

Anlagekommentar

Januar 2020

Strategie in Kürze

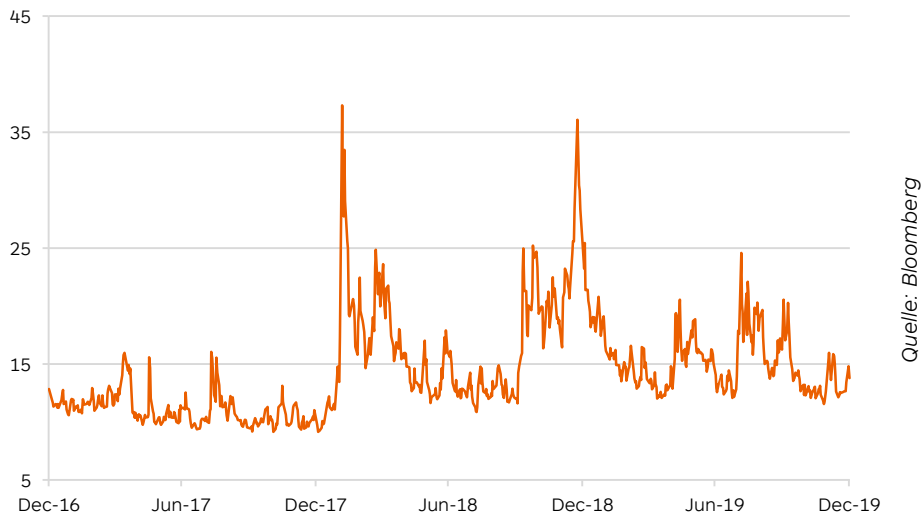
Das Finanzjahr 2019 hat viele Marktteilnehmer auf der positiven Seite überrascht – auch wir haben das in dieser Ausprägung so nicht erwartet. Dies führte dazu, dass wir bei gemischten Mandaten für das abgelaufene Anlagejahr zweistellige Wachstumsraten erzielen konnten. Alle wichtigen Anlageklassen verzeichneten dabei positive Avancen, hervorzuheben sind hierbei speziell Aktien. So avancierte der Swiss Market Index im Jahr 2019 unter Einbezug der Dividende um mehr als 30%. Zusätzlich sanken die Zinsen noch einmal signifikant, was auch im Obligationenbereich ansehnliche Gewinne brachte.

Gegen Mitte des Jahres, siehe auch die nachfolgende Grafik, stieg die Volatilität kurzfristig an, lag aber aus historischer Betrachtungsweise auf nach wie vor tiefen Niveaus. Gründe hierfür waren Rezessionsängste rund um den Handelskonflikt zwischen den USA und China sowie ein allfälliger «No-Deal-Brexit». So kam es weltweit zu konzentrierten Zinssenkungen von den wichtigsten Zentralbanken, was eine Rezession verhinderte und die Vermögenspreise weiter aufgebläht hat. Dies führte zu einer Akzentuierung des Anlageportfolios und folglich erreichten die Aktienmärkte gegen Ende des Jahres neue Rekordstände. Besonders unerwartet kam dabei die Kehrtwende der US-Notenbank Federal Reserve (Fed), welche in den Vereinigten Staaten die Leitzinsen im vergangenen Jahr dreimal senkte und eine der tragenden Säulen für das Kursfeuerwerk war. Die Fed senkte dabei den Leitzins im Juli 2019 zum ersten Mal seit zehn Jahren um 0.25% auf eine Spanne von 2% - 2.25%. Weitere Leitzinssenkungen folgten im September und Oktober um jeweils 0.25%.

«Der Swiss Market Index stieg im Jahr 2019 unter Einbezug der Dividende um mehr als 30%.»

«Kurzfristiger Anstieg der Volatilität gegen Mitte des Jahres.»

VIX Volatility über 3 Jahre



Nachdem sich die politischen Unsicherheiten seit dem Spätsommer abgeschwächt haben, erwarten wir für das Anlagejahr 2020 eine sanfte Landung des Wirtschaftswachstums. Die USA und China haben sich jüngst auf ein «Phase-1-Abkommen» geeinigt, was grundsätzlich als positives Zeichen zu werten ist, wobei die genauen Eckpunkte noch nicht bekannt sind. Beendet ist der Handelskonflikt jedoch nicht. Auch wenn der Ausblick grundsätzlich positiv ist, müssen Anleger weiterhin grosse Risiken akzeptieren. In China ist die Verschuldung auf einem Rekordhoch und der Häusermarkt ist überhitzt. In Amerika könnte der Inflationsdruck aufgrund der historisch niedrigen Arbeitslosigkeit und der steigenden Lohnkosten zunehmen. Bewegen könnte die Märkte auch die US-Präsidentschaftswahl im November, hierbei gehen wir davon aus, dass Präsident Trump das gegen ihn laufende Amtsenthebungsverfahren übersteht und für eine zweite Amtsperiode antreten wird.

«Life is like a box of chocolate, you never know what you're gonna get» heisst es im Film Forrest Gump. So ähnlich ist es auch mit Präsident Trump, der mit der Soleimani-Tötung nun auf Konfrontation mit dem Iran geht und dadurch die geopolitische Unsicherheit drastisch erhöht hat. Profitiert davon hat der Goldpreis, welcher in den ersten Handelstagen im 2020 um rund 5% zulegen konnte und nun nahe der Marke von USD 1'600 pro Unze handelt. Der US-Präsident hat wohl auch versucht, die mediale Aufmerksamkeit vom laufenden Amtsenthebungsverfahren auf das Weltgeschehen zu lenken.

«Wir sind uns der Vielschichtigkeit der Problemfelder bewusst.»

«Der US-Präsident hat die geopolitische Unsicherheit drastisch erhöht.»

Was hat das nun für Implikationen bezüglich unserer Positionierung im aktuellen Anlagejahr? Die Aufhellung der Konjunktur sowie die tiefen Zinsen dürften eine Stütze für den Markt darstellen, weshalb wir grundsätzlich positiv eingestellt bleiben. Unter Berücksichtigung unserer partiellen Absicherung haben wir Aktien neutral gewichtet, wobei wir regional europäische Aktien favorisieren. Europa sieht aus unserer Sicht attraktiv aus, aufgrund starker Gewichtungen im Finanz- und Autosektor, welchen wir mit Sicht auf 6 – 12 Monaten ein Aufholpotenzial attestieren. Die Renditen erstklassiger Obligationen sind – mit Ausnahme von USD-Anlagen – nach wie vor auf sehr tiefen Niveaus, weshalb wir hier ein Untergewicht fahren. Gold erachten wir weiterhin als fixen Portfoliobaustein, was sich jüngst auch unter Diversifikationsaspekten – Iran-Konflikt – ausbezahlt hat. Die Liquiditätsquote haben wir augenblicklich neutral gewichtet, was uns flexibel zum Ausnützen allfälliger Investmentopportunitäten macht.

