

## Fokus

Die Konjunktur stabilisierte sich zuletzt weltweit. Für 2020 sind die Wachstumserwartungen für die wichtigsten Volkswirtschaften verhalten.

- **Schweiz:** Der KOF-Indikator liegt weiter unter seinem langfristigen Durchschnitt, und die Aussichten bleiben eingetrübt.
- **Europa:** Der Brexit steht kurz bevor: Die anschließenden Verhandlungen könnten sich auf die Konjunktur auswirken.
- **USA:** Die Aussichten sind weiterhin durchgezogen, die Stimmung in der Industrie erhielt zuletzt erneut einen Dämpfer.

### Clientis Marktkommentar

Die meisten Vorlaufindikatoren befanden sich 2019 über weite Teile im freien Fall – dies veranlasste einige Auguren, das Rezessionsgespenst heraufzubeschwören. Einige Industrieländer konnten sich ihr auch nur knapp entziehen. Die konjunkturellen Vorlaufindikatoren haben sich jedoch weitgehend auf tiefem Niveau stabilisiert, und die Weltwirtschaft konnte im vergangenen Jahr kräftiger wachsen als erwartet. Wir rechnen für das Jahr 2020 mit einem, wenn auch bescheidenen, doch positiven Wachstum der Weltwirtschaft von rund 3%. Die Aktienmärkte wurden zudem vom Rückenwind der Notenbanken unterstützt: Sowohl die amerikanische Notenbank (Fed) als auch die Europäische Zentralbank (EZB) und die japanische Notenbank (BoJ) haben ihre expansive Geldpolitik weitergeführt und bekräftigt. So erstaunt es auch nicht, dass die wichtigsten Börsen das Jahr mit einem satten Kursplus beendet haben: der amerikanische Leitindex Dow Jones Industrial mit +22,3%, der Swiss Performance Index mit einem Kurssprung von über 30% oder aber auch der breit gefasste Schwellenländerindex (MSCI Emerging Markets) mit einem Kursanstieg von rund 15%.

Börsenausblicke und Prognosen zum Wirtschaftswachstum haben zum Jahreswechsel Hochkonjunktur. So blicken auch wir gespannt, wenn auch vergebens, in unsere Kristallkugel – in der Hoffnung, darin etwas Spannendes zu entdecken. Doch auch ohne Kristallkugel zeichnen sich einige Entwicklungen ab. Die Präsidentschaftswahlen in den USA stehen Ende Jahr an. So dürfte uns Donald Trump, notabene im Wahlkampfmodus, auch in diesem Jahr beschäftigen. Eine vollständige Beilegung der Handelsstreitigkeiten zwischen den USA und China sollte deshalb nicht erwartet werden. Weiter dürften geopolitische Unruheherde (u.a. im mittleren Osten) die Nerven der Anleger ebenfalls auf Trab halten. Andererseits wird die expansive Geldpolitik der Notenbanken die Märkte weiterhin stützen – steigende Zinsen werden in den nächsten 12 bis 18 Monaten nicht erwartet. Aufgrund der bereits stattlichen Bewertungen empfehlen wir Anlegern, im Jahr 2020 ein besonderes Augenmerk auf eine breite Vermögensallokation zu legen – insbesondere diversifizierenden Anlagen wie Immobilien und Gold sollte eine besondere Bedeutung zukommen.

# Globale Konjunktur

## USA: Stimmung in der Industrie im Keller

Die Konjunkturdynamik der US-Wirtschaft hat im Verlauf des vergangenen Jahres nachgelassen (**Abb. 1**), und die Aussichten sind eingetrübt. Die Stimmung in der Industrie erhielt im Dezember nochmals einen Dämpfer, der entsprechende Einkaufsmanagerindex gab – entgegen der Erwartungen – erneut nach und notiert aktuell bei 47.2 Punkten. Indexstände unter 50 Punkte signalisieren für die kommenden drei bis sechs Monate eine Kontraktion in den entsprechenden Wirtschaftsbereichen.

