

Ausblick 2019 – Der Bullenmarkt auf dem Prüfstand

Die expansive Geldpolitik der Notenbanken trieben die Märkte an. Eine Hausse geht nicht aufgrund ihres Alters zu Ende, sondern als Reaktion auf eine drohende Rezession. Viele Indikatoren deuten auf eine schwächere Konjunktur hin, aber die jüngsten Rücksetzer sind übertrieben.

Makroökonomischer Ausblick

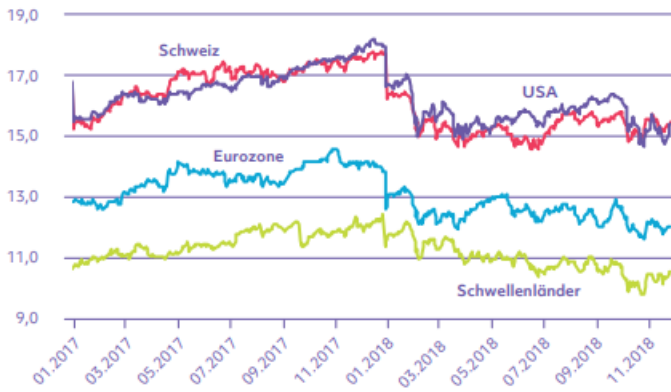
Kaum schüttelt es an den Börsen, schlägt die Stunde der Untergangspropheten, die vor einem Bärenmarkt warnen. Dabei sind Korrekturen in der Spätphase eines Zyklus nichts Aussergewöhnliches. Bereits im Januar 2016 und Anfang 2017 herrschte eine ähnliche Verunsicherung – und die Märkte haben sich jeweils wieder erholt. Mit der Inversion der US-amerikanischen Zinsstrukturkurve wurde die Jahresendrally verhagelt. Wir sehen wenig ernsthafte Anzeichen dafür, dass die Weltwirtschaft kurz davorsteht, von einer Klippe zu fallen. Entscheidend für die Börsen ist die Konjunktur. Brummt sie, droht kein Bärenmarkt – und Rückschläge sind Kaufgelegenheiten. Die wirtschaftlichen Fundamentaldaten zeigen keine Exzesse, welche eines Abbaus bedürfen und dadurch zu einer Rezession führen könnten. Eine Serie von bekannten externen Schocks und politischen Risiken hält die Märkte in einem Angststrudel gefangen. Durch die erhöhte Unsicherheit haben Nachrichten, welche in normalen Zeiten keine grossen Auswirkungen gehabt hätten, plötzlich für erhöhte Marktbewegungen gesorgt. Solange diese Risiken bestehen bleiben, werden die Märkte in einem nervösen Status verharren. Der Ausblick könnte sich jedoch verbessern, wenn die Risiken nicht eintreten. Die meisten Ökonomen gehen davon aus, dass sich zumindest einzelne dieser Risiken in 2019 positiv entwickeln werden.

Zwar zeichnet sich ein schwächeres Wachstum ab, aber das ist noch kein Grund zur Sorge. Die Konjunktur in den USA steht zwar am Höhepunkt (BIP-Wachstumserwartung 2019 2,8% in USA und Europa 1,5%), aber es sind keine Exzesse oder übermässiges Lohnwachstum ersichtlich. Die Inflation hält sich noch im Rahmen (USA 2,2% und Eurozone 1,5% für 2019), die Auftragseingänge und das Gewinnwachstum bei Unternehmen sind weiterhin gut und der Margendruck bisher gering. Aktienrückkäufe und Übernahmen nehmen zu. Auch die OECD prognostiziert für das kommende Jahr ein robustes globales Wachstum von 3,5%. Die US-Steuerreform läuft 2019 aus und wir gehen davon aus, dass das Wachstum sich etwas abschwächt und neue Impulse aus dem gespaltenen Kongress nicht zu erwarten sind. Allerdings hat eine Serie von äusseren Schocks (Handelskriege, Krise einiger Schwellenländer, Ölpreis) und politischer Risiken (Brexit, Italien) die Konjunktur im ausfuhrorientierten Europa sowie in Japan und China aus dem Tritt gebracht. Sofern die Risiken in den kommenden Monaten nicht voll eintreten, kann sich der Ausblick für Wirtschaft und Märkte ab dem Frühjahr wieder etwas aufhellen. Langfristig orientierte Anleger sollten sich über die jüngsten Rücksetzer bei den Aktien und den Unternehmensanleihen eigentlich freuen. Das Verhältnis von Risiko und Ertrag hat sich nochmals verbessert und die Erfahrung zeigt, dass es sich auszahlt, unterbewertete Unternehmen in unsicheren Zeiten zu kaufen.

