Jahresausblick 2020

Die Annahmen der FIDUKA

1. Die Weltwirtschaft wird in 2020 moderat laufen. Wegen der bekannten Unsicherheiten (v. a. Handelszölle und Brexit) rechnen wir jedoch bestenfalls mit einem globalen Wachstum von leicht über 3% (Vj. 3,0%). Primär werden die Schwellenländer das Wachstum anschieben, während sich die Daten in der Eurozone stabilisieren sollten. In den USA und in China lässt dagegen die Dynamik leicht nach. Wegen der Unwägbarkeiten des Handelsstreits sind weitere Enttäuschungen allerdings nicht auszuschließen.

2. Eingeholt von der Realität schwenkten die Notenbanken in 2019 widerwillig um und beendeten den Versuch, die Geldpolitik zu normalisieren – stattdessen wurden die Leitzinsen gesenkt. Ein klarer Kurs in 2020 in Richtung weiterer Zinssenkungen ist nicht erkennbar. Basierend auf unserem Konjunkturszenario schließen wir zumindest Zinserhöhungen in den USA und in der Eurozone im Jahresverlauf prinzipiell aus. Lediglich beim Einlagenzinssatz der EZB könnte es zu Adjustierungen kommen. Die Geldpolitik bleibt grundsätzlich unterstützend.

3. Die Wirksamkeit weiterer Zinssenkungen zur Stimulierung der Wirtschaft ist in Frage zu stellen. Daher wird in den nächsten Jahren die Fiskalpolitik in Europa wieder eine stärkere Rolle spielen müssen, um die schwächelnde Konjunktur zu unterstützen. Die „schwarze Null" gehört der Vergangenheit an – der Anstieg der Staatsschulden geht weiter.

4. Einem großen Schuldenberg, der finanziert werden möchte, stehen noch größere Geldvermögen gegenüber. Hinzu kommt die Geldschwemme der Notenbanken. Solange die Inflation moderat bleibt, wird es auch nicht zu spürbar steigenden Renditen an den Anleihenmärkten kommen. Wir rechnen nicht damit, dass 10-jährige Bundesanleihen in 2020 nachhaltig über der magischen 0%-Grenze rentieren. US Staatsanleihen sollten sich in einer Bandbreite von 1,5% bis 2,0% bewegen.

5. Die Aufwertung des US Dollar gegenüber dem Euro dürfte vorerst vorbei sein. Anhaltend hohe Haushaltsdefizite und die steigende Verschuldung der USA schwächen den Greenback. Gleichzeitig hat der US Dollar wegen der gesunkenen Zinsdifferenz zum Euro an Attraktivität eingebüßt. Mit Blick auf die politische Situation in der Eurozone und den herrschenden Negativzinsen ist es zwar schwer vorstellbar, dass der Euro deutlich aufwertet, aber ein paar Prozent sollten möglich sein.

6. Vor dem Hintergrund weiterhin bestehender Unsicherheiten bleibt die Investitionsbereitschaft der Unternehmen niedrig. Gleichzeitig müssen einzelne Branchen (z. B. Autos, Banken, Einzelhandel) strukturelle Umbrüche bewältigen. Nach einer enttäuschenden Entwicklung bei den Unternehmensgewinnen in 2019 könnte es in 2020 wieder etwas besser laufen. Mehr als 5% Gewinnsteigerung sind jedoch unwahrscheinlich – die Markterwartung liegt derzeit noch beim Doppelten.

7. Nach kräftigen Kursgewinnen in 2019 dürfte es im neuen Jahr an den Aktienmärkten nicht mehr so rasant aufwärts gehen. In unserem Hauptszenario blicken wir mit leichtem Optimismus in die Zukunft und rechnen mit einer verhaltenen Verbesserung der Unternehmensgewinne. Auf Basis einzelner Bewertungsfaktoren sind Aktien absolut betrachtet heute nicht mehr günstig, aber auch nicht in einer Blase. Attraktiv sind europäische Aktien, aber für eine klare Outperformance braucht es mehr als das prognostizierte magere 1%-ige Wirtschaftswachstum. Ähnlich wie in 2019 ist aufgrund möglicher politischer Einflüsse die Prognosekraft leider stark eingeschränkt – die Marktschwankungen könnten wieder zunehmen. Da hilft nur eine breite Streuung – regional wie auch über verschiedene Anlageklassen.

8. Gold profitiert von anhaltend niedrigen Zinsen, steigenden Schulden und erhöhten geopolitischen Risiken. Zudem haben einige Notenbanken das Edelmetall als Diversifikation für ihre Währungsreserven wiederentdeckt. Nach der nun abgeschlossenen rund 8-jährigen Konsolidierungsphase dürfte das Edelmetall weiteres Potential besitzen.

INHALT

▶ **Die Annahmen der FIDUKA** S. 1
▶ **Rückblick auf das Jahr 2019** S. 2
- Wichtige Finanzmarktindizes 2019 in Euro

▶ **Anlageperspektiven**
- Konjunkturelles Umfeld S. 3
- Anleihen und Währungen S. 4
- Aktien S. 6

▶ **Anlagestrategie** S. 8

Rückblick auf das Jahr 2019

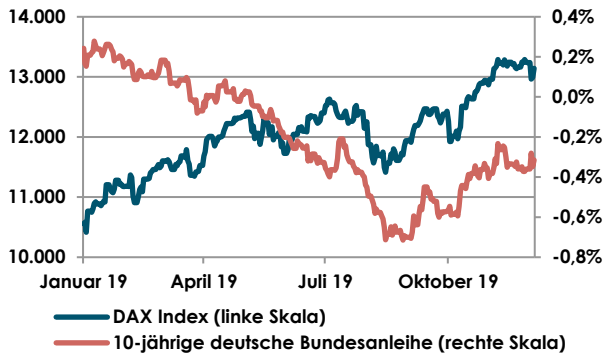
Christian Wegele

2019 war erneut ein ereignisreiches Börsenjahr. Die Themen aus dem vergangenen Jahr beschäftigten uns weiter: Konjunktursorgen, Brexit, Handelsstreit und Geldpolitik.