Politik – (mit Situationsanalyse USA)

Momentan hält zweifelsohne der «Iran-Konflikt» die Welt in Atem, wobei wir nicht davon ausgehen, dass sich der Konflikt zu einem Krieg hochschaukeln wird. Für Ali Chamenei, den obersten Führer Irans, kommt es nun darauf an, eine Antwort zu finden, die kraftvoll genug ist, um seine Basis zufriedenzustellen, aber auf der anderen Seite nicht zu provozierend zu sein, um eine militärische Eskalation auszulösen.

«US-Government-Shutdown», Handelskonflikt USA – China, Causa «Brexit», US-Präsidentschaftswahl, Nordkorea-Konflikt, «Mueller-Report», Aufhebung Schuldenobergrenze, Amtsenthebungsverfahren und Neuwahlen in Grossbritannien – dies sind einige Themen, welche wir in dieser Rubrik im letzten Jahr beleuchtet haben.

In Sachen Politik drehte sich im abgelaufenen Jahr vieles um die Vereinigten Staaten und ihren Präsidenten Donald Trump – dies dürfte wohl auch in der näheren Zukunft so sein. Wir möchten daher an dieser Stelle, u.a. auch da im November Präsidentschaftswahlen anstehen und die Politik eine immer wichtigere Rolle spielt, seinen Leistungsausweis genauer betrachten.

Sich gegen China wehren

Die Volksrepublik möchte bis 2050 zur grössten Wirtschaftsmacht der Welt aufsteigen. Um dieses Ziel zu erreichen, sind den Chinesen auch unlautere Methoden recht. Sie betreiben Industriespionage, schotten Märkte ab und attackieren Konkurrenten mit Dumpingpreisen. Anfänglich wies Trump China

«Mit welcher Positionierung starten wir ins neue Jahr?»

«Der Iran-Konflikt hält die Welt in Atem.»

«Das vergangene Jahr war auch in Sachen Politik sehr ereignisreich.»

«Es dreht sich vieles um die USA und ihren Präsidenten – dies dürfte wohl so bleiben.»

«Die erste Runde des Handelskonflikts geht wohl an die USA.»

rhetorisch in die Schranken, dann drohte er mit drastischen Einfuhrzöllen. Zuletzt rang die Trump-Administration Peking erste Eingeständnisse ab. Das «Phase-1-Abkommen» ist aus unserer Sicht ein erster Etappensieg in einem langen Konflikt, welcher durchaus 15 – 20 Jahre andauern könnte, wobei die erste von zwölf Runden nach Punkten an die USA geht.

Elternurlaub

Die USA sind das letzte westliche Land, welches keinen staatlich verordneten Mutterschaftsurlaub vorsieht. Dies ändert sich jetzt für Angestellte der Bundesregierung. Ab Oktober 2020 kommen Mütter und Väter, die seit mindestens einem Jahr für den Staat arbeiten, nach der Geburt eines Kindes in den Genuss von zwölf Wochen bezahlter Elternzeit.

«Die USA waren bis anhin das letzte westliche Land ohne verordneten Mutterschaftsurlaub.»

Globale Sportereignisse

Trump hat sich dafür eingesetzt, dass die USA mit Kanada und Mexiko die Fussball-WM 2026 durchführen kann. Zwei Jahre später finden in Los Angeles die Olympischen Sommerspiele statt.

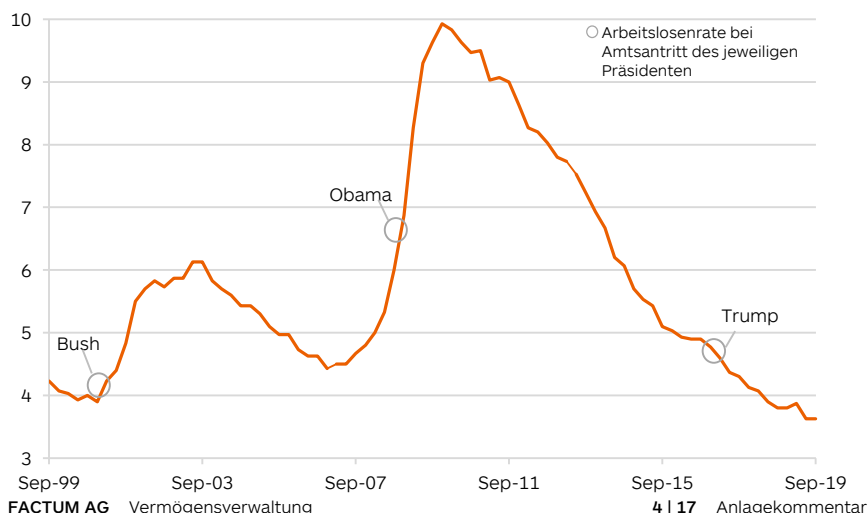
«Grosse Sportereignisse finden in den USA statt.»

Wirtschaftlicher Boom dank Steuerreform

Die Ende 2017 verabschiedete Steuerreform hat die Endphase eines wirtschaftlichen Aufschwungs kräftig befeuert. Dank ihr verzeichneten US-Konzerne höhere Gewinne, was die Aktienmärkte auf Rekordhöhen treibt. Mit 3.5% ist die Arbeitslosenquote aktuell so tief wie seit 1969 nicht mehr. Hält der Boom auch im aktuellen Jahr an, hat Trump politisch richtig gehandelt und die Steuerreform rechtzeitig durch den Kongress gebracht. Aus zyklischer Sicht ist das Timing der Steuerreform jedoch höchst fragwürdig. Man hätte die Steuerkürzungen auch für einen Abschwung aufsparen können.

«Die Ende 2017 verabschiedete Steuerreform befeuerte den wirtschaftlichen Aufschwung.»

Arbeitslosenrate USA



Bedürftige und Frauen profitieren

Die grössten relativen Gewinner des Aufschwungs sind Amerikas Bedürftige. Nicht nur die Aktienmärkte boomen, die Firmen schaffen auch neue Stellen. Heute arbeiten sechs Millionen Amerikaner mehr als beim Abtritt von US-Präsident Barrack Obama. Die Jobs gehen an eher benachteiligte Bevölkerungsschichten. Nie in der Geschichte hat das US-Bundesamt für Statistik eine geringere Arbeitslosigkeit gezählt bei Latinos, Asiaten und Schwarzen. Die Frauenarbeitslosigkeit war letztmals in den Nachkriegsjahren so tief. Gegenüber dem Vorjahr sind die Löhne 2019 um 3.1% gewachsen. Bei alleinerziehenden Frauen sind sie um 7.6% gestiegen.

