

Ausblick 2020: Aktien bleiben attraktivste Anlage

Wirtschaftsaussichten verbessert

Thomas von Rohr und Peter Bänziger

2019 war ein erfreuliches Anlagejahr, obwohl sich das globale Wirtschaftswachstum abschwächte und insbesondere der verarbeitende Sektor in einigen europäischen Ländern mit rückläufigen Umsätzen konfrontiert war. Der Dienstleistungssektor stützte das Wachstum mehrheitlich. Aus internationaler Sicht sorgte der Handelsstreit zwischen den USA und China regelmässig für Schlagzeilen. Bei diesem Konflikt geht es nicht nur um Zolltarife, sondern um die globale Dominanz in Schlüsseltechnologien. Beide Parteien schenken der Gegenseite nichts, und dennoch sind sie aufeinander angewiesen. Für Investoren ist der Ausgang dieser Situation wichtig, und wir beschreiben daher nachstehend zwei mögliche Szenarien:

- **Positives Szenario:** Im Handelsstreit zeichnen sich für beide Seiten akzeptable Lösungen ab. Die Unsicherheit nimmt ab und Unternehmen beginnen, aufgeschobene Investitionsentscheidungen umzusetzen. Eine zyklische Erholung setzt ein und die verarbeitende Industrie erlebt einen Aufschwung. Die Zinsen steigen wieder leicht an.
- **Negatives Szenario:** Die Unsicherheit hält an und nimmt sogar noch zu, da keine Einigung erzielt wird. Unternehmen verschieben Projekte, und die Situation hat negative Auswirkungen auf die Konsumentenstimulierung in zahlreichen westlichen Ländern und auch in China. Das Wirtschaftswachstum schwächt sich ab, die Unternehmensresultate enttäuschen.

Die beiden Szenarien sind eine vereinfachte Betrachtung, und der Ausgang wird kaum exakt einem der beiden entsprechen. Wir gehen jedoch davon aus, dass sich die unternehmerischen Kräfte durchsetzen werden und die wegfallende Unsicherheit positiv für die Märkte sein wird. Das Gleiche gilt für den Brexit, wo bald mehr Klarheit vorhanden sein wird. Für die Entwicklung der Europäischen Union (EU) bleiben wir skeptisch. Das Ausmass an Regulierung wird nicht reduziert, sondern ausgebaut. Dies ist keine positive Entwicklung und belastet die Wirtschaftsaussichten. Die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen bleiben auch sonst anspruchsvoll. Die politische Diskus-

sion in Richtung CO₂-Reduktion und Nachhaltigkeit ist signifikant und muss von den Investoren in die Entscheidungsfindung einbezogen werden.

Im Zuge des sich abschwächenden Wachstums wurde die Geldpolitik deutlich expansiver. So senkte die US Zentralbank (FED) die Zinsen mehrmals. Im Oktober 2019 leitete die FED sogar einen Kurswechsel ein, indem es ankündete, die Bilanz durch ein neues Kaufprogramm für Staatsanleihen wieder auszuweiten. Auch die Politik anderer Zentralbanken wurde im Verlaufe des vergangenen Jahres deutlich expansiver. Der signifikante Anstieg der Aktienindizes ist gut abgestützt. Einerseits durch die Tatsache, dass ein Teil der Avancen eine Kompensation der Verluste des Vorjahres war, und andererseits durch die Unternehmensgewinne, die vor allem im ersten Halbjahr stiegen.

Globale Geldpolitik weiter expansiv - zunehmender Einfluss der Politik

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat mit Christine Lagarde eine neue Führung erhalten. Es ist ein offenes Geheimnis, dass die Dame der Politik nahesteht und für eine grosszügigere Fiskalpolitik plädiert. Diese Entwicklung, wie auch die Versuche der Einflussnahme des US-Präsidenten auf das FED zeigen, dass sich die Politik zunehmend in die Geldpolitik einmischt. Wir beobachten diese Entwicklung mit Besorgnis. Falls dies so weiter geht, wird früher oder später das Vertrauen in die Währungen leiden. Die Investoren werden sich veranlasst fühlen, ihr Vermögen weiter in reale Vermögenswerte umzuschichten.

