

December 23, 2019

BILBoard – Das Jahr 2019 ist vorüber



Die letzte Ausgabe unseres BILBoard im Jahr 2019 ist eine Kurzfassung unseres umfassenderen [Ausblicks auf 2020](#), den Sie in unserem Blog „Investment Insights“ finden. Kurz gesagt geht unser gesamtwirtschaftliches Szenario davon aus, dass 2020 der Weg für weiteres Wachstum frei ist, da solche Risiken wie eine Verschärfung des Handelskriegs und ein Brexit ohne Abkommen abklingen. Allem Anschein nach liegt der „synchronisierte Abschwung“ größtenteils hinter uns, und die gesamtwirtschaftlichen Daten erreichen allmählich die Talsohle. Problematisch ist, dass die Aktienmärkte der Entwicklung vorgreifen und etwas überstürzt einen Aufschwung in die Kurse einrechnen. Falls dieser Aufschwung nicht eintritt, droht eine herbe Enttäuschung und die Unternehmen werden Mühe haben, die ambitionierten Gewinnerwartungen der Analysten für das kommende Jahr zu erfüllen. Vor diesem Hintergrund beginnen wir das neue Jahr mit einer konservativen Positionierung; dabei beurteilen wir Aktien neutral und halten zum Schutz vor Volatilität zusätzlich Staatsanleihen. Die Qualität wird bei der

Auswahl der Vermögenswerte für uns das A und O sein.

Mit der Bereitstellung von Liquidität haben die Zentralbanken maßgeblich dazu beigetragen, für wachstumsfördernde Bedingungen zu sorgen – und werden dies auch künftig tun. So haben die US-Notenbank (Fed) und die Europäische Zentralbank (EZB) bei ihren Sitzungen im Dezember verlauten lassen, dass sie im nächsten Jahr bei der Geldpolitik mehr oder weniger auf „Autopilot“ schalten werden. Im Punkteplot der Fed sind keine Zinsänderungen für 2020 ersichtlich, und die EZB wird weiterhin Anleihen für 20 Mrd. EUR pro Monat kaufen und die Zinssätze erst dann von ihrem aktuellen Rekordtief von -0,5 % anheben, wenn das Anleihekaufprogramm beendet ist. Die chinesische Zentralbank erklärte, sie werde zur Stärkung der heimischen Wirtschaft gewährleisten, dass reichlich Liquidität vorhanden ist, strebe aber eher eine Stabilisierung als künstliches Wachstum an.

Forderungen, dass fiskalpolitische Impulse die Geldpolitik flankieren sollten, werden lauter. Bislang ist nur eine Handvoll Länder auf diesen Kurs eingeschwenkt. Ein Beispiel ist Frankreich – nach den Protesten der *Gelbwesten*, ein weiteres China. Japan hat kürzlich für das kommende Jahr ein Haushaltspaket im Umfang von mehr als 13 Bio. JPY (121 Mrd. EUR) angekündigt. Es ist nicht abwegig, mit einer gewissen fiskalpolitischen Expansion in Europa zu rechnen; doch was Deutschland angeht, sind nur vorsichtige kleinere Anpassungen zu erwarten.

Weltweit betrachtet tragen die Verbraucher die Wirtschaft – wie in der griechischen Mythologie die Figur des Atlas das Himmelsgewölbe – auf ihren Schultern und erhalten dabei Unterstützung vom robusten Arbeitsmarkt.

Das gilt insbesondere für die **USA**, für die nun das elfte Wachstumsjahr beginnt. Die Verbraucher bleiben zwar optimistisch, doch auf die Unternehmen trifft das nicht immer zu. Die Investitionszahlen für das Jahr 2019 zeigen bereits erste Anzeichen einer Abkühlung, die gewisse Risiken für die Wirtschaft birgt. Die Arbeitslosigkeit

ist – vorerst – aber nach wie vor auf dem tiefsten Stand seit 50 Jahren. In letzter Zeit halten sich die Unternehmen zwar mit Einstellungen zurück, entscheidend ist jedoch, dass sie keine Arbeitskräfte entlassen. Alles in allem sind die Aussichten freundlich, die Einkaufsmanagerindizes (PMIs) stabilisieren sich, und es deutet immer mehr auf eine Belebung der Investitionstätigkeit hin. Die US-Wahlen im nächsten Jahr werden für Anleger in der Region ein wichtiger Faktor sein. Bereits die Vorwahlen in Iowa am 3. Februar dürften für mehr Klarheit bezüglich der Kandidaten der Demokraten sorgen. Der wahre Prüfstein wird jedoch die Bekanntgabe der Ergebnisse des sogenannten „Super Tuesday“ Anfang März sein. Der Wahlausgang am 3. November wird Auswirkungen auf den US-Dollar, die Renditen und die Aktienkurse haben (insbesondere für bestimmte Sektoren).

