

Perspektiven für Finanz- und Kapitalmärkte

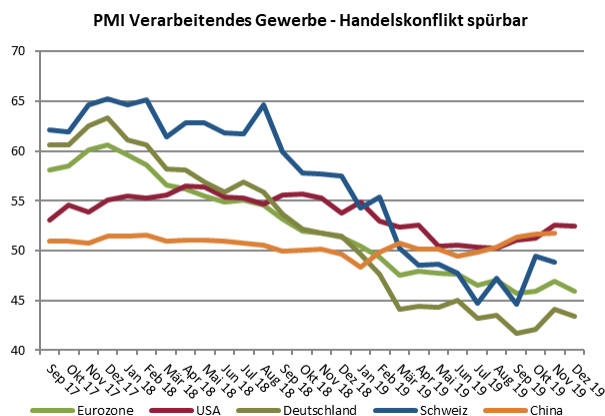
Rückblick 2019 und Ausblick 2020



Rückblick 2019

Konjunktur – Fortgesetztes ‘Durchboxen’

Wie von uns erwartet und trotz vieler Hindernisse setzte die globale Wirtschaft ihre Aufschwungsphase im Jahr 2019 fort. Die **Dynamik schwächte sich ab** und Experten rechnen noch mit einem Wachstum von +3.0% für das Jahr 2019. Zu Beginn des Jahres lagen die Schätzungen bei bis zu +3.9%, mussten im Laufe des Jahres aber reduziert werden. Dies stellt das schwächste Wachstum seit Ende der Finanzkrise dar. Vor allem das **verarbeitende Gewerbe litt unter dem Handelskonflikt** zwischen den USA und China und dem Hin-und-Her in der Brexit-Saga. Es ist mehr als verständlich, dass Unternehmen in solch einem Umfeld mit Investitionen zurückhalten und den Fokus auf das Risiko Management, den Abbau von Kapazitäten und die Kostenkontrolle legen. Diese Entwicklung lässt sich deutlich an den

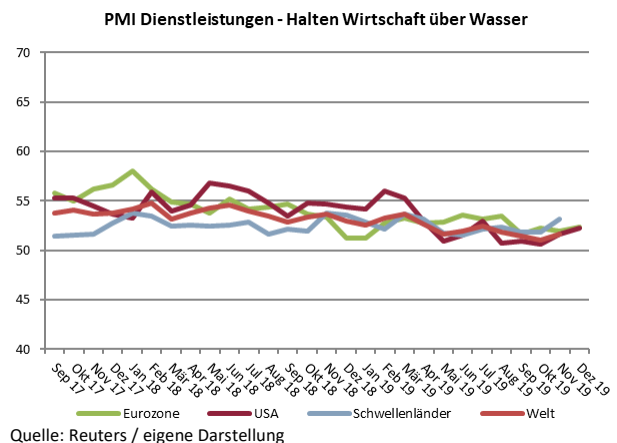


Quelle: Reuters / eigene Darstellung

Einkaufsmanager-Indizes (PMI) ablesen. Die stark export- und industrielastige Wirtschaft Deutschlands schrammte nur dank fiskalpolitischen Massnahmen knapp an einer (technischen) Rezession vorbei und auch in der Schweiz verlangsamte sich das Wachstum. Gewisse Sektoren wie die Automobilindustrie und deren Zulieferer scheinen sich in einer Rezession zu befinden. Frankreich schnitt insgesamt besser ab und ersetzte Deutschland als Konjunkturlokomotive in der Eurozone. Selbst das verarbeitende Gewerbe in den USA konnte sich der schwachen Entwicklung nicht entziehen. Die

Rezessionsbefürchtungen erreichten im August/September ihren Höhepunkt und flauten danach wieder ab. Die Hoffnungen auf positive Fortschritte im Handelsstreit zwischen den USA und China sowie der Entscheid des britischen Parlaments, der der Regierung einen harten Brexit untersagte, wirkten sich positiv aus. Auch die Berichterstattungen zu den Streitigkeiten mit dem Iran nahmen nach dem Drohnen-Angriff auf eine Raffinerie im Herzen von Saudi-Arabien ab. **Die letzten Daten zu den Einkaufsmanager-Indizes** scheinen die gesunkenen Rezessionsrisiken zu bestätigen, denn sie **zeigen eine gewisse Verbesserung auf tiefem Niveau** an, wobei die US-Unternehmen gegenüber den europäischen Unternehmen immer noch etwas positiver gestimmt sind. Einkaufsmanagerindizes in China zeigten zuletzt ebenfalls leicht positivere Tendenzen, der Konjunkturoptimismus hält sich aber noch in Grenzen.

Anhaltend **erfreulich** in allen Regionen **präsentierten sich hingegen der gewichtigere Dienstleistungssektor und die Konsumenten**, die sich bisher nicht von der eher trüben Stimmung im verarbeitenden Gewerbe anstecken liessen und die Wirtschaft über Wasser hielten. Die privaten Haushalte befinden sich im Allgemeinen noch in einem gesunden Zustand und das Konsumentenvertrauen ist hoch.



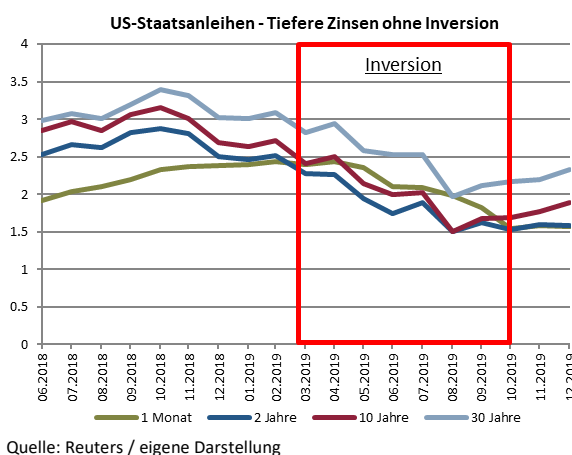
Quelle: Reuters / eigene Darstellung

Insgesamt beurteilen wir dieses ‘Durchboxen’ als sehr typisch für eine Wirtschaft, die sich in der Spätphase des Konjunkturzyklus befindet.

