

Das Jahrzehnt endet auf luftiger Höhe – Grund zur Vorsicht?

Die Bewertung des Kapitalbestandes der Welt erreichte 2019 einen historischen Höchstwert. So hat sich der Firmenwert der Unternehmen im vergangenen Jahrzehnt mehr als vervierfacht. Selbst Obligationen haben mehr als 60% Wertsteigerung erfahren. Immobilien haben Ihren Wert im vergangenen Jahrzehnt rund verdoppelt. Zudem kannte das Jahrzehnt keine einzige globale Rezessionsphase. Der weltweite Vermögensbestand hat damit eine beispiellose Vermehrung erfahren und dies bei relativ geringen Wertschwankungen. Der laufende Konjunkturzyklus ist zudem der längste der Nachkriegsgeschichte. Nicht überraschend haben es Bücher, die vor dem nächsten Crash warnen, auf die Bestseller-Listen geschafft. Mittelfristig werden sie sicher nicht falsch liegen. Das hilft aber all jenen wenig, die Vermögensallokation für die nähere Zukunft zu gestalten haben. Der Analyse der Bestimmungsfaktoren dieser einmaligen Entwicklung kommt damit zentrale Bedeutung zu. Exemplarisch soll dies anhand der Entwicklung der Performance der Vermögenswerte im vergangenen Jahr gezeigt werden.

Vor einem Jahr sahen die Perspektiven für die Vermögenswerte alles andere als rosig aus, denn das abgelaufene Jahr 2018 hatte den Aktionären gegen 20 % Verluste gebracht. Zudem hatten sich die USA für eine Konfrontation mit den internationalen Organisationen entschieden, dies sowohl auf wirtschaftlicher (WTO, China), militärischer (Nato) und gesellschaftlicher (Umwelt) Ebene. Das versprach wenig Gutes für die internationale Arbeitsteilung und die Wohlstandsentwicklung. Zudem zeigten die vorlaufenden Konjunkturindikatoren, insbesondere die Einkaufsmanagerindices (PMIS), auf eine Industrierezession hin. Belastend wirkten auch die schleppenden Vertragsverhandlungen der Briten mit der EU. Die meisten Banken haben deshalb zur Vorsicht gemahnt und die Aktienrisiken reduziert. Fälschlicherweise, wie sich bald zeigen sollte.

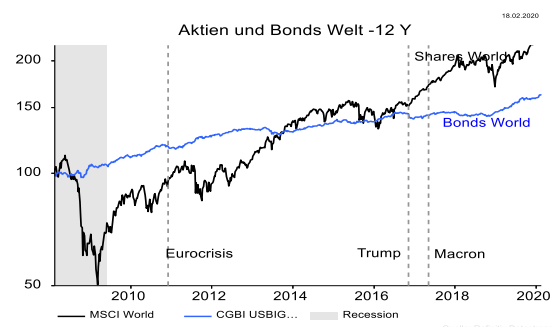
Die grosse Wende brachten die Kapitalmarktteilnehmer. Sie haben den langfristigen Obligationenzinssatz von über 3% unter den FED-Zinssatz fallen lassen, so dass eine heftige Diskussion über die negativen Folgen einer inversen Zinsstruktur einsetzte. Die amerikanische Notenbank hat darauf deutlich reagiert. Sie hat den seit Ende 2015 laufenden Zinserhöhungszyklus nach neun Schritten abgebrochen und gar weitere Zinssenkungen angekündigt. Damit war der Startschuss für höhere Vermögenswerte gegeben. Zudem wurden die Befürchtungen über eine mögliche Industrierezession beiseitegelegt.