Die Aktienmärkte haben bereits einen Teil des positiven Szenarios eingepreist. Falls dieses Szenario eintreffen sollte, gehen wir von einer Expansion der Aktienbewertungen aus. Aus unserer Optik bleiben Aktien der mit Abstand attraktivste Baustein in einem Investitionsportfolio. Alternative Anlagen (Gold, Private Equity, Infrastruktur), Unternehmensobligationen, Wandelanleihen wie auch flüssige Mittel komplementieren ein ausgewogenes Portfolio.

Volkswirtschaftliches Umfeld

Tabelle 1: Wirtschaftswachstum und Inflation in %

	Brutto-Inlandprodukt		Inflation	
	2019	2020E	2019	2020E
Welt	3.0	2.6	3.8	4.1
USA	2.3	1.5	1.7	2.1
Eurozone	1.1	1.1	1.2	1.7
Deutschland	0.5	1.2	1.4	1.7
Grossbritannien	1.3	0.7	1.9	1.9
Schweiz	0.7	0.7	0.5	0.9
Japan	0.8	0.3	0.6	0.5
China	6.1	5.7	2.4	2.4
Brasilien	0.8	1.7	3.8	3.5

Quelle: Bank Julius Bär, OECD

Aus volkswirtschaftlicher Sicht war das Jahr 2019 eher enttäuschend. Die Wachstumserwartungen wurden mehrheitlich verfehlt. Eine Ausnahme bildeten die USA, wo die wirtschaftliche Entwicklung solide war. Insbesondere der Arbeitsmarkt blieb trotz des tieferen Wachstums sehr robust. Die Gesamtverschuldung und vor allem der Anteil der öffentlichen Hand nahmen weiter zu.

In Europa war das Wirtschaftswachstum mit ungefähr 1% schwach. In Deutschland verzeichneten insbesondere die Industrie und vor allem der Automobilsektor sogar eine «Rezession». Die Unsicherheiten rund um den Brexit und eine gefühlte Dysfunktion in Brüssel hatten einen negativen Effekt auf die wirtschaftliche Verfassung in Europa. Im Rahmen des eingangs beschriebenen positiven Szenarios ist eine temporäre Erholung im Jahr 2020 denkbar. Die strukturellen Probleme bleiben jedoch bestehen, und wir sind skeptisch, ob die Politik in Europa die Energie aufbringen kann, um die notwendigen strukturellen Anpassungen umzusetzen.

Teile der Schweizer Exportbranche litten 2019 unter der industriellen Abschwächung. Wichtige politische Entscheide wie die Reform der Unternehmenssteuern sowie das Abkommen mit der EU wurden in der Schweiz weiter hinausgeschoben, was für die Wirtschaft negativ ist. Für 2020 wie auch für die Folgejahre gehen wir davon aus, dass das Wachstum auf einem relativ tiefen Niveau verharren wird.

In zahlreichen Ländern, wie zum Beispiel Brasilien, Türkei oder Indien, bremsten politische Ereignisse die wirtschaftliche Entwicklung. Die Stimmen der unzufriedenen, teils sehr gut gebildeten jungen Bevölkerung nehmen weltweit zu. Aus unserer Perspektive ist diese Entwicklung nicht aufzuhalten und in vielen Ländern zunehmend ein Risiko für die Stabilität.

Der Inflationsdruck hat in den vergangenen zwölf Monaten abgenommen. Die Energiepreise stagnieren auf einem etwas höheren Niveau, aber das Angebot ist mehr als ausreichend, sodass kein Druck zu höheren Preisen besteht. Der Lohnkostendruck bleibt weiterhin relativ gering, trotz einer historisch tiefen Arbeitslosenquote in den meisten westlichen Ländern. Der technologische Fortschritt hatte weiterhin einen dämpfenden Effekt auf die Inflation, da die Produktivität gesteigert werden konnte. Ein Risiko für höhere Inflationsraten ist die sich abzeichnende Zunahme der Regulierung, vor allem im Rahmen der Klimadiskussion.

Für Investoren störend ist, dass die negative Realverzinsung bestehen bleibt, solange die EZB die Leitzinsen im negativen Bereich belässt. Obwohl die Aufhebung der Negativzinsen in einem sehr positiven Szenario denkbar ist, wird sich aus unserer Sicht die Tiefzinspolitik auf absehbare Zeit nicht ändern, da höhere Zinsen für einige europäische Staaten schlicht nicht tragbar sind. Falls die Inflation entgegen aller Konsensmeinungen trotzdem anziehen sollte, würde der Druck auf die Zentralbanken zunehmen, die Zinsen zu erhöhen.

