

## Jahresrückblick und Ausblick 2020

Der Rückblick auf das Jahr 2019 bereitet uns und ganz sicher auch unseren Mandanten deutlich mehr Vergnügen als der Rückblick auf 2018.

Über weite Strecken des Jahres kannten Aktien- und Anleihemärkte scheinbar nur eine einzige Richtung: Aufwärts! Kurssteigerungen bei Anleihen (d.h. sinkende Renditen) und Aktien zeigten einen für Anleger erfreulichen Gleichlauf. Am Jahresende findet sich dann auch kaum eine Anlageform, die nicht eine überzeugende Rendite für 2019 „geliefert“ hätte.

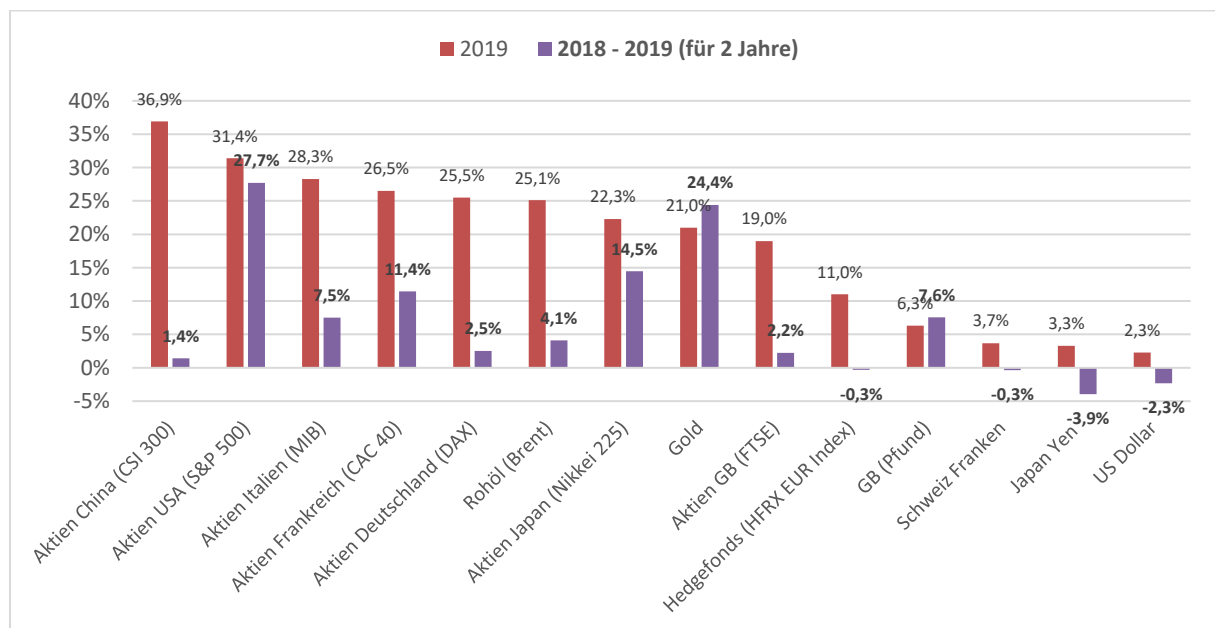
### 2019 – ein durch und durch erfreuliches Jahr für Anleger

Allerdings kann man nicht die Augen davor verschließen, dass auch im vergangenen Jahr an den Finanzmärkten kein Mangel an Aufgeregtheit und hektischen Marktreaktionen herrschte.

Erweitert man die Betrachtung der Ergebnisse zeitlich um das Jahr 2018, relativieren sich viele der spektakulär anmutenden Wertentwicklungen des vergangenen Jahres. Anlagen wie Gold oder „Aktien USA“ konnten ihre starken Ergebnisse auch über den 2-Jahres-Zeitraum verteidigen. Andere Märkte (z.B. „Aktien China“ mit + 36,9% für 2019, aber nur + 1,4% über zwei volle Jahre) zeigen anschaulich, dass große Schwankungsbreiten nicht automatisch zu überdurchschnittlichen Wertentwicklungen führen müssen.

Die Entwicklung ausgewählter Anlagemärkte in 2019 und für den Zeitraum 2018 bis 2019 zeigt die folgende Grafik:

### Entwicklung wichtiger Anlagemärkte 2018 bis 2019 (Gesamtperformance eines Euro-Anlegers)



Datenquelle: Bloomberg

Die Anleihemärkte der großen Währungsräume profitierten 2019 einheitlich und in starkem Ausmaß vom sinkenden Zinsniveau und der unverändert großen Nachfrage nach verzinslichen Anlagen.