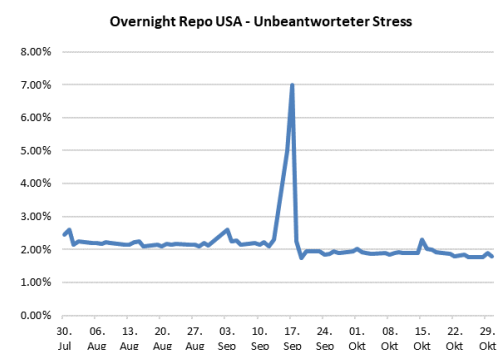


Geldpolitik – Die Notenbanken am Ende. Am Ende die Notenbanken?

Die **Notenbanken** sahen und sehen sich **verschiedenen Herausforderungen ausgesetzt**, allen voran das Erreichen der Inflationsziele. So spiegelten sich die Verunsicherung und die nachlassende wirtschaftliche Dynamik auch in einer hartnäckig tiefen Inflation in praktisch allen Regionen der Welt. Dies erlaubte den Notenbanken wenigstens rasch auf die wirtschaftliche Abkühlung zu reagieren. Die **US-Fed riss das Steuer um 180 Grad herum**, senkte die Zinsen im Jahresverlauf drei Mal und weitete ihre Bilanz wieder aus. Auch die chinesische Notenbank reduzierte die Leitzinsen drei Mal. Die **Europäische Zentralbank (EZB)** senkte den bereits negativen Leitzins nur ganz leicht und **startete erneut mit dem Aufkauf von Obligationen**. Die Schweizerische Nationalbank verhielt sich im fünften Jahr der Negativzinsen eher passiv. Nachdem die Experten noch zum Ende des Jahres 2018 von steigenden Zinsen vor allem in den USA ausgingen, hatte sich das Blatt also innert kurzer Zeit wieder gewendet und man ging von anhaltend tiefen Zinsen aus. Im Zuge dieser geldpolitischen Massnahmen normalisierte sich die zeitweilig inverse Zinsstrukturkurve wieder etwas. Dies kann als positives Signal für die Konjunktur gewertet werden.



Die **Beziehung zur Politik** wurde für die Notenbanken nicht einfacher. Die US-Fed steht unter direktem Beschluss von US-Präsident Trump, die Zinsen stärker zu senken, um den USD zu schwächen. Hinzu kommt ein wachsendes Budget-Defizit im US-Staatshaushalt, das einen Rekordstand erreicht hat und finanziert werden muss. Im September kam es zu sehr grossen Ausschlägen bei den Zinssätzen für sogenannte «overnight Repos», mit denen sich die US-Geschäftsbanken bei der US-Fed refinanzieren. Ein Zusammenhang mit der unkonventionellen Geldpolitik und der stetig steigenden Staatsverschuldung scheint zu bestehen. Eine schlüssige Antwort der US-Fed steht aber noch aus. Die EZB sah sich vorläufig am Ende ihrer Massnahmen und unternahm Versuche, die Fiskalpolitik insbesondere der Länder im Norden Europas stärker in die Pflicht zu nehmen, jedoch ohne besonderen Erfolg. Die chinesische Notenbank musste unter anderem die Transformation der Wirtschaft weg von einem Export- und Investitions-orientierten Modell hin zum grössten Konsumentenmarkt der Welt unterstützen. Eine Transformation von diesem Ausmass kann kaum ohne Nebengeräusche vollzogen werden. Altlasten aus dem Investitionsboom müssen beseitigt werden und die Gefahr von neuen Fehlentwicklungen ist gross. Die SNB sieht sich einem steigenden politischen Druck aufgrund der weltweit höchsten Negativzinsen und den aufgelaufenen Gewinnen aus den Wertpapier-Investitionen ausgesetzt. Die Schwedische Zentralbank, die als erste Negativzinsen eingeführt hat, hat im Dezember 2019 auch als erste die Zinsen wieder auf Null gestellt. Die japanische Notenbank spielt nochmals in einer anderen Liga, da sie bald der grösste Inhaber von japanischen Aktien ist, etwa gleichauf mit dem staatlichen Pensionsfonds.



Die Notenbanken sind gewillt, die Inflation auf Zielkurs zu bringen und der Wirtschaft zu helfen, notfalls auch mit noch unkonventionelleren Methoden. Doch das **Umfeld gewinnt weiter an Komplexität**.



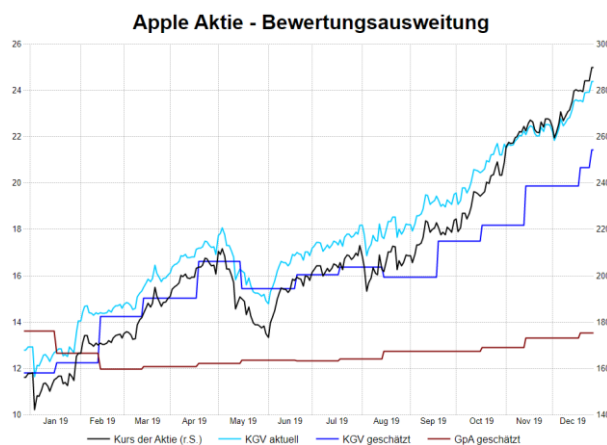
Finanz- und Kapitalmärkte – «Risk on»

Die wieder expansivere Geldpolitik, sinkende Zinsen, eine gewisse Entspannung bei den geopolitischen Brennpunkten und schliesslich nachlassende Rezessionsängste befeuerten die Preise von Finanzanlagen. Die Überschussliquidität der Investoren fand ihren Weg zurück an die Märkte. Somit war das Jahr durch eine ausgesprochene und nicht nur für uns überraschende «Risk-on»-Stimmung an den Finanz- und Kapitalmärkten gekennzeichnet. Die Volatilitäten der verschiedenen Anlageklassen sanken nach der Spitze im Dezember 2018 deutlich. Selbst Anlagen von Unternehmen mit einer hohen Verschuldung zogen mit der Hoffnung auf eine sich bessernde Wirtschaft kräftig an. Die Anleger erlebten die **Umkehr der Entwicklung des Jahres 2018**, als die Angst vor zu hohen Zinsen und damit aufkommende Rezessionsängste dominierten und die Preise verschiedener Finanzanlagen stark sinken liessen. Diese **Entwicklung stand in einem gewissen Widerspruch zur oben beschriebenen Verunsicherung und abnehmenden Dynamik in der Realwirtschaft.**