«Auch Randgruppen profitieren vom Aufschwung.»

Handel mit Nachbarländern

Am 10. Dezember 2019 unterzeichneten die Handelsminister von Kanada, Mexiko und den USA das neue Freihandelsabkommen USMCA, welches NAFTA ablöst. Der Präsident, die Republikaner und die Demokraten würdigen den Handelsvertrag als grossen Erfolg für amerikanische Arbeitskräfte. Noch steht die Ratifizierung durch die drei Parlamente jedoch aus.

«Neue Handelsverträge werden abgeschlossen.»

Zwei neue Verfassungsrichter

Die am längsten anhaltende Macht eines US-Präsidenten besteht darin, auf Lebzeiten gewählte Verfassungsrichter vorzuschlagen. Mit Neil Gorsuch und Brett Kavanaugh konnte Trump zwei Konservative im Obersten Gerichtshof platzieren. Aus seiner Sicht ein Erfolg. Insbesondere die umstrittene Wahl Kavanaugh's veränderte die Ausrichtung des Gerichts. Er ersetzt den moderaten Anthony Kennedy, der oft das Zünglein an der Waage spielte.

«Zwei neue (konservative) Verfassungsrichter wurden ernannt.»

Europa und Kanada bezahlen mehr

Jahrelang haben US-Steuerzahler die Hauptlast des transatlantischen Verteidigungsbündnisses Nato getragen. Auf Druck Trumps zahlen die europäischen Staaten und Kanada bis Ende 2020 nun USD 130 Mia. mehr, bis 2024 sollen es USD 400 Mia. sein.

«Europa und Kanada zahlen künftig mehr für die Nato.»

Medikamentenpreise

Nirgends auf der Welt sind Medikamentenpreise höher als in den USA. Vor drei Jahren versprach Trump, diese zu reduzieren. Gesamthaft gingen die Preise zwar zurück, viele Konsumenten spüren das aber noch nicht. Einige Konzerne haben die Preise eingefroren. Pharma-Analysten fassen es wie folgt zusammen: Die Branche schäme sich wegen Trumps Druck und sei daher zurückhaltend bei Preiserhöhungen. Gesetzgeberisch hat sich aber noch nichts geändert.

«Trump versucht die Medikamentenpreise zu senken.»

Konjunktur

Vor einem Jahr schrieben wir an dieser Stelle, dass der Ausblick ins Jahr 2019 alles andere als sorgenfrei ausfalle. Der synchrone Aufschwung war zu Ende gegangen und in der Eurozone hatte sich das Wachstum Ende 2018 schon weitgehend verflüchtigt. In den USA lief es wirtschaftlich nach wie vor besser, die Notenbank kündigte aber weitere Zinsschritte an. Zudem drohte sich der Handelsstreit zwischen den USA und China zu verschärfen und die Aktienmärkte tauchten gegen Ende 2018 verheerend ab. Die alles entscheidende Frage war, ob sich die Weltwirtschaft 2019 weiter abschwächt bis hin zu einer Rezession oder ob es eher eine weiche Landung geben würde. Wir gehörten Anfang 2019 zu den Verfechtern der zweiten Meinung und beurteilten die wirtschaftlichen Aussichten besser, als es die Aktienmärkte mit ihrem starken Kurstaucher Ende 2018 suggerierten.

Für die USA rechneten wir zwar mit einer Wachstumsverlangsamung führten aber ins Feld, dass eine solche auch erwünscht sei, da sonst Überhitzungserscheinungen auf dem Arbeitsmarkt drohten. Schliesslich lag die Arbeitslosenquote schon Ende 2018 bei tiefen 3.9% und die Löhne wuchsen mit einer Rate von 3.5%. Andernfalls müsse man davon ausgehen, dass die US-Notenbank einen deutlich restriktiveren Kurs fahren werde als angekündigt. Wir prognostizierten eine BIP-Wachstumsrate von rund 2% für 2019, nach einem Wachstum von über 3% im 2018. Damit dürfte uns gemäss aktueller Datenlage eine ziemlich genaue Prognose geglückt sein. Klar verschätzt haben wir uns hingegen mit der Voraussage der Geldpolitik. Wir gingen davon aus, dass die US-Notenbank den Leitzins im Laufe des Jahres 2019 zwei Mal erhöhen werde. Gekommen ist es bekanntlich ganz anders. Im Nachhinein wissen wir, dass die US-Notenbank den Leitzins im vergangenen Jahr drei Mal gesenkt und den Finanzmärkten eine gigantische Rally beschert hat. Wie der Fed-Vorsitzende Jerome Powell diverse Male anmerkte, handelte es sich bei den Zinssenkungen um sogenannte «safety cuts», die nicht wirtschaftlicher Natur waren.

In der Eurozone rechneten wir mit einer anhaltenden konjunkturellen Eintrübung und einer weiteren Abschwächung des Wirtschaftswachstums auf 1.5%. Im Rückblick hat sich die Konjunktur in der Eurozone noch schwächer entwickelt als von uns vorausgesagt – das Wachstum dürfte voraussichtlich auf 1% bis 1.2% zu liegen kommen.

Bei China gingen wir von einer weiteren Abschwächung aus, rechneten aber damit, dass sich die Wachstumsrate dank stimulierenden Massnahmen seitens der Geld- und Fiskalpolitik über der 6%-Marke halten werde. Vor dem

«Vor einem Jahr schrieben wir an dieser Stelle, dass der Ausblick alles andere als sorgenfrei ausfalle.»

«Mit der US-BIP-Wachstumsprognose von rund 2% ist uns eine gute Schätzung gelungen – in Sachen Geldpolitik lagen wir daneben.»

«Europa ist noch schwächer gewachsen als von uns prognostiziert.»

«Für China ist uns eine gute BIP-Prognose gelungen.»

Hintergrund der voraussichtlich realisierten Wachstumsrate von 6.2% - dazu wäre im Schlussquartal 2019 noch ein Wachstum von 5.9% nötig – war unsere Prognose ziemlich gut.

Rückblickend gilt zu konstatieren, dass wir bezüglich der US-Wirtschaft und China eine gute Prognose abgaben, hingegen in den übrigen Industriestaaten (Europa und Japan) das Wachstum überschätzten. Folglich unterschätzten wir, dass die Geldpolitik rund um den Globus nochmals deutlich expansiver werden würde, um dem schwachen Wachstum und der vielerorts (zu) niedrigen Inflation entgegen zu wirken. Darin liegt auch der Hauptgrund für unsere im Nachhinein zu zurückhaltende Finanzprognose. Die Geldpolitik und allen voran die US-amerikanische hat im letzten Jahr eine regelrechte Kehrtwende vollzogen. Anstelle von zwei Zinserhöhungsschritten, welche die Fed-Ausschussmitglieder Ende 2018 erwarteten, reduzierte die US-Notenbank den Leitzins in drei Schritten um insgesamt 75 Basispunkte. Dies führte zu einem der kräftigsten Anstiege der Aktienpreise in den letzten 20 Jahren und einem deutlichen Rückgang der bereits sehr niedrigen Renditen.