## Die US-Notenbank vollzieht eine bemerkenswerte Kehrtwende

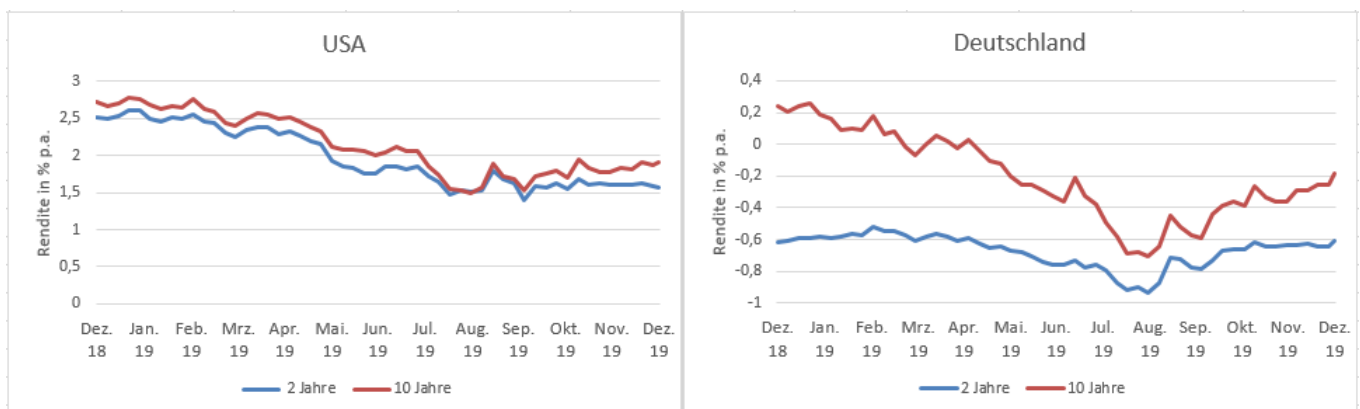
Über dem Geschehen an den Finanzmärkten schwebte 2019 der geldpolitische Kurswechsel US-Notenbank FED. Diese verließ in einem erratischen Schwenk den bisherigen Zinserhöhungskurs und wechselte fast übergangslos in einen aggressiven Modus mit drei Leitzinssenkungen und einem neuen Anleihekaufprogramm. Auslöser dieser überraschenden Veränderung waren ernste Rezessionsängste, die sich aus schwachen Inflations- und Wirtschaftsdaten und negativen Erwartungen wegen des eskalierenden Handelskonfliktes speisten. Sicherlich liegt man nicht völlig falsch, wenn man einen großen Teil der positiven Marktentwicklungen des vergangenen Jahres alleine auf die Rückkehr der FED zu einer Politik des „billigen Geldes“ zurückführt.

Die Europäische Zentralbank (EZB) wie auch die japanische Notenbank (BoJ), die beide im Gegensatz zur FED zuvor noch keinen echten Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik vollzogen hatten, gerieten durch die FED unter Zugzwang und trafen ihrerseits Entscheidungen, die neue expansive Wirkungen auf die Geldmengen entfalteten.

Die Vorgaben der Notenbanken lösten, wie zu erwarten war, eine Absenkung der Zinsniveaus und eine Verflachung der Zinskurven aus. Der Renditeunterschied zwischen kurz- und langlaufenden Anleihen verringerte sich noch weiter. Für die Eurozone lag der risikolose Zins (per Definition für Schuldtitel der Bundesrepublik Deutschland), egal ob bei 3 Monaten oder bei 30 Jahren Laufzeit, erstmals im August 2019 komplett im negativen Bereich.

## Renditeentwicklung 2- und 10-jährige Staatsanleihen USA und Deutschland

2



Datenquelle: Bloomberg

Dass Anleger offensichtlich bereit waren für die sichere Aufbewahrung ihrer Euro eine „Verwahrgebühr“ in Form negativer Renditen zu akzeptieren, ist, neben bekannten regulatorischen Ursachen, vor allem in der anhaltend großen Anzahl politischer Unsicherheitsfaktoren begründet.

## Politik auch 2019 eher ein Störfaktor

Auch im zurückliegenden Jahr standen die Finanzmärkte oft unter dem Eindruck zahlreicher Ereignisse aus dem politischen Bereich. Viele der einschlägigen Themen verfolgen uns bereits länger und sind dementsprechend bekannt.

