

Jahresausblick 2020: update



Marco Herrmann

Das Jahr 2020 sollte eigentlich im Zeichen des US-Präsidentenwahlkampfes stehen, verbunden mit einer möglichen Zuspitzung im Konflikt zwischen den USA und China. Doch dann stellte die Corona-Pandemie unser Leben auf den Kopf und stürzte die Weltwirtschaft in die größte Krise seit dem zweiten Weltkrieg. Panikartig rutschten daraufhin die Kurse an den Finanzmärkten in den Keller, um sich ebenso schnell wieder zu erholen.

„Irrational exuberance“ oder gerechtfertigte Erholung?

„Irrational exuberance“ oder gerechtfertigte Erholung?

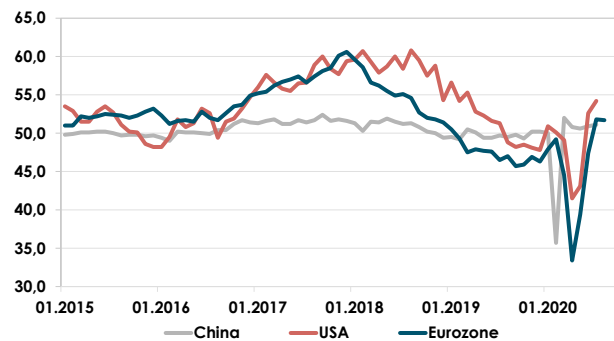
Wo stehen wir heute und wie sollen Anleger jetzt handeln?

Konjunktur & Geldpolitik

Sämtliche Wirtschaftsprognosen für 2020 sind durch die Corona-Pandemie zu Makulatur geworden. Zunächst China, und dann im zweiten Quartal die westlichen Volkswirtschaften, waren mit geschlossenen Betrieben, Läden und Restaurants komplett zum Stillstand gekommen. Nach schrittweisen Wiedereröffnungen, vorneweg in China, erholt sich die Weltwirtschaft nun wieder, aber mit regional und in den Sektoren sehr unterschiedlichem Tempo. Einzelne Bereiche wie Online-Handel, Internet-Software- und Hardware-Produkte oder Lieferservice boomen dank Digitalisierung und Heimarbeit. Aber große Teile des verarbeitenden Gewerbes wie die Autoproduktion, die Chemieindustrie und der Maschinenbau erholen sich erst allmählich aus der Rezession. Zwar sind die Lieferketten in der Industrie wiederhergestellt, aber die Nachfrage bewegt sich noch weit unterhalb des Vorkrisenniveaus. Und ganz am Ende kämpfen Touristikunternehmen, Fluggesellschaften, Eventveranstalter und das Hotel- und Gaststättengewerbe ums Überleben.

Notenbanken und Fiskalpolitik haben mit einer Liquiditätsschwemme und Hilfspaketen für Wirtschaft und Verbraucher in noch nie dagewesener Größenordnung auf die Krise reagiert. Das hat die

Stimmung in der Wirtschaft stabilisiert und die Konsumbereitschaft der Haushalte aufrechterhalten. Tatsächlich haben sich die Frühindikatoren, abzu- lesen an den weltweiten Einkaufsmangerindizes für die Industrie, oder den monatlichen Ifo-Umfragen in der deutschen Wirtschaft, V-förmig vom April-Tief erholt.

Einkaufsmangerindizes China, USA und Eurozone


Quelle: Bloomberg

Nach den Lockerungsmaßnahmen weisen anfänglich auch harte Daten wie Industrieproduktion oder Einzelhandelsumsätze eine schnelle, V-förmige Verbesserung auf. Produktion und Auftragseingänge in Deutschland haben im Mai und Juni zugelegt, liegen aber noch deutlich unter Normalniveau aus Vorkrisen-Zeiten. Der Einzelhandel in Deutschland und den USA verkaufte in einigen Fachbereichen seit Juni sogar mehr als im Vorjahr. Die Stimulierungsmaßnahmen haben also gewirkt.

Wir gehen aber davon aus, dass sich die Dynamik der Erholung nicht aufrechterhalten lässt und rechnen mit einem Abflachen in den kommenden Monaten. Dafür spricht die hohe Zahl an Arbeitslosen in Amerika und Europa, bis zu deren Wiedereingliederung eine Rückkehr der Wirtschaft auf den Vorkrisenstand undenkbar ist. Auch die Insolvenzen werden im Herbst kräftig zunehmen, vor allem im Dienstleistungssektor. Dazu kommt die Unsicherheit bezüglich der US-Wahlen und die Verschärfung im US-chinesischen Handelskonflikt hin zum Technologiekrieg. Unter der Annahme, dass es trotz wieder steigender Infektionszahlen nicht mehr zu großflächigen Komplett-Schließungen der Wirtschaft kommt, sollte sich der langfristige Erholungsprozess trotzdem fortsetzen.