Währungen

In unserem positiven Szenario wird die Zinsdifferenz zwischen den USA und Europa sowie der Schweiz wahrscheinlich etwas sinken, was tendenziell zu einem etwas schwächeren USD gegenüber dem Euro (EUR) und dem Schweizer Franken (CHF) führen wird. Wir sehen eine zwischenzeitliche Stabilisierung des EUR gegenüber dem CHF, halten das Aufwärtspotenzial aber für beschränkt.

Zwischenzeitliche Stabilisierung des EUR erwartet

Langfristig bleibt der CHF eine Hartwährung für Investoren mit Domizil ausserhalb der Schweiz. Deshalb halten wir ein strategisches Übergewicht in CHF, das primär mit Schweizer Aktien abgedeckt wird. Obwohl die Schweizerische Nationalbank (SNB) bei den Deviseninterventionen etwas zurückhaltender geworden ist, dürfte sie im Falle eines deutlichen Absinkens des EUR/CHF-Kurses am Devisenmarkt erneut eingreifen und versuchen, die Stärke des CHF zu begrenzen. Im Rahmen des eingangs beschriebenen positiven Szenarios ist ein temporärer Ausstieg aus der Negativzinspolitik in Koordination mit der EZB denkbar.

Zinsen / Obligationen

Das FED hat nach den Zinssenkungen vorerst eine «Pause» für weitere Schritte angekündigt. Einerseits übt

US-Präsident Donald Trump permanent Druck auf das FED aus, die Leitzinsen analog der EZB und der SNB ebenfalls in den Negativbereich zu drücken. Andererseits zeigen die Beschäftigungszahlen in USA und auch die Inflation, dass vorerst kein Bedarf für weitere Zinssenkungen besteht. Diesen Spagat wird das FED meistern müssen, wobei die (Teil-) Lösung des Handelskriegs ebenfalls ein entscheidender Faktor sein wird. Unabhängig davon befinden sich die EZB und die SNB weiterhin in der «Klemme». In der Schweiz wird der politische Druck auf die SNB, die Phase der Negativzinsen zu beenden, weiter zunehmen.

Ohne ein deutlich höheres Wachstum werden die Negativzinsen bleiben

Eine Normalisierung der Zinspolitik – sprich ein Verlassen der Negativzinsen – erfordert zwingend ein deutlich höheres Wachstum in der Eurozone und in der Schweiz. Ein solches ist aber derzeit nicht absehbar, es sei denn, die verschiedenen politischen Problemfelder lösen sich mehr oder weniger gleichzeitig auf. Der Wegfall von Unsicherheiten wird in diesem Fall wahrscheinlich zu einem Nachholbedarf bei den Investitionen führen, was sich positiv auf die Wachstumsraten auswirken würde. Die Notenbanken werden aber die strukturellen Probleme in Europa (z.B. die Überalterung der Bevölkerung und die angestiegenen Staatsschulden) nicht mehr allein lösen können. Die Politik muss bereit sein, entsprechende Impulse zu setzen. Wir zweifeln stark daran, dass dies gelingt, auch angesichts der unklaren politischen Mehrheiten z.B. in Deutschland und Italien.

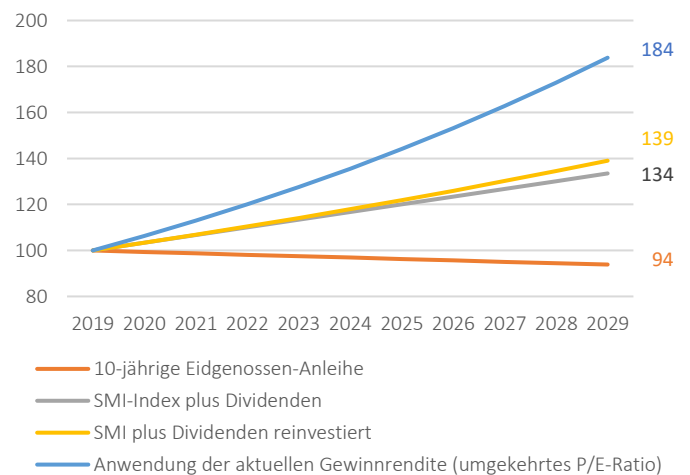
Basierend auf dem positiven Szenario gehen wir davon aus, dass die Zinsen in Europa und der Schweiz nicht mehr weiter sinken, sondern auf tiefem Niveau verharren oder nur leicht ansteigen werden. Damit werden Anleihen in EUR und CHF 2020 wahrscheinlich eine negative Rendite abwerfen. Das bedeutet, dass weiterhin Anlagekategorien mit (wenn auch teilweise geringen) positiven Renditeerwartungen gesucht bleiben. Dazu zählen Schwellenländeranleihen mit Investment-Grade-Qualität, aber auch hochverzinsliche Anleihen (High Yield). Die Contingent-Convertible-Anleihen «CoCos» (Hybridkapital der Banken) sind dagegen deutlich weniger attraktiv geworden, speziell auch im Vergleich mit den Bankaktien.