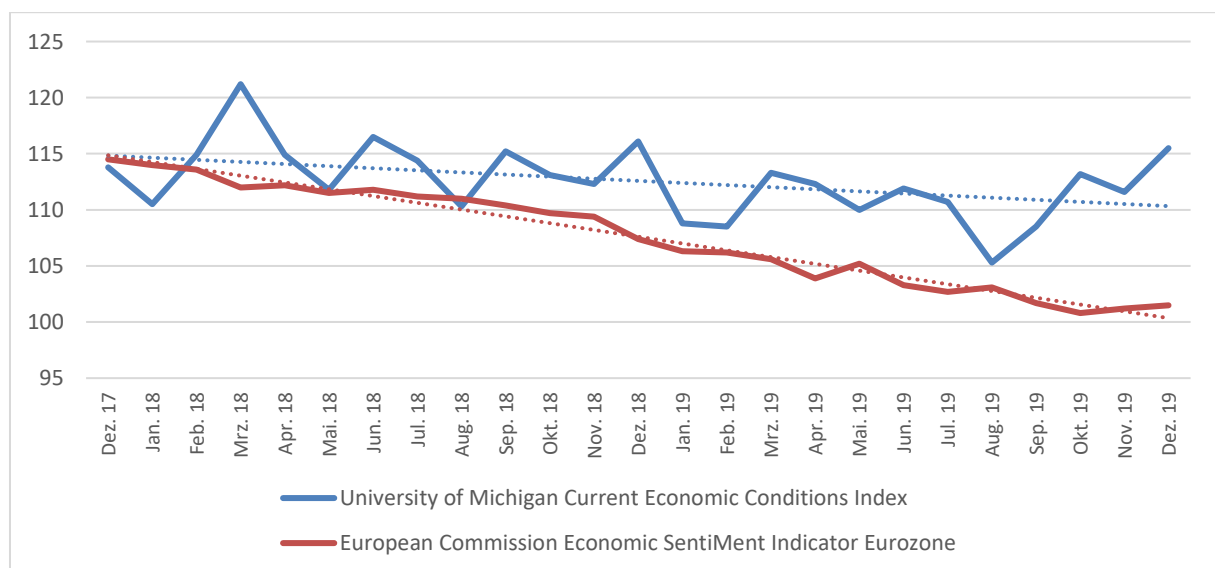
Wir wollen uns daher auf die aus unserer Sicht zwei wichtigsten Entwicklungen konzentrieren:

- Der US-China Handelskonflikt sorgte fast das ganze Jahr für ein Wechselbad der Gefühle an den Finanzmärkten. Trotz fehlender Verhandlungsfortschritte schaffte es die amerikanische Seite immer wieder durch vorschnelle Erfolgsmeldungen kurzfristigen Optimismus zu erzeugen, der dann kurze Zeit später durch kontraproduktive Handlungen wieder enttäuscht wurde. Erst im Dezember, kurz vor dem Inkrafttreten neuer Sonderzölle, wurde ein „Waffenstillstand“ und für den 15. Januar 2020 der Abschluss eines Vorvertrages verkündet. Damit kam die Eskalationsspirale vorerst zum Stillstand.
- Nach unzähligen Abstimmungen im Parlament, dem Scheitern der May-Regierung, Neuwahlen und einer weiteren Abstimmung unter den neuen Mehrheitsverhältnissen konnte in Großbritannien das festgefahrene Ringen um den EU-Austritt beendet werden. Der „BREXIT“ ist nun für den 31.1.2020 terminiert mit einer einjährigen Übergangsphase. Bis dahin ist noch das Austrittsabkommen mit der EU zu verhandeln, was die Wahrscheinlichkeit eines „harten BREXIT“ etwas verringert, diesen aber angesichts des knappen Zeitrahmens für die Verhandlungen nicht ausschließt.

### **Konjunkturstimmung eingetrübt, aber eine Rezession blieb bislang aus**

Gemessen an den Befürchtungen, die Anfang 2019 eine globale Rezession schon fast als sicher ansahen, ist die tatsächliche wirtschaftliche Entwicklung in den meisten Ländern im vergangenen Jahr erfreulich ausgefallen. Die Wachstumsraten (vorläufige Daten) des Bruttoinlandsproduktes (BIP) bewegten sich für die entwickelten großen Volkswirtschaften in einer Spannweite zwischen + 0,5% (Deutschland) und +2,3% (USA). Chinas BIP-Entwicklung wurde mit + 6,2% vom Handelskonflikt und der Schwäche der chinesischen Währung gebremst. Insbesondere der private Konsum, gestützt durch hohes Beschäftigungsniveau, Lohnwachstum und angespannte Arbeitsmärkte hat in nahezu allen Ländern das Wirtschaftswachstum gefördert. Die Konjunktur in exportabhängigen Ländern (z.B. Deutschland) geriet durch den Handelskonflikt mit den USA stärker unter Druck.

