



ELLWANGER.GEIGER

PRIVATBANKHAUS SEIT 1912

Kapitalmarktausblick 2020

Mit Blick auf das ökonomische Umfeld in Deutschland und die weltpolitischen Spannungen läge der Schluss nahe, dass Anleger sich in gedrückter Stimmung befänden. Doch weit gefehlt: die Kurse entwickelten sich 2019 sogar ausgesprochen gut – weit besser als es sogar Optimisten vor einem Jahr erwarteten. Bei Betrachtung der Abbildung auf dieser Seite wird eine zunehmende Diskrepanz zwischen der Gewinnentwicklung der Unternehmen – von denen die Aktienkurse langfristig bestimmt werden- und des Verlaufs etwa des Aktienindex S&P 500 sichtbar. Dabei stellt sich die Frage, ob die Anleger inzwischen so mutig geworden sind, dass sie sich von Negativereignissen nicht mehr erschrecken lassen. Oder gibt es andere Gründe für diese erstaunliche Entwicklung? Rückblickend bestimmten folgende

Mutig oder abgestumpft?

Faktoren 2019 das Marktgeschehen: Um die Jahreswende 2018/19 waren die Befürchtungen groß, dass die bis dahin restriktive Geldpolitik der amerikanischen Notenbank – diese hatte angekündigt, die Zinsen 2019 noch weiter zu erhöhen – zu einer Rezession führen würde. Außerdem wollte es bei den Ver-

handlungen zur Beilegung des Handelsstreits zwischen den USA und China nicht vorangehen. Daneben zeichneten sich weitere Handelskonflikte etwa zwischen den USA und Europa ab. Weiter tat die „Brexit“-Unsicherheit ihr Übriges. Vor allem in exportorientierten Ländern wie Deutschland schien die Schwäche der Industrie auf die Gesamtwirtschaft überzugreifen. Doch dann entschloss sich die Federal Reserve Bank, die Zentralbank der Weltleitwährung US-Dollar, ihren bis dahin verfolgten Zinssteigerungskurs radikal zu ändern. Sie begann vor dem Hintergrund der oben genannten Gefahren die Zinsen zu senken. Diese Kehrtwende führte an den Kapitalmärkten zu einem breiten Zinsrückgang und zu einer deutlichen Erholung der Aktien- und Anleihenmärkte bis ins Frühjahr hinein. Im Sommer verschreckten dann immer wieder neue Eskalationsschritte im Handelsstreit. Ab Ende August beendete die Federal Reserve ihre Maßnahmen zum Liquiditätsabbau und begann wieder vorsichtig Geldmarktpapiere aufzukaufen. Trotzdem kam es im September zu einer überraschenden Liquiditätsklemme am US-Dollar-Geldmarkt. Sofort setzte die Fed riesige, als vorübergehend apostrophierte, Liquiditätshilfen in Gang, die inzwischen jedoch zum Dauerzustand geworden sind.

Die ab Oktober beginnende Annäherung der USA und China im Handelsstreit verhinderte die für Mitte Dezember angekündigten Zollerhöhungen. China verpflichtete sich im Gegenzug, in gro-

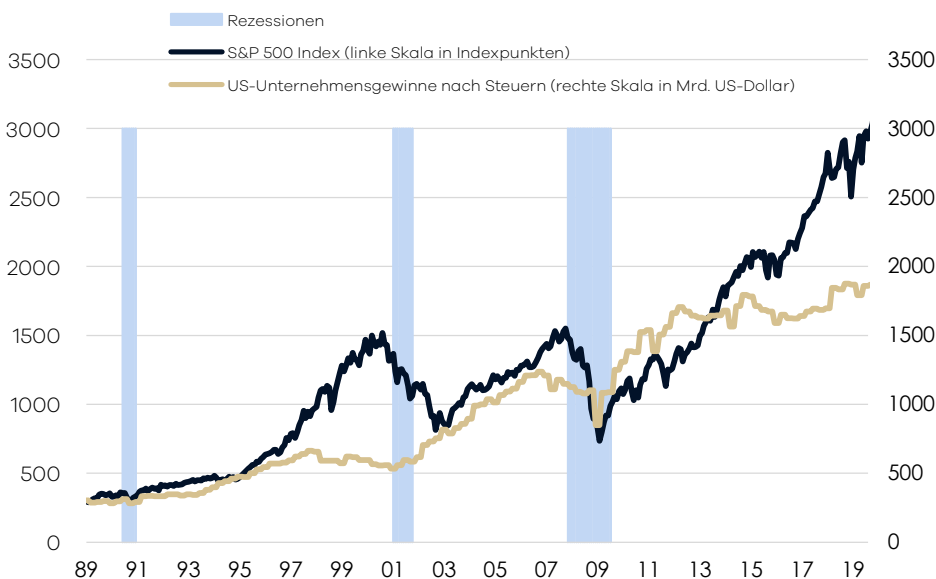


Abb. 1: US-Aktien vs. Unternehmensgewinne von US-Unternehmen, eigene Darstellung, Quelle: Bloomberg