Europa ist noch nicht über den Berg, allerdings befindet sich das Wachstum auch nicht mehr im freien Fall. Der Fertigungssektor setzt bereits zu einer Stabilisierung an. Die Unterzeichnung des Phase-1-Handelsabkommens zwischen den USA und China im Januar ist dabei eine höchst willkommene Entwicklung für die Region, die im Zuge des Handelskriegs enorme Kollateralschäden erlitten hat. Nun ist eine Stabilisierung im Automobilsektor vonnöten, um sagen zu können, dass tatsächlich alle großen Risiken abgewendet wurden. Erwähnt werden sollte auch, dass zwar die Gefahr eines unregulierten Brexits abgenommen hat, die Einigung auf ein neues Handelsabkommen mit Großbritannien aber ein langwieriges (und vielleicht beschwerliches) Unterfangen wird.

Das Wirtschaftswachstum in China schwächt sich allmählich weiter ab, die Wachstumsziele der chinesischen Regierung sind aber noch nicht in Gefahr. Die positiven Faktoren haben weiter Bestand und es gibt noch reichlich Anlagemöglichkeiten. Außerdem passen die politischen Entscheidungsträger die Maßnahmen zur Unterstützung der Wirtschaft an und sichern die finanzielle Stabilität. Dennoch bezweifeln wir, dass China im nächsten Jahr die treibende Kraft für eine allgemeine Outperformance der Schwellenländer sein wird.

AKTIEN

Wir schließen nicht aus, dass sich die Hausse 2020 fortsetzt, beurteilen diese Anlageklasse jedoch vorerst neutral. Dabei weisen wir darauf hin, dass die Gewinnerwartungen für nächstes Jahr schlicht schwindelerregend sind (für den MSCI World wird ein Gewinnwachstum von 8,8 % prognostiziert). Ohne eine Erholung auf gesamtwirtschaftlicher Ebene sind Herabstufungen und eine erneute Fokussierung auf die nüchternen Fundamentaldaten wahrscheinlich.

Was die einzelnen Regionen betrifft, geben wir aufgrund des soliden gesamtwirtschaftlichen Umfelds den USA den Vorzug. Dort ist auch der Wohlstandseffekt am deutlichsten sichtbar – also die selbsterfüllende Prophezeiung, bei der steigende Märkte ein besseres Konsumklima schaffen, das den US-Unternehmen hilft, ihre Gewinne insgesamt zu steigern, was wiederum zu weiter steigenden Aktienkursen beiträgt. Bei europäischen Aktien bleiben wir vorerst zurückhaltend – wenn ein konkretes Handelsabkommen erzielt wird und die Zinssätze sich normalisieren, würde die Zukunft angesichts der Exportabhängigkeit der Wirtschaft und der hohen Bankenkonzentration auf dem Kontinent freundlicher aussehen. Obgleich der Anstieg der Einkaufsmanagerindizes von den Schwellenländern ausgegangen ist, sind wir mit Blick auf diese Region zurückhaltend. Das liegt vor allem daran, dass die Analysten gegenwärtig ein hohes (sprich: unrealistisches) Gewinnwachstum von über 14 % für 2020 prognostizieren. Für zusätzliche Belastungen sorgt, dass die Stahl- und Aluminiumexporte aus Lateinamerika vor Kurzem wieder ins Visier der USA geraten sind. Wird es dabei bleiben? Japan erscheint allmählich wieder attraktiv und hat die Einführung einer neuen Verbrauchssteuer recht gut verkraftet. Angemessene Gewinnerwartungen von 5 % für das nächste Jahr und geplante fiskalpolitische Impulse haben Japan in unserer Beobachtungsliste ganz nach oben katapultiert. Anfang 2020 werden wir unser Engagement möglicherweise verstärken.

Was die einzelnen Sektoren betrifft, ist von der eindeutigen Rally in zyklischen Sektoren, die gegen Ende 2019 zu beobachten war, nichts mehr zu sehen. Stattdessen holen die defensiven Sektoren nun auf. Wir waren die gesamte Zeit über sektorneutral positioniert, wohlwissend, dass die Rally mehr von der Marktstimmung als von Fundamentaldaten getragen wurde und dass die Stimmung auch schnell kippen kann. In Bezug auf den Anlagestil bevorzugen wir Wachstumsaktien, die sich auf einem vernünftigen Kursniveau bewegen, und halten innerhalb des Anlageuniversums nach

Qualitätsunternehmen mit soliden Bilanzen Ausschau.