Aus unserer Sicht spricht vieles dafür, dass das unterdurchschnittliche bisweilen sehr flau Wachstum der Weltwirtschaft anhält und es weder zu einer Rezession noch zu einer spürbaren Wachstumsbeschleunigung kommen wird. In diesem Szenario werden die wichtigsten Notenbanken der entwickelten Volkswirtschaften ihren ultra-expansiven Kurs beibehalten und weder weitere Lockerungs- noch erste Straffungsschritte vornehmen. Lediglich noch in einigen Schwellenländern dürfte es zu weiteren geldpolitischen Lockerungsschritten kommen. Insgesamt gehen von der Geldpolitik aber keine nennenswerten Konjunkturimpulse mehr aus. Dafür könnte die Fiskalpolitik punktuell in die Bresche springen. Angesichts der niedrigen, bisweilen negativen Finanzierungsrenditen und den grossen Herausforderungen im Bereich Nachhaltigkeit, steigt die Bereitschaft für staatliche Stimulierungsmassnahmen – insbesondere in Europa – merklich an.

Der Aufschwung der US-Wirtschaft befindet sich im 11. Jahr und ist damit der längste der Nachkriegszeit. Im Vergleich zu Europa und Japan ist die Expansion zudem immer noch vergleichsweise vital, ist die US-Wirtschaft aller Voraussicht nach doch auch 2019 über ihrem Potenzial gewachsen. Die Zeichen einer konjunkturellen Verlangsamung mehren sich aber auch im Land der unbegrenzten Möglichkeiten.

«Wir rechneten mit keinen Zinssenkungen seitens der Fed im 2019.»

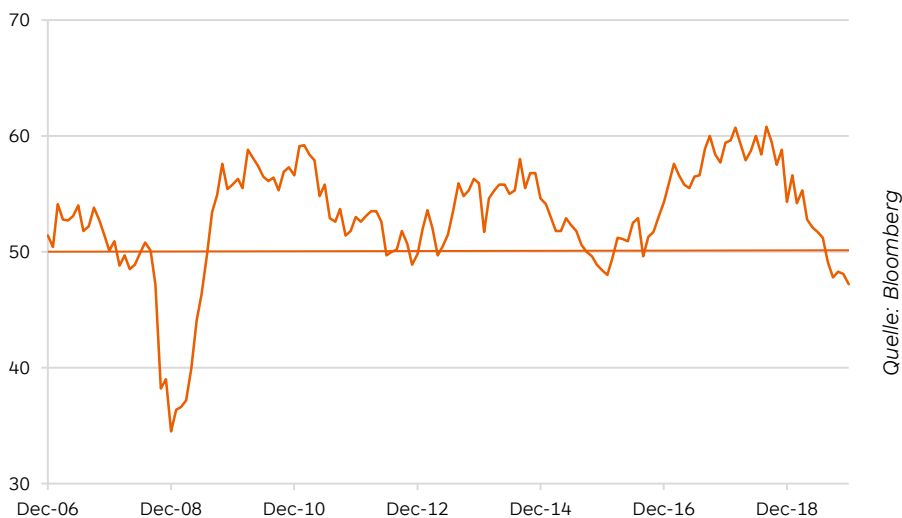
«Ausblick 2020 – Beschleunigung, Rezession oder wie bis anhin?»

«Die US-Wirtschaft befindet sich im 11. Jahr des Aufschwungs.»

So haben sich die Leading Indicators in den letzten Monaten schwach entwickelt und auch der viel beachtete ISM Manufacturing notierte im Dezember 2019 zum fünften Mal unterhalb der kritischen Marke von 50 Punkten.

«ISM Manufacturing notiert unter der wichtigen Marke von 50.»

ISM Manufacturing PMI (USA)



Die Wachstumsverlangsamung sollte dennoch nur graduell ausfallen, da sich der private Konsum auch in diesem Jahr robust entwickeln dürfte. Insgesamt rechnen wir für 2020 mit einer Wachstumsrate von 1.75%, womit die USA die Liste der entwickelten Volkswirtschaften weiterhin anführen wird.

Das Risiko einer weiteren konjunkturellen Eintrübung hat in der Eurozone deutlich abgenommen. So haben sich wichtige Vorlaufindikatoren stabilisiert und die Konjunkturerwartungen haben sich jüngst aufgehellt. Zudem ist das Risiko eines ungeordneten Austritts Grossbritanniens aus der EU durch den deutlichen Wahlsieg der Tories praktisch verschwunden. Die nun anstehenden Verhandlungen über ein Freihandelsabkommen dürften allerdings schwierig und zeitintensiv werden. Die schwache wirtschaftliche Dynamik der vergangenen Monate hinterlässt auch zunehmend Spuren auf dem Arbeitsmarkt. Das Beschäftigungswachstum in der Eurozone hat sich merklich verlangsamt. In der Industrie werden bereits Stellen abgebaut und im Dienstleistungssektor halten sich die Firmen mit Neueinstellungen zunehmend zurück. Als Folge davon ist die Arbeitslosenrate in einigen Ländern bereits gestiegen, während sie in der Eurozone auf tiefem Niveau stagnierte. Insgesamt rechnen wir in der Eurozone in diesem Jahr mit einem breit abgestützten Wirtschaftswachstum von 1.5%.

«Wichtige Vorlaufindikatoren haben sich stabilisiert und auch die Konjunkturerwartungen haben sich jüngst aufgehellt.»

Die Wirtschaft Chinas hat 2019 deutlich an Schwung verloren. Entsprechend lässt die Entspannung im Handelskonflikt mit den USA vorerst aufatmen. Der positive Effekt des «Phase-1-Abkommens» auf die chinesische Wirtschaft wird aber aus unserer Sicht relativ gering ausfallen und die Verhandlungen über weitere Teilabkommen werden vermutlich für neue Unsicherheit sorgen. Hoffnungen nähren daher jüngst eher die harten Daten. Während der private Einkaufsmanagerindex bereits seit einigen Monaten eine Erholung im verarbeitenden Gewerbe vorausgesagt hatte, scheint sich nun zumindest eine gewisse Stabilisierung in der Industrie abzuzeichnen. Die Anlageinvestitionen hingegen stimmen wenig optimistisch. Die Regierung schreckt weiterhin davor zurück, den Immobilienmarkt für kurzfristiges Wachstum anzukurbeln und die Beschleunigung der Infrastrukturinvestitionen wiederum bleibt hinter den Erwartungen zurück. Daran wird sich vorerst wohl nichts ändern. Nach Steuersenkungen zu Jahresbeginn ist die Regierung im Laufe des Jahres vermehrt dazu übergegangen, punktuelle Stimuli zu setzen. Wir erwarten, dass sie diesen Kurs auch 2020 fortsetzen wird. Entsprechend wird die Zentralbank im aktuellen Jahr die geldpolitischen Schrauben weiter behutsam lockern können, um den Konjunkturabschwung zu bremsen. Wir gehen in diesem Jahr beim Wachstum von einer leichten Wachstumsverlangsamung auf 5.8% aus.

