstumsraten der US-Wirtschaft im Jahresverlauf abschwächten und die für die Notenbank entscheidende Inflationsrate unter der Zwei-Prozent-Marke blieb, senkte die Fed im Juli, September und Oktober den Leitzins um insgesamt 75 Basispunkte auf eine Spanne von 1,50 bis 1,75 Prozent.

Auch die Europäische Zentralbank hat ihre Ende vergangenen Jahres formulierte Absicht, die Zinsen ab dem Sommer 2019 zu erhöhen, nicht in die Tat umgesetzt. Im Gegenteil: Schwache Wirtschaftsdaten und ein deutlicher Rückgang der Inflationsrate auf weniger als ein Prozent veranlassten den EZB-Rat im September, den Einlagenzinssatz von -0,40 auf -0,50 Prozent zu reduzieren. Gleichzeitig wurde nur neun Monate nach Beendigung des alten die Auflage eines neuen Anleiheaufkaufprogramms in Höhe von 20 Milliarden Euro monatlich beschlossen.

Die Federal Reserve und die EZB befinden sich in guter Gesellschaft. Von fast 40 globalen Notenbanken, deren Geldpolitik wir verfolgen, haben in diesem Jahr 23 die Zinsen gesenkt; dem stehen nur drei Erhöhungen gegenüber. 2018 war dies noch genau umgekehrt. Die internationale Geldpolitik ist also in diesem Jahr noch expansiver geworden als sie es ohnehin schon war. Im Umkehrschluss sind die Renditen in diesem Jahr stark gefallen, sodass Anlegern in festverzinslichen Wertpapieren zum Teil erkleckliche Kursgewinne – teilweise in prozentual zweistelliger Höhe – beschert wurden. Dabei war die Wertentwicklung umso besser, je länger die Restlaufzeit der Anleihen war. Bestes Beispiel hierfür ist die im Jahr 2017 von Österreich emittierte Staatsanleihe mit einer Restlaufzeit von damals 100 Jahren. Trotz eines nur kleinen Kupons von 2,1 Prozent gewann die Anleihe

bis Ende August fast 80(!) Prozent an Wert. Dies war auf den bis in den Spätsommer zu beobachtenden Rückgang der Renditen zurückzuführen, der im Umkehrschluss zu steigenden Kursen bei ausstehenden Anleihen führte. Die Rendite für eine 10-jährige Bundesanleihe erreichte Ende August ein neues Rekordtief von -0,72 Prozent nachdem diese zu Jahresbeginn noch bei 0,25 Prozent gelegen hatte. 10-jährige US-Treasuries rentierten im September bei 1,46 Prozent im Vergleich zu 2,69 Prozent zu Jahresbeginn.



Mittlerweile haben sich die Renditen für Staatsanleihen in den USA und in der Eurozone von ihren Tiefstständen im Sommer 2019 allerdings wieder entfernt, sodass die Kurse gesunken sind. Die angesprochene österreichische Staatsanleihe weist mittlerweile „nur“ noch ein Kursplus von 50 Prozent auf. Ist dies der Anfang einer Trendwende zu nachhaltig steigenden Renditen am Rentenmarkt? Wir halten das für unwahrscheinlich. Sowohl das fundamentale, als auch das politische und geldpolitische Umfeld sprechen dafür, dass die Renditen nach den negative Übertreibungen im Sommer in einen Seitwärtskanal mit hoher Schwankungsbreite eintreten werden. Die global schwache Konjunkturentwicklung – die Weltwirtschaft wächst 2019 und 2020 nur mit Raten von drei Prozent, das ist das geringste Wachstum seit der Finanz- und Wirtschaftskrise – wird dazu führen, dass die Inflation und insbesondere die Inflationserwartungen 2020 sehr niedrig bleiben. Höhere Leitzinsen, die die Grundlage für eine nachhaltige Trendwende am Rentenmarkt bilden, sind im kommenden Jahr nicht zu erwarten.

In den USA tritt die Federal Reserve nach ihren drei Zinssenkun-

gen in diesem Jahr, die sie selbst als „mid cycle adjustment“ charakterisierte, erstmal an die Seitenlinie. Fed-Präsident Powell signalisierte zuletzt, dass die Notenbank den Leitzins so lange beibehalten wird, wie die Konjunktur auf ihrem derzeitigen Kurs bleibt. Da Zinserhöhungen von der Zentralbank erst dann erwogen werden, wenn die Inflationsrate deutlich über die Zwei-Prozent-Marke ansteigt, sind höhere Leitzinsen im nächsten Jahr nicht zu erwarten. Dagegen sind ein oder sogar zwei Zinssenkungen unseres Erachtens nach 2020 durchaus möglich, da die US-Wirtschaft weniger stark wachsen wird als in diesem Jahr. Die Fed Funds Futures zeigen, dass die Marktteilnehmer mehrheitlich in der zweiten Jahreshälfte mit einer Zinssenkung rechnen.

Die Europäische Zentralbank wird 2020 ihre Geldpolitik nicht verändern. Mittlerweile ist den meisten Mitgliedern der EZB bewusst, dass die Risiken und Nebenwirkungen ihrer Geldpolitik zugenommen haben und noch niedrigere Zinsen mehr Schaden anrichten als Gutes bewirken. Da die Notenbank über ihr Anleiheaufkaufprogramm jeden Monat für 20 Milliarden Euro europäische Staats- und Unternehmensanleihen sowie Pfandbriefe und Asset Backed Securities kauft, bleiben die Renditen gedeckelt. Hinzu kommen weitere 20 Milliarden Euro im Monat, die die EZB für die Wiederalanlage auslaufender Wertpapiere investieren wird.