ßem Umfang amerikanische Waren (v.a. landwirtschaftliche Produkte) zu importieren. Der erste Teil, der mühsam herbeigeführten Abmachungen sieht aber entgegen erster Erwartungen kaum eine Senkung der erhöhten Zölle vor. Dies soll erst im Rahmen der nächsten Verhandlungen vereinbart werden. Abflauende Handelsstreitigkeiten nährten Hoffnungen, diesen Bremsklotz für die Weltwirtschaft zu beseitigen. So zogen die Kurse erneut an und erreichten zum Jahresende ihre höchsten Stände.

Es stellt sich nun die Frage, ob diese Aspekte zur Erklärung der Kurssteigerungen vollkommen ausreichen. Aus unserer Sicht nicht wirklich. Insgesamt enttäuschten die Unternehmensgewinne nämlich klar. Die Kursanstiege beruhen also alleine auf einer höheren Bewertung, welche die Anleger den Unternehmen zubilligten.

Bei den Korrekturen an den Aktienmärkten im vergangenen Jahr fällt unter dem Mikroskop folgendes auf: Jedes Mal, wenn die Aktienindizes dabei waren, wichtige Unterstützungen nach unten zu durchbrechen oder knapp unterschritten hatten, kam es punktgenau zu wichtigen, stützenden Aussagen seitens verschiedenster Marktakteure. Sei es ein positiver Tweet des US-Präsidenten, die Äußerung eines wichtigen Zentralbankratmitgliedes oder auch eine Meldung aus China, dass beabsichtigt werde, das Wachstum zu stimulieren oder den Handelskonflikt nicht eskalieren zu lassen. Die nachvollziehbare und vorhandene Skepsis vieler Anleger ist der Grund, weshalb bis in den Herbst Käufe oft zurückgestellt wurden. Die genannten verbalen Interventionen fielen deshalb auf fruchtbaren Boden bei Anlegern mit zu niedrigen Aktienquoten. Diese stoppten ihre Verkäufe und die Kurse erholten sich, was wiederum andere Investoren

mit zu hohen Barreserven in Zugzwang brachte zu kaufen. Im Ergebnis schloss das Jahr 2019 als eines der guten Börsenjahre im zu Ende gegangenen Jahrzehnt. Aus der allgemeinen Skepsis ist inzwischen breiter Optimismus geworden. Analysen lassen darauf schließen, dass Investoren nun mit folgenden Szenarien rechnen.

Mögliche Szenarien

___ Keine Zinserhöhungen – eher weitere Zinssenkungen und ggf. Wertpapierkäufe durch die Notenbanken.

___ Eine Einigung im großen Handelskonflikt USA-China – zumindest keine neue Eskalation.

___ Der um seine Wiederwahl kämpfende US-Präsident wird alles tun, um die Wirtschaft und die Aktienmärkte, an deren Stand er sich ja immer wieder misst, in Schwung zu halten.

___ Die chinesische Regierung schafft es, die Wirtschaft weiter erfolgreich zu stützen und zu lenken.

___ Die staatliche Ausgabenpolitik in der EU wird unter der Führung von Deutschland expansiver.

___ Der nun beschlossene „Brexit“ verläuft ohne große Friktionen.

___ Es gibt keine allzu gravierenden Eskalationen in den Krisenherden in Nahost, Asien oder Afrika.

___ In der Folge wird daher eine Verbesserung der weltwirtschaftlichen Wachstumsaussichten erwartet. Die noch vor wenigen Monaten vielfach befürchtete Rezession gilt als abgesagt.

___ Die Unternehmensgewinne werden um ca. 10% steigen – und dies von ihrem zumindest in den USA historisch hohen Niveau aus.

Euphorie macht sich also nicht breit aber es besteht ein allgemeiner, positiver Konsens. Nett umschreiben würden es Kölner mit ihrem berühmten Spruch „Et hätt noch immer jot jejange“. Psychologisch ist diese Haltung allerdings ein Warnzeichen. Selten sind es allgemeine Erwartungen, die an der Börse zur Realität werden. Erstens kommt es bekanntlich meistens anders und zweitens als man denkt.