«Die Wirtschaft Chinas hat 2019 deutlich an Schwung verloren.»

Aktienmärkte

2019 wird als ein ausgezeichnetes Börsenjahr in die Geschichtsbücher eingehen, siehe auch folgende Grafik des MSCI World Index 2019, welcher rund 30% an Wert zulegen konnte:

«Was ist nach der starken Rally noch zu erwarten?»

MSCI World Index 2019



Quelle: Bloomberg

Angesichts des Handelskonflikts zwischen den USA und China und der weiteren Abschwächung der Weltwirtschaft ist dies doch ein erstaunliches Ergebnis. Zwar hatten wir, nicht zuletzt auch wegen den rückläufigen Aktienkursen 2018, mit Kursgewinnen gerechnet, das Ausmass der Kurssteigerungen sprengte jedoch unsere Erwartungen bei weitem.

Was ist im Wissen um den steilen Anstieg der letzten zwölf Monate im aktuellen Jahr noch zu erwarten? Oder naht gar das Ende der langjährigen Börsenhausse? Ohne Zweifel ist die Luft für nochmals höhere Aktienkurse dünner geworden, hat sich die Bewertung in den letzten Monaten doch klar verteuert. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis des Weltaktienindex hat auf Basis der Gewinnerwartungen für die nächsten 12 Monate mittlerweile ein überdurchschnittliches Niveau erreicht. Insbesondere der US-Aktienmarkt, aber auch der Schweizer-Aktienmarkt werden zu Kurs-Gewinn-Verhältnissen gehandelt, die über dem langfristigen Durchschnitt liegen. Vergleichsweise günstig bewertet sind dagegen Aktien der Schwellenländer. Hierbei können wir uns vorstellen, unser Engagement zu erhöhen, speziell bei einer Belebung des chinesischen Kredit- sowie Wirtschaftswachstums.

Aber auch das Kurs-Gewinn-Verhältnis der Märkte Schweiz und USA ist nicht exorbitant hoch. Von einer starken Übertreibung zu reden, scheint uns deshalb nicht gerechtfertigt. Zudem schneiden die Aktienmärkte im Vergleich zu Obligationenmärkten weiterhin gut ab. Die sogenannte Risikoprämie, welche die Gewinnrendite abzüglich der Rendite auf Staatsanleihen bezieht, ist nämlich nach wie vor überdurchschnittlich hoch und lässt die Aktienmärkte vergleichsweise attraktiv erscheinen. Zudem lehrt der Blick in die Geschichtsbücher, dass Aktienbaissen Hand in Hand mit Rezessionen gehen. Eine solche ist weiterhin nicht in Sicht. Im Gegenteil, die Weltwirtschaft startet mit Rückenwind ins neue Jahr, hat sich doch der in den Augen der Finanzmärkte wichtigste geopolitische Belastungsfaktor entspannt: Die USA und China haben sich vor Weihnachten auf ein Teilabkommen zur Beilegung des Handelsstreits geeinigt. Auch wenn noch vieles vage bleibt und der Handelskonflikt längst nicht ausgestanden ist, darf es doch als wesentlichen Fortschritt bezeichnet werden, dass die beiden Streithähne einen Schritt aufeinander zugemacht haben und erstmals seit Beginn des Handelsstreits vor eineinhalb Jahren die Strafzölle sinken werden. Zudem haben sich auch die globalen Konjunkturindikatoren wieder leicht verbessert. Die Basis für weiter steigende Aktienmärkte ist also gelegt. Angesichts der starken Kursavancen im vergangenen Jahr rechnen wir aber nur mit moderat höheren Aktienkursen, da wir davon ausgehen, dass sich der Bewertungsanstieg nicht fortsetzen wird. Ein wesentlicher Teil der Gesamttrendite an den Aktienmärkten wird

«Wir können uns vorstellen Schwellenländeraktien aufzustocken.»

«Die Kurs-Gewinn-Verhältnisse der Märkte Schweiz und USA sind nicht exorbitant hoch.»

zudem die Dividende ausmachen. Im Weiteren ist davon auszugehen, dass die Volatilität an den Aktienmärkten ansteigen wird, sind die Risiken doch nicht unerheblich, wie etwa die neuerliche Eskalation im Nahen Osten zeigt.

Obligationenmärkte

Die Geldpolitik ist im vergangenen Jahr rund um den Globus nochmals deutlich expansiver ausgestaltet worden. Allen voran die US-Notenbank hat die Finanzmärkte mit insgesamt drei Zinssenkungsschritten überrascht, war die Fed in ihrer Projektion zu Beginn des Jahres doch noch von zwei Zinserhöhungen ausgegangen. Aber auch in der Europäischen Währungsunion hat die EZB, welche seit November unter der Führung von Christine Lagarde steht, den Expansionsgrad der Geldpolitik nochmals erhöht. So senkte die Zentralbank im September den negativen Einlagesatz um 10 Basispunkte auf -0.50% und kündigte an, das Wertschriftenkaufprogramm neu aufzulegen und ab November zeitlich unlimitiert monatliche Wertschriftenkäufe in der Höhe von EUR 20. Mia. zu tätigen. In den Schwellenländern ist es zu zahlreichen Zinssenkungen gekommen. Beispielsweise haben die brasilianische und die indische Notenbank den Leitzins im vergangenen Jahr um insgesamt 200 bzw. 135 Basispunkte gesenkt. Vor dem Hintergrund der nach wie vor flauen Weltwirtschaft und der vielerorts (zu) niedrigen Inflation rechnen wir in diesem Jahr mit einer unverändert expansiven Geldpolitik. In den Industriestaaten ist das Ende der Fahnenstange aber erreicht und es sind keine zusätzlichen Lockerungsschritte mehr zu erwarten. In den Schwellenländern dürfte es dagegen punktuell zu weiteren Leitzinssenkungen kommen.

«Ende der Fahnenstange in den Industriestaaten erreicht.»