Das Dilemma wird sich für die Anleger aus der Eurozone und der Schweiz damit fortsetzen. Die Risiken im Anleihenbereich werden im EUR und CHF nicht entschädigt. Neuanlagen in Obligationen stellen eher ein renditeloses Risiko dar. Für Investoren mit einem längeren Zeithorizont und der erforderlichen Risikobereitschaft bietet sich

eine auf dividendenstarken Aktien basierte und diversifizierte Anlagestrategie als attraktive Alternative an. Die Renditedifferenz zwischen Schweizer Aktien und 10-jährigen Schweizer Staatsanleihen ist derart frappant, dass die Aktien über 10 Jahre sehr deutlich sinken müssten, um die gleiche (negative) Rendite zu erzielen (siehe untenstehende Grafik). Noch positiver ist das Bild für Aktien, wenn wir die aktuelle Gewinnrendite (umgekehrtes P/E-Ratio) anwenden.

Dabei treffen wir folgende Annahmen: Der SMI-Index (Preisindex) bleibt unverändert, die Dividendenrendite bleibt konstant. Als Vergleichsbasis wird die 0% Anleihe der Schweiz. Eidgenossenschaft 2029 verwendet. Ein ähnliches Bild ergäbe ein Vergleich zwischen deutschen Bundesanleihen und europäischen Aktien.

Grafik 1: Modellrechnung 100 CHF in 10 Jahren



Quelle: Bloomberg, Belvalor

Aktien

Wie im Vorjahr sind die Unternehmensgewinne auch 2019 in allen Regionen gestiegen. Der grösste Teil des Gewinnwachstums wurde im ersten Halbjahr erzielt, während sich dieses danach deutlich abschwächte. Für das kommende Jahr 2020 gehen wir von einer Normalisierung des Gewinnwachstums aus und denken, dass sich dieses für den Gesamtmarkt im Bereich des langfristigen Durchschnitts von 5 bis 7% bewegen wird.

Die von uns konsultierten Modelle zeigen eine neutrale Bewertung der Aktien an, was in etwa dem Bild Ende 2017 entspricht. Aus regionaler Sicht ist der europäische Aktienmarkt weiterhin unterbewertet.

Aus einer technischen Perspektive hat sich das Bild im zweiten Halbjahr 2019 verändert. Die wichtigsten Indizes wie der Dow Jones, DAX, SMI und Eurostoxx haben neue Höchststände erreicht. Einige dieser Indizes haben die

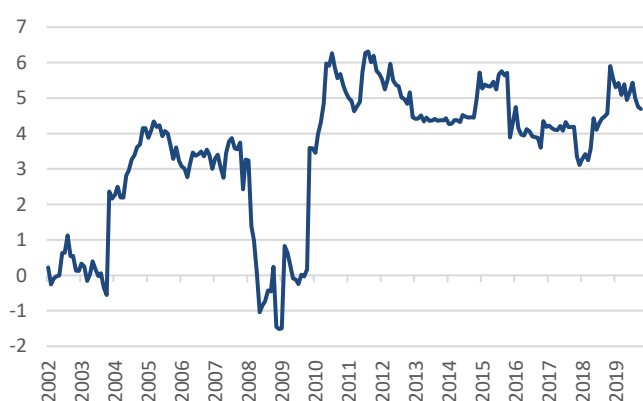
teilweise langjährige Handelsspanne nach oben durchbrochen. Dieser Umstand ist nicht zu unterschätzen und deutet aus unserer Sicht auf eine Fortsetzung des positiven Bullenmarktes hin.