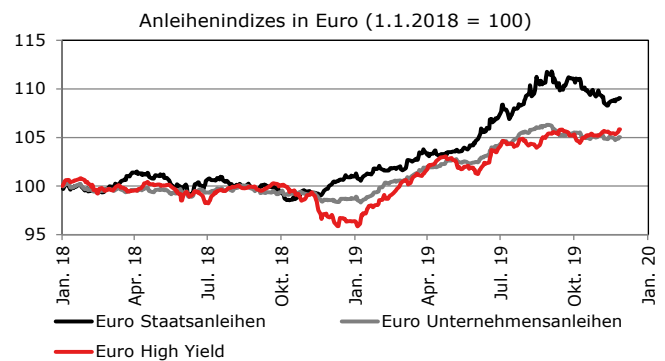
Die mittelfristigen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer sowie die Konjunktur- und Inflationsprognosen der EZB lassen erwarten, dass die Niedrigzinsphase in Europa noch weit über das Jahr 2020 anhalten wird. Auch die bislang noch ungelösten politischen Probleme, wie der Handelsstreit zwischen den USA und China, der Brexit und die Schwierigkeiten der politischen Mehrheitsfindung in vielen europäischen Ländern, werden dazu führen, dass die Renditen sehr niedrig bleiben; gleichwohl dürfte es sowohl in Europa als auch in den USA zu kräftigen Schwankungen kommen. Wir erwarten, dass die Rendite für 10-jährige Bundesanleihen im kommenden Jahr zwischen null und -0,6 Prozent liegen wird. Die Rendite für 10-jährige US-Treasuries dürfte sich dagegen zwischen 1,4 und 2,0 Prozent bewegen. Für Anleger ist das potenzielle Wertsteigerungspotenzial bei Staatsanleihen somit vergleichsweise unattraktiv. Ausgehend vom aktuellen Niveau würde ein Renditerückgang auf -0,6 Prozent bei einer 10-jährigen Bundesanleihe zu einer positiven Wertentwicklung von rund zwei Prozent führen. Umgekehrt käme es bei einem Renditeanstieg auf null Prozent zu einer Wertminderung von etwa vier Prozent. Während eine sogenannte Buy-and-Hold-Strategie langfristig definitiv zu einer negativen Performance führen würde, kann das kluge Ausnutzen der zu erwartenden Schwankungen über eine rechtzeitige Verkürzung bzw. Verlängerung der Durationspositionierung in einem Anleihenportfolio jedoch zu einem Mehrertrag von zwei bis drei Prozentpunkten führen. Aktives Anleihenmanagement bleibt also Trumpf, dann haben Festverzinsliche auch weiterhin ihre Berechtigung in einem Portfolio!

Da derzeit rund 50 Prozent aller Staatsanleihen aus der Eurozone negative Renditen aufweisen, empfehlen wir, Staatsanleihen aus

Osteuropa in die Wertpapierselektion einzubeziehen. Emissionen aus diesen Ländern verfügen noch über spürbar höhere Renditen, gleichzeitig weisen die meisten Staaten in aller Regel bessere Wachstums- und Verschuldungsraten auf. Zudem streben nicht wenige dieser Nationen eine Aufnahme in die EU oder die Eurozone an, wovon die Anleihen dieser Emittenten profitieren sollten.

### Ist 2020 eine Übergewichtung von Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen 2020 zu empfehlen?

Eine interessante Anlagealternative zu Staatsanleihen stellen aus unserer Sicht europäische Unternehmensanleihen dar, mit denen Anleger schon in diesem Jahr durchschnittlich gut sechs Prozent verdienen konnten. Solange die wirtschaftliche Entwicklung in Europa nicht in eine Rezession abgleitet, sollten Unternehmensanleihen auch 2020 von der anhaltenden Suche nach höheren Renditen profitieren. Denn im Gegensatz zu Staatsanleihen, deren durchschnittliche Rendite innerhalb der Eurozone negativ ist, versprechen Unternehmensanleihen zwar geringe, aber immerhin noch positive Renditen.



Selbst ein, wie von uns prognostiziert, schwaches Wirtschaftswachstum in der Eurozone wird dafür sorgen, dass die Ausfallraten bei Unternehmensanleihen absolut und auch relativ gesehen gegenüber ihrer eigenen Historie niedrig bleiben werden. Hinzu kommt, dass die EZB wieder als Käufer auf dem relativ kleinen Markt der europäischen Unternehmensanleihen auftritt. Dies sorgt für einen zusätzlichen, nicht zu unterschätzenden Nachfrageimpuls, der selbst in möglichen Krisensituation dafür sorgen sollte, dass sich die Kreditaufschläge nicht stark ausweiten. Zudem haben viele Unternehmen in Europa die vergangenen Jahre genutzt, um ihre Verschuldung und die Zinsbelastung durch das immer weiter sinkende Zinsniveau deutlich zu reduzieren. Damit sind sie auch für Zeiten eines anhaltend geringen Wachstums gut aufgestellt, sodass wir aus diesen Gründen für Unternehmensanleihen auch im nächsten Jahr eine positive Entwicklung erwarten. Zwar werden die Bäume für Anleger nicht in den Himmel wachsen, mit High-Yield- und Nachranganleihen sollte aber auch im kommenden Jahr eine positive Wertentwicklung von mehr als zwei Prozent möglich sein.

### **Trotz Niedrigzinsen: Anlageideen für 2020**

Wir empfehlen, im nächsten Jahr weiterhin einen spürbaren Teil des Portfolios in High-Yield-Anleihen und Nachranganleihen aus Europa zu investieren. Diese Anleihen werden sich bei einem schwachen, aber leicht positiven Wachstum auch in 2020 einer starken Nachfrage erfreuen, da die Investoren durch das allgemein niedrige Zinsniveau gezwungen werden, in risikoreichere Anlageklassen zu investieren, da nur hier noch einigermaßen auskömmliche Renditen zu erzielen sind.

Zur Portfoliodiversifikation sollten auch alternative Anleihe-segmente wie Cat-Bonds oder Mikrofinanzprodukte nicht in der

Allokation fehlen. Diese Segmente, bei denen wir empfehlen, sich auf die Expertise von externen Fondsmanagern zu stützen, sind mit den „normalen“ Assetklassen auf der Anleihe-seite nahezu unkorreliert und haben in der Vergangenheit bis auf wenige Ausnahmen sehr stabile Erträge geliefert. Auch für 2020 gehen wir davon aus, dass das Wertsteigerungspotenzial in diesen Segmenten bei rund drei Prozent liegen sollte – bei deutlich geringerer Volatilität im Vergleich zu den erstgenannten Anleiheklassen.

/ Martin Hasse

## Aktienmarkt: Börsenhausse mit kleinen Schönheitsfehlern

Trotz anhaltender politischer Unsicherheiten, schwacher Konjunkturdaten und enttäuschenden Unternehmensgewinnen haben die Börsen in den vergangenen 12 Monaten ihre Vorjahresverluste wieder wettgemacht und zum Teil neue historische Höchststände erreicht. Geholfen hat eine expansive Geldpolitik, die zu günstigeren Finanzierungsbedingungen führt und risikoreichere Anlagen stützt. Angesichts der gestiegenen Aktienmarktbewertungen ist eine Deeskalation im Handelsstreit zwischen China und den USA eine notwendige Voraussetzung für eine Fortsetzung der Aufwärtsbewegung an der Börse – und für bessere konjunkturelle Rahmenbedingungen.