Die weltweit angekündigten fiskalischen Hilfsprogramme summieren sich per Jahresmitte auf gigantische 11 Billionen US-Dollar, viel mehr als in der Finanzkrise 2008 bis 2010. Die Hälfte davon ist unmittelbar als Staatsausgaben z.B. für Infrastrukturprojekte deklariert, die andere Hälfte ist für Hilfsmaßnahmen wie Kurzarbeitergeld, Kredite für Kleingewerbe und direkte Unternehmensbeteiligungen vorgesehen. Gleichzeitig pumpen die Notenbanken weiter Liquidität in die Märkte, allein die Fed in den USA hat in vier Monaten für über 3 Billionen Dollar Wertpapiere aufgekauft, so viel wie nach der Finanzkrise in fünf Jahren. Die Europäische Zentralbank wird ihre Nullzinspolitik und Anleihenkäufe fortsetzen. Genau wie die Fed wird auch die EZB ihr gesamtes Arsenal an geldpolitischen Mitteln ausschöpfen, um die Wirtschaft am Laufen und den Finanzsektor mit den Banken stabil zu halten.

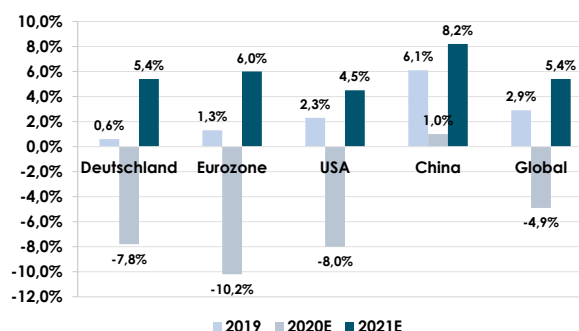
Trotz der Geldflut erwarten wir weiter eine verhaltene Inflation. Allenfalls eine geringfügige Trendzunahme ist wegen der gegenwärtig ungewöhnlich niedrigen Rohstoff- und Ölpreise denkbar, aber kaum über die von den Notenbanken als Zielgröße definierte 2 %-Marke hinaus. Langfristig wirken der Konkurrenzdruck und die Transparenz im boomenden Internethandel dem Preisanstieg entgegen. Dazu kommt ein nachlassender Lohndruck wegen der niedrigeren Beschäftigung in Industrie und Dienstleistungsgewerbe. In Deutschland hat die Mehrwertsteuersenkung die Teuerung im Juli kurzfristig unter die Nulllinie gedrückt, wird sich aber mit Rückkehr zu den alten Sätzen im Januar in den gegenteiligen Effekt umkehren.

Alles zum Besten also mit der ultra-expansiven Geld- und Fiskalpolitik? Kurzfristig, für den nötigen Kickstart der Wirtschaft, ja, aber die negativen Folgen des Deficit Spending sind langfristiger Natur. Die Staatsverschuldung in Relation zur Wirtschaftsleistung wird sich in diesem Jahr weltweit um etwa 19 %-Punkte weiter auf ca. 101 % aufblähen (IWF-Schätzung). Die Zunahme der Schuldenquote fällt damit doppelt so groß aus wie in der Finanzkrise 2009. Viele Staatshaushalte werden in diesem Jahr rekordhohe Budgetdefizite aufweisen. Ganz vorne dabei die USA mit minus 24 % vom Bruttoinlandsprodukt, während die Euro-Zone bei 12 % mit der Hälfte auskommen könnte. Den allseits, auch bei Unternehmen und privaten Haushalten, wachsenden Schulden stehen natürlich auch Gläubiger gegenüber. Das

sind in Zeiten der quantitativen monetären Maßnahmen in erster Linie die Notenbanken, die immer größere Anteile aller ausstehenden Staats- und Unternehmensanleihen in ihren Büchern halten.

