

# Herausforderungen 2020 – Szenarien für Anleger im Tiefzinsumfeld

Anleger müssen sich auch 2020 auf ein herausforderndes Umfeld einstellen. Das rekordtiefe Zinsniveau dürfte Investoren ebenso begleiten wie ein holpriges konjunkturelles Umfeld, protektionistische Tendenzen und geopolitische Spannungen. Es gibt aber auch Chancen für das Anlagejahr 2020: Wir sehen weiterhin Potenzial bei Aktien und in ausgewählten Obligationenmärkten.

## Sinkende Zinsen und steigende Unsicherheit

Vor einem Jahr haben wir die drei Kernthemen Wachstumsverlangsamung, eine Pause bei der Zinswende und defensive Qualität bei Aktien definiert. Die drei Grundeinschätzungen haben sich bewahrt, wobei die Wachstumsverlangsamung im Verlauf des Jahres immer mehr in den Fokus rückte. Der Elefant im Raum war 2019 denn auch der Handelskonflikt zwischen den USA und China. Der Zwist der beiden Grossmächte hat den Abschwung in der Industrie verstärkt und sich im Jahresverlauf stetig akzentuiert. Sichtbar wird diese Entwicklung in den Vorlaufindikatoren der Industrie, die sich global abgeschwächt haben.



«Anleger müssen 2020 in Szenarien denken, um Chancen zu nutzen und Risiken zu meiden.»

Alex Müller, Chief Investment Officer

## Drei Szenarien für 2020

Für das kommende Jahr identifizieren wir drei mögliche Szenarien und zeigen auf, wie sich Anleger darauf ausrichten können. Wichtig werden einmal mehr der Mix im Portfolio und die Selektion in den einzelnen Anlagen sein. Anleger sollten aktiv agieren und ihr Portfolio je nach Szenario im Verlauf des Jahres anpassen.

## Konjunkturzyklus noch intakt

In unserem Basisszenario gehen wir von einer weiteren Beruhigung der konjunkturellen Lage aus. Nebst ermutigenden US-Zahlen der letzten Wochen scheint auch global der Sturm etwas abzuflauen. Die neusten Zahlen nähren die Hoffnung, dass die Stimmung in der Industrie global langsam einen Boden findet.

Es bleibt vorerst noch zu hoffen, dass sich das Dienstleistungsgewerbe dem Abschwung entziehen kann und die Beruhigung des Handelsstreits für Rückenwind sorgt. Die durch das tiefere Zinsniveau verbesserten Finanzierungsbedingungen dürften Schlimmeres verhindern. Auch lassen andere Indikatoren den Schluss zu, dass die Industrie langsam wieder Tritt findet. Wir gehen daher von einer weiteren Beruhigung der wirtschaftlichen Grosswetterlage aus. Unterstützend wirken weiterhin die Zentralbanken: Die dritte Zinssenkung der US-Notenbank FED im Oktober 2019 wurde von den Anlegern positiv aufgenommen und bestätigt die Unterstützung durch die Zentralbanken. Ebenso bleibt die europäische Zentralbank EZB weiterhin expansiv, die Zinsen hierzulande bleiben auf absehbare Zeit tief.

Das Risikoszenario umfasst eine weitere Verschärfung der Situation und damit einen deutlichen konjunkturellen Einbruch. Unser Nebenszenario beschreibt eine umfassende Lösung im Handelsstreit und einen damit einhergehenden starken Wachstumsschub. Von allen unseren drei Szenarien sicherlich jenes mit der geringsten Eintrittswahrscheinlichkeit.

Aber lesen Sie selbst, wie Sie die Entwicklung einordnen und Ihre Anlageallokation darauf ausrichten können, damit Ihr Portfolio auch in diesen stürmischen Zeiten glänzt.

Basisszenario	
Stabilisierung der Konjunktur und politische Turbulenzen	
Risikoszenario	Nebenszenario
Eskalation Handelskonflikt und Rezession	Positive Wachstumsüberraschung

# Stabilisierung der Konjunktur und politische Turbulenzen

In unserem Hauptszenario wird der Handelskrieg zwischen den USA und China 2020 nicht beigelegt. Die Probleme schwelen weiter, und der Konflikt wird immer wieder an die Oberfläche kommen und zu Unruhen an den Märkten führen. Eine breite Diversifikation über alle Anlageklassen hinweg wahrt Renditechancen und schützt vor grösseren Schwankungen.