Die Bank of Japan hält weiterhin an ihrem Inflationsziel von 2% fest, verfehlt dieses aber seit Jahren. Eine Änderung der ultraexpansiven Geldpolitik ist nicht in Sicht. Der Einlagesatz liegt seit Anfang 2016 bei -0.10% und dürfte auch in diesem Jahr keine Änderung erfahren. Auch an der Zinskurvenkontrolle, bei der die Bank of Japan eine Zielrendite der 10-jährigen Staatsanleihen von 0% anstrebt und eine Schwankungsbreite von -0.20% bis +0.20% toleriert, dürfte sich auf absehbare Zeit nichts ändern.

«Keine Änderung der BoJ zu erwarten.»

Seit Januar 2015 hält die Schweizerische Nationalbank (SNB) den negativen Einlagesatz bei -0.75%. Inzwischen mehren sich die Stimmen, die eine Abkehr der Negativzinspolitik fordern, da die negativen Effekte Überhand nehmen. Allerdings ist der geldpolitische Spielraum der SNB vor dem Hintergrund des zuletzt wieder zur Stärke neigenden Schweizer Frankens weiterhin sehr klein. Eine autonome Zinserhöhung der SNB – ohne gleichzeitigen Schritt der EZB – birgt das Risiko einer für die Schweizer Wirtschaft belastenden Frankenauf-

«Eine autonome Zinserhöhung der SNB – ohne gleichzeitigen Schritt der EZB – erachten wir als wenig realistisch.»

wertung. Wir erachten einen solchen Schritt deshalb als wenig wahrscheinlich. Auf der anderen Seite rechnen wir auch nicht damit, dass die SNB den Einlagesatz noch stärker in den negativen Bereich senken wird. Nach wie vor werden Devisenmarktinterventionen das bevorzugte Instrument der SNB zur Schwächung des Frankens bleiben.

Die langfristigen Renditen der Staatsanleihen setzten 2019 ihre Talfahrt nochmals fort, obwohl sie Ende 2018 bereits auf ein sehr niedriges Niveau gefallen waren. Hauptgrund für diese Entwicklung ist in der bereits angesprochenen erneuten Lockerung der Geldpolitik zu suchen, die wir in diesem Ausmass so nicht auf der Agenda hatten. Die Rendite der 10-jährigen Eidgenossen lag Ende 2018 bei -0.24% und Ende 2019 bei -0.47% also rund 25 Basispunkte tiefer. Noch stärker sind die Renditen der Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten und Deutschland gefallen. In den USA betrug der Rückgang fast 80 Basispunkte und in Deutschland mehr als 40 Basispunkte.

«Tiefe Renditen werden auch 2020 Bestand haben.»

US Treasury Bond 10 Jahre (USD) - 2019



Zu einem eigentlichen Erdrutsch ist es bei den Renditen in Südeuropa gekommen. Griechenland führte die Rangliste mit einem Rückgang um 309 Basispunkte an, gefolgt von Italien (-146 Bp), Portugal (-128 Bp) und Spanien (-95 Bp). Man darf daraus ableiten, dass die Furcht vor einer neuen Eurokrise signifikant abgenommen hat und die südeuropäischen Länder als krisenresistenter angesehen werden. Auch bei den Schwellenländern ist die Rendite im Durchschnitt deutlich gefallen, was ebenfalls ein Zeichen von Zuversicht darstellt. Eine wesentliche Rolle dürfte allerdings auch die verzweifelnde Suche der Anleger nach Rendite gespielt haben.

Was ist nun 2020 an den Obligationenmärkten zu erwarten? Angesichts der immer noch verhaltenen Wachstumsaussichten, der nach wie vor niedrigen Inflation und der unverändert expansiven Geldpolitik der wichtigsten Notenbanken rechnen wir lediglich mit leicht ansteigenden Renditen. Für nochmals tiefere Renditen bräuchte es eine weitere konjunkturelle Eintrübung bzw. wiederaufkommende Rezessionsängste. Diese könnten beispielsweise durch einen Rückschlag in der Beilegung des Handelskonflikts ausgelöst werden. Für signifikant höhere Renditen müssten sich die Wachstumsaussichten spürbar aufhellen oder die Inflation stärker ansteigen. Für beide Szenarien sehen wir zurzeit wenig Anhaltspunkte, weshalb wir Ende 2020 nur mit leicht höheren Renditen als heute rechnen.

Wir setzen im Obligationenbereich aktuell auf einen Mix aus Staats-, Unternehmens- und Hochzinsanleihen und setzen unter anderem auch Fonds mit aktiver Durationssteuerung ein. Aufgrund latenter Inflationsgefahren investieren wir auch in inflationsgeschützte Obligationen. Obligationen aus den Schwellenländern bieten aus unserer Sicht momentan im Quervergleich die attraktivsten Verfallsrenditen, weshalb sich unseres Erachtens eine Übergewichtung rechtfertigt.

Rohstoffe

Solange das Wirtschaftswachstum nur moderat fortschreitet, dürften zyklische Rohstoffe nur schwer Gewinne verbuchen können. Da wir eine moderate Wachstumsbeschleunigung erwarten, sollten die Rohstoffpreise im abgelaufenen Jahr ihren Tiefpunkt erreicht haben und zu einer leichten Erholung ansetzen. Das prognostizierte wirtschaftliche Umfeld spricht jedoch nicht für einen signifikanten Anstieg der Rohstoffpreise, sondern eher für eine schleppende Erholung, wobei wir das grösste Renditepotenzial bei Gold sowie Edelmetallen ausmachen. Überkapazitäten sind nach wie vor das wichtigste Thema in den Industriemetallmärkten und müssen weiter abgebaut werden, um sich den globalen Wachstumserwartungen anzunähern.

Wie schnell es bei Rohstoffen – in diesem Fall Gold – jedoch gehen kann, hat sich Anfang Januar gezeigt, als die Iran-Krise die Anleger verschreckte und Gold signifikant gestiegen ist. Die kurzzeitige Eskalation des Konflikts zwischen den USA und dem Iran hat in den ersten Handelstagen des neuen Jahres den Goldpreis bis auf USD 1'588 (+5% 2020) pro Feinunze ansteigen lassen, was dem höchsten Wert seit sieben Jahren entspricht. Im abgelaufenen Jahr hat sich der Goldpreis um rund 18% verteuert.