### Gestiegene Aktienmarktbewertungen begrenzen das zukünftige Aufwärtspotenzial

Die Twitterbotschaften des US-Präsidenten haben die Kapitalmärkte in diesem Jahr weiter in Atem gehalten. Getreu dem Motto „Mit Zuckerbrot und Peitsche“ hat Donald Trump mal neue Zölle, mal einen bevorstehenden Handelsdeal mit China angekündigt. Passiert ist aber bei diesem Thema seit Mitte August nichts Konkretes. Da davon auszugehen ist, dass Trump bei der Präsidentschaftswahl im kommenden November wiedergewählt werden möchte, dürfte er ein rationales Interesse daran haben, den Konflikt mit China nicht auf die Spitze zu treiben. Denn dies bekäme auf Dauer weder der US-Wirtschaft, noch dem US-Aktienmarkt gut. Da auch der chinesische Präsident Xi Jinping weiß, dass eine Einigung im Handelsstreit notwendig ist, um den Abwärtsdruck für die heimische Wirtschaft nicht größer werden zu lassen, gehen wir davon aus, dass sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen im kommenden Jahr leicht verbessern. Sollte der Handelsstreit dagegen eskalieren, könnte es zu einer Rezession kommen und zwar nicht nur in Ländern, deren Wachstum stark vom Außenhandel und der Industrie abhängt, sondern auch in den USA.

Angesichts der hohen Aktienmarktbewertungen würden im Fall einer Rezession wohl empfindliche Kursverluste drohen. Eine stabilere Wirtschaftslage ist von daher Voraussetzung dafür, dass sich die positive Börsenentwicklung fortsetzt. Doch selbst in diesem Fall halten wir das weitere Kurspotenzial für begrenzt. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die sehr gute Kursentwicklung in diesem Jahr – viele Aktienindizes konnten um mehr als 20 Prozent zulegen – nicht von einem ähnlichen Anstieg der Unternehmensgewinne begleitet wurde. Im Gegenteil, auf Indexebene waren in vielen Ländern und Regionen fast durchweg nur stagnierende Erträge zu beobachten. Dies hat dazu geführt, dass Aktien in den vergangenen Monaten immer teurer geworden sind. Basierend auf den Gewinnerwartungen für die kommenden 12 Monate weisen US-amerikanische Aktien gemessen am S&P 500 mittlerweile ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von fast 18 auf. Anfang des Jahres lag dies noch bei 15, womit es dem Mittelwert seit dem Platzen der Technologiebörse Anfang der 2000er Jahre entsprach. Das DAX-KGV ist von

11 zu Beginn des Jahres auf mittlerweile gut 14 angestiegen. Im Vergleich zum Durchschnitt der vergangenen 15 Jahre, der bei 12 liegt, sind somit auch deutsche Aktien vergleichsweise hoch bewertet. Rechtfertigen lässt sich die Bewertungsprämie von etwa 20 Prozent nur mit Blick auf die Bewertung von Staats- und Unternehmensanleihen oder von alternativen Anlagen wie Immobilien, Edelmetallen oder Kunstgegenständen, die sogar noch teurer geworden sind. Hieran zeigt sich das Dilemma der Anleger: Die Geldpolitik der Notenbanken hat dazu geführt, dass es mittlerweile keine günstigen Anlagemöglichkeiten mehr gibt. Wer heute investieren will, zahlt dafür einen höheren Preis als in der Vergangenheit. Daran dürfte sich auch sobald nichts ändern.

Die hohen Bewertungen signalisieren, dass sich Anleger in den meisten Anlageklassen zukünftig auf geringere Erträge einstellen müssen. Für die kürzere Perspektive muss dies jedoch nicht gelten, denn Bewertungskennzahlen sind meist ein schlechter Ratgeber für das Timing von Investitionsentscheidungen. Was teuer ist, kann nämlich noch teurer werden. Deswegen bedarf es eines Auslösers, der zu einer Korrektur der hohen Bewertungen führt. In der Vergangenheit waren dies meist höhere Leitzinsen der Notenbanken, die dann zu steigenden Kapitalmarktrenditen, schlechteren Finanzierungsbedingungen und letztendlich häufig zu einer Rezession geführt haben. Doch weder höhere Zinsen, noch eine bevorstehende Rezession sind unseres Erachtens nach 2020 zu erwarten. Denn trotz aller Probleme bleibt die Weltwirtschaft im nächsten Jahr auf Wachstumskurs, auch wenn die konjunkturelle Dynamik gering ist. Ein stabiler Konsum, robuste Arbeitsmärkte sowie die Aussicht auf eine etwas expansivere Fiskalpolitik verhindern eine weitere Konjunkturabschwächung und sorgen damit für ein positives Grundrauschen an den Aktienmärkten. Die jüngsten Frühindikatoren deuten bereits auf eine leichte Verbesserung der wirtschaftlichen Aktivität im Laufe des kommenden Jahres hin. In der Vergangenheit haben positivere konjunkturelle Frühindikatoren fast immer auch zu einer erfreulichen Aktienmarktentwicklung beigetragen. Allerdings darf nicht außer Acht gelassen werden, dass die derzeitige wirtschaftliche Abschwächung das Ausmaß der Krisenjahre 2015/16 oder 2012/13 übertrifft. Insofern muss der Ver-

trauensvorsprung, den die Aktienmärkte eingepreist haben, noch durch nachhaltig bessere Wirtschaftsdaten bestätigt werden.