## Konjunktur

Die wirtschaftliche Abschwächung begann bereits im Sommer 2018. Politische Unsicherheiten wie der Brexit und der Handelskonflikt der USA mit China haben die Unsicherheit in den letzten Monaten weiter erhöht und den Abschwung verstärkt. Eine kurzfristige Trendwende scheint noch nicht in Sicht. Das Erstarren der Wirtschaft im zweiten Halbjahr 2019 wird auf sich warten lassen, und eine Stabilisierung des globalen Wachstums könnte somit länger dauern als ursprünglich erwartet. Eine weiterhin positive Rolle werden hingegen die Zentralbanken spielen. Die US-Notenbank FED sowie die Europäische Zentralbank haben bereits 2019 präventiv ihre Geldpolitik gelockert, obwohl insbesondere die USA noch weit von einer Rezession entfernt war. Wir gehen davon aus, dass die Zentralbanken auch im Jahr 2020 der globalen Wachstumsabschwächung entgegenhalten und die Wirtschaft mit weiteren Liquiditätsspritzen versorgen werden. Dies wird seine Wirkung nicht verfehlen. Dank weiterhin guter Finanzierungsbedingungen sollte sich das Wachstum auf tiefem Niveau stabilisieren.

## Finanzmarkt

Dank des stabileren Umfelds werden sich auch die erwarteten Unternehmensgewinne, die 2019 vor allem in den Schwellenländern stark gefallen sind, weiter langsam stabilisieren (siehe Grafik). In Europa und in der Schweiz sind die Gewinnerwartungen bereits wieder am Steigen. Das Schlimmste scheint somit vorbei. Dies wirkt unterstützend für Aktien. Wir gehen davon aus, dass sich 2020 Aktien besser entwickeln werden als andere riskante Anlageklassen. Solange das Wirtschaftswachstum aber nicht signifikant anzieht, ist das Aufwärtspotenzial begrenzt. Innerhalb der Aktien setzen wir weiterhin auf Qualitätsunternehmen, die sich durch defensive Geschäftsmodelle und hohe Profitabilität auszeichnen.

Unternehmensanleihen gehören weiterhin in jedes Depot, da sie positive laufende Erträge generieren. Das Aufwärtspotenzial ist aber aufgrund des schon sehr tiefen Zinsniveaus limitiert. Staatsanleihen auf der anderen Seite bringen den Anlegern kaum noch laufende Erträge, was sie im heutigen Umfeld als unattraktiv erscheinen lässt. Zur Absicherung des Portfolios gegen Schwankungen bleiben Staatsanleihen aber sehr sinnvoll.

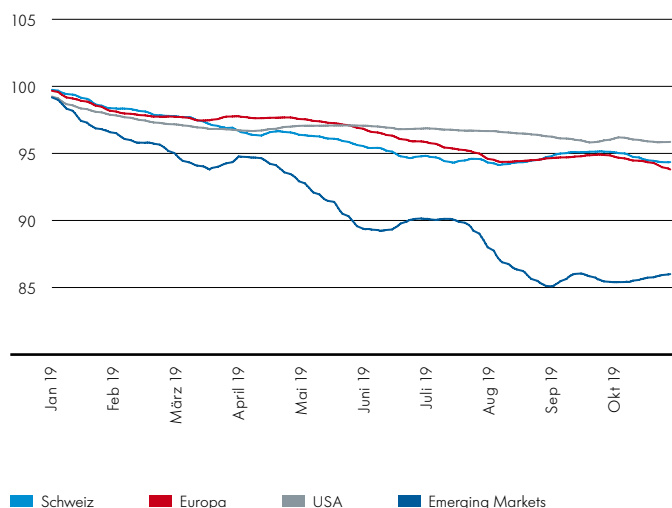
Konjunktur	Finanzmarkt
Schwaches Wachstum mit langsamer Stabilisierung	Aktien besser als andere Anlageklassen – Potenzial limitiert
Zentralbanken unterstützen weiterhin	Unternehmensanleihen mit positiven laufenden Erträgen
	Staatsanleihen zur Absicherung