### **Entwicklung der Wirtschaftsstimmung in den USA (blau) und der Eurozone (rot)**



Datenquelle: Bloomberg

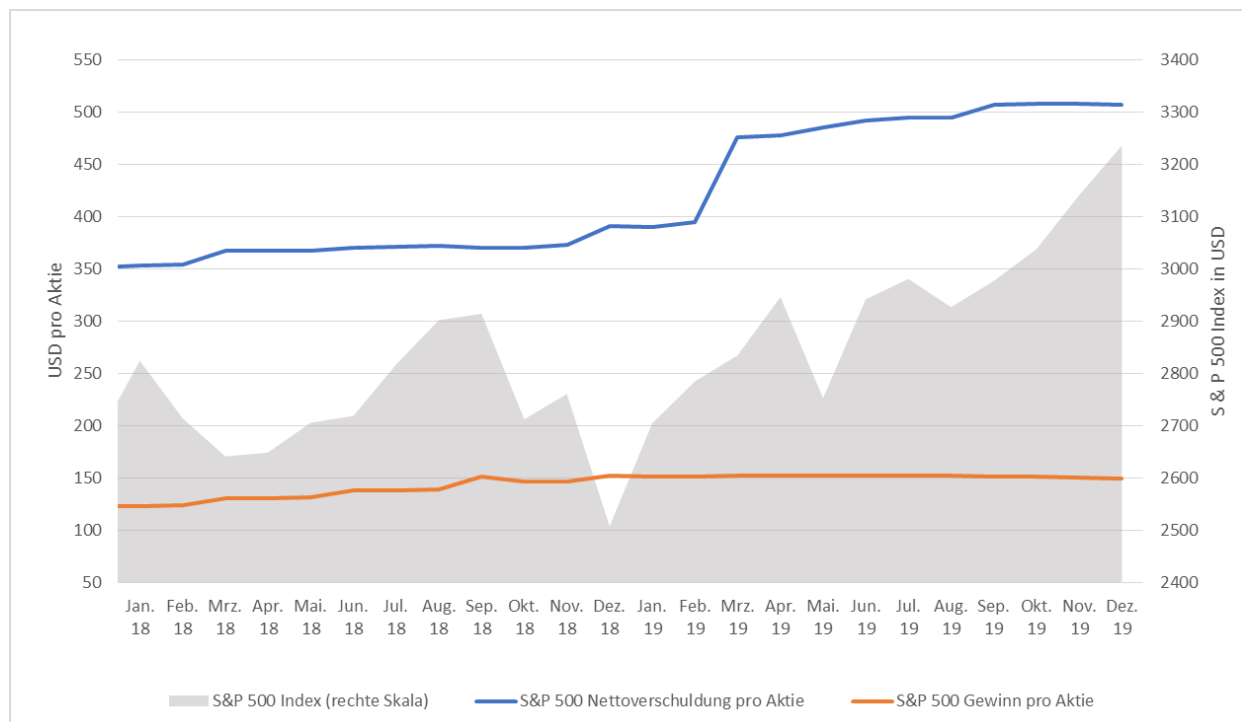
Bemerkenswert erscheint uns dabei das Auseinanderdriften der Stimmungsindikatoren ab August 2019. Zeitlich beginnt dies genau mit den Zinssenkungen durch die US-Notenbank FED – den ersten seit über 10 Jahren.

### **Aktienmärkte mit starkem Anstieg trotz stagnierender Unternehmensergebnisse**

Neben dem seit vielen Jahren bestehenden „positiven Grundrauschen“ für die Aktienmärkte – der Geldmengenausweitung durch die expansive Geldpolitik der Notenbanken – verdient eine Entwicklung genauere Betrachtung, die, auch durch die rekordniedrigen Zinsen verursacht, für weitere Kurssteigerungen bei Aktien sorgte: Der deutliche Schuldenanstieg der Unternehmen.

Schon die Entwicklung in den vergangenen zwei Jahren ist dabei aufschlussreich. So stieg zum Beispiel von Ende 2017 bis 2019 die Nettoverschuldung (Verbindlichkeiten abzüglich Finanzmittel) der im S&P 500 enthaltenen Unternehmen um rund 44%. Alleine im vergangenen Jahr belief sich der Anstieg auf fast 30%. Angesichts der sehr niedrigen Kosten für Fremdkapital macht eine höhere Verschuldung rein ökonomisch durchaus Sinn, wenn die höhere Verschuldung tatsächlich zu Investitionen in das Unternehmen führen und nicht, wie so oft, in den Rückkauf der eigenen Aktien des Unternehmens fließen würde. Diese Aktienrückkäufe führen tendenziell zu ansteigenden Aktienkursen. Die verringerte Zahl der ausstehenden Aktien sorgt dafür, dass sich der erzielte Gewinn rechnerisch auf eine kleinere Anzahl von Aktien verteilt. Der Gewinn pro Aktie kann somit ansteigen, auch wenn die tatsächlich operativ erzielten Gewinne gleich bleiben oder sogar leicht sinken! Die tatsächliche Ertragslage der Unternehmen wird dadurch auch schlechter mit den Vorjahren vergleichbar.