Der kalte Handelskrieg zwischen den USA und weiten Teilen der restlichen Welt hat die Weltwirtschaft ausgebremst. Selbst unsere vorsichtige Wachstumsannahme hat sich als zu optimistisch erwiesen. Realistisch werden es am Ende wohl um die 3% sein. Deutschland wird dabei mit 0,5% voraussichtlich sehr schwach abschneiden, Europa mit 1,2% schwach, die USA mit 2,4% einigermaßen stabil und China mit 6,1% leicht schwächer als erwartet, aber „im Plan". Das Thema Brexit blieb uns auch in 2019 als nicht enden wollendes Theater erhalten.

Während wir 2018 noch vier Zinserhöhungen in den USA erlebten, sahen wir nun in 2019 bislang drei Zinssenkungen auf eine Spanne von 1,5% bis 1,75%. Ergänzend griff die Notenbank Fed am Geldmarkt mit üppigen Liquiditätsspritzen ein und stellte diese Interventionen bis in das neue Jahr hinein in Aussicht. Die EZB senkte den Zinssatz für Einlagen weiter ins negative Terrain. Banken müssen nun 0,5% „Strafzins" für Einlagen bezahlen. Immer häufiger wird der Negativzins von den Banken an Privat- und Firmenkunden durchgereicht. Darüber hinaus werden seit November wieder jeden Monat Anleihen im Wert von 20 Mrd. Euro durch die EZB gekauft.

DAX Index und Renditen 10-jähriger Bundesanleihen



Quelle: Bloomberg

Die Inflationsrate lag im Jahresmittel im Euroraum nur bei rund 1,2% und ist damit hinter der Zielmarke der EZB von unter, aber nahe 2% zurückgeblieben. Passend zu den niedrigen Inflationsraten, konjunkturellen Unsicherheiten und expansiven Geldpolitik sanken die Renditen an den Anleihemärkten deutlich stärker als erwartet. 10-jährige Bundesanleihen erreichten im Jahresverlauf mit -0,7% Rendite sogar neue historische Tiefstände (aktuell rund 0,35%). Sehr kräftig fiel auch der Renditerückgang in den USA aus, wo die Rendite 10-jähriger Treasuries von etwa 2,7% bis auf etwa 1,75% rutschte. Mit Anleihen ließ sich so dank der Kursgewinne in 2019 eine überraschend gute Performance erzielen.

Im Handelsstreit zwischen den USA und China zeichnete sich zuletzt eine potentielle Einigung ab, was den Börsen in Verbindung mit einer wieder expansiven Geldpolitik über das gesamte Jahr 2019 hinweg deutlichen Auftrieb verliehen hat. Dass dies trotz schlechterer Wachstumszahlen und auch niedrigerer Gewinnschätzungen für die Unternehmen geschehen ist, bestätigte unsere Einschätzung, dass Handelskonflikt und Geldpolitik die wichtigsten Einflussfaktoren in 2019 sein würden. Unterm Strich ein von zahlreichen Unsicherheiten geprägtes und dennoch sehr versöhnliches Aktienjahr!

Die gesunkene Zinsdifferenz zwischen den USA und Europa sowie anhaltend hohe Defizite in den USA bremsten die Stärke des US-Dollars erwartungsgemäß ein. Aufgrund struktureller Probleme und absolut negativer Renditen, konnte der Euro jedoch noch nicht durchstarten. Er scheint bei Kursen rund um 1,10 US-Dollar zum Euro jedoch erst mal einen Boden gefunden zu haben.

Gold beendete seine langjährige Baisse und meldete sich 2019 angetrieben durch eine laxe Geldpolitik, geopolitische Unsicherheiten und eine steigende Nachfrage durch Zentralbanken erwartungsgemäß fulminant zurück.

Wichtige Finanzmarktindizes 2019 in Euro*:

MSCI Weltaktienindex (Alle Märkte)	27,2%
MSCI EM (Schwellenländermärkte)	13,5%
DJ Stoxx 600 (Westeuropa)	22,9%
DJ EuroStoxx 50 (Euro-Zone)	25,2%
DAX (Deutschland Standardwerte)	24,4%
MDAX (Deutschland Nebenwerte)	26,2%
CAC 40 (Frankreich)	25,3%
FTSE MIB (Italien)	29,8%
FTSE 100 (Großbritannien)	18,6%
Dow Jones (USA 30 Standardwerte)	24,5%
S&P 500 (USA)	30,1%
Nikkei 225 (Japan)	23,0%
FTSE Internationale Anleihen	9,1%
REXP (Anleihen Deutschland)	1,7%
US-Dollar/Euro	3,2%
CRB Rohstoffindex	11,4%
Rohöl (Brent)	17,7%
Gold	18,9%
Rogers Agri Index (Agrarprodukte)	-1,4%

Quelle: Bloomberg, Aktienindizes inkl. Dividenden * per 4. Dezember 2019

Anlageperspektiven

Klaus-Jürgen Melzner

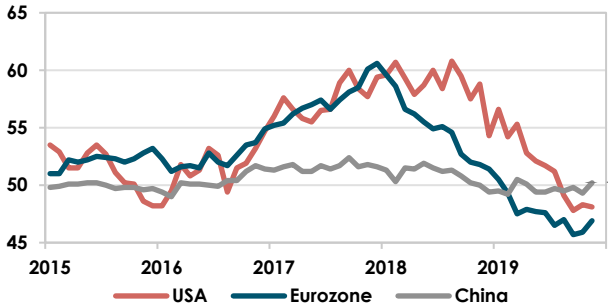
Konjunkturelles Umfeld

Konsumenten und Dienstleister halten die Wirtschaft am Laufen

Die globale Wachstumsabschwächung der vergangenen eineinhalb Jahre könnte nächstes Jahr auslaufen und in einen moderaten Aufwärtstrend übergehen, sofern in den Handelskonflikten zwischen Amerika und China bzw. Europa eine Deeskalation gelingt und in Europa ein geregelter Brexit vereinbart werden kann.