Trotzdem gehen Ökonomen für 2020 von einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts (BIP) um 1,5% bis 2% aus. Zum einen ist die Stimmung im Dienstleistungsbereich weiterhin stabil im expansiven Bereich, zum anderen bleiben auch die Konsumenten bislang optimistisch. Letztere sind eine wichtige Stütze für die US-Konjunktur, denn der private Konsum macht etwa 70% der gesamten Wirtschaftsleistung aus. Wie der Handelsstreit mit China ausgeht, ist aber weiter offen. Der Konflikt bleibt ein Risikofaktor für die Konjunktur der USA und die globale Wirtschaft.

## EU: Brexit steht kurz bevor

Nach dem deutlichen Wahlsieg von Boris Johnson im Dezember ist der Brexit am 31. Januar so gut wie sicher. Der Austritt der Briten aus der EU ist dabei das eine, die anschließenden Verhandlungen das andere. Es ist davon auszugehen, dass auch bei diesen vieles nicht rundlaufen wird und die Begleiterscheinungen der Konjunktur in Europa noch den einen oder anderen Seitenhieb verpassen werden. Positiv ist, dass sich die Stimmung nicht weiter verschlechtert hat und die Lage auf dem Arbeitsmarkt stabil ist (**Abb. 2**). Das BIP der Euro-Zone sollte somit auch 2020 um rund 1% wachsen.

## Schweiz: Grosse Sportereignisse verzerren das Bild

Die Aussichten bleiben auch für die Schweizer Wirtschaft eingetrübt. Der KOF-Indikator liegt trotz seinem Anstieg im Dezember weiter unter seinem langfristigen Durchschnitt, und der Einkaufsmanagerindex bewegt sich um die kritische 50-Punkte-Marke (**Abb. 3**). Dennoch dürfte das Schweizer BIP im laufenden Jahr um fast 1,5% zulegen. Dies hängt unter anderem mit internationalen Sportereignissen zusammen, da die mit diesen zusammenhängenden Geldflüsse die Statistik verzerren. Diese werden nämlich in dem Land verbucht, wo IOC, FIFA & Co. ihren Sitz haben. Blendet man diese Verzerrungen aus, erachten Marktexperten für 2020 einen Anstieg des BIP um gut 1% als realistisch.