### Gewinnerwartungen zu optimistisch, aber expansive Geldpolitik stützt

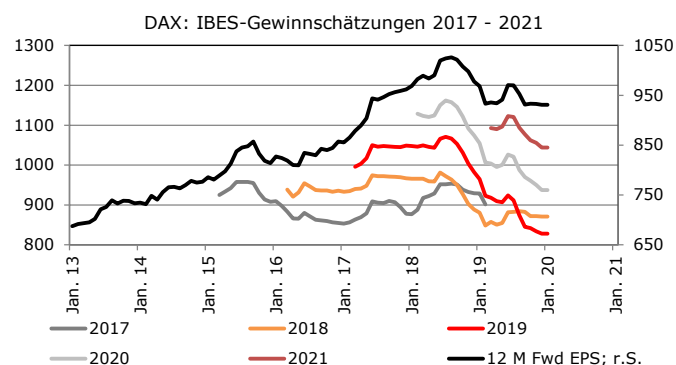
Sollte dies der Fall sein, dürften die Aktienmärkte erneut über die immer noch zu optimistischen Gewinnerwartungen der Unternehmensanalysten hinwegschauen. Trotz der Erwartung eines nur moderaten wirtschaftlichen Wachstums wird für 2020 und 2021 von überdurchschnittlich hohen Zuwachsraten bei den Unternehmensgewinnen ausgegangen. Für den DAX wird mit einem Gewinnplus von 11 bzw. 12 Prozent in den nächsten beiden Jahren gerechnet. Dies halten wir für unrealistisch. Kaum weniger optimistisch fallen die Ertragserwartungen für Firmen in den europäischen und US-amerikanischen Börsenindizes aus. Wenn die Firmen zu Beginn des neuen Jahres ihre Planungen und Erwartungen für 2020 konkretisieren, dürfte dies zunächst zu Enttäuschungen führen, da negative Gewinnrevisionen vorprogrammiert sind. Dieser negative Effekt dürfte aber erneut von den Aussichten auf anhaltend niedrige Zinsen kompensiert werden. Vereinzelt werden Notenbanken 2020 die Zinsen sogar noch weiter senken. Die positiven Wirkungen der expansiveren Geldpolitik werden sich dann nach und nach bemerkbar machen. Zwar sind die konjunkturellen Effekte der expansiven Geldpolitik in den Industrieländern (im Unterschied zu den Schwellenländern) sehr begrenzt, das höhere Geldmengenwachstum sorgt aber für viel Liquidität, die angelegt werden muss, wenn sie nicht den Weg in die Realwirtschaft findet.

### DAX: 14.000 Punkte sind erreichbar

Für die 30 DAX-Unternehmen rechnen wir vor dem Hintergrund unserer konjunkturellen Einschätzung mit einem Gewinnwachstum von rund sieben Prozent. Nachdem die Unternehmensgewinne sowohl 2018 als auch 2019 gesunken sind, wäre dies eine deutliche Verbesserung. Da die Umsätze nächstes Jahr kaum zulegen werden, kommt der Hauptimpuls für die Gewinne von der Kostenseite. Einsparungen und Effizienzprogramme sollten ihre Wirkung nicht verfehlen. Insofern ergibt sich auf Basis des aktuellen Bewertungsniveaus ein Kurspotenzial von etwa 14.000 Punkten. Da aber auch im kommenden Jahr die politischen Unsicherheiten nicht völlig abebben und zudem auch die Konjunkturdaten nicht nur nach oben zeigen werden, rechnen wir im Jahresverlauf mit ordentlichen Schwankungen. Für den Dax halten wir von daher eine Bandbreite von 11.500 bis 14.500 Punkten für wahrscheinlich. Für den Euro Stoxx 50 erwarten wir am Jahresende 2020 einen Indexstand von knapp 4.000 und für den Stoxx 50 einen von etwa 3.600 Punkten.

Das Potenzial für US-amerikanische Aktien schätzen wir für das Jahr 2020 etwas höher ein, da wir mit einem stärkeren Gewinnzuwachs im Vergleich zu europäischen Unternehmen rechnen.

Ursache hierfür ist die bessere Entwicklung der US-Konjunktur, aber auch die Tatsache, dass es noch Potenzial für weitere Zinssenkungen gibt. Für das Jahresende 2020 erwarten wir den S&P 500 von daher bei 3.400 Punkten. Allerdings ist die Bewertung in einigen Sektoren sehr hoch, sodass Anleger hier die Gewinnentwicklung der Unternehmen eng verfolgen müssen. Dies gilt beispielsweise für US-Technologieunternehmen (vor allem aus dem Bereich Biotechnologie), für Versorger, aber auch für Firmen aus dem nicht-zyklischen Konsumsektor. Dagegen sind die Branchen Energie, Finanzwerte, Gesundheit sowie die Halbleiterindustrie eher günstig bewertet.



### US-Präsidentenwahl wirft ihre Schatten voraus

Neben der wirtschaftlichen Entwicklung wird der Wahlkampf und die am 3. November 2020 stattfindende Präsidentenwahl einen entscheidenden Einfluss auf das Börsenjahr haben. Wahljahre in den USA sind in der Regel gute Börsenjahre, allerdings dürften vor dem Hintergrund des drohenden Amtsenthebungsverfahrens gegen Präsident Trump die gegenseitigen Attacken im Wahlkampf noch heftiger und bösser ausfallen als in den Wahlkämpfen zuvor. Der Ausgang der Wahlen dürfte zum Jahresende einen wichtigen Impuls für die Performance liefern. Sollten die Republikaner die Wahl gewinnen, wird dies aufgrund der in der Regel wirtschaftsfreundlich ausgerichteten Wahlprogramme die Aktienmärkte positiv beeinflussen. Bei einem Wahlsieg der Demokraten könnte dagegen das zukünftige Wachstum der US-Wirtschaft aufgrund einiger eher als wachstumshemmend einzuschätzender Wahlprogramminhalte, wie z.B. die Einführung von Vermögenssteuern oder die Beschränkung von Aktienrückkaufprogrammen, negativ beeinflusst werden. Dies würde am Aktienmarkt wohl zu Kursverlusten führen, wobei im Moment noch völlig offen ist, wer auf Seiten der demokratischen Partei als Kandidat oder Kandidatin gegen Trump ins Rennen geschickt wird.