FESTVERZINSLICHE ANLAGEN

Insgesamt dürften die Zinsen Ende nächsten Jahres nach Ansicht unserer Experten eher höher als niedriger sein. Zyklische Faktoren werden für Aufwärtsdruck sorgen, während strukturelle Faktoren einen Ausreißer oder einen unkontrollierten Anstieg der Zinssätze, der für praktisch jede Anlageklasse sehr schmerzhaft wäre, unwahrscheinlicher machen. Damit die Zinsen merklich steigen, müsste etwas so Signifikantes geschehen wie eine umfassende Beilegung des Handelskriegs (realistischerweise ist eine Teillösung zu erwarten, während eine umfassende Beilegung nicht in Reichweite scheint, da Probleme, die im Zentrum der Auseinandersetzung stehen, etwa die technologische Vorherrschaft und die wirtschaftliche Führungsrolle, noch immer ungelöst sind) oder sehr umfangreiche Konjunkturpakete (es ist mit moderater Unterstützung zu rechnen; dass die Länder 2020 die Spenderhosen anhaben, dürfte aber kaum zu erwarten sein).

Die große Jagd nach Renditen wird weitergehen. Anleger sollten aber nicht um jeden Preis ihrem Renditehunger folgen; vielmehr kommt es 2020 auf Selektivität an. In einem reinen Anleiheportfolio würden wir Kreditrisiken den Vorzug gegenüber Durationsrisiken geben. In einem gemischten Portfolio (das auch Aktien enthält) spricht jedoch vieles für eine Kombination aus beidem. In der Duration sind wir untergewichtet.



Wir halten einen gewissen Anteil an Staatsanleihen als Absicherung gegen die Volatilität und erwarten, dass sich die Renditen europäischer und US-amerikanischer Staatsanleihen leicht aneinander annähern werden. Die Unsicherheit rund um die US-Präsidentenwahlen dürfte dazu führen, dass sich die US-Renditen in einer festen Spanne bewegen, während die Renditen deutscher Bundesanleihen etwas unter Druck geraten könnten. Gründe hierfür sind das weltweite Wachstum, das nun wieder auf Kurs ist, und die verwässerten politischen Risiken auf dem Kontinent. Wir bevorzugen die Peripherieländer, die nach wie vor Möglichkeiten für Carry-Trades bieten. Spanien, Portugal und Italien sind dabei am attraktivsten und obwohl Italien eine hohe Volatilität aufweist, ist die Risiko-Ertrags-Dynamik dort recht interessant.

Unsere bevorzugten Anleihen sind allerdings Investment-Grade-Titel von relativ hoher Qualität. Das von niedrigen Renditen gekennzeichnete Umfeld, in dem wir tätig sind, erfordert eine echte, aktive Strategie innerhalb des Investment-Grade-Segments. Dabei ist es überaus wichtig, kritisch und selektiv zu sein. Wir bewegen uns lieber in der Kapitalstruktur von bonitätsstärkeren Emittenten nach unten (mittels nachrangiger Anleihen), anstatt zu Unternehmensanleihen mit schwächerem Rating zu greifen. Europäische Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating sind nach wie vor ein „Sweet Spot“ für Anleger, zumal die EZB mit ihren Anleihekäufen für einen zusätzlichen Puffer gegen Volatilität sorgt. Ihre US-Pendants beurteilen wir neutral – die Politik der US-Notenbank kann zwar als kreditfreundlich bezeichnet werden, jedoch ergibt sich bei den Fundamentaldaten ein durchwachsendes Bild, da die Bruttoverschuldung steigt und die Zinsdeckung sinkt.

Auf beiden Seiten des Atlantiks sind Hochzinsanleihen angesichts der mit dieser Anlageklasse verbundenen Risiken immer noch zu teuer. Schwellenländeranleihen können Anlegern, die eine höhere Volatilität in Kauf nehmen können, dagegen nach wie vor attraktive Renditeaufschläge (oder bereinigte Erträge) bieten. Auf Hartwährungen lautende Staatsanleihen sind wegen ihrer Liquidität, Breite und Tiefe zu bevorzugen.