Aktien

Nach einem verkorksten Jahr 2018 zeigten sich die Aktienmärkte im Jahr 2019 von ihrer freundlichen Seite. Letzten Januar hatten wir darauf hingewiesen, dass ein hohes Rezessionsrisiko eingepreist war und dass sich die Börsen besser entwickeln könnten, falls es keine Rezession gibt. Dass sich die Aktienmärkte dann so gut entwickelten **übertraf die Erwartungen der meisten Marktteilnehmer** bei weitem. Insbesondere die Aktienmärkte in den entwickelten Ländern konnten eine überdurchschnittliche Performance erzielen. So erreichte zum Beispiel der italienische Aktienmarkt das beste Ergebnis der letzten 20 Jahre. Viele Aktienindizes aus den Schwellenländern zeigten hingegen lediglich ein durchschnittliches Jahr. Eine eigentliche Euphorie, wie zuletzt in Ansätzen anfangs 2018 erkennbar, war trotz den Fortschritten nie wirklich spürbar. Bei den Sektoren waren die alten Gewinner auch die neuen Gewinner, also ein anhaltender Momentum-Markt. Im zweiten Halbjahr kam es mit dem Abflauen der Rezessionsrisiken zu einer gewissen Sektorrotation aus den defensiven Qualitätstiteln hin zu zyklischeren und höher verschuldeten Unternehmen. Mit dem Überschreiten der „all-time highs“ Ende Oktober wurden in vielen Märkten sogar neue Kaufsignale generiert. Da die Analysten die Gewinnschätzungen laufend reduziert hatten, konnten die Unternehmensberichte insgesamt leicht positiv überraschen und stützten das positive Momentum. Im Vergleich zum Vorjahr entwickelten sich die Unternehmensgewinne kaum mehr bzw. teilweise sogar negativ.

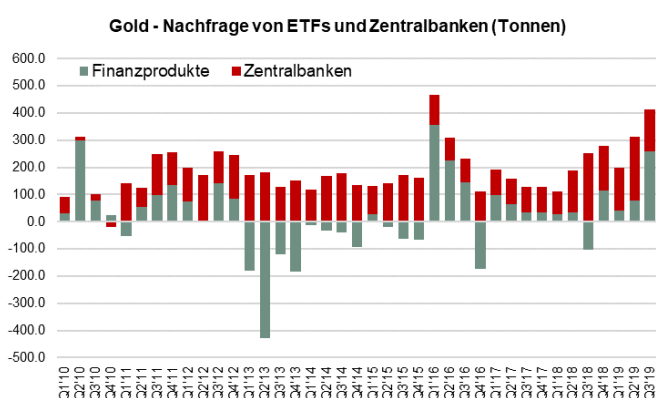
Die Folge und damit die Kehrseite der Medaille sind **wieder deutlich höhere Bewertungen an den Aktienmärkten** (eine sogenannte „Multiple Expansion“), mit den USA und auch der Schweiz an der Spitze. Bewertungen geben den Preis an, den ein Investor für zukünftige Geldflüsse bereit ist zu zahlen. Somit hängt die Bewertung wesentlich ab von der Zuversicht der Anleger und dem Zinsniveau. Im Jahr 2019 war beides vorhanden: Sinkende Zinsen und steigende Zuversicht der Anleger. Beispielhaft ist das an der Entwicklung des Aktienkurses und der Bewertung von Apple erkennbar. Eine reine Bewertungsausweitung, ohne in der Folge steigende Gewinne ist selten nachhaltig.



Obligationen

Für eine beinahe schon totgesagte Anlageklasse **verzeichneten** die Obligationen **ein mehr als gutes Jahr**. Die oben erwähnten Faktoren, die die Aktien in die Höhe trieben, zeigten auch bei den Obligationen Wirkung. Die «Risk-on»-Stimmung führte dazu, dass die risikobehafteten Hochzinsobligationen von Schuldern minderer Qualität und Obligationen mit sehr langen Laufzeiten sich am besten entwickelten (allen voran die 100-jährige Obligation Österreichs, welche rund 42% Rendite einbrachte!). Ebenfalls einen guten Lauf hatten die Obligationen von Schuldern aus den Schwellenländern. Mit sehr defensiven Anlagen, zum Beispiel kurz laufende Obligationen sehr solider Staaten, hat man im Jahr 2019 nichts verdienen können. Globale Inflationsgeschützte Obligationen zeigten eine leicht positive Entwicklung.

Edelmetalle und Rohstoffe



Quelle: World Gold Council / eigene Darstellung

Gold und Silber verzeichneten ein **glänzendes Jahr 2019**, wenn auch die zweite Jahreshälfte etwas ruppiger verlief. Der Goldpreis konnte im Juni endlich den mehr als 5-jährigen Seitwärtsmarkt verlassen. Nach einem kräftigen Anstieg gefolgt von einer Phase der Konsolidierung nahm der Goldpreis im Dezember erneut Momentum auf. Über das ganze Jahr wurde er durch eine hohe Nachfrage von Finanzinvestoren (über börsengehandelte

Fonds) sowie die stetigen Käufe von Zentralbanken vor allem aus den Schwellenländern angetrieben. Die sinkenden und teils negativen Zinsen machen Gold besonders für europäische Anleger immer attraktiver als Ersatz für Obligationen und Kontoguthaben. Die Nachfrage aus den Segmenten Schmuck und Industrie bewegte sich etwa auf dem Niveau des Vorjahres. Beim Schmuck war eine relativ stark nachlassende Tendenz feststellbar, vor allem bedingt durch die Situation in Hong Kong bzw. in Indien. Die Goldproduktion der Minenunternehmen stagnierte.

Andere Rohstoffe verzeichneten insgesamt ein **zufriedenstellendes Jahr**. Mit den besseren Neuigkeiten rund um den Handelskonflikt hellten sich insbesondere die Perspektiven für das konjunktursensible Kupfer und das Öl im zweiten Semester auf.