Die wichtigste, sich zum Positiven veränderte Determinante ist die Geldpolitik. Der Schwenk zu Zinssenkungen durch die US Federal Reserve im Juli und das Öffnen der Geldschleusen über Anleihenkäufe der EZB wird mit einem Zeitversatz von drei bis vier Quartalen in der Realwirtschaft ankommen. Aber wieviel Wirkung kann die extrem expansive monetäre Politik nach Jahren des Gewöhnungseffekts noch entfalten? Immerhin kam es in den USA als unmittelbare Reaktion auf die niedrigeren Kapitalmarktzinsen zu einer kräftigen Belebung am Häusermarkt. Ein positives Signal, dass die Geldpolitik nicht komplett wirkungslos verpufft. In der Eurozone ist das Instrumentarium der EZB bei den existierenden Negativzinsen allerdings eingeschränkt. Und Immobilienmärkte und Baukonjunktur befinden sich bereits im Höhenflug. Stimuliert werden müsste dagegen das vom Handelskonflikt getroffene verarbeitende Gewerbe.

Einkaufsmanagerindizes China, USA und Eurozone



Quelle: Bloomberg, ISM Institute; Markit

Die Konjunkturabkühlung in den vergangenen Monaten fand synchron in allen großen Wirtschaftsregionen statt und hat daher eine stärkere Eigendynamik und in Verbindung mit der anhaltenden Investitionszurückhaltung sogar eine globale Rezession wahrscheinlicher gemacht. Eine Rezession entspricht aber nicht unserem Basisszenario, solange die Arbeitsmarktlage stabil und die Konsumenten in Kauflaune bleiben. In den USA liegt die Arbeitslosigkeit auf einem 50-Jahrestief und die Konsumentenstimmung ist, wie im gesamten Dienstleistungssektor, auch in Europa gut.

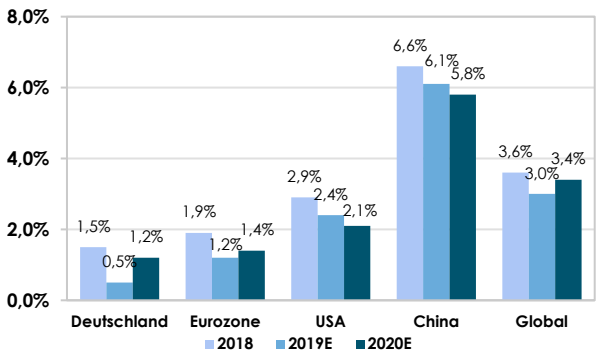
Für eine durchgreifende Wirtschaftsbelebung, von der auch die Industrie erfasst wird, bedürfte es neben einer Beilegung der Handelsstreitigkeiten auch der Unterstützung durch eine expansivere Fiskalpolitik. Tatsächlich wird in einigen Ländern, auch in Deutschland, über eine deutliche Anhebung der Infrastrukturausgaben als konjunkturstimulierende Maßnahme nachgedacht. Dafür müsste der deutsche Finanzminister von der „schwarzen Null“ abrücken. In Europa – Ausnahme Italien – wären vorübergehend höhere Haushaltsdefizite verkraftbar, denn die Verschuldung in Relation zur Wirtschaftsleistung ist in den meisten europäischen Staaten deutlich gesunken - und die Zinsen sind niedrig. Anders in den USA, wo die Verschuldung u. a. wegen der Steuerreform seit 2018 enorm ansteigt.

Bei der Preisentwicklung deutet sich wegen der steigenden Löhne und noch guten Beschäftigungslage für nächstes Jahr eine ganz leicht aufsteigende Tendenz an. Generell bleibt die Inflation bei gedämpften Rohstoffpreisen, insbesondere auch beim Rohöl, aber in Schach. Die Notenbanken können also die Zinsen weiter unten halten und die Realrenditen werden im Euroraum negativ und in den USA nahe an der Nulllinie bleiben.

Das größte absehbare Risiko liegt in der erratischen Handelspolitik von US-Präsident Donald Trump, der zuletzt überraschend neue (Straf)Zölle auf Stahlimporte aus Brasilien und Argentinien verhängt hat, mit der Begründung einer massiven Abwertung ihrer Währungen. Mit einer Bestrafung von Schwachwährungsländern, egal welchen fundamentalen Grund die Abwertung auch immer hat, käme eine völlig neue Dimension in den Handelsdisput. Neben den Handels- und Technologiekrieg mit China könnte nun auch noch ein Währungskrieg hinzutreten.

Die willkürlich hochgezogenen Zollbarrieren führen zu Unterbrechungen und Störungen der Wertschöpfungsketten und zu Investitionszurückhaltung, weil sie den Unternehmen eine gesicherte Kalkulationsbasis entziehen. Dass sich einige Frühindikatoren wie die Einkaufmanagerumfragen und der Ifo-Konjunkturindex trotzdem stabilisiert haben, ist ein hoffnungsvolles Signal für eine verhalten optimistische Jahresprognose.

Wachstum des Bruttoinlandsprodukts in % zum Vorjahr



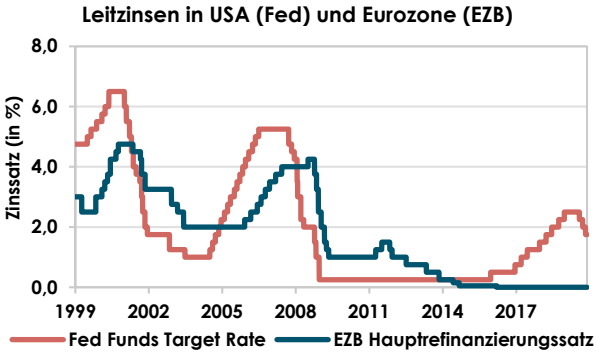
Quelle: IWF (Oktober 2019)