## Positionierung im Basisszenario

	-	-	=	+	+
<b>Liquidität/Geldmarkt</b>					
<b>Obligationen</b>					
Staatsanleihen					
Unternehmensanleihen					
Hochzinsanleihen und Schwellenländer					
<b>Aktien</b>					
Aktien Schweiz					
Aktien Global ex Schweiz					
Aktien Emerging Markets					
<b>Immobilien Schweiz</b>					
<b>Rohstoffe</b>					

Quelle: Zuger Kantonalbank

## Erwartete Unternehmensgewinne ausgewählter Regionen



Quelle: Zuger Kantonalbank, Bloomberg

# Eskalation Handelskonflikt und Rezession

In unserem Risikoszenario eskaliert der Handelskonflikt zwischen den USA und China 2020. Der Brexit ist nur scheinbar gelöst, was die geopolitischen Unsicherheiten weiter erhöht. Globale Wertschöpfungsketten werden empfindlich gestört, Unternehmensinvestitionen fallen weiter, und auch der bis dato robuste Konsum leidet. In diesem Szenario sind Aktien zu meiden. Investitionen in Staatsanleihen und Gold bieten dem Investor teilweise Schutz vor den Verwerfungen.

## Konjunktur

Trotz beidseitigem Interesse werden es die USA und China nicht schaffen, den Handelsstreit zu entschärfen. Eine weitere Erhöhung der Zölle auf Güter und die Einführung neuer nichttarifärer Handelshemmnisse lassen den Konflikt 2020 eskalieren. Der ungeordnete Brexit verstärkt die Unsicherheit zusätzlich. Die globale Industrieproduktion wird empfindlich gestört, und Wertschöpfungsketten müssen teilweise neu organisiert werden. Als Konsequenz gehen Investitionen und Handel weiter zurück, und die Krise schlägt sich auf den bis dato robusten globalen Konsum nieder. Nach mehreren Zinssenkungen und zusätzlichen Anleihenrückkäufen haben die Notenbanken nur noch wenig Handlungsspielraum in der Geldpolitik, um die Wirtschaft zu stützen. Fiskalpolitische Impulse kommen zu spät. Ein geteiltes Parlament in den USA oder Unstimmigkeiten in der EU werden zeitnahe Massnahmen verhindern. Auch könnten sich politisch motivierte Investitionsprogramme als wenig zielführend erweisen. China, das heute ca. 50 Prozent des globalen Wachstums generiert, leidet seinerseits unter dem Handelskonflikt und wird die Weltkonjunktur nicht im Alleingang stützen können. Das globale Wachstum leidet deshalb empfindlich, und eine Rezession wird wahrscheinlich.

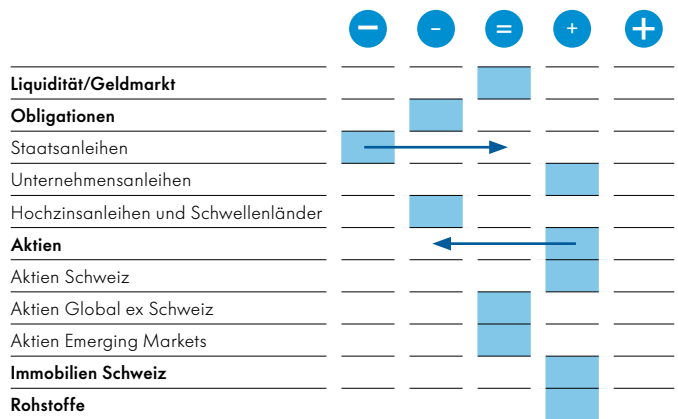
## Finanzmarkt

2019 sind die Bewertungen der Aktienmärkte trotz fallender Unternehmensgewinne gestiegen (siehe Grafik). Die Bewertungen werden damit nochmals teurer, und das Risiko eines Rückschlags ist sehr hoch. Dank Unterstützung der Notenbanken und mit der Hoffnung, dass der Handelskonflikt gelöst würde, setzen Investoren auf eine Wachstumsbeschleunigung im Jahr 2020. Diese Hoffnungen werden in diesem Szenario enttäuscht, da die Gewinne der Unternehmen weiterhin massiv unter Druck kommen und damit deutlich fallen werden. Dies würde zu einer scharfen Korrektur an den Aktienmärkten führen. Ein Untergewicht in Aktien wird sich auszahlen.