Volkswirtschaftliche Prognosen in dieser Pandemiezeit sind naturgemäß volatil und bieten eine breite Interpretationsspanne. Der Internationale Währungsfonds (IWF) erwartet in diesem Jahr einen weltweiten Rückschlag der Wirtschaftsaktivität von knapp 5 % und für nächstes Jahr eine Erholung um 5,4 %. Für die USA und Deutschland wird für 2020 ein Einbruch um jeweils etwa 8 % prognostiziert, für China sogar ein leichtes Wachstumsplus von 1 %. Die Zahlen (s. Grafik) suggerieren Genauigkeit, sind aber angesichts der Risiken nicht mehr als bewegliche Annäherungsgrößen. Sie hängen stark vom weiteren Pandemieverlauf ab.

Wachstum des Bruttoinlandsprodukts in % zum Vorjahr



Quelle: IWF

Die Konsumbereitschaft der Haushalte scheint hoch zu bleiben, solange die finanzielle Staatsunterstützung weiterläuft. Aber das Einkaufsverhalten hat sich stark verändert. Immer mehr Güter werden im Internet bestellt und gleichzeitig nimmt die Heimarbeit zu. Beides sind Trends, die schon vor Corona da waren, sich während der Pandemie verstärkt haben und uns etwas abgebremst auch künftig erhalten bleiben werden. Erst ein wirksamer Impfstoff könnte die Verhaltensmuster der Konsumenten wieder ändern. Gut zwei Dutzend davon sind in der Erprobungsphase am Menschen, für die meisten werden schon vor einer abschließenden Marktzulassung Kapazitäten für die Massenproduktion geschaffen. Ein Erfolg könnte die Wirtschaftserholung wieder beschleunigen.

US-Präsidentschaftswahl

Am 3. November 2020 heißt es nicht nur Donald Trump versus Joe Biden, sondern es geht auch um die Machtverteilung im Kongress (Repräsentantenhaus und Senat).

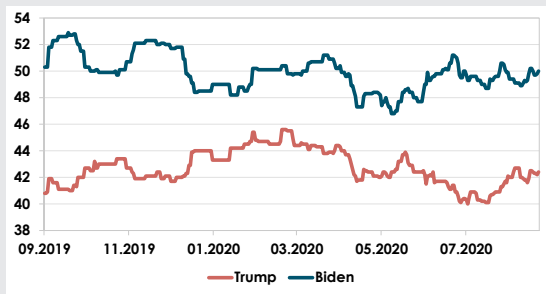
Aktuelle Umfragen sehen den Herausforderer Biden mit rund 8 %-Punkten Vorsprung vor Trump. Auch wenn es darum geht, wer die Mehrheit im Repräsentantenhaus und im Senat erhält, haben die Demokraten die Nase leicht vorne. Politische Beobachter sprechen schon von einer möglichen blauen Welle – blau, die Farbe der Demokraten. Doch man sollte den Kampfgeist Trumps nicht unterschätzen. Zudem könnte bis zum Herbst ein COVID-19-Impfstoff verfügbar sein und das politische Missmanagement der Pandemie wieder in den Hintergrund drängen.

Verglichen mit dem „Wumms“ nach der Wahl vor vier Jahren, ist von keinem der beiden Kandidaten etwas Ähnliches wieder zu erwarten. Selbst Trumps Steuerpläne werden bestenfalls nur kleinere Senkungen bringen. Auf der anderen Seite dürfte es den Demokraten schwerfallen, im derzeitigen Umfeld die Steuern anzuheben.

Von einer zweiten Amtszeit Trumps dürften v. a. die Branchen Energie, Finanzen und Technologie durch einen weiteren Abbau der Regulierung profitieren. Bei Biden könnten eher „grüne“ Unternehmen aus den Bereichen erneuerbare Energien, Energieeffizienz, Versorger und Smart Mobility zu den Gewinnern zählen.

Fazit: Der Ausgang der Wahlen sollte im Kontext der Corona-Pandemie keine so großen Veränderungen für Wirtschaft und Finanzmärkte mit sich bringen. Kurzfristig sind jedoch Irritationen möglich, wenn Donald Trump eine etwaige Wahlniederlage nicht anerkennt und allmögliche juristische Geschütze auffährt. Erfahrungsgemäß sind geteilte Machtverhältnisse in den beiden Kammern des Kongresses besser für die Aktienmärkte, weil so durch die Einflussnahme der jeweils anderen Partei in die Gesetzgebung in der Regel größerer politischer Unsinn verhindert wird. Je nach Wahlergebnis kann es für Anleger sinnvoll sein, die Gewichtung einzelner Branchen im Aktienportfolio anzupassen. Für den Anleihenmarkt ergeben sich voraussichtlich keine wesentlichen neue Erkenntnisse, da beide Parteien an einem expansiven Fiskalkurs festhalten dürften.