Anleihen

Stefan Hecht

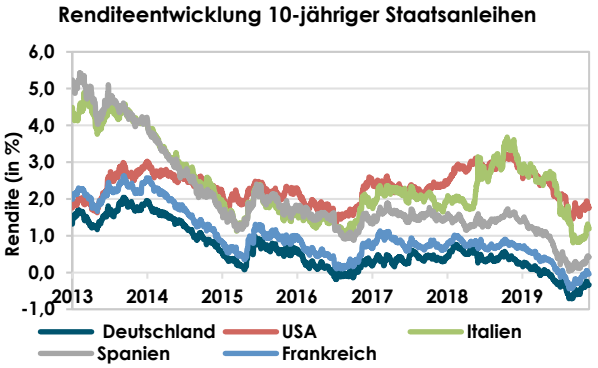
Geldpolitik

Die gegen Ende 2018 sukzessive zunehmenden konjunkturellen Unsicherheiten aufgrund des sich verschärfenden Tonfalls im Handelskonflikt zwischen den USA und China haben Anfang des Jahres 2019 zunächst in den USA zu einer Kehrtwende in der Geldpolitik geführt. Die US Notenbank Fed ist von ihrem bereits eingeläuteten Zinserhöhungskurs wieder abgerückt und hat die US-Leitzinsen im bisherigen Jahresverlauf von 2,50% drei Mal auf aktuell 1,75% gesenkt.



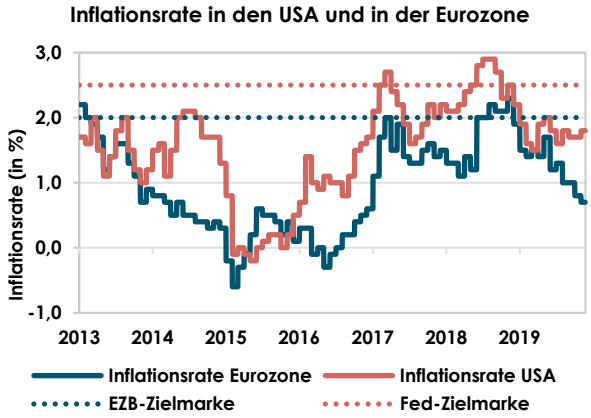
Quelle: Bloomberg

Auch in der Eurozone sind die Renditen erneut kräftig unter Druck gekommen. Nach der kleinen Konjunkturbeschleunigung im ersten Quartal 2019 halbierte sich das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts in der Eurozone im zweiten Quartal bereits wieder und konnte auch im dritten Quartal nur marginal zulegen. In diesem fragilen Umfeld markierten die Renditen vieler Euroland-Kernländer neue Tiefststände; die Rendite der 10-jährigen deutschen Bundesanleihe markierte Anfang September mit -0,74% ein historisches Tief.



Quelle: Bloomberg

Bei den Verbraucherpreisen ist derzeit kein Inflationsdruck zu erkennen. Während sich in den USA die Inflationsrate in den letzten Monaten relativ stabil zwischen 1,6% und 2,0% bewegte, ist die Inflation in der Eurozone sogar auf dem Rückzug und beträgt aktuell lediglich 0,7%. Auf Ebene der Vermögenspreise erleben wir dagegen ein anderes Bild, insbesondere die Immobilienpreise ziehen weiter spürbar an.



Quelle: Bloomberg

Die Renditen langlaufender Staatsanleihen sind jedoch seit ihren Tiefständen sowohl in den USA als auch in Deutschland bereits wieder etwas angestiegen. Die sich in den letzten Monaten verdichtenden Anzeichen für eine Annäherung im Handelsstreit zwischen den USA und China sowie die Einigung der EU und Großbritannien auf einen geregelten „Brexit" haben das Risiko, dass ein politischer Unfall die Weltwirtschaft in Mitleidenschaft zieht, spürbar reduziert und die Risikobereitschaft der Investoren wieder erhöht. Auf längere Frist können sich diese Marktbewegungen jedoch nur fortsetzen, wenn ihnen auch eine Verbesserung des Wachstumsausblicks zugrunde liegt. Doch diesbezüglich gibt es derzeit noch Fragezeichen. Selbst wenn sich die skizzierten politischen Risiken in Wohlgefallen auflösen sollten, ist unklar, ob und gegebenenfalls wie stark die Realwirtschaft davon betroffen ist. Es hat einige Zeit gedauert, bis erkennbar wurde, wie der Handelskonflikt sowie der Brexit auf dem Wachstum der Weltwirtschaft lastet.

Die Reduktion der politischen Risiken in den letzten Wochen hat dazu beigetragen, dass Anleger mittlerweile von einer weniger starken Lockerung der Geldpolitik ausgehen; die deutlichsten Signale hierfür kommen von der US Fed. Auf ihrer jüngsten Sitzung wurden bis auf Weiteres stabile Leitzinsen in Aussicht gestellt. Dieses Auspreisen weiterer Leitzinssenkungen in den USA hat ebenfalls zum Renditeanstieg bei Bundesanleihen beigetragen. Aufgrund der im Euroraum aktuell deutlich geringeren Inflationsraten und einer klar schwächeren konjunkturellen Dynamik sollte die EZB mit hoher Wahrscheinlichkeit noch sehr lange an ihrem sehr tiefen Leitzinsniveau festhalten. Die im November 2019 wieder aufgenommenen Wertpapierkäufe dürften in diesem Umfeld wohl ebenfalls noch für geraume Zeit (Jahre) in der aktuellen Höhe weitergeführt werden. Als Folge dessen werden die Langfrist-Renditen in der Eurozone unseres Erachtens noch für längere Zeit bei nahe Null oder darunter verharren.