Aktien - neutrale Bewertung, positiver Trend

Die positive Entwicklung der Aktienindizes wurde in den vergangenen zwölf Monaten mehrheitlich durch die Schwergewichte der Aktienindizes getragen. In den letzten Monaten beobachten wir ein sich verbesserndes Bild der zyklischen Titel. Dies deutet darauf hin, dass im Jahr 2020 eine Normalisierung oder sogar eine zyklische Erholung einsetzen wird. In einem solchen Szenario können wir uns vorstellen, dass Aktien eine Bewertungsexpansion erfahren, da wir nicht von signifikanten Verschiebungen an der Zinsfront ausgehen.

Im oben beschriebenen Umfeld setzen wir neben Qualitätsaktien auch selektiv auf zyklische Werte. Wir wählen Aktien aufgrund von klar definierten Kriterien aus. Dazu gehört, dass das Unternehmen konsistent einen Ertrag auf dem investierten Kapital erzielt, der über den Kapitalkosten liegt. Ein weiteres Kriterium ist eine führende Marktstellung in einem Sektor, der in sich selbst attraktiv ist, was meistens mit überdurchschnittlichen Margen verbunden ist. Wir investieren in Aktien von Unternehmen mit einem soliden Cashflow-Profil. Wachstumsorientierte Firmen finden wir primär in Nordamerika und teilweise auch in China.

Grafik 2: Risikoprämie Schweizer Aktien vs. Obligationen



Quelle: Bloomberg, Belvalor

Aufgrund der Zinssituation und dem Ertragsprofil sind wir der Meinung, dass Aktien momentan die attraktivste Anlageklasse sind. Die Möglichkeit einer konjunkturellen Erholung im Jahr 2020 ist ein zusätzlicher positiver Faktor. Investoren sollten jedoch die geopolitischen Risiken nicht

unterschätzen. Ein Risiko ist zum Beispiel die US Präsidentschaftswahl im November 2020. Sollten die Demokraten die Wahl gewinnen und Teile ihres Programms umzusetzen gedenken, könnte dies unmittelbar negativ sein für die Aktienmärkte. Um diesen und anderen Risiken Rechnung zu tragen, nehmen wir opportunistisch Absicherungen durch den Kauf von Put-Optionen vor.

Immobilien

Der Anlagedruck hat auch im Jahre 2019 zu einer starken Nachfrage nach Immobilien und damit auch zu deutlich steigenden Preisen geführt. Nach wie vor sind die Renditedifferenzen zwischen Immobilien (resp. den entsprechenden Fonds oder Immobilienaktien) und Anleihen sehr hoch. Wir gehen davon aus, dass der Trend anhalten wird. Erste Gefahren, z.B. steigende Leerstände bei gleichzeitig aktiver Bautätigkeit, werden noch ignoriert, schmälern aber die zukünftigen Renditen. Unter der Annahme nicht weiter sinkender Zinsen werden die Aufwertungen auf den Immobilienportfolios auslaufen, sodass bei Neuinvestitionen «nur» noch die deutlich gesunkene Cash-Flow-Rendite erwartet werden kann. Fonds, aber auch Immobilienaktien mit hohen Aufgeldern (Agios) gegenüber dem inneren Wert, sind besonders anfällig für eine Korrektur.

Rohstoffe und Alternative Anlagen

Ein positiver Wirtschaftszyklus wird eine wachsende Nachfrage nach Basismaterialien bewirken, von denen auch günstig bewertete Rohstoffaktien profitieren werden.

Anlagentaktisch investieren wir bei den Rohstoffen in günstig bewertete Aktien sowie in Gold, für dessen Preisentwicklung wir positiv gestimmt bleiben. Eine Beimischung von Gold in ein ausgewogenes Portfolio ist weiterhin empfehlenswert.

Die Suche nach positiven Renditen beflügelt die Nachfrage nach Alternativen Anlagen. Wir bevorzugen nach wie vor Private Equity in Form von erstklassigen Anlagefonds, die flexibel über die verschiedenen Anlageklassen investieren (Private Equity, Debt, Real Estate und Infrastruktur) oder sogar direkt die Aktien der führenden Anbieter. Hedge Funds empfehlen wir nur spezifisch als Beimischung und Diversifikation (z.B. Trendfolge-Strategien).

Infrastruktur wird ein wichtiges Thema bleiben. Als Beimischung eignen sich entweder Direktanlagen in den entsprechenden Aktien oder attraktive Nischenstrategien mit Obligationencharakter. Dabei ist einerseits der Zugang nicht immer möglich, andererseits auch die Liquidität stark eingeschränkt.