Vorsicht ist daher aus unserer Sicht geboten. Interessant ist, dass der Absatz vieler Crash-Bücher in der letzten Zeit gerade in Deutschland zunahm. In diesen werden viele ernstzunehmende Probleme und Fehlentwicklungen thematisiert. Allerdings wird dabei die Fingigkeit unserer Politiker und vor allem Zentralbankmitglieder unterschätzt, die Entwicklungen einigermaßen im Griff zu behalten. Wenn weltweit so viel Schwarzmalerei betrieben werden würde wie hierzulande, bestünde kein Anlass zur Sorge um die Kapitalmärkte. Insofern scheint es sich eher um ein Phänomen in den deutschsprachigen Ländern zu handeln. In Amerika und Asien ticken die Uhren ohnehin anders.

Im Folgenden wird versucht, den aufgeführten Gründen für die positiven Erwartungen „auf den Zahn zu fühlen“.

___ Es scheint zu einfach, den Handelskrieg zumindest für eingedämmt zu halten. Letztlich steckt hinter den Auseinandersetzungen der Kampf um die ökonomische Vorherrschaft in der Welt. Es sieht nach einem „Modus Vivendi“ aus, d.h. einem erträglichen Zusammen-



leben. So kann größerer Schaden verhindert werden. Eine nachhaltige, dauerhafte Entspannung wird es nicht geben. Die Unruhen in Hongkong, mit ihrer Ausstrahlung auch nach Taiwan, machen eine Lösung noch unwahrscheinlicher.

_____ Viele Möglichkeiten, die US-Wirtschaft weiter anzukurbeln – etwa mit Steuersenkungen für die Mittelschicht, Infrastrukturprogrammen usw. hat die Regierung Trump nicht. Erstens verbietet dies das trotz gut laufender Konjunktur noch immer ca. 1 Bio Dollar pro Jahr betragende Haushaltsdefizit und zweitens kontrollieren die Demokraten seit den Zwischenwahlen 2018 das Repräsentantenhaus. Das von dort ausgehende Amtsenthebungsverfahren ist ein Indiz dafür, dass von dieser Seite keine Unterstützung für Trump zu erwarten ist. Nicht auszuschließen ist, dass der begonnene Wahlkampf einen ganz anderen Ausgang als die von Anlegern erwartete Wiederwahl von Präsident Trump nimmt. Denkbar ist, dass ein der Marktwirtschaft kritisch gegenüberstehender Präsident (z.B. Sanders) oder eine Präsidentin (z.B. Warren) ins Weiße Haus einzieht. Auch ein möglicher Präsident Biden, der als gemäßigt, gilt müsste der weit nach links gerückten Demokratischen Partei Rechnung tragen. Nur weil der Satz „politische Börsen haben kurze Beine“ sich historisch als zutreffend erwies, muss dies für die Zukunft nicht so bleiben. Im Übrigen gilt dieser Satz hauptsächlich für die USA. In anderen Ländern haben Politikwechsel oft zu grandiosen bzw. desastösen Entwicklungen geführt. Viele Politikbeobachter rechnen zwar damit, dass der neue Präsident der alte sein wird, der Senat aber künftig – wie jetzt schon das Repräsentantenhaus – ebenfalls von den Demokraten kontrolliert werden wird.

_____ Der mit der EU abgeschlossene Ausstiegsvertrag des Vereinigten Königreiches bedeutet noch lange nicht, dass es in der Zeit bis zum Jahresende möglich sein wird, ein Abkommen zu verabschieden, das weiter gute Wirtschaftsbeziehungen ermöglicht. Die EU will es den Briten erklärtermaßen möglichst schwer machen. Diese wiederum wollen nicht faktisch im Status Quo eingebunden bleiben. Für Streit ist sicher gesorgt. Eine mögliche längere Übergangsfrist scheint vermutlich die beste Option zu sein.

_____ Die Zinsen werden tendenziell so lange niedrig bleiben, wie es nicht zu einem nennenswerten Anstieg der Inflation über die Zielmarke von 2% hinaus kommt. Dies entspricht auch dem Ansinnen der Regierungen und Notenbanken. Damit würde der Anlagenotstand weiter aufrechterhalten bleiben. Jedoch hat Europa bereits erkannt, dass Negativzinsen nicht nur für das Bankensystem toxisch sind, sondern auch der Wirtschaft allgemein mehr schaden als nützen. So sind die starken Immobilienpreissteigerungen inzwischen zu einem Politikum geworden. Die neue EZB-Präsidentin Lagarde hat bereits eine generelle Strategieüberprüfung der Geldpolitik angekündigt. Sie wird unter dem Druck der kritischen Öffentlichkeit nach Möglichkeiten suchen, diesen Irrweg ohne Gesichtsverlust zu verlassen. Schweden hat einen Versuchsballon gestartet und trotz der schwachen Wirtschaftsentwicklung im Dezember den negativen Einlagensatz abgeschafft. Falls die EZB nicht auch noch anfängt, Aktien zu kaufen, wie es die schweizerische oder die japanische Notenbank vormachen, dann sind die Möglichkeiten der Geldpolitik limitiert. Ökonomen sprechen in diesem Zusammenhang von der „Reversal Rate“ der Geldpolitik. Das ist der Negativ-Zins-