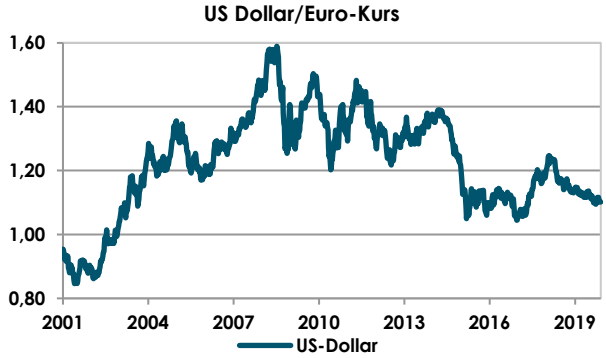
US Dollar

Tobias Metzner

Eine der größten Überraschungen in diesem Jahr war sicherlich die geringe Volatilität des Euro/US Dollar-Wechselkurses. Das Währungspaar bewegte sich in einer engen Bandbreite zwischen 1,10 und 1,15. Einer der bestimmenden Faktoren für die Entwicklung des US Dollar zum Euro ist die Zinsdifferenz zwischen den USA und dem Euroraum; diese war zumindest in den letzten Jahren ein relativ guter Trendindikator. Trotz dreier Zinssenkungen seitens der Fed im Vergleich zu einer minimalen Senkung in der Eurozone festigte sich der US Dollar im Jahresverlauf sogar leicht.

Im Verlauf des Jahres 2019 reduzierte sich aufgrund der Zinssenkungen in den USA die Zinsdifferenz zwischen zweijährigen US-Staatsanleihen und Bundesanleihen gleich langer Laufzeit auf 2,2%. Anfang des Jahres lag diese Differenz noch bei rund 3% zu Gunsten des US Dollar. Der Greenback hat somit an Attraktivität eingebüßt.

Andererseits profitierte der US Dollar von einem stabilen Wirtschaftswachstum. Mittlerweile zeigen sich aber in der US-Wirtschaft deutliche Bremspuren. In Europa hingegen könnte der konjunkturelle Tiefpunkt bereits durchschritten sein. Von der EZB werden daher zunächst keine weiteren Maßnahmen erwartet. Aber auch die Fed ist in Warteposition, so dass von monetärer Seite keine neuen Impulse hinzukommen. Vor dem konjunkturellen Hintergrund – die Wirtschaft der Eurozone stabilisiert sich – bleibt die Annahme eines mittelfristig leicht stärkeren Euro gegenüber dem US Dollar grundsätzlich bestehen. Die in der Eurozone vorherrschenden Negativzinsen stehen aber einer stärkeren Abwertung des US Dollar entgegen.



Quelle: Bloomberg

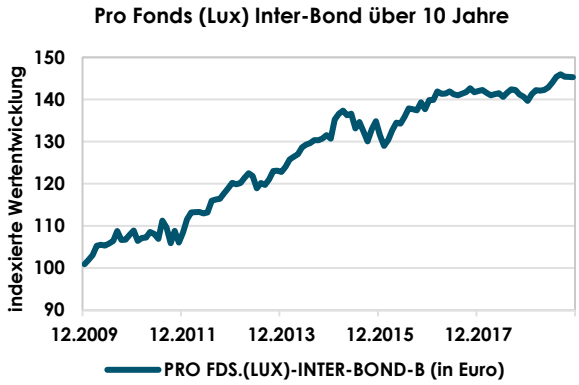
Pro Fonds (Lux) Inter-Bond

Ein flexibler Anleihenfonds – bestens gerüstet für herausfordernde Märkte

Über 75 Mrd. Euro haben sich deutsche Unternehmen über Unternehmensanleihen in diesem Jahr bisher am Kapitalmarkt geliehen; im Euroraum sind es sogar schon über 410 Mrd. Euro. Allerdings kommen die meisten Privatanleger mittlerweile nur noch sehr schwer an diese neu emittierten Anleihen. Das hat vor allem regulatorische Gründe. Die Emittenten müssen potentiellen Investoren für den Vertrieb ihrer Anleihen aufgrund regulatorischer Vorschriften einen ausführlichen Emissionsprospekt zur Verfügung stellen. Wird dieser nicht geliefert, dürfen Banken das entsprechende Papier gar nicht an ihre Privatkunden verkaufen. Bei Anleihen mit einer Mindeststückelung von 100.000 Euro gelten vereinfachte Vorschriften, die den Unternehmen erhebliche Kosten sparen. Die Folge: Der Anteil der Neuemissionen, bei denen die Stückelung 1.000 Euro beträgt und die damit auch für Privatanleger gut geeignet sind, ist dramatisch gesunken.

Um trotz dieser Hindernisse am Rentenmarkt noch auskömmliche Renditen erwirtschaften zu können, sollten Anleger auf Fonds und ETFs als Basisbausteine für ihr Portfolio setzen. Gerade der von uns seit mehr als 25 Jahren gemanagte Pro Fonds (Lux) Inter-Bond Fonds mit flexibler Strategie bietet im aktuellen Umfeld zusätzliche Vorteile. Durch aktive Steuerung der Laufzeitenstruktur und ertragsoptimierte Allokation der einzelnen Anleihensegmente können Mehrerträge gegenüber dem klassischen Halten von Anleihen erzielt werden. Mit Investitionen vornehmlich in Unternehmensanleihen werden langfristig deutlich höhere Renditen angestrebt als mit Geldmarktpapieren und Staatsanleihen zu erzielen ist.

Der Fonds ist breit gestreut und enthält in der Regel zwischen 80 und 120 Einzelpositionen. Das Anlageuniversum umfasst Staatsanleihen, Unternehmensanleihen (Investment Grade, High Yield und Hybrid-Anleihen) und auch Fremdwährungsanleihen. Damit können Marktchancen in allen Segmenten des Anleihenmarktes effizient genutzt werden. Aufgrund seiner langfristig überdurchschnittlichen Performance wird der Pro Fonds (Lux) Inter-Bond regelmäßig als einer der besten Fonds seiner Kategorie ausgezeichnet.