Abb. 1: USA – Einkaufsmanagerindex Industrie

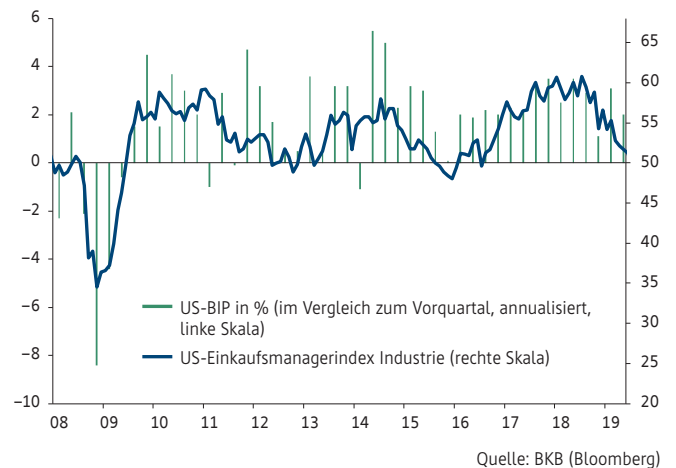


Abb. 2: Euro-Zone – Arbeitslosenquote in %

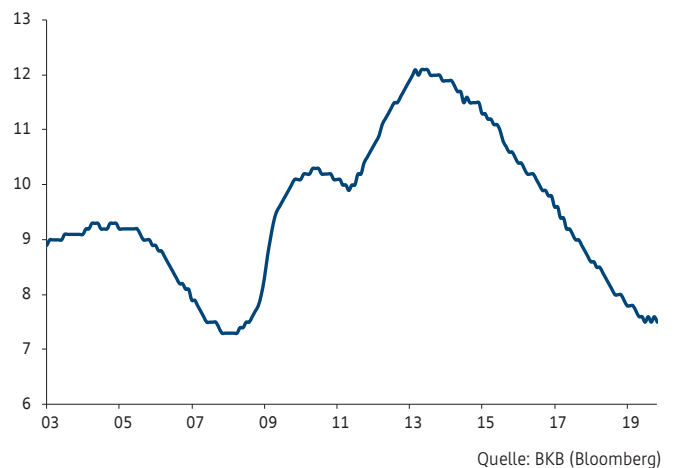
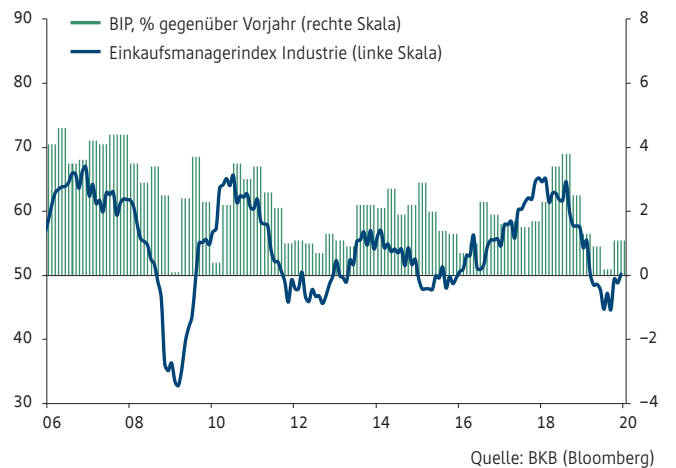


Abb. 3: Schweiz – Frühindikator und BIP



# Zinsen, Währungen und Immobilienmarkt

## Fed deutet für 2020 unveränderte Geldpolitik an

Die Fed hat an ihrer Sitzung im Dezember entschieden, den Leitzins unverändert zu lassen. 13 der 17 Währungshüter rechnen zudem bis mindestens 2021 nicht mit Veränderungen bei den Zinsen. Aus Sicht der Fed bleiben die Konjunkturaussichten trotz den globalen Entwicklungen und bestehenden Risiken positiv. Im Laufe des vergangenen Jahres hat sich die Sichtweise der Fed-Mitglieder bezüglich der Zinsentwicklung zur Erreichung ihrer Ziele wesentlich geändert. Deshalb hat die Fed im Verlauf von 2019 den US-Leitzins dreimal um 0,25 Prozentpunkte gesenkt, um die Auswirkungen der globalen Entwicklungen auf die US-Wirtschaft abzufedern. Darüber hinaus wurde der Inflationsdruck unerwartet gedämpft. Dies bestärkt die Fed-Mitglieder insgesamt darin, dass der aktuelle geldpolitische Kurs ein nachhaltiges Wachstum, einen starken Arbeitsmarkt und die Inflation nahe des Fed-Ziels unterstützen soll.

## Unveränderte Geldpolitik auch bei EZB und SNB

Die EZB hat, unter Führung ihrer neuen Chefin Christine Lagarde, beschlossen, die ultralockere Geldpolitik fortzuführen. Angesichts der verhaltenen Inflationsaussichten sei eine sehr expansive Geldpolitik nach wie vor notwendig. Die EZB ist gewillt, alle ihre Instrumente anzupassen, um eine nachhaltige Annäherung an ihr Inflationsziel zu erreichen. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat sich ebenfalls entschieden, ihren Leitzins nicht zu ändern. Sie hält ihre expansive Geldpolitik angesichts der niedrigen Inflationsaussichten in der Schweiz weiterhin für erforderlich.