Währungen

Der Devisenmarkt war geprägt von einer **tiefen Volatilität in den wichtigsten Währungspaaren**. Da Devisenkurse Beziehungen darstellen und die Probleme für die meisten Wirtschaftsräume die gleichen sind, mag das wenig erstaunen. Im 2019 hervorstechend sind auf der positiven Seite nebst dem USD und dem CAD auch das GBP und der Rubel. Der USD konnte vom Zinsvorteil und von seinem Status als sicherer und liquider Hafen profitieren. Das anhaltend hohe Zwillingdefizit der USA, das den USD-Kurs eigentlich belasten sollte, wurde nicht beachtet. Dem CAD kam die Nähe Kanadas zu den USA und die erfreuliche Entwicklung der Rohstoffpreise zugute, während dem GBP die gewonnene Klarheit punkto Brexit half. Nicht überzeugen konnten hingegen erneut der Argentinische Peso, der einen Crash erlebte, und die Türkische Lira sowie Währungen aus Nordeuropa und in vermindertem Ausmass der Euro, der sich mit aufkommender Konjunkturoffnung zwar wieder leicht erholte, aber doch deutlich hinter den Erwartungen zurückblieb. **In den letzten Dezembertagen erlebte der bisher recht stabile USD einen Schwächeanfall** insbesondere gegenüber dem EUR, dem CHF und dem Gold.



Ausblick 2020

Konjunktur / Geopolitik

Konjunkturprognosen: Moderates Wachstum im Jahr 2020 (in Klammern 2019)

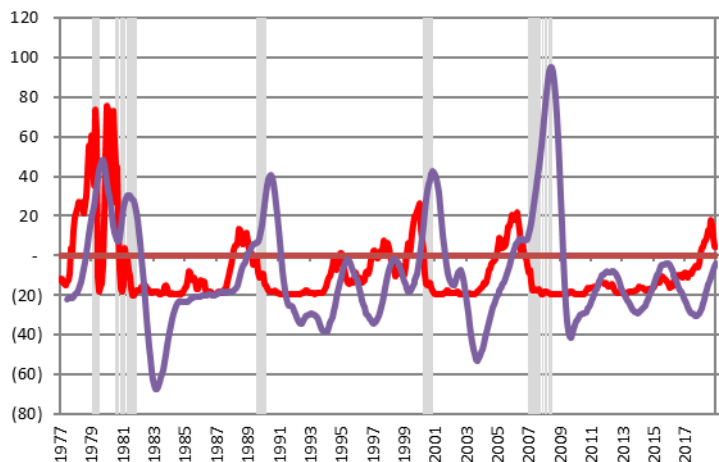
	Wachstum	Inflation	Zinsprognose	
Eurozone	+1.1% (1.0%)	1.2% (1.2%)	EZB-Hauptref.	0% (0%)
USA	+1.8% (2.4%)	1.4% (1.6%)	Fed-Funds Rate	1.5% (1.75%)
Industrielländer	+1.6% (1.6%)		10-j. Bund	-0.4% (-0.5%)
Schwellenländer	+4.2% (4.5%)		10-j. US-Tr.	1.6% (1.9%)
Welt	+3.2% (3.3%)		10-j. Eidgen.	-0.5% (-0.5%)
Schweiz	+1.8% (0.9%)	0.3% (0.4%)		
Deutschland	+1.1% (0.5%)			

Quelle: IWF, M.M.Warburg, KOP, SECO

Derzeit gehen wir für das Jahr 2020 von einer ähnlichen konjunkturellen Entwicklung wie für das Jahr 2019 und einem globalen Wachstum von +3.2% aus, das heisst: **Die Wirtschaft boxt sich bei moderatem Wachstum durch, ohne dass wir eine Rezession sehen.** Gegenüber 2019 dürfte sich die Konjunktur in den USA im Verhältnis zu anderen Regionen für einmal etwas weniger stark präsentieren und mit abnehmenden Effekten aus dem Steuerprogramm vielleicht sogar negativ überraschen. Warnsignale für die US-Wirtschaft bestehen weiterhin, reichen aber für ein Rezessionsszenario noch nicht aus. Zudem wird US-Präsident Trump alles unternehmen, die Wirtschaft im Wahljahr auf Kurs zu

halten. **Die Konsumenten und der Dienstleistungssektor bleiben die wichtigste Stütze für die globale Wirtschaft** und es besteht leise Hoffnung, dass das verarbeitende Gewerbe die Delle durchschreiten kann. Den Schwellenländern, vor allem in Asien, attestieren wir ein gewisses positives Überraschungspotential. Wenn also Schocks ausbleiben, dann wird sich in unserem Basisszenario dieser längste, aber auch schwächste Konjunkturzyklus nochmals verlängern.

Rezessionsmodell USA: Warnung bleibt bestehen



Quelle: Reuters / eigene Darstellung

Mögliche unmittelbare Bebenherde sind neben dem Handelskonflikt die Präsidentschaftswahlen in den USA, der erratische US-Präsident selbst sowie das Pulverfass im mittleren Osten. Ein harter und vertragsloser Brexit ist derzeit vom Tisch, könnte aber gegen Ende des Jahres 2020 wieder an Relevanz gewinnen, sollten die Handelsgespräche zwischen Grossbritannien und der EU nicht zu einem Abschluss kommen. Die Notenbanken werden sich eher passiv verhalten, dürften aber sofort einschreiten, sollte sich die Konjunktur wider Erwarten entwickeln oder sollte es zu Börsenschöcks kommen. In Europa wird die Fiskalpolitik an Bedeutung gewinnen. Dabei sind vor allem die nördlichen Länder gefordert und der bestehende wirtschaftliche Leidensdruck in Deutschland könnte helfen, die