	Anteil	BIP-Wachstum			Inflation		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
Welt	100,0	2,9	2,7	2,7			
USA	24,3	2,9	2,8	2,4	2,4	2,2	2,4
China	15,0	6,6	6,3	6,1	2,2	2,2	2,1
Japan	6,1	0,7	0,8	1,1	1,0	1,2	1,4
Indien	3,3	7,5	7,9	7,6	4,0	4,8	4,5
Lateinamerika	6,9	2,4	2,7	3,0	5,5	7,5	7,0
Europa	25,4	2,0	1,5	1,8			
Eurozone	15,8	1,8	1,3	1,7	1,8	1,5	1,6
Deutschland	4,6	1,5	1,2	1,7	1,9	1,7	1,8
Frankreich	3,2	1,5	1,3	1,8	2,1	1,6	1,9
Italien	2,4	0,9	0,5	1,1	1,3	1,4	1,4
Spanien	1,6	2,5	2,0	2,2	1,8	1,5	1,8
Anderes Westeuropa							
Großbritannien	3,3	1,3	2,0	1,7	2,5	2,2	2,2
Schweiz	0,8	1,9	1,8	1,7	0,7	1,0	1,0

Aktienmärkte und deren Bewertungen

Es ist unmöglich vorherzusagen wie lange eine Hausse dauert und wann diese zu Ende geht. Letztlich besteht an der Börse immer die theoretische Gefahr einer Korrektur. Wie der Börsencrash 1989 zeigt, kann eine Korrektur bei hervorragenden Aussichten stattfinden. Um die Wirtschaft noch stärker zu beleben werden neben steigenden Konsumausgaben auch Investitionen von Unternehmen und Infrastrukturausgaben von Staaten in den Fokus rücken müssen. Für steigende Aktienkurse sind Investitionen essentiell, um Unternehmensgewinne nachhaltig zu verbessern. Dank tieferer Kurse sind die Bewertungen attraktiver geworden. Die Kurs-Gewinn-Verhältnisse 2018 liegen im S&P 500 bei 16,1 und im Dax nur noch bei 12,6 (2017 bei 15,1), während der 30 Jahres Mittel bei 14.4 sich bewegt. Die Stimmung ist angesichts anhaltender politischer Risiken nervös; eine Wachstumsverlangsamung scheint eingepreist zu sein. Wir denken, dass die Gewinne besser ausfallen werden als die Meisten es erwarten.



Gefahren für die Märkte bleiben: Politik und steigende Zinsen

Nach einem bald zehnjährigen Aufwärtstrend befinden wir uns in einer Spätphase des Wirtschaftszyklus. Innerhalb weniger Monate kippte die Stimmung auf den Aktienmärkten in die Richtung eines übersteigerten Pessimismus. An den europäischen Börsen äussert sich dies zum Teil in Bewertungen, die nun Rezessions-szenarien berücksichtigen, die der Situation der Eurozone 2012 oder gar einem mit 2008 vergleichbaren Einbruch der Weltwirtschaft gleichen. Krisenherde gibt es genug – aber wie gefährlich sind diese? **Bedeutsam ist der Handelskonflikt zwischen den USA und China.** Der «Waffenstillstand» im Handelskonflikt zwischen den USA und China wirkte sich nur kurzfristig auf die Aktienmärkte aus. Es bleibt abzuwarten, ob die beiden Länder während den nächsten drei Monaten Lösungen für die vielen umstrittenen Fragen finden werden wie zum Beispiel Schutz des geistigen Eigentums, Abbau des US-Handelsdefizits oder die chinesische Agenda 2025. Protektionismus kennt nur Verlierer, eine weitere Eskalation hätte negative Folgen für die Weltwirtschaft. Eine weitere Ursache der Abschwächung der US-Wirtschaft könnte eine abflachende Zinskurve sein, eine schockartige Inflation durch z.B. Lohndruck oder ein weiterer drastischer Anstieg der Privat- und Unternehmensschulden. Die Währungshüter sind immer noch entschlossen, weiter an der Zinsschraube zu drehen, die Fed wird aber eine Pause einlegen, wenn die Börsen allzu stark rebellieren! Rückenwind hatten die Märkte in den letzten Jahren durch die expansive Geldpolitik der Notenbanken, nun beginnen die Zentralbanken, allen voran die Fed, die Liquidität zu reduzieren (50 Mrd. monatlich) und die EZB 2019 ihr Programm der quantitativen Lockerung zu beenden. Zusammen mit steigenden Zinsen ist das eine gefährliche Mischung. Durch Liquiditätsverknappung fehlen Kapital und wichtige Marktteilnehmer, die Anleihen kaufen, daher ganz nach dem Prinzip von Angebot und Nachfrage werden die Zinsen noch weiter steigen. Für den Anleger bedeuten steigende Zinsen tiefere Kurse bei Obligationen! Dennoch gehören die Anleihen zu einem konservativen oder ausgewogenen Portfolio dazu. **In Europa dominieren politische Risiken wie Brexit, Italien und ein Führungsvakuum in verschiedenen Ländern.** 2019 werden mehrere zentrale EU-Positionen neu besetzt – die Präsidentschaft der EZB und der Europäischen Kommission. In mehreren Ländern wie Deutschland, Spanien, und Grossbritannien sind die Führungsspitzen gefährdet. Auch wenn das eingeleitete EU-Defizitverfahren gegen Italien vom Tisch ist, dürften sich die strukturellen Probleme noch eine längere Zeit für Unruhe sorgen