satz ab dem die Wirtschaft insgesamt Schaden nimmt. Nicht umsonst hat Frau Lagarde, wie ihr Vorgänger Draghi, die Regierungen aufgefordert, endlich fiskalische Maßnahmen (Ausgabensteigerungen, Steuersenkungen etc.) umzusetzen.

_____ Die chinesische Regierung hat beide Rezepte wiederholt mit Erfolg angewendet und versucht so, einen gangbaren Mittelweg zu finden. Weder ist eine breite Ankurbelungspolitik wie 2009 angedacht- noch soll eine Quasi-Rezession riskiert werden. Letztere würde wahrscheinlich eine negative Eigendynamik mit schwerwiegenden Folgen in Gang setzen, was auch die Kommunistische Partei in Bedrängnis bringen würde. Das Wachstum in China wird sich verlangsamen aber immer noch unterstützend für die Weltwirtschaft wirken.

Es ist offensichtlich, dass es für die Verantwortlichen in Politik und Zentralbanken immer schwieriger wird, die Wirtschaft und vor allem die inzwischen an Stimuli gewöhnten Anleger, ohne neue, abenteuerliche Wege zu beschreiten, bei Laune zu halten. „The show must go on!“ ist das Motto. Den Entscheidern ist klar, dass es nicht zu einer tiefen Rezession kommen darf. Für Anleger ist dies eine äußerst schwierige Gemengelage. Auf der einen Seite drohen Negativzinsen und anhaltende Kaufkraftverluste. Auf der anderen Seite gehen die Chancen, weiter auf der Welle der Vermögenspreisinflationierung mitzureiten, mit zunehmenden Kursrisiken einher.



Wir lieben gute Strategien.

Deshalb unterstützen wir ab sofort die Handballer des TV Bittenfeld, die nun schon die dritte Saison in Folge in der Bundesliga antreten. Mit etwas Glück können Sie das Spiel des TVB gegen HBW Balingen-Weilstetten in der Porsche-Arena live verfolgen: Wir verlosen vier Tickets unter den ersten 100 Einsendern einer E-Mail mit dem Betreff „TVB“ an veranstaltung@privatbank.de.

Wir wünschen dem TVB eine weiterhin erfolgreiche Saison 2019/2020.

Impressum, Wichtige Hinweise

KONTAKT

BANKHAUS ELLWANGER & GEIGER AG

Michael Beck

Leiter Asset Management /Redaktion

www.privatbank.de/

kapitalmarkt

Ausgabe Januar 2020

Amtsgericht Stuttgart, HRB 766641

Vorstand: Dr. Volker Gerstenmaier,

Harald Brenner

Aufsichtsratsvorsitzender: Lars Hille

HINWEISE

Die Darstellungen geben die aktuellen Meinungen und Einschätzungen zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder. Sie können ohne Vorankündigung angepasst oder geändert werden. Die enthaltenen Informationen wurden sorgfältig geprüft und zusammengestellt. Eine Gewähr für Richtigkeit und Vollständigkeit kann nicht übernommen werden. Bei den Performancedarstellungen handelt es sich um die Betrachtung früherer Wertentwicklungen. Diese Angaben, Vergleiche und Betrachtungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Entwicklungen. Trotz eines erfahrenen Portfoliomanagements mit umfassendem und aktivem Managementansatz lassen sich auch bei breiter Streuung insbesondere die Risiken von Kursschwankungen, die Länder- und Bonitätsrisiken der Emittenten sowie Währungsrisiken nicht ausschließen. Auch ein bisher bewährter Analyseansatz garantiert keine zukünftigen Anlageerfolge. Angegeben ist die Nettowertentwicklung unter Berücksichtigung der in unserer Ellwanger.Geiger Vermögensstrategie Aktien bzw. Anleihen anfallenden Gebühren und Entgelten. Die Informationen sind keine Anlageberatung, Empfehlung oder Finanzanalyse. Für individuelle Anlageempfehlungen und umfassende Beratungen stehen Ihnen die Berater unseres Hauses gerne zur Verfügung. Die Urheberrechte für die gesamte inhaltliche und graphische Gestaltung liegen beim Herausgeber und dürfen gerne, jedoch nur mit schriftlicher Genehmigung, verwendet werden.