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Aktien

Marco Herrmann

Vorfreude ist die schönste Freude

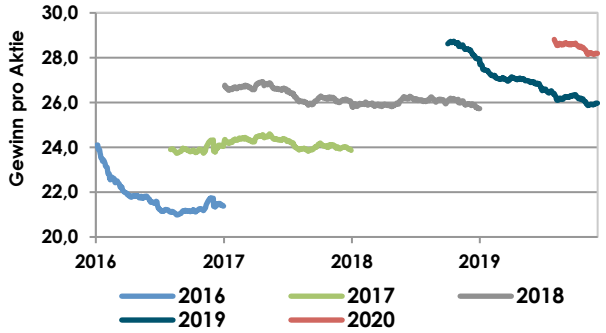
Die Finanzmärkte haben ein gutes Gespür für Trendwenden und laufen erfahrungsgemäß der Wirtschaftsentwicklung um sechs bis neun Monate voraus. So auch geschehen in den letzten Monaten. Denn tatsächlich zeichnet sich aktuell eine Bodenbildung bei den konjunkturellen Frühindikatoren ab. Unterstützt wird diese Entwicklung von Hoffnungen auf eine Deeskalation im Handelskonflikt zwischen den USA und China. Im nächsten Jahr wird sich zeigen, ob der derzeit vorherrschende Optimismus berechtigt ist.

Politische Börsen haben kurze Beine ...

... lautet eine bekannte Börsenweisheit. Sprich, politische Entscheidungen haben nur kurzfristigen Einfluss auf die Finanzmärkte. Doch wenn sich die beiden größten Wirtschaftsnationen über mehr als ein Jahr gegenseitig mit Handelszöllen und Sanktionen bekämpfen, bleibt die Weltwirtschaft nicht ungeschoren.

Vor diesem Hintergrund ist die zurückhaltende Investitionsbereitschaft der Unternehmen nur allzu verständlich. Solange nicht klar ist, wie sich etwaige neue Handelszölle auf geplante Produktionsstandorte auswirken, werden die Investitionen nur auf ein absolut nötiges Maß beschränkt. Ohne diesen wichtigen Wachstumstreiber kommt das globale Bruttoinlandsprodukt (BIP) nur langsam voran. Da ist es kein Wunder, dass die Gewinnentwicklung der Unternehmen deutlich hinter den Erwartungen der Analysten zurückbleibt. Noch vor einem Jahr wurde für die USA und für Europa eine Steigerung der Unternehmensgewinne von rund 10% in 2019 erwartet. Nach dem bisherigen enttäuschenden Verlauf werden die Unternehmensgewinne in Europa bestenfalls auf dem Vorjahresniveau verharren. In den USA sieht es optisch leicht besser aus, weil aufgrund der hohen Aktienrückkäufe das Ergebnis pro Aktie etwas aufgehübscht wird.

STOXX 600: Fallende Gewinnschätzungen in 2019



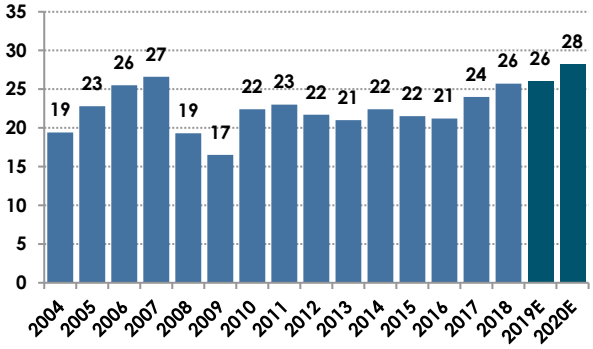
Quelle: Bloomberg

Wieder steigende Gewinne in 2020?

Die Prognosen für das nächste Jahr sind wie gewohnt optimistisch mit Annahmen von einem 10%igen Gewinnplus. Sollte der Internationale Währungsfonds mit seiner Prognose einer verbesserten Weltwirtschaft in 2020 recht haben, ist das durchaus möglich, aber dafür muss schon vieles richtig laufen. Generell dürfte es den europäischen Unternehmen leichter gelingen, positiv zu überraschen, weil die Gewinnmargen auf einem niedrigen Niveau liegen und gleichzeitig die Erwartungen recht niedrig sind.

Auf der anderen Seite müssen einzelne Branchen (z. B. Autos, Banken, Einzelhandel) strukturelle Umbrüche bewältigen, die neue finanzstarke Wettbewerber ins Spiel bringen und/oder zu Margendruck führen. Nach einer enttäuschenden Entwicklung bei den Unternehmensgewinnen in 2019 könnte es in 2020 dennoch wieder etwas besser laufen. Zu hoch sollte man die Erwartungen aber nicht ansetzen, mehr als 5% Gewinnsteigerung in Europa sind unwahrscheinlich. In den USA dürfte es nur unwesentlich besser laufen.

STOXX 600 (Europa): Gewinnentwicklung



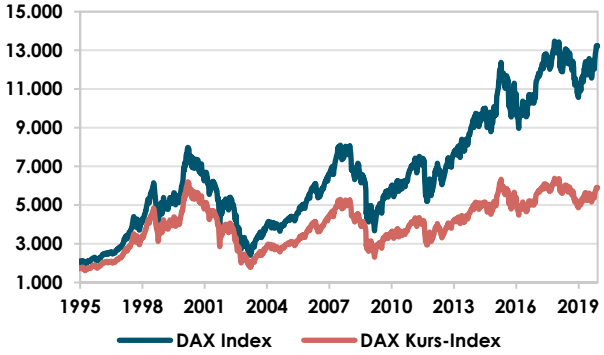
Quelle: Bloomberg: ab 2019 Schätzungen

Sind Aktien bereits zu teuer?