Dieses Beispiel zeigt exemplarisch, welche Bedeutung den Zinsen für die Wertentwicklung aller Vermögenswerte zukommt. Obwohl die USA über voll ausgelastete Kapazitäten verfügen, eine historisch tiefe Arbeitslosenrate aufweisen und seit Jahren monatlich gegen 200 000 neue Arbeitsplätze schaffen, haben sich keine inflationären Erwartungen gebildet. Dies ist ein starkes Indiz für die These jener Theoretiker, die besagt, dass der sogenannte natürliche Zinssatz seit Jahrzehnten fallende Tendenz aufweise und im Moment wohl nahe bei null angelangt sei. Verantwortlich dafür ist jedoch nicht die Notenbank, sondern die Wirtschaftssubjekte, die schlicht mehr sparen als investieren. Hinter diesem Ungleichgewichtsphänomen verstecken sich Faktoren, wie ein geringeres Wachstum in den hochentwickelten Staaten auf Grund der demographischen Veränderungen (Fertilitätsrate, Lebenserwartung) und damit verbunden eine geringere Produktivitätsrate. Dazu kommen Ungewissheit über das eigene Lebenseinkommen (Jobverlust, Globalisierungsverlierer), Reaktion auf den Abbau der Sozialsysteme (Rentenabbau, Lebenserwartung), Automatisierung der Arbeitsmärkte (geringerer Organisationsgrad der Arbeitnehmer), Zunahme der Unternehmen mit monopolistischem Spielraum (Netzwerke, Skalenerträge und Marken).

Letztere beziehen Monopolrenten, die zu höheren Sparraten und geringeren Investitionen führen. Zudem stellt man in der Mehrheit der Staaten seit den Achtzigerjahren eine Zunahme der Vermögenskonzentration fest, wobei die Sparrate des vermögenden Viertels deutlich höher ist als beim Rest der Gesellschaft. Zudem zeigt der technische Fortschritt eine zunehmende Tendenz zur Entmaterialisierung, d. h. der Output kann mit weniger physischen Investitionen vergrößert werden.



Prof. Dr. Josef Marbacher
Chief Economist



Die Forschung hatte sich erstmals Ende des vorletzten Jahrhunderts der Frage des natürlichen Zinssatzes angenommen. Dann geriet die Frage wieder in Vergessenheit. Jetzt sind mehrere Teams daran, die Thesen empirisch zu überprüfen. Die bisher vorliegenden Resultate sind jedoch vielversprechend. Sollten sie sich bestätigen, wären die anlagepolitischen Auswirkungen beträchtlich, dies vor allem, weil die Trends von stabiler und langfristiger Natur sind. In unseren strategischen Überlegungen spielen sie seit längerer Zeit eine wichtige Rolle. Insbesondere gehen wir davon aus, dass sie noch längere Zeit Gültigkeit haben und dem Vermögensbestand eine solide Basis geben. Natürlich ändert dies nichts an der Tatsache, dass insbesondere Aktien durch eine hohe Volatilität gekennzeichnet sind und es auch bleiben. Sie werden durch politische, wirtschaftliche und gesellschaftliche «Breaking News» oder gar «Faking News» ausgelöst, wie wir sie in der Alltagspraxis laufend erleben. Aber eben: Es handelt sich dabei um Volatilitäten. Sie haben transitorischen Charakter. Insgesamt bedeutet die Senkung des natürlichen Zinssatzes, dass die Wirtschaftssubjekte den Nutzen des zukünftigen Konsums höher einschätzen als in der Vergangenheit. Zukünftige Versprechungen, wie Rentenverpflichtungen, führen zu wesentlich grösseren Schulden heute. Auch Schäden, die wir heute verursachen, die aber erst in den kommenden Generationen anfallen, haben heute grösseren Wert.

Diese theoretische und empirische Lageanalyse prägt auch die Anlagepolitik für das laufende Jahr.