## Ausblick

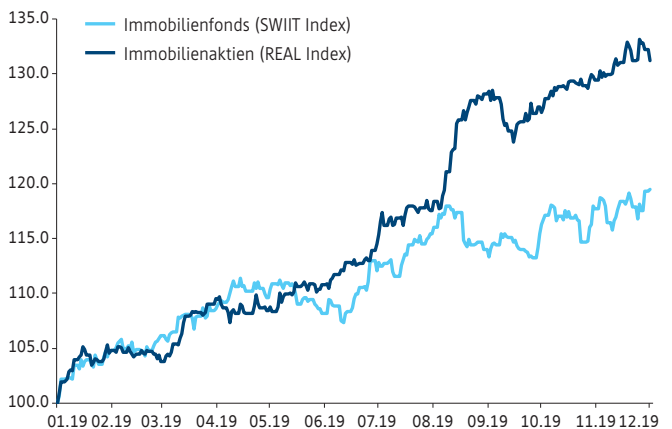
In Anbetracht der verhaltenen Inflation sowie der konjunkturellen Risiken haben im vergangenen Jahr verschiedene Zentralbanken ihre Geldpolitik gelockert. Dabei liessen sie durchblicken, dass ihre Leitzinsen voraussichtlich noch für längere Zeit auf tiefem Niveau bleiben werden. Für das Jahr 2020 rechnen Marktbeobachter nicht mit grossen Veränderungen bei den Zinsen. Bei den 10-jährigen Schweizer Staatsanleihen ist weiterhin von negativen Renditen auszugehen. Gegenüber dem USD und EUR bleiben die Prognosen unverändert bei 1.00 CHF je USD bzw. 1.15 CHF je EUR.

## Schweizer Immobilienanlagen: Sehr gutes 2019

Die kotierten Schweizer Immobilienanlagen haben das Jahr 2019 mit einem sehr guten Ergebnis abgeschlossen. Seit Jahresbeginn erwirtschafteten kotierte Immobilienfonds knapp 21%, die gelisteten Immobilienaktien sogar beinahe 37% (**Abb. 1**). Damit jedoch nicht genug. Das Sahnehäubchen dieser Entwicklung ist, dass sie ohne nennenswerte Rückschläge zustande kam. Nur im Frühjahr stockte das Marktgeschehen etwas. Im Dezember legten Immobilienfonds um 1,1% und Immobilienaktien um 3,6% zu. Über das Jahr hinweg fanden regelmässig Kapitalmarkt-Transaktionen statt. Diese wurden jeweils sehr gut vom Markt aufgenommen, was eine sehr robuste Nachfrage nach Immobilienanlagen dokumentiert.

Aufgrund der Kursanstiege sind die Agios bei den Fonds aktuell sehr hoch. Die Kursaufschläge der Wohnimmobilienfonds bleiben über denen der kommerziellen Immobilienfonds. Ein wesentlicher Treiber für die Entwicklung der Immobilienanlagen ist nach wie vor die Zinsentwicklung. Negative Renditen am Anleihenmarkt zwingen Investoren zur Suche nach Alternativen. Bei Immobilien sind die Ausschüttungsrenditen im Vergleich zu deutlich negativ rentierenden 10-jährigen Schweizer Staatsanleihen nach wie vor attraktiv. Investoren lassen sich daher auch durch das durchaus herausfordernde Marktumfeld kaum abschrecken.

**Abb. 1: Entwicklung Schweizer Immobilienanlagen**



Quelle: BKB (Bloomberg)

# Aktienmarkt

## 2019 – ein hervorragendes Aktienjahr

Das vergangene Jahr hat sich für Aktienanleger als herausragend erwiesen. Insbesondere in den Industrieländern können alle Aktienmärkte auch währungsbereinigt auf eine deutlich positive Aktienperformance zurückblicken. Der Schweizer Aktienmarkt erzielte mit 30,6% im Swiss Performance Index SPI die zwölftbeste Kalenderjahresperformance ab Verfügbarkeit der Daten vom Jahr 1926 an.