Unternehmensanleihen werden in diesem Szenario besser abschneiden als Aktien. Insbesondere Staatsanleihen dienen aber dank potenziell weiter fallender Zinsen als wichtiger Puffer gegen die schwachen Aktienmärkte im Portfolio. Ein Übergewicht in Gold trägt zu einer weiteren Stabilisierung der Performance bei.

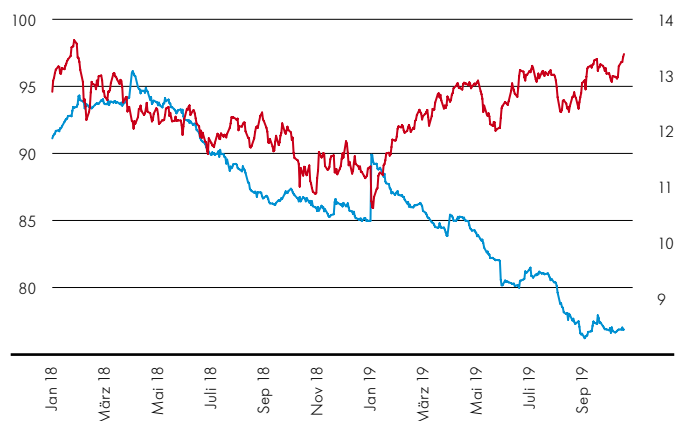
Konjunktur	Finanzmarkt
Spannungen im Handelsstreit eskalieren	Unternehmensgewinne fallen stark
Reaktion der Politik zu langsam, Wachstum G7-Staaten sinkt deutlich	Aktien korrigieren deutlich
Geld- und Fiskalpolitik versucht zu kompensieren	Unternehmensanleihen relativ besser als Aktien
	Staatsanleihen als Puffer

### Fokus auf Staatsanleihen im Risikoszenario



Quelle: Zuger Kantonalbank

### Gewinnerwartung und Bewertung (KGV)



Quelle: Zuger Kantonalbank, Bloomberg

# Positive Wachstumsüberraschung

In unserem Nebenszenario wird der Handelskrieg zwischen den USA und China beigelegt. Unter dem Druck eines sich abschwächenden Wirtschaftswachstums in China und der nahen Präsidentschaftswahlen in den USA kommt es zu einem umfassenden Abkommen. Risikoreiche Anlagen werden in Antizipation eines sich beschleunigenden globalen Wachstums im Fokus der Anleger stehen. Obligationen werden in diesem Szenario unterdurchschnittlich abschneiden.

## Konjunktur

Die US-Notenbank FED hat bereits mit zwei Zinssenkungen auf die sich abschwächende globale Wirtschaft reagiert. Die Europäische Zentralbank ist ihr gefolgt und hat ihre Negativzinsen nochmals verschärft und ein neues Anleihen-Rückkaufprogramm angekündigt. Die expansive Geldpolitik der grössten Zentralbanken sowie fiskalische Massnahmen in China haben somit eine gute Ausgangslage geschaffen. Ein umfassendes Handelsabkommen der USA mit China wäre 2020 dann der Auslöser für eine erneute Beschleunigung des globalen Wachstums. Einer der längsten Wachstumsphasen der Nachkriegszeit würde zusätzlicher Schub verliehen. Der sich bereits verlangsamende Abschwung der Vorlaufindikatoren der Industrieentwicklung (siehe Grafik) wird sich weiter stabilisieren und schliesslich wieder positiv werden.

Neben dem Wachstum dürften auch die Inflationserwartungen steigen und die Marktteilnehmer überraschen. Wir gehen davon aus, dass die Zentralbanken in diesem Umfeld ihre expansive Geldpolitik nicht überhastet beenden werden. Ständen doch Aussagen von Jerome Powell, die im Dezember 2018 auf eine restriktive Geldpolitik hindeuteten, am Anfang einer Korrektur an den globalen Aktienmärkten. Die Lage hatte sich erst beruhigt, als die FED zurückruderte. Jerome Powell wird wohl alles Interesse daran haben, solche Marktverwerfungen in Zukunft zu vermeiden.