Fronten aufzuweichen. Der bisherige EZB-Chef Draghi hatte je länger je deutlicher eine aktivere Fiskalpolitik verlangt, jedoch ohne sichtbaren Erfolg. Wir trauen der neuen EZB-Präsidentin und ehemaligen Wirtschafts- und Finanzministerin Frankreichs, Christine Lagarde, dank ihrer politischen Erfahrung zu, grössere Effekte erzielen zu können. Lagarde hat zudem eine Überprüfung der geldpolitischen Strategie im 2020 angekündigt; vorerst ändert sich aber nichts. Betreffend den Wahlen in den USA lohnt es sich, folgende Termine zu notieren: Im Juli und August 2020 werden an den Parteitag der Demokraten bzw. der Republikaner die finalen Kandidaten ausgerufen, gefolgt von den Fernsehdebatten im September und Oktober und schliesslich den Wahlen am 3.11.2020, was für Volatilität an den Finanz- und Kapitalmärkten führen dürfte. Für die Aktienmärkte erachten wir einen Erfolg der Demokraten als eher negativ, während eine zweite Amtszeit von Trump, womit wir derzeit rechnen, wohl positiv aufgenommen werden würde. Vom laufenden Amtsenthebungsverfahren geht aus unserer Sicht keine Gefahr aus, da die Republikaner im Senat die Mehrheit besitzen. Trotz mannigfaltiger Herausforderungen besitzt China noch ungenutztes geld- und fiskalpolitisches Potential, das in seinem Volumen sogar dasjenige der USA übertreffen kann. China wird an den grossen Projekten, das heisst die Umgestaltung der Wirtschaft von einem export-orientierten zu einem konsum-orientierten Modell und die sogenannte „Belt-and-road“-Initiative, weiter zielstrebig arbeiten.

Märkte

Kurzfristig stützen insbesondere die Überschussliquidität und die anhaltend tiefen Zinsen weiteres Wachstum der Konjunktur und der Finanz- und Kapitalmärkte. Die erwähnten Risikofaktoren lassen zudem nie wirklich eine Euphorie unter den Anlegern entstehen, was man ebenfalls positiv werten kann. Die Renditeaussichten der verschiedenen Anlageklassen haben sich mit den höheren Bewertungen wieder etwas eingetrübt. Wir rechnen deshalb mit einem **einigermassen positiven Jahr 2020**. In Anbetracht unseres Basisszenarios beurteilen wir die Wahrscheinlichkeit, dass Aktien Obligationen im Jahr 2020 erneut schlagen werden, als hoch ein, während wir davon ausgehen, dass sich Gold und Silber im Rahmen oder sogar etwas besser als Aktien entwickeln sollten. Somit dürften Obligationen unspektakulär performen und neben Kontoguthaben die unattraktivste Anlageklasse darstellen. Das Eintreten der erwähnten Risiken exakt vorherzusehen ist unmöglich. Zudem sind die Finanz- und Kapitalmärkte zunehmend politisch beeinflusst. **Diversifikation der Risiken und Opportunitäten** ist deshalb **wichtiger denn je**. Gold und Goldminenaktien spielen dabei eine zentrale Rolle.

Geopolitische Risikolandschaft 2020

- Präsidentschaftswahlen USA
- Handelsstreitigkeiten
- Mittlerer Osten
- Handelsgespräche GB-EU
- Populismus
- Globale Verschuldung
- Geldpolitisches Neuland

Zinsen

In den USA gehen wir angesichts einer sich abschwächenden Dynamik von einer weiteren Zinssatzreduktion von 0.25% der US-Fed aus. Wir schliessen nicht aus, dass wenn sich die US-Konjunktur stärker eintrüben sollte, bis zu drei Schritte möglich sind. Die Zinslandschaft in Europa dürfte weitgehend unverändert bleiben und die SNB wird weiter lediglich auf Veränderungen bei der EZB reagieren und kaum grosse Eigeninitiative zeigen. Jedoch dürfte in ganz Europa die Diskussion um die negativen Effekte der Minus-Zinsen (z.B. auf die Altersvorsorge) an Intensivität gewinnen. Für Zinssatzerhöhungen der Notenbanken müsste die Wirtschaft schon deutliche Überhitzungs-



erscheinungen – Inflation über der gesetzten Zielmarke – erkennen lassen, was derzeit nicht besonders realistisch erscheint.

Die Veränderung der Zinsstrukturkurve kann ebenfalls wichtige Hinweise auf den Zustand der Wirtschaft und der Finanz- und Kapitalmärkte geben. Wir rechnen damit, dass sich die Kurve angesichts erwarteten moderaten Wachstums wieder ganz leicht versteilert. Sollten materielle Senkungen der Zinsen für kurze Laufzeiten für eine steilere Kurve sorgen, könnte dies aber als unmittelbar bevorstehende Rezession interpretiert werden. Höhere Zinssätze am langen Ende würden auf eine sich wesentlich besser entwickelnde Wirtschaft hinweisen. Ausgehend vom oben erwähnten Konjunkturszenario sehen wir bei den Zinsen insgesamt wenig Spielraum für Veränderung, **gehen von anhaltend tiefen und keiner nachhaltigen Wende hin zu steigenden Zinsen aus**. Das monetäre Umfeld bleibt also konjunkturfreundlich. Das Vertrauen in die Geldpolitik bewegt sich weiterhin auf recht hohem Niveau. Doch die Waffen werden stumpf und die Risiken von Fehlentwicklungen steigen.

Obligationen

Innerhalb der Obligationen dürften die etwas höheren Coupons bei Unternehmens- bzw. Schwellenländeranleihen den Unterschied gegenüber Staatsanleihen entwickelter Länder im Jahr 2020 ausmachen. Die Kreditrisikoprämien können sich praktisch nicht mehr einengen, womit der Beitrag dieses Performancetreibers mittlerweile limitiert ist. Umgekehrt erachten wir eine allgemeine Ausweitung der Kreditrisikoprämien für Unternehmensobligationen mit einem Investment-Grade-Rating aufgrund unseres Basisszenarios und anhaltend tiefer Zinsen als eher unwahrscheinlich. Einzelne Wirtschaftssegmente (z.B. im Umfeld der Automobilindustrie) können aber durchaus davon betroffen sein. **Hochverzinsliche Obligationen beurteilen wir weiterhin kritisch**. Wir wollen die reine Jagd nach Rendite nicht unseren Ansprüchen an Qualität und Liquidität opfern. Die sogenannten ‚Senior Loans‘, die ebenfalls dem Segment der hochverzinslichen Obligationen angehören, verzeichneten zuletzt eine relativ prägnante Ausweitung der Kreditrisikoprämien. In einem Umfeld eines schwächeren USD sind Schwellenländeranleihen in Lokalwährung ebenfalls wieder interessant und können zusätzliches Renditepotential bieten. Hinsichtlich Duration bleiben wir eher vorsichtig positioniert trotz höherer Renditen bei ganz langen Laufzeiten. Diese sogenannten Langläufer, wie auch die hochverzinslichen Obligationen, würden zum Beispiel bei einem plötzlichen Anstieg der Zinsen (aus welchen Gründen auch immer) zu stark mit Aktien korrelieren.