Entwicklung der Wahlumfragen



Quelle: RealClearPolitics

Wichtige Wahlthemen

Noch liegen die offiziellen Wahlprogramme beider Parteien nicht vor, aber die folgenden Themen dürften maßgeblich die Kampagnen bestimmen:

Republikaner:

- America First: Abbau des Handelsbilanzdefizits
- Steuersenkungen
- Deregulierung
- Modernisierung der maroden Infrastruktur

Demokraten:

- Bekämpfung des Klimawandels mit 2.000 Mrd. US-Dollar Programm
- Verbesserung des staatlichen Gesundheitssystems
- Höhere Steuern für Unternehmen und Spitzenverdiener
- Modernisierung der maroden Infrastruktur

Anleihen

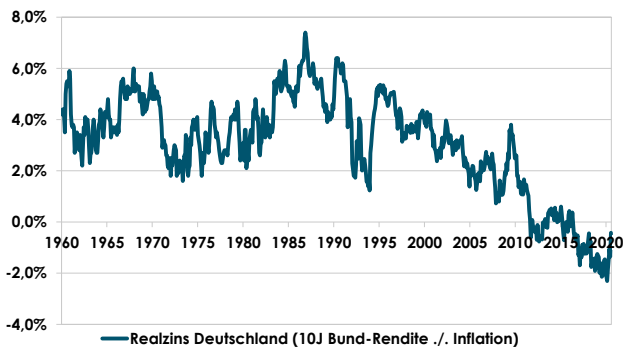
Billionen Euro schwere Konjunkturprogramme führen zu einem rasanten Anstieg der weltweiten Verschuldung, die über die Ausgabe neuer Anleihen finanziert werden soll. Theoretisch müssten Anleger als Ausgleich für die schlechtere Bonität der Staaten einen ordentlichen Zinsaufschlag verlangen, doch die ultra-lockere Geldpolitik bewirkt genau das Gegenteil. Aufgrund der massiven Liquiditätshilfen und neuen Anleihenkaufprogramme sind die Renditen von Staats- und Unternehmensanleihen kräftig zurückgegangen. Besonders stark zeigt sich das in den USA. Zehnjährige US-Staatsanleihen, die am Jahresanfang noch mit rund 2 % rentierten, werfen aktuell nur etwas über 0,5 % Rendite ab. Deutsche Bundes-

anleihen notieren mit -0,5 % Rendite noch einmal einen vollen Prozentpunkt niedriger. Gleichzeitig hat die Ankündigung des 750 Mrd. Euro schweren EU-Wiederaufbaufonds zu einer weiteren Einengung der Renditeunterschiede innerhalb der Eurozone geführt. Nennenswerte Renditen gibt es nur noch in einigen problembeladenen Schwellenländern wie zum Beispiel der Türkei.

In nahezu allen wichtigen Industriestaaten ist es auf Sicht der nächsten Jahre kaum noch möglich, mit Staatsanleihen positive Realrenditen zu erwirtschaften. Lediglich in einem Deflationsszenario oder als Portfolio-Schutz gegen Marktverwerfungen bleiben Staatsanleihen interessant. Mehr Kurspotential sehen wir bei Unternehmensanleihen. Zwar sind auch hier die Zinsaufschläge in Folge der Notenbankkäufe zusammengeschrumpft, aber bis zu den zuvor erreichten Tiefs ist noch Spielraum. Je weiter man sich die Bonitätsleiter abwärts bewegt, umso sorgfältiger sollte jedoch die Unternehmensanalyse ausfallen – nicht alle Unternehmen werden die Corona-Krise überstehen.

Wenn es schon vor Jahren hieß „lower for longer“, gilt es heute angesichts der hohen Haushaltsdefizite der Staaten umso mehr. Die Zinsen werden auf viele weitere Jahre niedrig bleiben. Ein etwaiger leichter Anstieg der Inflationsrate im nächsten Jahr dürfte die Notenbanken kaum zu einer Umkehr ihrer Geldpolitik bewegen.