und die Bereitschaft von Unternehmen dämpfen, sich zu Neuinvestitionen zu verpflichten. Grössere Kurskorrekturen finden möglicherweise ihren Anfang in China, die Wachstumsdynamik lässt nach und der Anstieg der Verschuldung steigt. Die chinesische Regierung hält mit monetärer und fiskalischer Stimulierung entgegen – wie diese greifen bleibt abzuwarten. Das aber untergräbt das langfristige Ziel der Regierung des Deleveraging bzw. der Abbau von Schulden.

Währungen

Der US-Dollar ist angesichts des Handelskonflikts, robusten US-Wirtschaftsdaten und der Aussicht auf weitere Zinserhöhungen gesucht, während Anleger den Euro aufgrund der Risiken um Italien und den Brexit meiden. Die amerikanische Notenbank Fed könnte die Märkte mit einer Geldpolitik überraschen und die Zinsen 2019 weniger restriktiv anziehen als bisher erwartet. Wir erwarten für das nächste Jahr eine erste Euro-Erholung von EUR/USD 1.14 in Richtung 1.20 und EUR/CHF von 1.13 auf 1.18, falls sich die Krisen im Euroraum nicht drastisch zuspitzen.

CDU wird zu SPD – Mehr Staat bedeutet nicht mehr Wohlstand

Ein politischer Wechsel in Deutschland mit einem reformwilligen Friedrich Merz hätte für neue Impulse gesorgt. Manch Anleger reibt sich verwundert die Augen - während Amerikaner nach der Krise nach vorne blickten und Reformen angingen, suchten unsere Politiker nach Schuldigen, meistens um ihr eigenes Versagen zu verschleiern. Europa braucht Reformen, Deregulieren und Steuersenkungen, um die Wirtschaft nachhaltig anzukurbeln. Arbeit sollte sich wieder lohnen – nicht mehr Staat und Sozialleistungen bringen sozialen Wohlstand für die breite Bevölkerung, sondern die Perspektive, etwas aus dem Leben zu machen – dabei hilft Bildung, weniger Regulierungen und günstiges Kapital.

Fazit

2018 war ein anspruchsvolles Jahr an den Kapitalmärkten, das wohl schwierigste seit 2008. Kaum eine Region oder Anlageklasse konnte in lokaler Währung im Jahr 2018 hinzugewinnen. In der Spätphase des Wirtschaftsaufschwungs profitieren vor allem defensive und Value-Aktien. Zu unserem bevorzugten Sektor gehört daher der Gesundheitssektor, die Branche wird vom demografischen Wandel zusätzlich profitieren. Weitere Korrekturen im Verlauf von 2019 sind nicht auszuschliessen. Wer heute nicht anlegt, der muss sehr viel Vertrauen in den Staat und in seine Rente haben. Es wäre vermessen zu glauben, der Aufschwung halte ewig. Es ist unmöglich, die nächste Rezession vorherzusagen und den Wiedereinstieg in den Aktienmarkt zu planen. Möglicherweise hält der Konjunkturaufschwung noch einige Jahre an. Ein Vermögen sollte unseres Erachtens stets diversifiziert und nachhaltig aufgestellt sein, dass es Krisen weitgehend unbeschadet übersteht. Wer Chancen nutzt und auf die Qualität seiner Anlagen vertrauen kann sowie einen langfristigen Anlagehorizont hat, sollte weitere Turbulenzen nicht fürchten müssen.