Aktien

Wahljahre in den USA waren in der Regel recht positive Jahre. Die bestehende Risikolandschaft und die wieder erhöhten Bewertungen ergeben bei uns aber nur einen mässigen Ausblick für die Entwicklung der Aktienmärkte. Wir gehen insgesamt von einer **leicht positiven Entwicklung im Rahmen von +/- 5%** für die meisten Märkte aus, wobei wir Europa, China und die asiatischen Schwellenländer im Vorteil sehen. Insofern die Bewertungen sich nicht weiter ausweiten oder die Unternehmen ein deutlich stärkeres Gewinnwachstum erzielen können, ist das Potential grösserer Kursfortschritte an den Aktienmärkten aus unserer Sicht eingeschränkt. Für deutliche Zuwächse bei den Gewinnen fehlt uns die Phantasie im gegenwärtigen Umfeld, während eine weitere **Ausweitung der Bewertungen nicht ganz unmöglich ist** angesichts anhaltend tiefer Zinsen bei noch moderatem Wachstum. Zuletzt haben die Analysten die Schätzungen für das Gewinnwachstum im Jahr 2020 leicht unter +10% reduziert, was im Rahmen der üblichen Erwartungen liegt und vielleicht etwas zu hoch ist. **Unternehmen mit einer hohen Qualität und nachhaltigen Dividendenzahlungen werden gefragt bleiben**. Diese findet man nicht nur in den defensiven, sondern auch in eher zyklischen Sektoren. Im



Weiteren ziehen wir chinesische Technologieunternehmen den US-amerikanischen aufgrund günstigerer Bewertung, höheren Forschungs- und Entwicklungsbudgets sowie einem starken Wachstum auf dem Heimmarkt vor. Wachstumspotential sehen wir weiterhin in der Medizinaltechnologie, die zwar nicht mehr ganz günstig bewertet ist, aber von Trends wie einer alternden Bevölkerung profitieren kann, und in den wiederum eher günstig bewerteten Goldminenaktien, die vom steigenden Goldpreis und erhöhter Übernahmeaktivität profitieren. Im US-Wahljahr stufen wir Unternehmen, die im Bereich Infrastruktur tätig sind, ebenfalls als attraktiv ein. Öl-Aktien hatten einen schweren Stand im Jahr 2019, machen aber aus Risiko- (Mittlerer Osten) und Dividenden-Überlegungen Sinn. Die Volatilität an den Aktienmärkten dürfte erneut Schwankungen unterworfen sein, auf 12 Monate betrachtet aber auf tiefem Niveau verharren.

Markttechnisch sind im Herbst viele bedeutende Aktienmärkte aus der Seitwärtsbewegung nach oben ausgebrochen und haben neue Kaufsignale generiert. Die meisten Aktienmärkte lassen nach der Herbst rally **kurzfristig wieder leicht überkaufte Tendenzen** erkennen, was sie etwas anfällig für temporäre Korrekturen macht. Am stärksten ausgeprägt ist diese Situation wohl an den US-amerikanischen Märkten.

Paradigmen-Wechsel

Die Anzahl auch sehr namhafter Wirtschafts- und Börsen-Kassandras und deren Kundgebungen in den Medien wächst wieder. Wir sind auch der Meinung, dass das gegenwärtige System mittel- bis längerfristig vor einem Paradigmen-Wechsel steht. Folgende Phänomene, die sich im abgelaufenen Jahrzehnt akzentuierten, deuten für uns darauf hin:

- Die Geldpolitik der Niedrig(st)zinsen und rekordhohe Notenbankbilanzen fördern die Fehlallokation von Kapital.
- Mit Liquidität überschwemmte Märkte, deren Preisfindungsmechanismen in Frage gestellt werden müssen (z.B. Popularität von Indexfonds) und denen ein Liquiditätsentzug stark schaden könnte.
- Eine exzessiv steigende globale Verschuldung von Staaten, Unternehmen und Haushalten, die einen nie gesehenen Stand erreicht hat. Staatsfinanzierung durch Notenbanken und eine steigende Staatsquote gewinnen an Akzeptanz.
- Das Wachstum nicht beaufsichtigter Kreditmärkte führt zu weniger Transparenz und höheren Systemrisiken.
- Eine sich ausweitende Wohlstandslücke zwischen Arm und Reich (auch aufgrund der Digitalisierung) und damit verbunden steigende soziale Spannungen.
- Skepsis gegenüber der Globalisierung, Wachsender Populismus, Parteilichkeit und mehr Polarisierung.
- Ein schleichender Vertrauensverlust in Politik, Institutionen und Papiergeld.
- Steigende Spannungen zwischen Nationen bzw. politischen Systemen.

Das sind Entwicklungen, die uns irgendwann einholen werden und für deren Lösung es keine Patentrezepte gibt. Die Frage bleibt, welchen Preis wir dafür bezahlen.