Deutscher Realzins bleibt negativ



Währungen

Die höheren US-Zinsen, die den US-Dollar in den letzten Jahren trotz hoher Haushaltsdefizite unterstützt haben, gehören der Vergangenheit an. Und unabhängig davon, ob Demokraten oder Republikaner im nächsten Jahr das Heft in der Hand halten, die Staatsverschuldung wird weiter ausufern – voraussichtlich schneller als in Europa. Wie schon in unserem Jahresausblick erwartet, war eine Abwertung des Dollars gegenüber dem Euro längst überfällig. Den Impuls für den Trendwechsel gab schließlich die Einigung der Europäischen Union auf den sogenannten Wiederaufbaufonds, der das Bekenntnis der Mitgliedsstaaten zum Euro untermauert hat. Mittelfristig halten wir Kurse um 1,30 US-Dollar zum Euro für nicht gänzlich unrealistisch.

Übrigens, vor nahezu exakt 35 Jahren wurde im sogenannten Plaza Accord eine Intervention gegen den US-Dollar vereinbart, nachdem der Greenback in den ersten vier Jahren der Amtszeit von Ronald Reagan massiv aufgewertet hatte. In den folgenden vier Jahren verlor der handelsgewichtete Dollar rund 50% seines Wertes.

Das wird sich heute sicherlich nicht wiederholen, aber es ist schon frappierend, wie sich die schuldenfinanzierte Wirtschaftspolitik von Trump und Reagan ähneln.

Aufgrund der gesunkenen US-Zinsen gewinnen auch wieder die klassischen Niedrigzinswährungen, Schweizer Franken und Japanischer Yen, relativ an Attraktivität.

Aktien

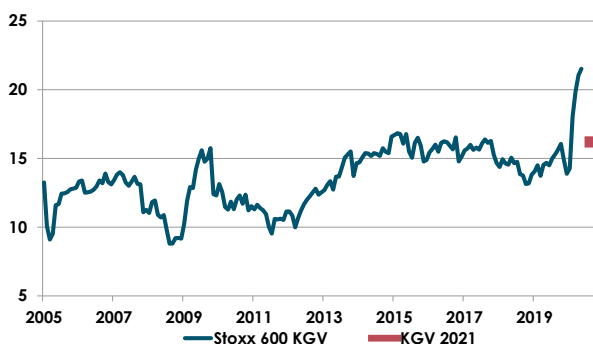
Die fulminante Rally an den Aktienmärkten seit Mitte März spiegelt nur eingeschränkt den Zustand der Wirtschaft wider, die wahrscheinlich erst Ende 2021 ihr Niveau von 2019 wieder erreichen dürfte. So zeigt sich auch an der Börse ein zweigeteilter Markt. Krisengewinner wie die Unternehmen aus dem Technologiesektor befinden sich an der Spitze, während die mehr in Mitleidenschaft gezogenen zyklischen Sektoren am Ende der Performance-Tabelle stehen. Rund ein Drittel der Werte aus dem europäischen Stoxx 600 Index bzw. dem amerikanischen S&P 500 Index notieren seit Jahresanfang noch mit mehr als 20 % im Minus.

Der Konjunkturunbruch lässt in diesem Jahr die Unternehmensprofite dahinschmelzen. Bei den europäischen Konzernen droht ein Gewinneinbruch um gut 30 %. Etwas besser sieht es in den USA aus, wo dank der stark im S&P 500 Index vertretenen Technologiegiganten „nur“ ein Minus von etwa 20 % erwartet wird. Sofern eine zweite Infektionswelle ausbleibt, dürften im nächsten Jahr viele Unternehmen ihre alte Ertragskraft wiedererlangen – klare Besserungstendenzen sind bereits erkennbar. Auf Basis aktueller Schätzungen sollten die Gewinne der Unternehmen des Stoxx 600 um mehr als 35 % und die des S&P 500 um knapp 20 % klettern. Damit käme dann auch wieder die Bewertung zurück auf ein gemäßigteres Niveau. In Europa fällt das Kurs/Gewinnverhältnis auf Basis der 2021er Gewinnschätzungen auf 16 und in den USA auf 20. Der Aufwärtstrend an den Märkten kann sich also durchaus noch weiter fortsetzen. Ohnehin gibt die vermutlich noch länger währende Niedrigzinsphase den Aktien weiteren Bewertungsspielraum nach oben.