Insgesamt blicken wir optimistisch in das neue Jahrzehnt, denn wir wissen, dass das spätzyklische Umfeld in der

Regel positiv für Aktien ist. Wir hielten es jedoch für klug, noch nicht zuzugreifen, sondern abzuwarten, bis weitere gesamtwirtschaftliche Daten bestätigen, was Aktienanleger bereits eskomptiert haben. Wenn es soweit ist, sind wir vorbereitet.

Disclaimer

All financial data and/or economic information released by this Publication (the "Publication"); (the "Data" or the "Financial data and/or economic information"), are provided for information purposes only, without warranty of any kind, including without limitation the warranties of merchantability, fitness for a particular purpose or warranties and non-infringement of any patent, intellectual property or proprietary rights of any party, and are not intended for trading purposes. Banque Internationale à Luxembourg SA (the "Bank") does not guarantee expressly or impliedly, the sequence, accuracy, adequacy, legality, completeness, reliability, usefulness or timeliness of any Data. All Financial data and/or economic information provided may be delayed or may contain errors or be incomplete. This disclaimer applies to both isolated and aggregate uses of the Data. All Data is provided on an "as is" basis. None of the Financial data and/or economic information contained on this Publication constitutes a solicitation, offer, opinion, or recommendation, a guarantee of results, nor a solicitation by the Bank of an offer to buy or sell any security, products and services mentioned into it or to make investments. Moreover, none of the Financial data and/or economic information contained on this Publication provides legal, tax accounting, financial or investment advice or services regarding the profitability or suitability of any security or investment. This Publication has not been prepared with the aim to take an investor's particular investment objectives, financial position or needs into account. It is up to the investor himself to consider whether the Data contained herein this Publication is appropriate to his needs, financial position and objectives or to seek professional independent advice before making an investment decision based upon the Data. No investment decision whatsoever may result from solely reading this document. In order to read and understand the Financial data and/or economic information included in this document, you will need to have knowledge and experience of financial markets. If this is not the case, please contact your relationship manager. This Publication is prepared by the Bank and is based on data available to the public and upon information from sources believed to be reliable and accurate, taken from stock exchanges and third parties. The Bank, including its parent, - subsidiary or affiliate entities, agents, directors, officers, employees, representatives or suppliers, shall not, directly or indirectly, be liable, in any way, for any: inaccuracies or errors in or omissions from the Financial data and/or economic information, including but not limited to financial data regardless of the cause of such or for any investment decision made, action taken, or action not taken of whatever nature in reliance upon any Data provided herein, nor for any loss or damage, direct or indirect, special or consequential, arising from any use of this Publication or of its content. This Publication is only valid at the moment of its editing, unless otherwise specified. All Financial data and/or economic information contained herein can also quickly become out-of-date. All Data is subject to change without notice and may not be incorporated in any new version of this Publication. The Bank has no obligation to update this Publication upon the availability of new data, the occurrence of new events and/or other evolutions. Before making an investment decision, the investor must read carefully the terms and conditions of the documentation relating to the specific products or services. Past performance is no guarantee of future performance. Products or services described in this Publication may not be available in all countries and may be subject to restrictions in some persons or in some countries. No part of this Publication may be reproduced, distributed, modified, linked to or used for any public or commercial purpose without the prior written consent of the Bank. In any case, all Financial data and/or economic information provided on this Publication are not intended for use by, or distribution to, any person or entity in any jurisdiction or country where such use or distribution would be contrary to law and/or regulation. If you have obtained this Publication from a source other than the Bank website, be aware that electronic documentation can be altered subsequent to original distribution.

As economic conditions are subject to change, the information and opinions presented in this outlook are current only as of the date indicated in the matrix or the publication date. This publication is based on data available to the public and upon information that is considered as reliable. Even if particular attention has been paid to its content, no guarantee, warranty or representation is given to the accuracy or completeness thereof. Banque Internationale à Luxembourg cannot be held liable or responsible with respect to the information expressed herein. This document has been prepared only for information purposes and does not constitute an offer or invitation to make investments. It is up to investors themselves to consider whether the information contained herein is appropriate to their needs and objectives or to seek advice before making an investment decision based upon this information. Banque Internationale à Luxembourg accepts no liability whatsoever for any investment decisions of whatever nature by the user of this publication, which are in any way based on this publication, nor for any loss or damage arising from any use of this publication or its content. This publication, prepared by Banque Internationale à Luxembourg (BIL), may not be copied or duplicated in any form whatsoever or redistributed without the prior written consent of BIL 69, route d'Esch | L-2953 Luxembourg | RCS Luxembourg B-6307 | Tel. +352 4590 6699 | www.bil.com.