Mit einem Kursplus von über 20% sehen die Renditen an den Aktienmärkten dieses Jahr sehr erfreulich aus. Allerdings wurden damit lediglich zu großen Teilen die starken Verluste im 4. Quartal 2018 aufgeholt. Tatsächlich befinden sich die Kurse aktuell in den USA nur ca. 7% höher als im Herbst 2018. In Europa fehlen sogar noch ein paar Prozent zum Allzeithoch von 2015. Auch die Bewertung befindet sich deutlich unter den Blasenniveaus, wie wir sie in der Vergangenheit schon gesehen haben. Zum Vergleich: Im Jahr 2000 lag das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) des S&P 500 bei über 30, heute bei 18 (auf Basis der Schätzungen für 2020). Ein ähnliches Bild zeigt sich auch beim DAX. Dort lag das KGV im Jahr 2000 sogar bei fast 40, heute in etwa bei 14. Wie gewaltig diese Blase war wird auch deutlich, wenn man diese Bewertung mit dem damaligen Zinsniveau in Verhältnis setzt. Alternativ konnte man damals nämlich sein Geld zu fast 7% in US-Staatsanleihen und zu 5% in deutsche Bundesanleihen investieren. Vergleicht

man die heutigen Bewertungen an den Aktienmärkten mit anderen Anlageklassen wie Anleihen und Immobilien, sind Aktien ausgesprochen günstig. So rentierten früher 10-jährige US Anleihen ca. 4%-Punkte höher als die Dividendenrendite des S&P 500. Heute liegt die Dividendenrendite mit 1,8% auf dem Niveau der 10-jährigen US Zinsen. Noch gewaltiger hat sich dies in Deutschland verändert. Dort lagen vor 20 Jahren die 10-jährigen Zinsen auch etwa 4%-Punkte über der Dividendenrendite des DAX. Heute bietet der DAX eine Mehrrendite von 3%-Punkten. Ein ähnliches Bild ergibt sich, wenn man Aktien mit der Immobilienpreisentwicklung in Verhältnis setzt. Verglichen damit ist der Kurswert des DAX heute etwa auf dem Niveau von 2009 bzw. 2012. Auch wichtig zu wissen, der DAX ist ein Performance-Index, dessen Wert sich um die gezahlten Dividenden erhöht. Am Kurs-Index ist keine Euphorie zu erkennen.

Ohne Dividenden ist der DAX nur moderat gestiegen



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Auf Basis einzelner Bewertungsfaktoren sind Aktien absolut betrachtet heute nicht mehr günstig, aber auch nicht in einer Blase. Relativ zu anderen Anlageklassen wie Zinspapieren und Immobilien sind Aktien, insbesondere in Europa, eher attraktiv. Für eine Bewertungsausweitung müssen allerdings die politischen und wirtschaftlichen Rahmenbedingen freundlicher werden. Bei gleichbleibend niedrigen Zinsen und teuren alternativen Anlagemöglichkeiten, wie Immobilien, ist allerdings auch bei sich wieder verschlechternden wirtschaftlichen Rahmendaten das Abwärtspotential überschaubar.

Bewertungsrelationen im historischen Vergleich

Region		Kurs/Gewinn-Verhältnis	Kurs/Umsatz-Verhältnis	Kurs/Buch-Verhältnis	Dividenden-Rendite	Anleihen-rendite
Deutschland	2020	13,70	0,90	1,50	3,20%	-0,30%
	historisch	14,20	0,70	1,70	2,70%	5,90%
	günstig / teuer					
Europa	2020	14,30	1,20	1,70	3,70%	0,10%
	historisch	14,00	1,10	1,70	3,50%	7,50%
	günstig / teuer					
USA	2020	17,30	2,10	3,10	2,00%	1,80%
	historisch	15,20	1,40	2,50	2,90%	6,30%
	günstig / teuer					
Schwellenländer	2020	12,10	1,20	1,40	3,20%	4,50%
	historisch	13,20	1,10	1,60	2,40%	9,00%
	günstig / teuer					
Japan	2020	13,50	0,80	1,10	2,40%	-0,10%
	historisch	21,00	0,80	1,60	1,30%	2,60%
	günstig / teuer					

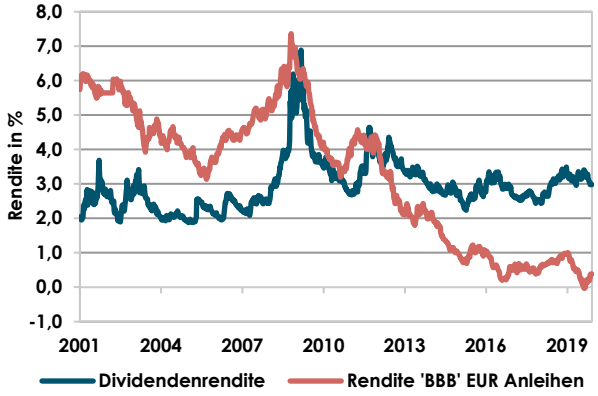
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Aktien-Strategie

Im Handelskonflikt zwischen den USA und China (und Europa) zeichnet sich noch keine endgültige Einigung ab. Sehr wahrscheinlich wird dieses Thema im US-Präsidentschaftswahlkampf immer wieder aufflackern und für Verunsicherung und Volatilität an den Finanzmärkten sorgen. Damit würde dann auch die zaghafte Erholung der Konjunktur in Gefahr geraten. Ähnlich wie in 2019 ist aufgrund vielfältiger politischer Einflüsse die Prognosekraft leider stark eingeschränkt. Da hilft nur eine breite Streuung – regional wie auch über verschiedene Anlagestile.

In unserem Hauptszenario blicken wir mit leichtem Optimismus in die Zukunft und rechnen mit einer verhaltenen Verbesserung des fundamentalen Umfelds, in dem die Unternehmensgewinne um rund 5% steigen könnten. Gleichzeitig werden die Notenbanken an ihrer sehr lockeren Geldpolitik festhalten. Vor diesem Hintergrund dürfte auch der Risikoappetit der Anleger steigen und sich der Fokus auf konjunktursensitivere Werte erweitern. Davon sollten nicht nur zyklische Sektoren profitieren, sondern generell auch Regionen wie Europa und die Schwellenländer. Ob es dann für eine nachhaltige Outperformance gegenüber den seit über 10 Jahren deutlich besser laufenden US-Aktien reicht, hängt ab von der tatsächlichen Stärke der Konjunkturerholung. Ungeachtet dessen sollten weiterhin Qualitätswerte, die sich auch in schwierigen wirtschaftlichen Zeiten gut entwickeln können, die Basis des Depots ausmachen. Denn es ist davon auszugehen, dass das Wachstum der Weltwirtschaft in den nächsten Jahren weiter sehr flach verlaufen wird.