### **Entwicklung des US-Aktienmarktes und Entwicklung von Gewinn und Nettoverschuldung der im Index enthaltenen Unternehmen (Beispiel S&P 500)**



Datenquelle: Bloomberg

In den vergangenen zwei Jahren stand einem Anstieg der Gewinne in den S&P 500-Unternehmen von rd. 22% ein Anstieg der Aktienkurse um 21% gegenüber. 2019 blieben die Gewinne praktisch unverändert, während die Kurse um rd. 30 % stiegen. Gerade der deutliche Anstieg der Kurse im letzten Quartal 2019 dürfte als ein Vorgriff auf die zuletzt wieder stark erhöhten Gewinnschätzungen für die nächsten zwei bis drei Jahre zu verstehen sein. Die aktuelle Konsensschätzung für den S&P 500 sieht einen Anstieg der Unternehmensgewinne für 2020 um 14,4 % bzw. noch weitere 15 % bis Ende 2022. Diese Schätzungen erscheinen uns angesichts der erwarteten politischen und konjunkturellen Einflüsse recht optimistisch. Die von den Notenbanken geschaffene Liquidität bildet zu einem nicht unerheblichen Teil die Basis für diese Gewinnschätzungen. Der Eindruck, dass sich die Entwicklung der Aktienmärkte etwas von der Realwirtschaft abgekoppelt hat, drängt sich somit auf.

Wir beobachten die Entwicklung der Aktienmärkte weiterhin mit einer Portion Skepsis und geben dem vermehrten Halten von taktischer Liquidität gegenüber euphorisch hohen Investitionsquoten zum Start des neuen Jahres den Vorzug.

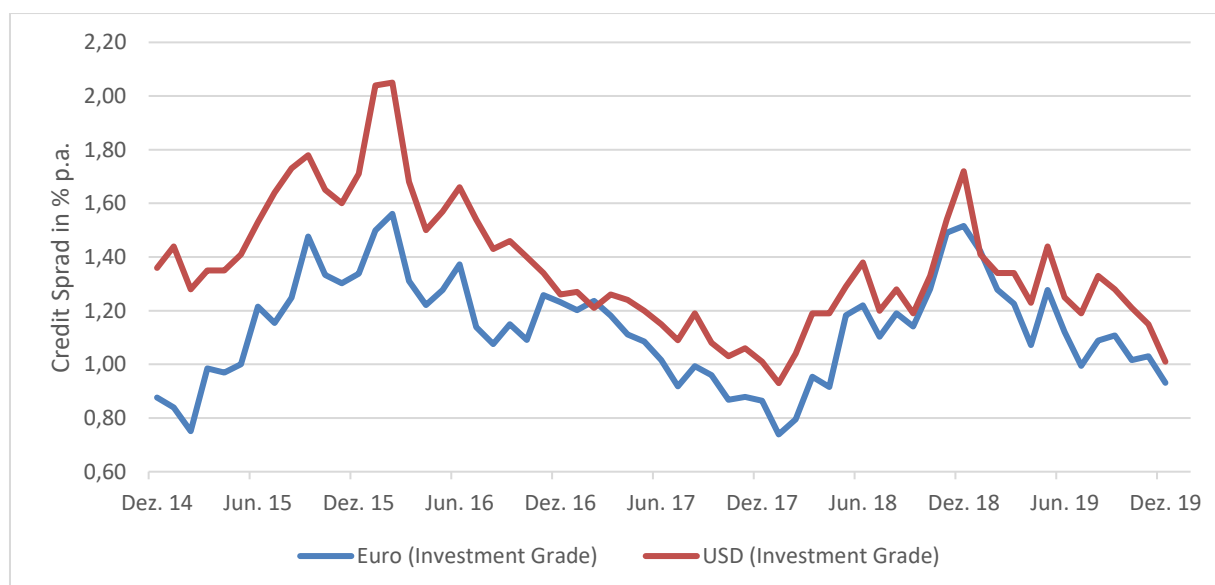
### ***Unternehmensanleihen – Renditen mit positiven Vorzeichen sind verlockend***

Anleihen von Unternehmen, im Unterschied zu Aktien (Eigenkapital, vom Unternehmenserfolg abhängiger Ertrag = Dividende), stellen Fremdkapital (vom Unternehmenserfolg unabhängiger Ertrag = Zins) dar. Neben der Zahlungsfähigkeit eines Schuldners kommt es daher vor allem auf die mit dem höheren Zins gezahlte Risikoprämie (Credit Spread) für das potentielle Ausfallrisiko an.

Die Risikoprämie hängt von der erwarteten zukünftigen Zahlungsfähigkeit des Anleiheschuldners ab. Bei steigenden Zinsen (= Finanzierungskosten) und ungünstigerem Umfeld (sinkende Umsätze, steigende Kosten, evtl. Verluste des Unternehmens) kommt es vermehrt zu Zahlungsausfällen.