### Jährliche Aktienmarktrenditen (Schweiz, 1926–2019)

-40% bis -30%:	1931, 1974, 2008
-30% bis -20%:	1987, 2001, 2002
-20% bis -10%:	1935, 1939, 1957, 1962, 1966, 1970, 1973, 1981, 1990
-10% bis 0%:	1929, 1930, 1934, 1943, 1948, 1963, 1964, 1965, 1978, 1994, 2007, 2011, 2016, 2018
0% bis 10%:	1932, 1933, 1937, 1938, 1940, 1942, 1944, 1946, 1947, 1950, 1952, 1955, 1956, 1969, 1976, 1977, 1980, 1984, 1986, 2004, 2010, 2015
10% bis 20%:	1945, 1949, 1951, 1953, 1971, 1979, 1982, 1991, 1992, 1996, 1998, 1999, 2000, 2012, 2014, 2017
20% bis 30%:	1926, 1927, 1928, 1954, 1958, 1959, 1972, 1983, 1988, 1989, 1995, 2003, 2006, 2009, 2013
30% bis 40%:	1941, 1968, 2005, 2019
40% bis 50%:	1960, 1961, 1967, 1975
50% bis 60%:	1936, 1993, 1997
60% bis 70%:	1985

Ø Rendite p.a.: 7,9%, 69% positiv, 31% negativ

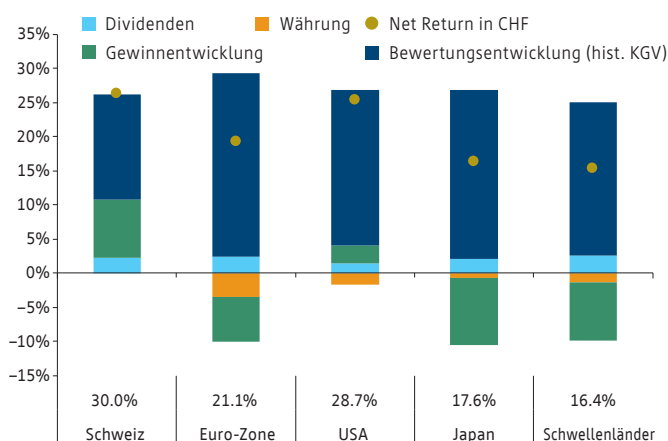
### Performanceanstieg dank höherer Bewertungsniveaus

Der Performanceauftrieb an den Aktienmärkten ist angesichts der verhaltenen Entwicklung der Fundamentaldaten, speziell der rückläufigen Gewinnmargen und des mageren Gewinnwachstums in den meisten Regionen, bemerkenswert. Die guten Aktienergebnisse sind im Wesentlichen auf gestiegene Bewertungen zurückzuführen (**Abb. 1**). Die Kurs-Gewinn-Verhältnis-Kennzahlen sind in allen grossen Aktienmärkten deutlich höher als vor einem Jahr. Der Anstieg der Bewertungsniveaus ist der Kehrtwende der grossen Notenbanken zu verdanken, die im vergangenen Jahr wieder deutlich expansiver geworden sind und für niedrigere Zinsniveaus gesorgt haben. Mit niedrigeren Zinsen wird der Gegenwartswert der diskontierten künftigen Aktienerträge höher. Somit lassen sich höhere Bewertungsniveaus rechtfertigen.

Für 2020 rechnen Ökonomen nicht mit einer Wiederholung des Kursfeuerwerks an den Aktienmärkten. Zum einen sind seitens der Notenbanken wenig neue Impulse zu erwarten, zum anderen ist davon auszugehen, dass sich die Konjunktur zwar positiv, aber weiterhin verhalten entwickeln wird. In einem solchen Umfeld werden auch die Unternehmensgewinne nicht in den Himmel wachsen können. Für 2020 ist daher zwar mit positiven, aber unterdurchschnittlichen Aktienrenditen zu rechnen.

### Abb. 1: Beiträge zur regionalen Aktienperformance (MSCI) in CHF im Kalenderjahr 2019

Grafik basierend auf log-Renditen



Quelle: BKB (Bloomberg/MSCI)