Wir halten tiefe Zinssätze für gut fundiert. Sie bilden den wichtigsten Garanten dafür, dass Aktieneinbrüche nicht von Dauer sind. Zudem spricht der jahrelange Trend der Verschiebung von Lohn- zu Gewinneinkommen in einer Mehrzahl von Ländern nach wie vor für Aktien, die zwar historisch hoch, aber relativ zu Zinsanlagen, nicht überbewertet sind. Wir halten es deshalb für sinnvoll, die Aktienquoten voll auszuschöpfen, bzw. die neutrale Position fortzuführen. Zudem ziehen wir in Betracht, eine allfällige Korrektur der Aktien von über 10% als Chance zu interpretieren und den Aktienanteil auf «übergewichten» zu setzen. Anders sieht es jedoch aus, wenn der Korrektur eine Änderung der Inflationserwartungen, insbesondere in den USA, zugrunde liegen sollte. «Das Jahrzehnt endet in luftiger Höhe», haben wir eingangs festgestellt. Das ist für uns jedoch kein Grund, sich von den hoch bewerteten Anlagen zu verabschieden. Dazu ist es einfach zu früh.

Die Details der Vermögensallokation für das erste Quartal des Jahres können Sie der folgenden Tabelle entnehmen.

Strategische und taktische Asset Allokation für das 1. Quartal 2020

Anlageklassen	Referenzwährung CHF			Referenzwährung EUR		
	Anlagestrategie Ausgewogen			Anlagestrategie Ausgewogen		
	SA	IC	V	SA	IC	V
Geldmarkt	5	6	+2	5	6	+2
Anleihen	40	38	-2	40	38	-2
Home Country	24	23	-1	23	22	-1
Rest of Europe	8	7	-1	5	4	-1
USA	4	4		8	8	
Rest of World	4	4		4	4	
Aktien	45	45		45	45	
Home Country	9	8		15	13	
Rest of Europe	11	9		6	5	
USA	12	13	-1	15	13	-1
Rest of World	13	15	+1	9	14	+1
Alternative Anlagen	10	11		10	11	
Commodities	4	4		4	4	
Various	6	7		6	7	
Gesamt	100	100		100	100	

SA = Strategische Asset Allocation

IC= Investment Committee

V = Veränderung

Diese Publikation dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt kein Angebot, keine Offerte oder Aufforderung zur Offertenstellung und kein öffentliches Inserat zum Kauf- oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Der Inhalt dieser Publikation ist von unseren Mitarbeitern verfasst und beruht auf Informationsquellen, welche wir als zuverlässig erachten. Wir können aber keine Zusicherung oder Garantie für dessen Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität abgeben. Die Umstände und Grundlagen, die Gegenstand der in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind, können sich jederzeit ändern. Einmal publizierte Informationen dürfen daher nicht so verstanden werden, dass sich die Verhältnisse seit der Publikation nicht geändert haben oder dass die Informationen seit ihrer Publikation immer noch aktuell sind. Die Informationen in dieser Publikation stellen weder Entscheidungshilfen für wirtschaftliche, rechtliche, steuerliche oder andere Beratungsfragen dar, noch dürfen alleine aufgrund dieser Angaben Anlage- oder sonstige Entscheide getroffen werden. Eine Beratung durch eine qualifizierte Fachperson wird empfohlen. Anleger sollten sich bewusst sein, dass der Wert von Anlagen sowohl steigen als auch fallen kann. Eine positive Performance in der Vergangenheit ist daher keine Garantie für eine positive Performance in der Zukunft. Ausserdem unterliegen Anlagen in Fremdwährungen Devisenschwankungen. Wir schliessen eine Haftung für Verluste bzw. Schäden irgendwelcher Art - sei es für direkte, indirekte oder Folgeschäden -, die sich aus der Verwendung dieser Publikation ergeben sollten, aus. Diese Publikation ist nicht für Personen bestimmt, die einer Rechtsordnung unterstehen, die die Verteilung dieser Publikation verbieten oder von einer Bewilligung abhängig machen. Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, müssen sich daher über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Den mit der Erstellung dieses Berichtes betrauten Personen ist es, im Rahmen interner Richtlinien, freigestellt, den in diesem Bericht erwähnten Titel zu kaufen, zu halten und zu verkaufen.