Da die konjunkturellen Aussichten im Corona-Umfeld mit Risiken behaftet sind, setzen wir weiter auf langfristige Ideen, hier vor allem aus dem Technologie- und dem Gesundheitssektor – also Wirtschaftsbereiche, die weitestgehend konjunktur-unabhängiges Wachstum aufweisen. Aber auch hier gilt es auf Qualität zu achten und Werte mit nachhaltiger Ertragskraft zu bevorzugen. Unter den Zyklikern sehen wir im Bereich von Automatisierung und Robotik gute Chancen, denn um unsere Versorgungssicherheit zu verbessern, werden wir wieder höhere Investitionen in Produktionsanlagen in Europa und den USA erleben. Ein wichtiges Thema bleibt natürlich der Klimawandel, der zu mehr Investitionen in grüne Technologien führen wird. Auch sollten ausgewählte dividendenzahlende Aktien, deren Ausschüttungen durch operative Cashflows abgedeckt sind, wieder in den Fokus der Anleger rücken. Vorsichtig bleiben wir dagegen weiterhin bei Branchen, die mit strukturellen Umbrüchen zu kämpfen haben, wie zum Beispiel Banken und Autos.

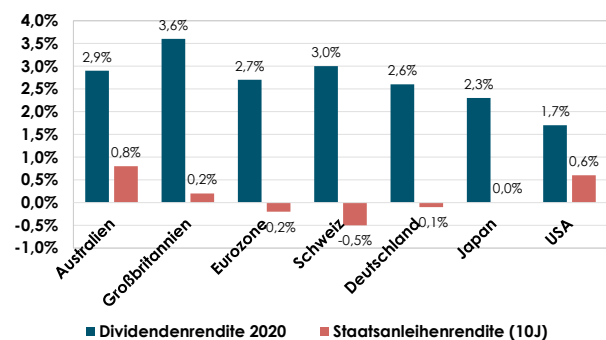
Auf regionaler Ebene nimmt das Interesse der internationalen Großanleger an europäischen Aktien nach der Einigung auf den Wiederaufbaufonds deutlich zu. Von dem EU-Konjunkturprogramm wird viel erhofft. Das Investmenthaus Bank of America spricht schon von MEGA – Make Europe great again. Ob es zur Outperformance gegenüber dem technologieelastigen US-Aktienmarkt reicht, wird sich allerdings noch zeigen müssen.

Europäisches Kurs-/Gewinnverhältnis sinkt wieder in 2021



Quelle: Bloomberg

Dividenden trotz Kürzungen attraktiver als Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg

Gold

Es war nur eine Frage der Zeit, bis Gold auf die weltweit immer weiter rückläufige Realverzinsung reagiert. Die Corona-Pandemie hat dann dem Goldpreis zum Kickstart verholfen. Seit Jahresanfang legte die Feinunze Gold in Euro gerechnet um über 20 % zu und überschritt das alte Allzeithoch aus dem Jahr 2011. Ein weiter schwächelnder US-Dollar und ohne Konkurrenz durch attraktive Zinsen, dürfte die Nachfrage nach dem gerne als Portfolioversicherung gekauften Krisenmetall weiter hoch bleiben.

FIDUKA, 1. September 2020

Zusammenfassung

Die Kombination von staatlichen Hilfsmaßnahmen und geldpolitischen Bazookas in einem noch nie gesehenen Ausmaß sowie die Hoffnung auf einen bald verfügbaren Impfstoff gegen den COVID-19-Virus, haben zu Recht den Optimismus an die Finanzmärkte zurückkehren lassen. Die Zinsen werden noch viele Jahre auf niedrigem Niveau verharren. Neu im Klub der „Nullzinsländer“ sind die USA, was den US-Dollar weiter abschwächen dürfte. Den Aktienmärkten würde eine kurze Verschnaufpause guttun. Neben den aktuell in Europa wieder steigenden Infektionszahlen spricht auch der Hype um einzelne „Technologiewerte“ für eine nötige Konsolidierung. Längerfristig bleiben Aktien als liquide Sachwerte jedoch die einzige Anlageklasse, die Chancen auf attraktive Renditen bietet.



Portfoliomanagement-Team der FIDUKA

FIDUKA-Depotverwaltung GmbH

Kaufingerstraße 12 · 80331 München · Tel. (089) 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 Tätigkeit sonstiger Transaktionen bzw. Rechtsgeschäfte. Die Ausarbeitung allein stellt auch keine Empfehlung dar und hat keinerlei Beratungskarakter in irgendeiner Form. Die diskutierten Anlagemöglichkeiten können je nach persönlichen Anlagezielen und der Finanzsituation für bestimmte Anleger ungeeignet sein. © 2020