Nach dem fulminanten Kursanstieg in diesem Jahr, rechnen wir zu Beginn des neuen Jahres mit einer Verschnaufpause an den Märkten. Die hohen Bewertungen, die Frage, wie sich das politische Ver-

hältnis zwischen den USA und China, aber auch zwischen den USA und Europa entwickelt und zunächst noch enttäuschende Ergebnisse von den Unternehmen für das vierte Quartal 2019 könnten die derzeit gute Stimmung belasten. Im weiteren Jahresverlauf sollte der Optimismus aber zurückkehren, sodass dann auch wieder mit steigenden Aktienkursen zu rechnen ist. Von daher sollte die Aktienquote zu Beginn des Jahres 2020 nicht komplett ausgeschöpft werden, um Zukäufe auf niedrigerem Niveau zu ermöglichen. Unser Fokus liegt derzeit auf US-Titeln sowie in Europa auf defensiven Branchen, wie zum Beispiel dem Nahrungsmittel- und dem

Gesundheitssektor. Größere Unternehmen sollten kleineren noch vorgezogen werden. In eine zu erwartende Konsolidierung hinein sollte die Aktienquote dann erhöht werden. Dann gilt es in Europa zyklischere Branchen und Unternehmen höher zu gewichten. Dazu gehören Aktien aus den Branchen Chemie, Grundstoffe und Industrie. Das wäre auch ein geeigneter Zeitpunkt, wieder stärker in kleinere Unternehmen aus dem MDAX oder dem TecDAX zu investieren.

/ Ludwig Bendel und Daniel Hupfer



## Markttechnik: Wie weit trägt die Hausse noch?

Nachdem wir die Aussichten für die Aktienmärkte aus fundamentaler Sicht beurteilt haben, stellt sich die Frage, ob die Markttechnik zu denselben Aussagen kommt?

Dem US-amerikanischen S&P 500 Index gelang es dieses Jahr ein- drucksvoll, den Einbruch zum Ende des Börsenjahres 2018 zu ver- arbeiten. Besser noch: Durch den Ausverkauf vor 12 Monaten wurde der Aufwärtstrendkanal, der seit Mitte 2009 intakt ist, einem ernsthaften Test unterzogen und erfolgreich bestätigt. Somit waren die Weichen gestellt, nicht nur die Verluste des Jahres 2018 zu kom- pensieren, sondern daraufhin auch neue Allzeithochs zu etablieren.



Quelle: Reuters vom 25.11.2019

Da es aktuell keine historischen Widerstandsbereiche mehr gibt und sich der Index im sogenannten „uncharted territory“ befindet, muss eine Fibonacci-Projektion helfen, eine mögliche Zielzone zu identifizieren. Diese Projektion aus der vorhergehenden Abwärts- bewegung quantifiziert das Potenzial bis mindestens 3.300 Punkte. Ein weiteres Ziel lässt sich aus dem oberen Rand des seit 1932 in- takten Aufwärtstrendkanals ableiten, der sich im Jahresverlauf bei rund 3.500 Punkten bewegt. Technische Unterstützungsmarken befinden sich in Form der 2019er März- und Mai-Tiefs bei 2.750 Punkten. Auf diesem Niveau verläuft zu Jahresbeginn der untere Rand des eingangs beschriebenen Aufwärtstrendkanals seit 2009 und wenig davon entfernt bei etwa 2.600 Punkten der exponentielle 200-Wochendurchschnitt.

Doch bei aller Euphorie gilt es die Aufwärtsbewegung auch in Hin- blick auf die Marktbreite zu beleuchten. Häufig war es in der Ver- gangenheit so, dass eine Hausse in der Endphase nur noch durch einige wenige hochkapitalisierte Unternehmen getragen wurde, ehe anschließend der Trendbruch erfolgte. Deshalb werfen wir an die- ser Stelle den Blick auf den marktbreiten, gleichgewichteten Value Line Arithmetic Index (VALUA), um uns ein Bild von der Markt- verfassung zu verschaffen. Dieser Index bildet die Wertentwicklung von mehr als 1.600 nordamerikanischen Unternehmen ohne Be-

rücksichtigung der jeweiligen Unternehmensgröße ab. Der VALUA befindet sich zwar ebenfalls seit 2008 in einem intakten Aufwärtstrendkanal, jedoch ist das Jahr 2019 als ernstzunehmendes Warn- signal zu betrachten. Während der S&P 500 zahlreiche neue All- zeithochs etablierte, „hinkt“ der VALUA dieser Entwicklung hinterher und bildete somit eine Divergenz aus. Umso wichtiger ist es nun, den Trendkanal zu verteidigen. Der untere Rand befindet sich im Bereich von etwa 5.800 Punkten, im Jahresverlauf steigend. Da jedoch das gesamte Jahr 2019 in Folge der Nachwehen von 2018 eine, gemessen an den Umfrageergebnissen der American Association of Individual Investors (AAII), verhaltene bis stark zurück- haltende Investorenstimmung vorherrschte und in keiner Weise Euphorie zu konstatieren war, gilt unter Contrarian-Gesichtspun- kten der Trend als nicht gefährdet. „Eine Hausse stirbt nicht an Al- tersschwäche, sondern in der Euphorie.“ Gleiches gilt im Übrigen für den oftmals als Angstbarometer bezeichneten VIX, den Volati- litätsindex für den S&P 500. Dieser hat im Jahr 2019 nicht annä- hernd die Sorglosigkeit der Jahre 2017 oder Anfang 2018 erreicht, als historische Tiefstände von 8,5 gemessen wurden. Auch der Um- stand, dass 2020 ein US-Wahljahr ist, unterstreicht die These, dass 2020 ein gutes Börsenjahr erwarten lässt: Seit 1900 legte der S&P 500 im Jahr des Urnenganges zur US-Präsidentschaft im Schnitt um gut 8 Prozent zu.



Quelle: Reuters vom 25.11.2019

Dem heimischen DAX gelang 2019 ebenfalls ein fulminantes Comeback. Allerdings blieb der große Befreiungsschlag in Form eines neuen Allzeithochs bislang aus. Sollte die Rallye fortgesetzt werden, wovon wir ausgehen, dann ist im ersten Schritt die Marke von 14.200 Punkten zu nennen. Aus der Fibonacci-Projektion he- raus – und hier zeigt sich das deutliche Nachholpotenzial – lässt

sich sogar ein Ziel deutlich oberhalb von 15.000 Punkten ableiten. Auf der unteren Seite gilt es hierzu jedoch die Sommertiefs des letzten Jahres bei etwa 11.500 Punkten nicht nachhaltig zu unterschreiten, da sonst auch der mittelfristige Aufwärtstrend zur Disposition gestellt wird. Diese Marke harmonisiert zusätzlich mit dem exponentiellen 200-Wochendurchschnitt, der in diesem Dunstkreis verläuft und somit die zweite Unterstützung darstellt.