Die anhaltende „Jagd nach Rendite“ durch die reichlich vorhandene Liquidität hat die Risikoprämien, nach dem kurzen Ausbruch 2018, zuletzt wieder auf ein niedrigeres Niveau zurückgeführt.

### **Entwicklung der Risikoprämien (Credit Spreads) für US-Dollar- und Euro-Unternehmensanleihen**



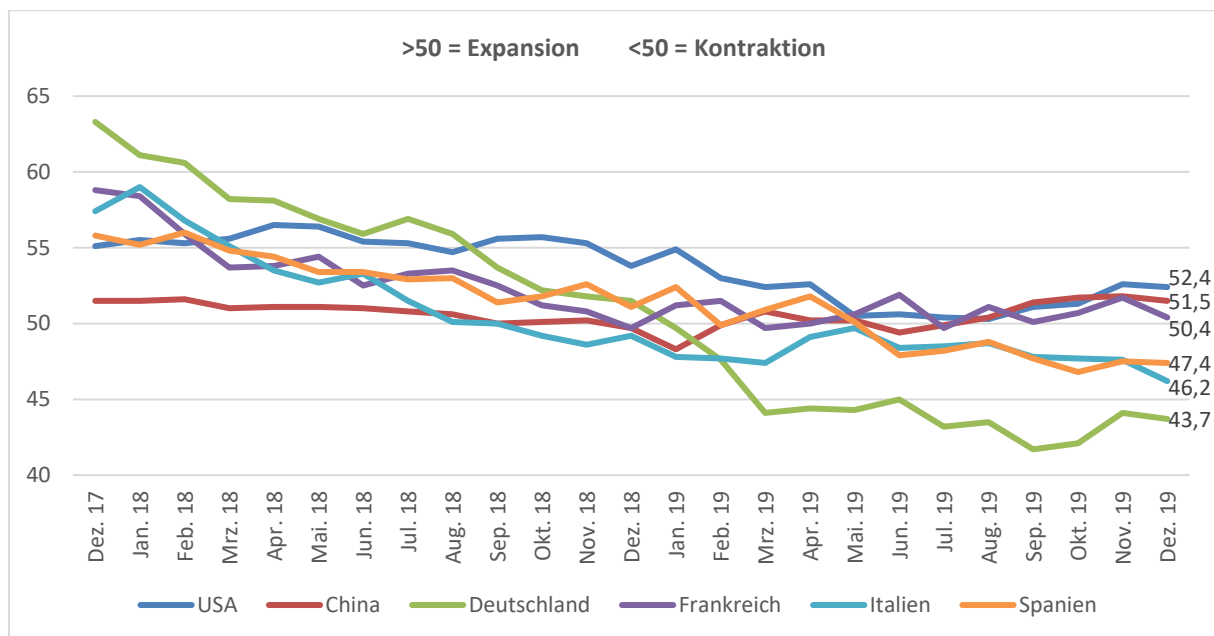
Datenquelle: Bloomberg

Die ansteigende Verschuldung von Staaten, privaten Haushalten und Unternehmen, aber auch die anhaltenden Finanzierungsdefizite in vielen öffentlichen Haushalten weltweit, sorgen für ein weiteres Aufblähen der sich bildenden „Kreditblase“. Dies ist ein für uns mit anhaltender Sorge beobachtetes Risiko. Besonderes Augenmerk richten wir dabei auf die Veränderungen in den Bonitätsratings der Schuldner. Schon seit einiger Zeit kommt es zu einem Anstieg des Anteils der Ratings im untersten Investment-Grade-Segment (BBB-), der bei einem „Kippen“ der günstigen Finanzierungsbedingungen als erstes unter starken Verkaufsdruck geraten würde. Unter den aktuellen Bedingungen halten wir dennoch sorgfältig ausgewählte Anlagen in Unternehmensanleihen noch für vertretbar. Staatsanleihen meiden wir aufgrund der oft negativen Renditen und dem Fehlen nennenswerter Risikoprämien.

### Vorerst noch keine Konjunktursorgen?

Wir gehen davon aus, dass auch in Zukunft, wie beim Aufkommen der ernsthaften Rezessionserwartungen 2018/2019 erlebt, die Notenbanken einer solchen Entwicklung mit allen verfügbaren Mitteln entgegensteuern werden. Über die etablierten geldpolitischen Instrumente hinaus können wir uns auch vorstellen, dass die Notenbanken bisher noch nicht erprobte Strategien einsetzen werden. Auch sehen wir einen sich verstärkenden Trend zu fiskalischer Impulssetzung, also dem verstärkten Investieren von staatlicher Seite. Auch 2020 wird das Konsumverhalten der privaten Haushalte entscheidend für die Konjunktorentwicklung sein. Insofern gilt es „Vorbote“ von Veränderungen wie Ausgabeverhalten und Arbeitsmarktentwicklungen genau zu beobachten.