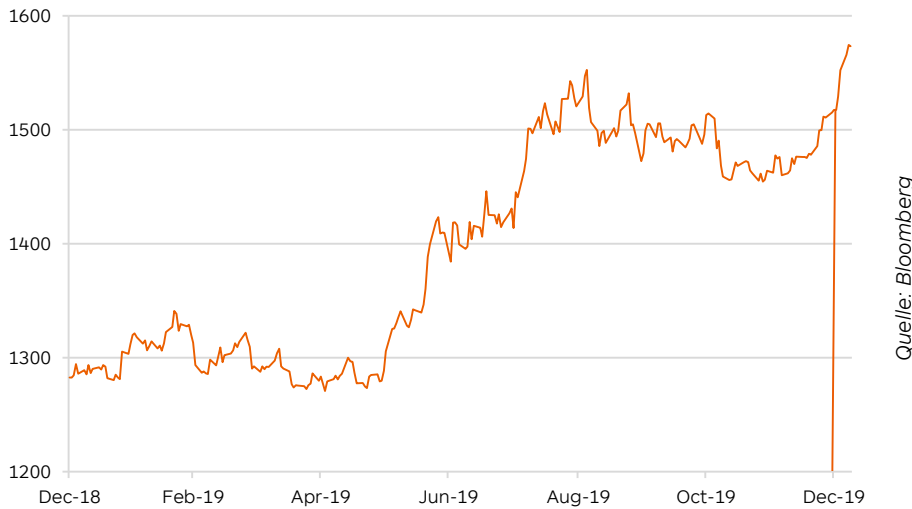
«Was ist nun 2020 an den Obligationenmärkten zu erwarten?»

«Wir sind im Obligationenbereich breit diversifiziert.»

«Das wirtschaftliche Umfeld spricht gegen einen signifikanten Anstieg der Rohstoffpreise.»

«Der Goldpreis verteuerte sich im abgelaufenen Jahr um rund 18%.»

Gold 31.12.2018 - 08.01.2020



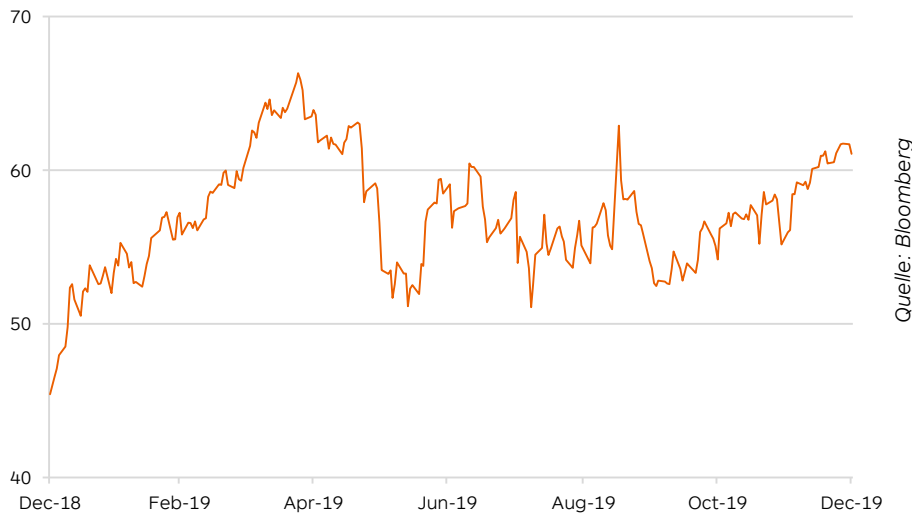
Quelle: Bloomberg

Noch zum Jahreswechsel wurde die Feinunze zu USD 1'516 gehandelt. Mögliche geopolitische Schocks sowie die Überzeugung, dass sich die US-Valuta nicht verteuern wird, bestärkt uns in der Meinung, Gold in unseren verwalteten Portfolios als fixen Portfolioabaustein zu betrachten.

Falls es keine nachfrage- oder angebotsseitigen Schocks gibt, erwarten wir, dass der Ölpreis in geordneten Bahnen oszillieren wird. Die OPEC hat im Dezember beschlossen, ihre Förderquote auf 2.1 Mio. Fass pro Tag zu reduzieren. Unterstützt wird sie dabei von Russland. Um deren Förderdisziplin zu stärken, hat sich Saudi-Arabien zu Milliardeninvestitionen in Russland bereit erklärt. Wir gehen davon aus, dass die zusätzliche Kürzung der Fördermenge ausreicht, um den Ölmarkt auch im Jahr 2020 zu stabilisieren. Dazu kommt, dass die Hürden für eine Ausweitung der Ölproduktion in den USA gestiegen sind. Viele Schieferölförderer sind kapitalmässig am Limit und werden ihren Cash-Flow eher für die Schuldenreduktion nutzen als für die Ausdehnung der Produktion.

«Falls es keine nachfrage- oder angebotsseitigen Schocks gibt, erwarten wir, dass der Ölpreis in geordneten Bahnen oszillieren wird.»