Edelmetalle und Rohstoffe

Ohne Vertrauen können die Finanz- und Kapitalmärkte nicht funktionieren. Viele der oben erwähnten Entwicklungen erodieren dieses Vertrauen und werden es irgendwann einem grossen Stress aussetzen. Darauf zu hoffen, dass die Entscheidungsträger in der Politik und in den Notenbanken die richtigen Entscheide treffen werden, ist für Anleger kein guter Ratschlag. In einem Portfolio ist **Gold** deshalb ein **echter Diversifikator und Krisenschutz** gerade bei einem allfälligen und nachhaltigen Vertrauensverlust in Papiergeld und Institutionen. Über 2000 Jahre Geschichte belegen die Stellung von Gold als das **älteste und konstanteste Zahlungsmittel**. Dies dürfte die Nachfrage seitens privater Investoren hochhalten. Im Verhältnis zu den Obligationen- und Aktienmärkten ist der Goldmarkt relativ klein, weshalb bereits prozentual kleine Umschichtungen aus Aktien und Obligationen zu einer grossen Nachfrage beim Gold führen können. An der Dynamik der Goldkäufe seitens von Zentralbanken grosser Schwellenländer dürfte sich nicht viel ändern, da die Nachteile einer zu starken Abhängigkeit vom USD immer offensichtlicher werden und man sich nicht mehr der Willkür einer erratischen US-Regierung aussetzen möchte. Diese steigende Nachfrage trifft auf ein in der Tendenz sinkendes Angebot an Gold. Die Minengesellschaften hatten in den vergangenen Jahren mit Investitionen zurückgehalten, um die Kosten im Griff zu halten. Die Grenzerträge werden trotz besserer Technologien laufend geringer. Wenn die Nachfrage das Angebot übersteigt, steigen auch die Preise. Gold in physischer Form erfüllt den Krisenschutz am besten. Als Ergänzung bieten sich Aktien von Goldminen-Unternehmen an. Die Preisentwicklung des Silbers sollte derjenigen des Goldes zumindest folgen können.

Belastend auf die Preise der industriell genutzten **Rohstoffe** wirken die mässige Konjunktur, die tiefe Inflation, der Handelskonflikt zwischen China und den USA sowie ein relativ stabiles Angebot. Höhere Preise könnten verursacht werden durch eine deutliche wirtschaftliche Aufhellung vor allem in China, ein Angebotsschock (z.B. aufgrund eines ausgedehnten Konflikts im Mittleren Osten beim Öl oder Unwetter-Katastrophen bei Agrargütern) oder einer anziehenden Inflation. Derzeit gehen wir von einer Seitwärtsbewegung aus und sehen zum Beispiel das Brent im Bereich von USD 55-60 schwanken. Das **Kupfer könnte sich leicht positiv entwickeln** aufgrund fundamentaler Faktoren, die im Verlaufe des Jahres 2020 möglicherweise in ein Angebots-Defizit münden.

Währungen

Angesichts der unterschiedlichen Zinsdynamik zwischen den grossen Blöcken Europa und USA gehen wir derzeit von einem ca. 5% **schwächeren USD im Jahr 2020** aus, das heisst ein Preisziel von 0.95 gegenüber dem CHF und 1.15 gegenüber dem EUR. Die Entwicklung in den letzten Dezember-Tagen scheint den Weg vorgezeichnet zu haben. Der EUR dürfte sich gegenüber dem CHF in der bekannten Bandbreite zwischen 1.08 und 1.10 bewegen. Für 2020 attestieren wird dem AUD sowie den Schwellenländerwährungen Aufholpotential primär aufgrund des schwächer erwarteten USD.

Strategische Eckpunkte für das Jahr 2020

- Wir gehen bezüglich der wirtschaftlichen Entwicklung **vorsichtig optimistisch** in das Jahr 2020 und **rechnen mit noch keiner Rezession** trotz eines geringeren erwarteten Wachstums und bestehender Warnsignale. Der Konjunkturzyklus zieht sich nochmals in die Länge.



- Zu beachtende **Risikofaktoren** lauten: Handelskonflikt, Konflikt im Mittleren Osten, US-Wahlen, sinkende Konsumentenstimmung und -vertrauen, steigende Anzahl von Unternehmenskonkursen, erneute Bewertungskorrekturen, Liquiditätsengpässe und Volatilitätsschocks.
- **Chancen** könnten sich ergeben aus: Fiskalpolitik in Europa, Beilegung der Handelskonflikte, weitere Bewertungsausweitung.
- Wir setzen vor allem auf Anlagen, die sich auszeichnen durch **Qualität, Liquidität und Transparenz.**
- **Aktien und vor allem Edelmetalle sind den Obligationen vorzuziehen.** Nach dem starken Aktienjahr 2019 rechnen wir aber nur mit verhaltenen Zuwächsen, da die Bewertungen wieder merklich angezogen haben.
- Wir sind bei den **Aktien insgesamt neutral** positioniert, setzen auf nachhaltige Dividendenzahler, haben die Allokation in vergleichsweise tief bewerteten Unternehmen aus China gestärkt und besitzen weitere Unternehmen, die von besseren Märkten in den Schwellenländern profitieren sollten. In den USA setzen wir den Fokus auf infrastrukturnahe Unternehmen aufgrund des grossen Nachholbedarfs von Infrastrukturprojekten in den USA und der breiten Abstützung durch beide politischen Lager. Kleinkapitalisierte und vor allem binnenmarktorientierte Unternehmen ergänzen das Portfolio.
- **Physisches Gold und Goldminenaktien bieten eine echte Portfoliodiversifikation** angesichts der bestehenden Risikolandschaft. Eine Übergewichtung ist mehr als ratsam. Gold als Versicherung und natürliche Währung macht für uns in diesem von Unsicherheit geprägten Umfeld absolut Sinn.
- Bei den **Obligationen** wollen wir durch die Auswahl geeigneter diversifizierter Anlagelösungen **vertretbare Risiken hinsichtlich Kreditqualität und Duration eingehen.** AUD- und Schwellenländer-Obligationen als Chance.
- Die Währungsrisiken halten wir auf einem eher tiefen Niveau, sehen in der Tendenz aber einen **wieder schwächeren USD.**
- Mögliche Portfolio-Ergänzungen für das Jahr 2020 lauten: AUD-Obligationen, Aktien von Unternehmen aus dem Segment der Rohstoffe, Aktien von Unternehmen, die von einer alternden Bevölkerung profitieren, wie zum Beispiel Spitäler oder Apotheken.
- **Flexibel bleiben in der Anlagestrategie angesichts der US-Wahlen** und weiterer Unsicherheitsfaktoren und Krisenherde.

Redaktionsschluss: 3. Januar 2020

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. 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 und ersetzt nicht eine kunden- und produktgerechte Beratung. 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.