Die Statistik unterstützt auch hier die Annahme eines positiven Börsenjahres für den DAX. Denn wenn in der Geschichte auf ein negatives Börsenjahr, in diesem Fall das Jahr 2018, ein positives (2019) folgte, ging das darauffolgende Jahr noch nie in der Geschichte des DAX negativ aus.



Quelle: Reuters vom 25.11.2019

Wo wir bei den beiden vorangegangenen Themen eine Fortsetzung der bestehenden Trendbewegung erwarten, gestaltet sich das Bild für das weltweit wichtigste Währungspaar **EUR/USD** ein wenig differenzierter. Die seit 2008 laufende Aufwertungsbewegung trifft im Jahresverlauf auf die noch länger laufende gegensätzliche Bewegung. Diese hat in den 1980er Jahren ihren Ursprung. Es ist davon auszugehen, dass der USD ein letztes Hoch in Form der Marke um 1,07 Euro bis 1,05 Euro in Angriff nehmen wird.



Quelle: Reuters vom 25.11.2019

Von dort aus jedoch ist, ähnlich wie in den Jahren 2015 bis 2017, mit deutlichem Gegenwind zu rechnen. Dieser Widerstand sollte das Währungspaar zunächst in den Bereich von 1,15, im Extremfall vielleicht sogar bis 1,20 bewegen. Ein wichtiges Indiz für diese These ist die extreme Schwankungsarmut (Volatilität) der vorangegangenen Zeit, die oftmals als Vorbote für einen Trendwechsel fungiert.

/ Nils Theilfarth

## Beteiligungen: Chancen und Herausforderungen in den Private Markets

Auch im zurückliegenden Jahr haben Alternative Investments und Privatmarktinvestitionen in den Portfolien von Investoren eine wichtige Rolle gespielt. Diese Anlageklassen sind insbesondere für institutionelle Kapitalanleger schon seit einigen Jahren nicht mehr „alternativ“, sondern ein wichtiger Bestandteil der Allokation. Und auch im kommenden Jahr plant die Mehrzahl eine Beibehaltung oder gar eine Erhöhung ihrer Investitionsquoten, wie eine Umfrage des Bundesverband Alternative Investments zeigt.

Dabei ist zu erkennen, dass insbesondere die Nachfrage nach den „bewährten Alternatives“ – Immobilien, Private Equity, Private Debt und Infrastruktur – weiter steigen wird. Die Zielallokation für Immobilien beispielsweise liegt bei dem Großteil der Investoren bei mehr als fünf Prozent, die Zielallokation bei Private Equity zwischen drei und fünf Prozent. Auch möchten die Investoren ihre Anteile in Infrastrukturinvestitionen sowie Private Debt aufbauen, sodass hier gut und gerne Allokationen von über 20% in den Alternativen Anlageklassen zustande kommen können. Wir sind der Meinung, dass auch Privatanleger – insbesondere in Phasen von Niedrigzinsen und einer hohen Volatilität am Aktienmarkt – mit einer Beimischung dieser Anlageklassen ihr Portfolio optimieren können.

### Warum sollten Anleger Alternative Anlageklassen beimischen?

Es handelt es sich hierbei um sehr heterogene Anlageklassen, die jede für sich andere Vorteile, Chancen und Risiken aufweisen. Dementsprechend muss der Anleger je nach Risiko-Rendite-Profil und im Einklang mit seinen Anlagezielen schauen, welche Investition für ihn in Frage kommt. Zusätzlich besteht für Privatanleger und kleinere institutionelle Investoren das Problem, dass diese oft keinen direkten Zugang zu solchen Investmentmöglichkeiten haben. Daher erfolgen diese Anlagen meist über geschlossene Fonds.

Mit der wichtigste Grund für eine Beimischung ist die Diversifikation für das Portfolio. Die Alternativen Investments haben oft nur eine geringe Korrelationen zu den klassischen Anlageklassen wie Aktien und Anleihen. Wie sich z.B. die Aktienmärkte entwickeln, hat im besten Fall nur eine geringe Auswirkung auf die Rendite eines Immobilienfonds. Durch diesen Diversifikationseffekt kann der Anleger mit der Beimischung das Risiko des gesamten Portfolios verringern. Außerdem kann es in den illiquiden Alternativen Investments höhere Renditechancen geben. Da diese nicht unmittelbar liquidierbar sind, das Kapital also in der Regel langfristig gebunden ist und sich daraus Risiken für die Investoren ergeben, fordern sie eine Zusatzentschädigung, die sogenannte Illiquiditätsprämie. Durch Investitionen in Sachwerte, d.h. Immobilien und Infrastruktur, können Investoren stabile

laufende Erträge generieren, die Fonds meist jährlich an ihre Anleger ausschütten. Diese profitieren daher nicht nur von der Wertentwicklung der Fondsinvestitionen, sondern ebenfalls von den Ausschüttungen. Für Anleger, die laufende Erträge benötigen, eignen sich also insbesondere Investitionen in diese Anlageklassen. Durch die Illiquidität und langen Laufzeiten weisen Privatmarktinvestitionen auch eine geringe Volatilität auf. Sie bieten daher oft Unabhängigkeit von kurz- und mittelfristigen Konjunkturschwankungen. Da wir auch im Jahr 2020 wirtschaftliche und politische Unsicherheiten erwarten, ist eine Beimischung unter diesem Gesichtspunkt empfehlenswert.

### Was sind die Chancen und Herausforderungen dieser Anlageklassen?

Die Alternativen Anlageklassen werden auch im nächsten Jahr vor großen Herausforderungen stehen.

Die Prognosen für das Wirtschaftswachstum im nächsten Jahr sind schwach und die Bewertungen fast aller Anlagealternativen sind hoch. Zur Zeit ist jedoch viel Liquidität vorhanden, die investiert werden will. Die Kapitalaufnahme von Fonds wird weiterhin ansteigen und damit auch das sogenannte Dry Powder. Dabei handelt es sich um das Kapital, welches von Fonds bei Anlegern eingesammelt, aber noch nicht in Investitionen allokiert wurde. Generell ist das Anlageumfeld von hohen Bewertungen bzw. hohen Preisen geprägt. Der Wettbewerb wird daher tendenziell weiter ansteigen, die Nachfrage übersteigt das Angebot nach guten Investitionsmöglichkeiten. Für Fonds gilt also mehr denn je die Devise, dass eine schnelle, aber auch qualitativ hochwertige Kapitalallokation essentiell ist, um für den Anleger eine gute Rendite zu erzielen. Dies gilt insbesondere für Investitionen in Private Equity- und Venture Capital Fonds, die den anlageklassentypischen J-Curve-Effekt aufweisen.