Europäische Dividenden attraktiver als Anleihen



Quelle: Bloomberg

Nach kräftigen Kursgewinnen in 2019 dürfte es im neuen Jahr nicht mehr so rasant aufwärts gehen. Eine markante Unterbewertung wie noch vor einem Jahr liegt mittlerweile nicht mehr vor, aber alleine wegen den hohen Dividendenrenditen bleiben Aktien attraktiv. Zudem fehlen schlichtweg die Alternativen im liquiden Anlagebereich, da Anleihen in Europa und in den USA kaum noch Chancen auf einen Inflationsausgleich bieten. Daher sollten Investoren zwischenzeitliche Kursrücksetzer für Zukäufe nutzen.

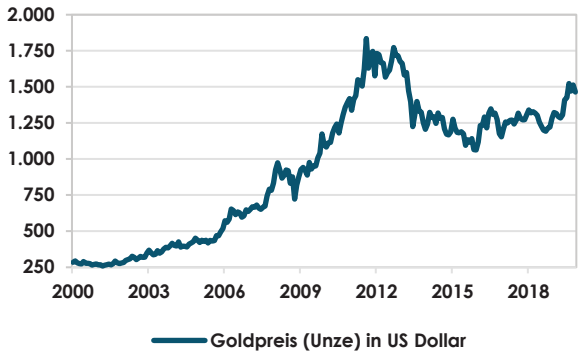
Gold

Thomas Graf

Seit seinem Hoch bei 1.920 US Dollar pro Feinunze im Jahre 2011 machte Gold seinen Anlegern wenig Freude. Doch 2019 brach Gold nach einer langwierigen Bodenbildung aus seinem 8-jährigen Abwärtstrend mit großer Dynamik aus. Triebkräfte waren neben zahlreichen geopolitischen Unsicherheiten auch das anhaltende Nullzinsumfeld in Europa, konjunkturelle Risiken sowie ein neuer Zinssenkungszyklus in den USA. Für deutsche Anleger ist ein Investment in Gold nicht länger mit Opportunitätskosten verbunden, da sie auf sichere Anleihen keinen Zins mehr erhalten. Sogar 10-jährige Bundesanleihen rentieren negativ und Banken reichen die Strafzinsen der EZB immer häufiger an ihre Endkunden durch – da bietet sich Gold als Alternative an. Auch die Attraktivität des ständig mit Gold in einem gewissen Wettbewerb stehenden US Dollar dürfte bei anhaltend niedrigen Zinsen und steigenden US-Defiziten weiter abnehmen.

Eine viele Jahre wenig beachtete Käuferschicht machte 2019 ebenfalls von sich Reden: Die Zentralbanken kauften hochgerechnet auf das Jahr etwa ein Viertel der Jahresproduktion auf. Vor allem China, Russland und andere Schwellenländer setzen auf Gold, um sich unabhängiger vom US-Dollar zu machen. Vor diesem Hintergrund könnte Gold weiter an Wert gewinnen. Aufgrund der geringen Korrelation zu anderen Anlagen eignet sich Gold zur Diversifikation von Vermögen.

Entwicklung des Goldpreises (in US Dollar/Feinunze)



Quelle: Bloomberg

Anlagestrategie

Wie in den letzten Jahren werden die Finanzmärkte auch 2020 im Bann der Politik stehen. Handelskrieg, Brexit und die US-Präsidentschaftswahlen sind kein leichtes Umfeld für Anleger. Es muss damit gerechnet werden, dass 2020 neben neuen Allzeithöchstständen an den Aktienmärkten auch starke Korrekturen mit sich bringt.

Wegen der vielen Unsicherheiten im kommenden Jahr führt kein Weg an einem breit diversifizierten Portfolio vorbei. Aktien aus Europa und den Schwellenländern dürften am meisten von einer Erholung der Weltwirtschaft profitieren. Weil es dafür keine Garantie gibt, sollten defensive und wachstumsstarke Aktien weiterhin einen hohen Depotanteil besitzen. Bei festverzinslichen Anleihen bilden solide Unternehmensanleihen die Basis, die bei positiven Konjunktursignalen auch um Hochzinsanleihen und Fremdwährungsanleihen der Schwellenländer ergänzt werden können.

Liquidität schadet auch 2020 nicht. Allerdings werden viele Banken sich dies künftig vergüten lassen. Negativzinsen auf Einlagen von Privatanlegern werden wohl oder übel zur Realität werden. Wie der Deutsche Sparer darauf reagiert, wird sich zeigen. Generell sollten Realwerte wie Aktien, Immobilien und auch Gold davon profitieren können. Der Auftrieb der Vermögenspreise geht in eine neue Runde.

Chance/Risiko-Profil der Anlagesegmente

Wir wünschen allen Lesern ein gesundes, glückliches und erfolgreiches Jahr 2020.

München, im Dezember 2019

FIDUKA-Depotverwaltung GmbH

Kaufingerstraße 12 · 80331 München · Tel. (0 89) 2 91 90 70 · Fax (089) 2918 05 · www.fiduka.com

Rechtlicher Hinweis: Die Informationen in dieser Publikation beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die die FIDUKA-Depotverwaltung GmbH (FIDUKA) für zuverlässig erachtet, doch kann deren Richtigkeit oder Vollständigkeit nicht garantiert werden. Alle hier geäußerten Meinungen beruhen auf heutigen Einschätzungen und können sich ohne Vorankündigung ändern. Angaben über die vergangene Wertentwicklung erlauben keine Prognosen für die Zukunft. Diese Publikation stellt weder eine Aufforderung oder ein Angebot zum Erwerb, Halten oder Verkauf von den genannten Anlageinstrumenten oder anderen Produkten dar, noch eine Aufforderung oder ein Angebot zur Tätigung sonstiger Transaktionen bzw. Rechtsgeschäfte. Die Ausarbeitung allein stellt auch keine Empfehlung dar und hat keinerlei Beratungscharakter in irgendeiner Form. Die diskutierten Anlagemöglichkeiten können je nach persönlichen Anlagezielen und der Finanzsituation für bestimmte Anleger ungeeignet sein. © 2019