Marktübersicht 2019

BANK VON ROLL

PRIVATBANK

Quelle: Reuters per 31.12.2019 / Aktienmärkte in Lokalwährung

Volkswirtschaftliche Grössen	per	Stand	Stand Vj.	YTD
US Konsumentenvertrauen Universität Michigan	31.12.2019	99.3	98.3	10
ISM Verarbeitendes Gewerbe	30.11.2019	48.1	54.3	-6.2
ISM Nicht-verarbeitendes Gewerbe	30.11.2019	53.9	58.0	-4.1
US Leading Indicator Index	30.11.2019	1116	1113	0.3
ZEW Konjunkturerwartungen Eurozone	31.12.2019	112	-210	32.2
IFO Geschäftsklimaindex	31.12.2019	93.8	97.2	-3.4
Case-Shiller Index Hauspreise USA	31.10.2019	218.4	212.7	5.8
Währungen gg. CHF	per	Stand	Stand Vj.	YTD
EUR	31.12.2019	10852	11254	-3.6%
USD	31.12.2019	0.9678	0.9814	-14%
GBP	31.12.2019	12828	12526	+2.4%
SEK	31.12.2019	10.3300	11.0800	-6.8%
JPY	31.12.2019	0.8908	0.8955	-0.5%
AUD	31.12.2019	0.6789	0.6905	-17%
Währungen gg. EUR	per	Stand	Stand Vj.	YTD
USD	31.12.2019	0.8921	0.8719	+2.3%
CHF	31.12.2019	0.9215	0.8886	+3.7%
GBP	31.12.2019	1.1829	1.1131	+6.3%
SEK	31.12.2019	0.0953	0.0985	-3.3%
JPY	31.12.2019	0.8208	0.7955	+3.2%
AUD	31.12.2019	0.6261	0.6150	+18%
Aktienmärkte in Lokalwährung	per	Stand	Stand Vj.	YTD
MSCI Industrialisierte Länder (USD)	31.12.2019	2'358.5	1883.9	+25.2%
MSCI Schwellenländer (USD)	31.12.2019	1'114.7	965.7	+15.4%
Dow Jones (USD)	31.12.2019	28'538.4	23'327.5	+22.3%
S&P 500 (USD)	31.12.2019	3'230.8	2'506.9	+28.9%
Nasdaq Composite (USD)	31.12.2019	8'972.6	6'635.3	+35.2%
Russell 3000 (USD)	31.12.2019	1892.2	1472.1	+28.5%
Brasilien BOVESPA (BRL)	31.12.2019	18'573.1	87'887.3	+34.9%
DAX (EUR)	31.12.2019	13'385.9	10'559.0	+26.8%
Euro Stoxx50 (EUR)	31.12.2019	3'745.2	3'001.4	+24.8%
IBEX 35 (EUR)	31.12.2019	9'549.2	8'539.9	+118%
SPI (CHF)	30.12.2019	12'837.5	9'830.1	+30.6%
SMI (CHF)	30.12.2019	10'616.9	8'429.3	+26.0%
FTSE (GBP)	31.12.2019	7'542.4	6'728.1	+12.1%
RTS (USD)	31.12.2019	1565.2	1066.1	+46.8%
Nikkei 225 (JPY)	30.12.2019	23'656.6	20'014.8	+18.2%
China Shanghai Comp. (CYN)	31.12.2019	3'050.1	2'493.9	+22.3%
Indien BSE 30 (INR)	31.12.2019	41253.7	36'068.3	+14.4%
Australien S&P/ASX200 (AUD)	31.12.2019	6'684.1	5'646.4	+18.4%
Zinsen und Rentenmärkte	per	Stand	Stand Vj.	YTD
3-Monats Euribor	31.12.2019	-0.38%	-0.31%	-0.07%
10-jährige Bunds	31.12.2019	-0.19%	0.25%	-0.43%
10-Jahres EUR Swap	31.12.2019	0.21%	0.79%	-0.58%
3-Monats USD-Libor	31.12.2019	1.91%	2.81%	-0.90%
10-jährige Treasuries	31.12.2019	1.91%	2.69%	-0.78%
10-Jahres USD Swap	31.12.2019	1.87%	2.69%	-0.82%
3-Monats CHF-Libor	31.12.2019	-0.69%	-0.71%	0.03%
10-jährige Eidgenossen	30.12.2019	-0.47%	-0.20%	-0.27%
10-Jahres CHF Swap	31.12.2019	-0.12%	0.26%	-0.38%
IBOXX Euro Government 3-5 Jahre	31.12.2019	209.7	205.9	+19%
REX Performance Index (Deutsche Staatsanleihen)	31.12.2019	492.6	488.8	+0.8%
IBOXX Euro Corporates 3-5 Jahre	31.12.2019	237.7	223.6	+6.3%
Swiss Bond Index AAA-BBB	30.12.2019	143.4	139.7	+2.6%
Emerging Markets Hard Currency in USD (ETF)	31.12.2019	114.2	103.3	+10.5%
Emerging Markets Local Currency in USD (ETF)	31.12.2019	43.9	43.1	+19%
CS High Yield Index II	31.12.2019	1411.4	1233.6	+14.4%
Alternative Anlagen	per	Stand	Stand Vj.	YTD
VIX-Index (Volatilität S&P 500)	31.12.2019	13.8	25.4	-45.8%
ICI Commodity Index (Total Return, USD)	31.12.2019	196.6	176.0	+118%
Gold in USD/Oz	31.12.2019	1517.0	1282.7	+18.3%
Gold in CHF/kg	31.12.2019	1468.2	1258.3	+16.7%
Gold in EUR/Oz	31.12.2019	1352.8	1117.7	+210%
Silber in USD/Oz	31.12.2019	17.8	15.5	+15.2%
Rohöl Brent USD (Future)	31.12.2019	66.0	53.8	+22.7%
Kupfer (Future)	31.12.2019	279.4	262.8	+6.3%
Baltic Dry Index	31.12.2019	976.0	1282.0	-23.9%
HFRX Global Hedge Fund Index (USD, ETF)	30.12.2019	94.0	88.9	+5.7%
LPX50 (Private Equity)	31.12.2019	2'870.7	1974.3	+45.4%