Erdölpreis (WTI) 2019

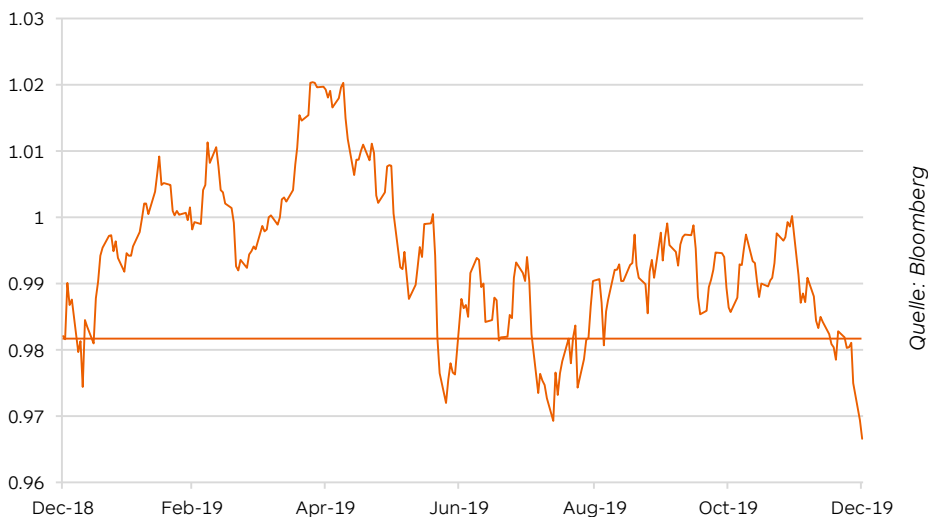


Währungen

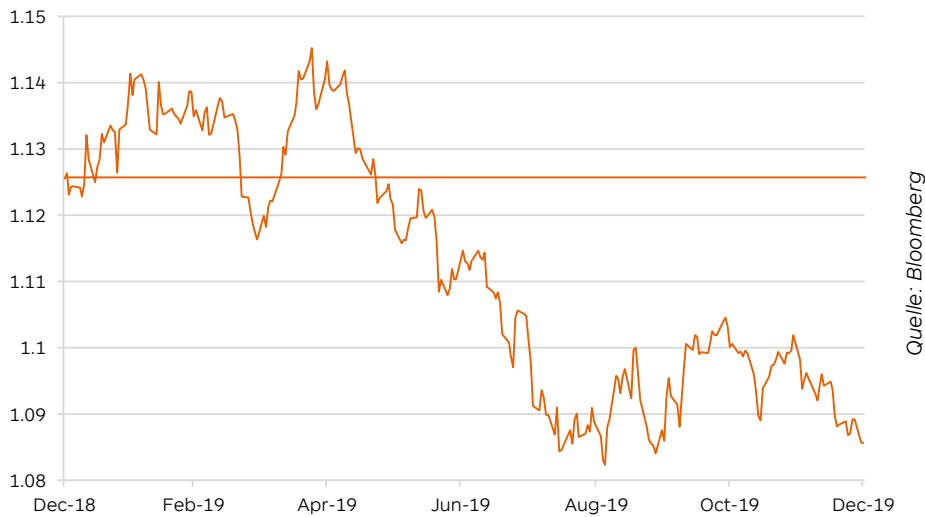
Die für die Schweizer Volkswirtschaft bedeutendsten Währungen, der Euro und der US-Dollar, haben sich 2019 gegenüber dem Franken wie folgt entwickelt: Der Euro startete bei 1.1269 und beendete das Jahr bei 1.0870, verlor vis-à-vis dem Schweizer Franken also 3.5% an Wert. Der US-Dollar lag zu Beginn des Jahres bei 0.9865 und ging bei 0.9684 aus dem Handel, erfuhr also eine Abwertung von 1.8%. Die anhaltenden Wirren um den «Brexit», die schwache Entwicklung der europäischen Wirtschaft und die unerwartete Lockerung der Geldpolitik durch die EZB, erwiesen sich retrospektiv betrachtet als belastende Faktoren für den Euro.

«Der Euro und US-Dollar verloren im vergangenen Jahr vis-à-vis dem Schweizer Franken an Wert.»

USD/CHF 2019



EUR/CHF 2019



Was ist 2020 an den Devisenmärkten zu erwarten? Wir gehen davon aus, dass sich die Verschiebungen im Währungsgefüge in engen Grenzen halten werden. Der US-Dollar dürfte schwach bleiben. Investoren sind bereits stark im USD positioniert und die US-Währung ist relativ hoch bewertet. Die absolute Zinsdifferenz zu vielen Währungsräumen bleibt zwar hoch, hat sich aber seit Anfang 2019 deutlich verengt, was jedoch der US-Valuta bislang kaum geschadet hat. Auch könnten die Aussichten auf einen Wahlsieg der Demokraten bei den Präsidentschaftswahlen 2020 den USD belasten. Zudem gehen wir von einem etwas schwächeren US-Wachstum aus, bei gleichzeitiger Stabilisierung der globalen Konjunktur. Für einen deutlich schwächeren USD wäre allerdings eine über die Stabilisierung hinausgehende Belebung der globalen Wirtschaft nötig. Die Konjunkturdaten in der Eurozone sind zuletzt besser ausgefallen als erwartet, was dem Euro Aufwertungspotenzial geben könnte. Ende 2020 dürfte der Euro daher auf einem leicht höheren Niveau notieren als heute.

«Keine grossen Verschiebungen in den wichtigsten Währungspaaren zu erwarten.»

Marktübersicht 31. Dezember 2019

Aktienindizes (in Lokalwährung)	Aktuell	1 Mt (%)	YtD (%)
SMI	10'616.94	1.18	30.16
SPI	12'837.50	1.27	30.59
Euro Stoxx 50	3'748.47	1.31	29.48
Dow Jones	28'538.44	1.87	25.34
S&P 500	3'230.78	3.01	31.48
Nasdaq	8'972.60	3.64	36.74
Nikkei 225	23'656.62	1.69	20.69
MSCI Schwellenländer	1'114.66	7.35	18.63

Rohstoffe

Gold (USD/Feinunze)	1'517.27	3.64	18.31
WTI-Öl (USD/Barrel)	61.06	10.68	34.46

Obligationenmärkte

US Treasury Bonds 10J (USD)	1.92	0.14	-0.77
Schweizer Eidgenossen 10J (CHF)	-0.47	0.14	-0.22
Deutsche Bundesanleihen 10J (EUR)	-0.19	0.18	-0.43

Währungen

EUR/CHF	1.09	-1.47	-3.54
USD/CHF	0.97	-3.08	-1.29
EUR/USD	1.12	1.64	-2.34
GBP/CHF	1.27	-1.70	1.50
JPY/CHF	0.89	-2.52	-0.65
JPY/USD	0.01	0.57	0.68

Autor: Christof Wille, Dipl. Private-Banking-Experte NDS
Redaktionsschluss: 8. Januar 2020

Zur Beantwortung allfälliger Fragen stehen wir Ihnen sehr gerne zur Verfügung. Die Factum AG Vermögensverwaltung ist eine der Finanzmarktaufsicht Liechtenstein unterstellte und lizenzierte unabhängige Vermögensverwaltungsgesellschaft. Diese Publikation dient ausschliesslich der Information und ist weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zur Vornahme anderweitiger Anlageentscheidungen. Sie stellt damit auch keine Finanzanalyse im Sinne des Marktmissbrauchsgesetzes dar. Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus zuverlässigen Quellen und werden unter grösster Sorgfalt erstellt. Trotzdem schliessen wir jede Haftung für die Korrektheit, Vollständigkeit und Aktualität aus. Sämtliche enthaltenen Informationen sowie angegebenen Preise können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Der Wert von Finanzinstrumenten kann steigen oder fallen. Die zukünftige Performance kann nicht aus der vergangenen Kursentwicklung abgeleitet werden. Unter besonderen marktbezogenen oder titelspezifischen Umständen kann die Veräusserung von Finanzinstrumenten nur unter Zeitverzug und mit einer Preiseinbusse erfolgen. Daher ist es grundsätzlich schwierig, den Wert einer Anlage und die Risiken, denen diese unterliegt, zu quantifizieren. Wir weisen darauf hin, dass es der Factum AG Vermögensverwaltung und deren Mitarbeitern grundsätzlich gestattet ist, die in diesem Dokument erwähnten Finanzinstrumente zu halten, zu kaufen oder zu verkaufen, ohne dabei aber die Kunden in irgend einer Form zu benachteiligen. Diese Publikation sowie die in ihr enthaltenen Informationen unterstehen dem liechtensteinischen Recht. Bei allfälligen Streitigkeiten hieraus sind ausschliesslich die liechtensteinischen Gerichte am Gerichtsstand Vaduz zuständig.