Je „teurer“ Fonds also ihre Investitionen einkaufen, desto geringer ist das Wertschöpfungspotenzial und desto geringer fällt am Ende der Laufzeit die Rendite für den Anleger aus. Zusätzlich spielen auch hier die makroökonomischen und politischen Rahmenbedingungen eine Rolle. Beispiele sind hier der Mietendeckel in Berlin oder die geringeren Subventionen für erneuerbare Energien. Es sollte daher auch in den Alternativen Investments eher mit stagnierenden bis leicht sinkenden Renditen gerechnet werden.

## Immobilien

Immobilien als die traditionellste unter den Alternativen Investments werden weiterhin stark nachgefragt werden. Durch das anhaltende Niedrigzinsumfeld und den Nachfrageüberhang erwarten wir auch weiterhin hohe Immobilienbewertungen. Anleger sollten jedoch auch hier mit stagnierenden bis leicht sinkenden Renditen rechnen. Zusätzlich steuert der Immobilienmarkt auf ein schwächer werdendes Mietwachstum zu. Abhängig sind diese Faktoren natürlich von Nutzungsart und Standort sowie Risikoklasse, da Immobilieninvestitionen sehr heterogen sind. Wir sehen weiterhin Büro-, Logistik- und Wohnimmobilien als die Nutzungsarten mit den positivsten Aussichten. Bautätigkeiten steigen vor allem im Bürobereich an, die Vorvermietungen sind hoch und die Leerstände konstant sehr gering. Ein wichtiger Trend in der Immobilienbranche wird das Thema Nachhaltigkeit sein. Investitionen in klimaneutralere Immobilien werden zunehmend wichtig, auch im Hinblick auf die sich abzeichnende EU-Regulierung. Zudem im Anlagetrend ist die Nutzungsart Wohnen, da Wohnimmobilien durch den demographischen Wandel und die Urbanisierung weiterhin stark nachgefragt werden. Immobilieninvestitionen mit Wertschöpfungspotenzial sind wünschenswert, wichtig für den Anleger in dieser Anlageklasse ist aber meist der Kapitalschutz, der durch vorhandene laufende Erträge geboten wird.

## Private Equity

Auch die Nachfrage für Private Equity und Venture Capital wird in 2020 weiter konstant hoch sein und der Wettbewerb um Investitionen intensiv. Die größten Herausforderungen für Private Equity werden 2020 zum einen die hohen Bewertungen sein. Es wird teuer eingekauft, durch die schwachen Wachstumsprognosen ist jedoch das Wertschöpfungspotenzial für die Unternehmen eingeschränkt. Zum anderen fürchten Investoren langsame Kapitalabrufe auf-

grund des hohen Wettbewerbs. Dadurch werden die Renditen tendenziell stagnieren. Jedoch ist dies kein Grund, diese Anlageklasse als Investor zu meiden. Unter den oben beschriebenen Gesichtspunkten ist eine Beimischung in jedem Fall erstrebenswert und Renditen im zweistelligen Prozentbereich sind die Regel. Diese Anlageklasse wird glücklicherweise auch immer mehr für Privatanleger demokratisiert, während die Anlageklassen Infrastruktur und Private Debt aktuell für Privatanleger noch kaum zugänglich sind. Private Debt, also einfach gesagt die Unternehmenskreditvergabe durch Nicht-Banken, sondern durch z.B. Private Debt Fonds, steckt insbesondere in Deutschland noch in den Kinderschuhen. Im angelsächsischen Raum ist diese Art von Finanzierung und daher auch die Anlageklasse Private Debt etablierter. Wir sehen jedoch nicht, dass sich diese Anlageklasse in nächster Zeit für Privatinvestoren öffnen bzw. nachgefragt wird. Insbesondere unter dem Aspekt der Nachhaltigkeit bzw. unter ESG-Kriterien dürfte die Nachfrage nach Infrastrukturinvestments, sei es in erneuerbare Energien oder in soziale Infrastruktur, auch unter Privatanlegern in den nächsten Jahren zunehmen.

/ Charlotte Höntschke

## Taktische Allokation: In der Ruhe liegt die Kraft

Der Jahresanfang bietet immer eine gute Gelegenheit, auf das alte Jahr zurückzublicken und sich auf die möglichen Herausforderungen des neuen Jahres einzustimmen und einzustellen. Fangen wir mit dem vergangenen Jahr an: 2019 war für Investoren ein durchweg gutes Jahr, da nahezu alle relevanten Assetklassen und Märkte eine positive Wertentwicklung erlebten.

Als Asset Manager hat man das Jahr aber zeitweise ambivalenter erlebt, denn einerseits konnte man sich natürlich ebenfalls über die gute Wertentwicklung freuen, musste sich andererseits aber eingestehen, dass das Ausmaß dieser positiven Entwicklung aus fundamentaler Sicht nicht immer nachvollziehbar war. Das machte es sehr schwierig, Portfolios taktisch zu steuern. Denn die taktische Steuerung basiert immer auch auf einer fundamentalen Einschätzung. Und wenn Konjunkturdaten enttäuschen und Gewinne nach unten revidiert werden, ist dies nach allen Regeln der Kunst eigentlich nicht der Moment, um Aktienquoten weiter anzuheben. Aber genau das hätte man eigentlich das ganze Jahr über machen müssen. Stattdessen war man geneigt, die Quote für risikobehaftete Wertpapiere sogar nach unten anzupassen, was aus heutiger Sicht ein erheblicher Fehler gewesen wäre. Womit sich wieder einmal bestätigt, dass die taktische Allokation in gewisser Weise die Königsdisziplin im Portfoliomanagement ist. Denn einerseits ist sie von erheblicher Relevanz für die Wertentwicklung, andererseits sind Fehlentscheidungen nie auszuschließen. Das bedeutet im Umkehrschluss, dass stärkere taktische Positionierungen immer nur eingegangen werden sollten, wenn eine hohe Konfidenz für die Richtigkeit dieser Entscheidung besteht. Und es bedeutet auch, dass man immer offen für neue Entwicklungen und Zusammenhänge sein muss – denn „Kochrezepte“ für die taktische Allokation ändern sich andauernd. Beispielsweise haben unsere Berechnungen gezeigt, dass Überbewertungen von Aktien mit dem Verlauf von Renditen zusammenhängen, dies aber leider ohne stabilen Wirkungszusammenhang.