### Frühindikatoren zur Konjunktorentwicklung – Einkaufsmanagerindizes (Industrie)



Datenquelle: Bloomberg

Die starken Rückgänge der konjunkturellen Frühindikatoren („Einkaufsmanagerindizes“ – siehe Grafik oben) in 2019 dürften sich nach unserer Einschätzung vorerst nicht wiederholen. Die Entwicklung der letzten drei Monate 2019 deutet zumindest auf eine vorläufige Stabilisierung hin.

### ***Was könnte eine Fortsetzung des positiven Trends im neuen Anlagejahr gefährden?***

Zahlreiche Ereignisse mit potentiell weitreichenden Auswirkungen auf die Finanzmärkte zeichnen sich für 2020 ab. Hier eine Auswahl der aus unserer Sicht wichtigsten:

- Der US-Präsidentschaftswahlkampf und die Wahl im November. Hier sehen wir die Gefahr, dass innenpolitische Probleme und Defizite auch mit außenpolitischen Abenteuern überdeckt werden. Auch die noch nicht abgeschlossene Kür eines Präsidentschaftskandidaten der Demokraten kann zu Verunsicherung führen, wenn ein Kandidat aus dem politisch linken Spektrum in Umfragen stärkeren Auftrieb bekäme.
- Internationale Handelsbeziehungen verschlechtern sich weiter. Das Beispiel der amerikanischen Sanktionsvorhaben gegen die an der russisch-deutschen Gaspipeline „Nord Stream 2“ beteiligten Unternehmen zeigt, dass die Hemmschwelle beim Durchsetzen nationaler Eigeninteressen weiter sinkt. Selbst ein Regierungswechsel nach der US-Präsidentschaftswahl dürfte dieses Thema nur bedingt entschärfen, da die Sanktionen von beiden Parteien in den USA befürwortet werden. Auch der noch lange Verhandlungsweg im US-China-Handelskonflikt und alle anderen Aspekte des amerikanischen Versuchs den Aufstieg aufstrebender Mächte wie China oder Russland zu behindern, wird immer wieder Störsignale für die Anlagemärkte produzieren.
- Eskalation in Nahost. Ein dabei zu erwartender starker Ölpreisanstieg würde eine derzeit völlig fehlende Inflationserwartung auslösen. Rezessionsängste, so wie Ende 2018, wären die Folge. Die Anlagemärkte würden davon in einer Phase strapaziert-hoher Bewertungen überrascht. Steigende Finanzierungskosten (Zinsen und Risikoprämien) bei gleichzeitig extrem hohen Verschuldungsniveaus müssten durch massive geldpolitische und fiskalische Maßnahmen bekämpft werden.
- Der BREXIT wird als Dauerthema 2020 erhalten bleiben. Das in kurzer Zeit zu verhandelnde und abzuschließende Austrittsabkommen und eine aufgrund der letzten Wahlergebnisse selbstbewusstere Verhandlungsführung der britischen Seite lassen einen harten BREXIT mit erheblichen Störungen des innereuropäischen Handels oder der internationalen Lieferketten immer noch möglich erscheinen.

Ungeachtet der allgegenwärtigen Risiken liefern die weltweit sehr expansiv eingestellten Notenbanken mit der reichlichen Liquiditätsversorgung von Kapitalmärkten und Wirtschaft sowie den daraus resultierenden niedrigen Zinsen eine theoretische Rechtfertigung für die hohen Bewertungsniveaus, niedrigen Ausfallraten bei Krediten und der Fähigkeit zur fortlaufenden Bedienung des angehäuften Schuldenberges.

Konjunkturrell erscheint es uns möglich, dass der Aufschwung im nach historischen Maßstäben überlangen Zyklus dank des robusten privaten Konsums und einer Stabilisierung des internationalen Handels noch einige Zeit weiter gehen kann.

**Eine Fortsetzung des positiven Trends, wenn auch mit der klaren Erwartung von Schwankungen, ist daher unser Hauptszenario für 2020.**

## **Wo wollen wir 2020 investieren?**

Wir erwarten für 2020 keine deutliche Veränderung der heutigen Marktbedingungen. Das Zinsniveau wird weltweit aus strukturellen Gründen (Verschuldungsniveau) und geldpolitischen Gründen (Zinserhöhungen erscheinen nur noch unter stark negativen Auswirkungen auf Vermögenspreise möglich) weiterhin extrem niedrig bleiben. Zusätzlicher Spielraum für Zinssenkungen dürfte in Währungsregionen mit schon bestehenden Negativrenditen wie der Eurozone, der Schweiz oder Japan und der ultimativen Anlagealternative „Bargeld“ oder „Gold“ aber nur noch äußerst begrenzt sein. Damit wird ein wichtiger Antrieb für Kursgewinne bei Anleihen 2020 entfallen.