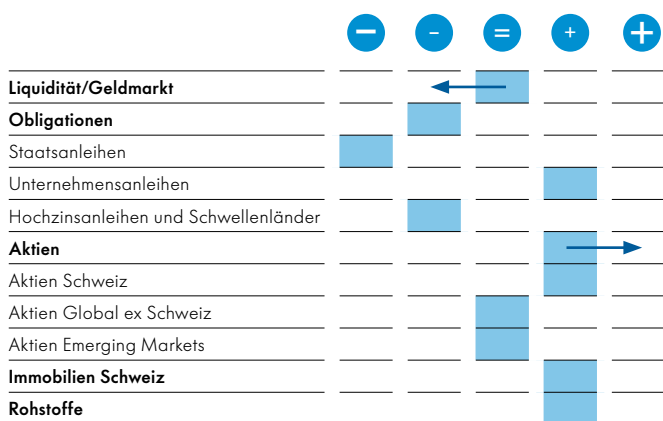
## Finanzmarkt

Dies ist ein optimales Umfeld für Aktien. Die expandierende Wirtschaft führt zu schnell wachsenden Unternehmensgewinnen und höheren Kursen. Neben Qualitätstiteln, die wir im Basisszenario bevorzugen, lohnt es sich, auch konjunktursensitive Titel ins Portfolio zu nehmen. Deren Kurse, die im Abschwung stark korrigiert haben, werden überdurchschnittlich vom Aufschwung profitieren. Das Gleiche gilt für die Aktien aus Schwellenländern. Vor allem asiatische Unternehmen haben überproportional unter dem Handelskrieg gelitten und hätten Aufholpotenzial. Damit würden diese besser abschneiden als die defensiven Aktienmärkte.

Weitere Gewinner werden Hochzinsanleihen sein. Die Ausfallraten dieser Unternehmen sinken in der Phase des Aufschwungs, was der Performance dieser Anlageklasse helfen sollte. Da die Zinsen aufgrund der steigenden Inflationserwartung am langen Ende steigen dürften, sind hingegen Bargeld oder Staatsanleihen unattraktiv.

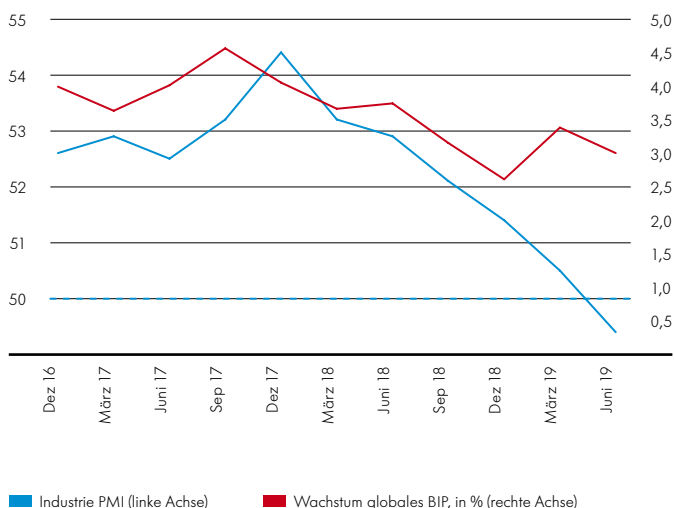
Konjunktur	Finanzmarkt
Positive Wachstums- / Inflationsüberraschung aufgrund umfassender Handelsvereinbarung	Aktien und Hochzinsanlagen besser als andere Anlageklassen
Zentralbanken bleiben expansiv	Aktien aus Schwellenländern besser als entwickelte Märkte
	Zinsen am langen Ende steigen