Um das zu beweisen, haben wir in einem ersten Schritt anhand des US-Aktienmarktes einen „fairen“ Wert für den S&P 500 berechnet, indem wir jeden Monat mit einem Regressionsmodell und den jeweils aktuellen Gewinnschätzungen eine Art fundamental „fairen“ Wert gerechnet haben. Die gute Nachricht vielleicht vorweg: Offensichtlich gelingt es recht gut, allein mit fundamentalen Daten die Grundrichtung und das Niveau des Aktienmarktes zu erklären.

Doch natürlich gibt es immer gewisse Differenzen zwischen dem fundamental „fairen“ Wert und dem tatsächlichen Indexstand. Und jetzt wird es spannend. Denn die Differenz aus beiden Zeitreihen und damit der Umfang der Über- oder Unterbewertung kann recht gut alleine mit dem Zinsniveau erklärt werden. Das Problem daran ist nur, dass sich das Vorzeichen des Zusammenhangs im Laufe der



Jahre verändert hat. Während früher eine steigende Rendite mit einer zunehmenden Überbewertung einherging, ist seit 2014 eher das Gegenteil der Fall.



Das dürfte auch erklären, warum 2019 der Aktienmarkt so durchgestartet ist, obwohl unsere Berechnungen nahelegen, dass aus rein fundamentaler Perspektive 2019 nur ein moderat positives Jahr hätte werden dürfen. Nun spricht wenig dafür, dass es 2020 wieder zu einem abrupten Sprung des Vorzeichens in dem Zusammenhang von Bewertung und Renditen kommt. Da wir aber davon ausgehen, dass 2020 die Renditen kaum steigen werden, die Gewinne im Laufe des Jahres aber durchaus das Potenzial für leichte Steigerungen haben, ist auch unser Blick auf den Aktienmarkt moderat positiv.

Aus taktischer Perspektive spricht daher sehr viel für eine neutrale, vielleicht aber sogar leicht übergewichtete Aktienquote. Doch wenn es nur so leicht wäre! Jeden Tag gibt es neue Infor-

mationen, die Szenarien verändern oder sogar dazu führen, dass man sie ganz verwerfen muss. Und von der Politik wollen wir an dieser Stelle gar nicht reden. Der Angriff der USA auf den iranischen General Soleimani hat nach wie vor das Potenzial, die geopolitische Lage zu verschärfen. Und der Handelskonflikt der USA mit China (und Europa) ist noch lange nicht entschärft. Selbst beim Brexit ist noch nicht das allerletzte Amen gesprochen, und viele weitere bekannte und unbekannte Unwägbarkeiten warten nur darauf, kurzfristige Unruhe in ein prinzipiell positives Lagebild zu bringen. Genau aus diesem Grund arbeitet man als Asset Manager ja jeden Tag an den optimalen Portfolios, statt sich einmal im Jahr zu treffen, den Marschplan für die Allokation festzulegen und sich dann wieder angenehmeren Aufgaben zu widmen.

Dabei zeigt allerdings die Erfahrung der letzten Jahre und Jahrzehnte, dass eine übergroße Hektik in Portfolios selten zum Ziel führt. „Hin und her macht Taschen leer“ ist eine alte Börsenweisheit, die noch immer Bestand hat. Wer immer nur auf die neuesten Neuigkeiten reagiert und dementsprechend Transaktion vornimmt läuft Gefahr, komplett prozyklisch zu werden und der Marktentwicklung eher hinterherzulaufen, statt sie zu antizipieren. Manchmal ist mehr Ruhe im Portfolio die bessere und weisere Lösung. Wie beispielsweise nach der Tötung von General Soleimani. Natürlich hat man im ersten Moment der Nachricht gezuckt und überlegt, ob diese Entwicklung ein Grund für eine Reduktion der Aktienquote sein könnte. Trotzdem war es bisher richtig, nicht prozyklisch zu reagieren, sondern Ruhe zu bewahren. Denn im Moment der Nachricht wird diese ohnehin rasend schnell in Kursen verarbeitet. Wer hier noch reagiert, ist eigentlich ein Getriebener. Eine gute taktische Allokation zeichnet sich

aber gerade dadurch aus, eben nicht getrieben zu werden, sondern Entwicklungen zu antizipieren. Antizipiert werden können aber nur die großen Linien, nicht die kleinen, alltäglichen Verwerfungen. Deshalb ist man gut beraten, auch nicht zu sehr auf sie zu achten und sich davon verrückt machen zu lassen. Der größte Teil dieser täglichen Nachrichten ist nichts weiter als Rauschen. Es ist am Ende wie bei einem analogen Radio, bei dem die Frequenz über einen Drehregler angesteuert wird (die Älteren unter uns wissen noch, wovon ich spreche). Fast im ganzen Spektrum der Frequenzen hört man es Rauschen, und nur an einigen wenigen Stellen gibt es einen klaren Empfang. Als Asset Manager wird man vom Kunden dafür bezahlt, die Kanäle zu finden, auf denen nachhaltig belastbare Informationen zu finden sind und eben nicht nur Rauschen. Dafür braucht man Geduld, Ausdauer und einen Kompass, der einem zumindest die grobe Richtung vorgibt. Dieser Kompass ist für uns nach wie vor die fundamentale Großwetterlage, die sich 2020 allmählich bessern sollte. Damit ist der Rahmen für die taktische Allokation im neuen Jahr abgesteckt. Wenn keine extremen Ereignisse passieren, spricht viel für eine leicht offensive Ausrichtung mit einer Betonung in Märkten und Werten, die von einer zyklischen Stabilisierung profitieren können. Und das alles ohne Hektik, denn in der Ruhe liegt die Kraft.

/ Dr. Christian Jasperneite

## **Herausgeber**

M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA

## **Autoren**

Carsten Klude, Martin Hasse, Ludwig Bendel, Daniel Hupfer, Nils Theilfarth, Charlotte Höntschke, Dr. Christian Jasperneite

## **Urheberrechtshinweis**

Dieser Research-Beitrag ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung ohne unsere Zustimmung ist unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des Inhalts in Teilen oder in seiner Gesamtheit.

## **Haftungsausschluss**

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.



**M.M. WARBURG & CO**  
**BANK**

[www.mmwarburg.com](http://www.mmwarburg.com)