Risikoprämien (z.B. bei Unternehmensanleihen) können nachfragebedingt noch weiter sinken und anhaltender Liquiditätsdruck wird die Preisentwicklung von Vermögenswerten wie Aktien oder Immobilien, ungeachtet erhöhter Schwankungsanfälligkeit, weiter antreiben.

Aktien stehen wir, wie oben ausgeführt, aus einer fundamentalen Bewertungssicht heraus skeptisch gegenüber. Ein möglicher, wenn auch klar opportunistischer, Grund diese Sichtweise zu ändern, wäre zum Beispiel das Auftreten neuer Käufer am Aktienmarkt: der FED oder, aufgrund der stärker reduzierten Handlungsmöglichkeiten, auch der EZB. Eine wirkliche Überraschung wäre dies jedenfalls nicht. Sowohl die Bank of Japan als auch die Schweizer Nationalbank erwerben bereits seit Jahren in großem Umfang Aktien und Aktienindexfonds.

Für die nähere Zukunft spricht einiges für eine Fortsetzung der positiven Entwicklung. Ungeachtet dessen wächst die Verschuldung von Unternehmen, Staaten und privaten Haushalten permanent weiter an und verringert die Widerstandsfähigkeit gegen ökonomische Schocks. Die Ungleichgewichte werden dabei immer größer. Gedanklich setzen wir uns daher mit den langfristigen Folgen dieser Entwicklung heute schon auseinander. Wir gehen fest davon aus, zu einem späteren Zeitpunkt darauf reagieren zu müssen.

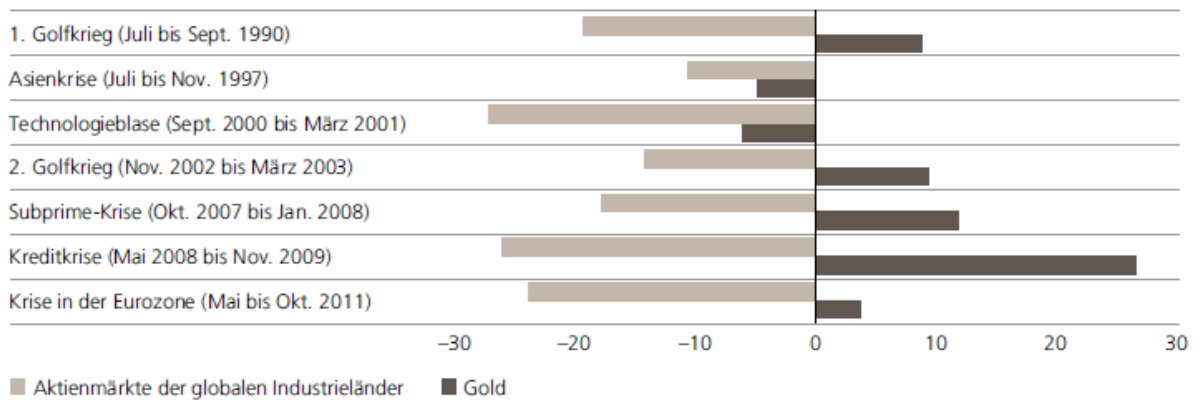
## **In den BPM-Vermögensverwaltungsmandaten wird 2020 der Anlagefokus auf den folgenden Themen liegen:**

- Multi-Asset-Strategien mit einem nachweislich erfolgreichen Risikomanagement, breit diversifiziertem und möglichst gering mit „klassischen“ Anlageformen korreliertem Portfolio.
- Hochflexible, auf bestimmte Managerkompetenzen aufbauende Anlagestrategien (sogenannte „Liquid Alternatives“).
- Strategien, die von Marktschwankungen (Volatilität) profitieren und daraus laufende Erträge erzielen können.
- Gold bleibt der wichtigste Stabilisator in den von uns verwalteten Portfolios,
  - einerseits wegen seiner Eigenschaften als „schuldenfreies Geld“ und Wertbewahrer in Krisenzeiten,
  - andererseits wegen seiner risikoausgleichenden Eigenschaften (negative Korrelation) zu Risikoanlagen, wie z.B. Aktien.



## Gold kann in Krisenzeiten überdurchschnittlich abschneiden

Performance in bestimmten Zeiträumen, in %



### Was Sie von uns erwarten können

Auch im neuen Jahr werden wir diszipliniert und umsichtig die uns anvertrauten Gelder verwalten. Unsere breit diversifizierte und im Kern antizyklische Strategie soll nicht weniger als den Schutz ihres Vermögens gewährleisten. Immer da wo es ohne substantielle Risiken möglich erscheint, werden wir gezielt Renditechancen nutzen, um Anlageerfolge zu erzielen.

Ihre

**BPM – Berlin Portfolio Management GmbH**

Januar 2020