## Fokus auf Aktien im Nebenszenario




























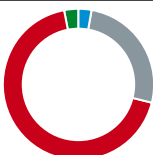




Quelle: Zuger Kantonalbank

## Vorlaufindikatoren der Industrie und Wachstum (global)



Quelle: Zuger Kantonalbank, Bloomberg

# Anlagestrategien der Zuger Kantonalbank

Strategie	Anlageklassen		Bandbreiten		
			Minimum	Neutral	Maximum
<b>Einkommen</b>	 Geldmarkt		0,0%	3,0%	60,0%
	 Obligationen		40,0%	72,5%	90,0%
	 Aktien		0,0%	21,5%	30,0%
	 Immobilien		0,0%	3,0%	15,0%
	 Rohstoffe		0,0%	0,0%	15,0%
<b>Konservativ</b>	 Geldmarkt		0,0%	3,0%	60,0%
	 Obligationen		30,0%	65,5%	80,0%
	 Aktien		10,0%	28,5%	45,0%
	 Immobilien		0,0%	3,0%	15,0%
	 Rohstoffe		0,0%	0,0%	15,0%
<b>Ausgewogen</b>	 Geldmarkt		0,0%	3,0%	60,0%
	 Obligationen		20,0%	54,0%	70,0%
	 Aktien		20,0%	40,0%	60,0%
	 Immobilien		0,0%	3,0%	15,0%
	 Rohstoffe		0,0%	0,0%	15,0%
<b>Dynamisch</b>	 Geldmarkt		0,0%	3,0%	60,0%
	 Obligationen		10,0%	42,0%	60,0%
	 Aktien		30,0%	52,0%	75,0%
	 Immobilien		0,0%	3,0%	15,0%
	 Rohstoffe		0,0%	0,0%	15,0%
<b>Aggressiv</b>	 Geldmarkt		0,0%	3,0%	60,0%
	 Obligationen		0,0%	26,0%	50,0%
	 Aktien		40,0%	68,0%	90,0%
	 Immobilien		0,0%	3,0%	15,0%
	 Rohstoffe		0,0%	0,0%	15,0%



## Haben Sie Fragen zu dieser Publikation oder Anregungen?

Kontaktieren Sie uns per E-Mail ([alex.mueller@zugerkb.ch](mailto:alex.mueller@zugerkb.ch)) oder rufen Sie uns an 041 709 11 11.

---

Dieses Dokument dient einzig der Information und ist weder ein Angebot noch eine Aufforderung seitens oder im Auftrag der Zuger Kantonalbank (ZugerKB) zur Beanspruchung einer Dienstleistung, zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder ähnlichen Finanzinstrumenten oder zur Teilnahme an einer spezifischen Handelsstrategie. Es richtet sich an von der ZugerKB bezeichnete Empfänger mit Wohnsitz in der Schweiz zur persönlichen Nutzung und darf ohne schriftliche Zustimmung der ZugerKB weder ganz noch teilweise vervielfältigt, verändert, oder an andere Empfänger verteilt oder übermittelt werden. ZugerKB ist nicht verpflichtet, dieses Dokument zu aktualisieren, abzuändern oder zu ergänzen oder deren Empfänger auf andere Weise zu informieren, wenn sich ein in diesem Bericht genannter Umstand oder eine darin enthaltene Stellungnahme, Schätzung oder Prognose ändert oder unzutreffend wird. Die Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse der Schweizerischen Bankiervereinigung finden auf dieses Dokument keine Anwendung. Die Informationen in diesem Dokument sind stichtagbezogen und stammen aus Quellen, die die ZugerKB als zuverlässig erachtet. Dennoch kann von der ZugerKB keine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der Informationen geleistet werden. Die ZugerKB lehnt jede Haftung für Verluste ab, die aus einem Investitionsverhalten entstehen können, dem die Informationen aus diesem Dokument zu Grunde liegen. Die Kurse und Werte der beschriebenen Investitionen und daraus resultierende Erträge können schwanken, steigen oder fallen. Ein Verweis auf frühere Entwicklungen enthält keine Aussagen zu künftigen Ergebnissen. Die Devisenkurse von Fremdwährungen können sich negativ auf den Wert, Kurs oder Ertrag eines in diesem Bericht erwähnten Produktes auswirken. Alternative Anlagen, derivative oder strukturierte Produkte sind komplexe Anlageinstrumente, die typischerweise ein hohes Risiko aufweisen und nur für den Verkauf an Anleger bestimmt sind, die alle damit verbundenen Risiken verstehen und akzeptieren. Investitionen in Schwellenmärkte sind spekulativ und beträchtlich volatil als Investitionen in herkömmliche Märkte. Die Risiken sind unter anderem politische und wirtschaftliche Risiken sowie Kredit-, Währungs- und Marktrisiken. Vor jeder Transaktion sollten Anleger prüfen, ob sich die Transaktion hinsichtlich der spezifischen Risiken, Umstände und Zielsetzungen für sie eignet. Hierzu empfiehlt ZugerKB Anlegern, dass diese gemeinsam mit einem professionellen Finanzberater eine unabhängige Beurteilung der spezifischen finanziellen sowie rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen, kreditmässigen und buchhalterischen Konsequenzen vornehmen. Dieses Dokument enthält keinerlei Empfehlungen rechtlicher Natur oder hinsichtlich Rechnungslegung oder Steuern. (V2019)