

CONCEPT
VERMÖGENSMANAGEMENT

**Ökonomischer
Nationalismus**

Perspektiven 2019

ÖKONOMISCHER NATIONALISMUS

"Wir sehen Renditechancen in Teilbereichen. Diesen stehen durchaus gewichtige globale Risiken gegenüber. Derzeit erkennen wir nicht, dass die Marktteilnehmer das Gefährdungspotential hinreichend berücksichtigen." – So lautete unser Kurzfazit im Bericht zum Sommer 2018. Inzwischen entwickeln mehr und mehr Marktteilnehmer eine zunehmend kritische Perspektive und an den Börsen weht eine steife Brise von vorn. Bedauernswerterweise sind die seinerzeit angesprochenen Risiken bislang nicht gewichen. Ob sie heute bereits hinreichend Niederschlag in den Börsennotierungen gefunden haben, werden wir hier erörtern.

Der Schnell-Leser ist an dieser Stelle unser Kurzfazit gewohnt. Es lautet: Sorry, im großen Bild sehen wir noch keine Entwarnung. Die Auswirkungen des vollzogenen Paradigmenwechsels von permanent rückläufigen Zinsen zu wieder restriktiveren Finanzierungsbedingungen sind schwer abschätzbar. In Kombination mit sinkendem Vertrauen in die politischen Akteure verbleibt eine große Unsicherheit über die Eintrittswahrscheinlichkeit denkbarer Szenarien. Bekanntermaßen ist die Ungewissheit der Börsen ärgster Feind. Darum erscheint eine äußerst umsichtige Vorgehensweise weiterhin angebracht.

BÖRSEN IM RÜCKZUG

Das hinter uns liegende Jahr war äußerst anspruchsvoll. Man muss schon 50 Jahre zurückschauen, um einen vergleichbaren Zeitraum zu finden, in welchem weltweit nahezu jede Anlageklasse einen negativen Performancebeitrag geleistet hat. Lange Zeit hielten sich die amerikanischen Aktienmärkte noch im Plus, bis sich im Oktober auch hier Schwächen zeigten. Am Jahresende endeten alle großen Aktienbörsen sehr deutlich im Minus¹ und auch vierjährige Bundesanleihen hätten nur null Prozent erbracht.

Gleichwohl lesen wir viele Einschätzungen, wonach es noch keine ausreichenden Anzeichen für eine bevorstehende Rezession und keine Hinweise auf starke Gewinnrückgänge bei den Unternehmen gäbe. Wie wir schon zur Halbjahreswende schrieben, neigen die Märkte dazu, aus dem Blick in den Rückspiegel nach vorn zu extrapolieren. Diese eingeschränkte Perspektive verengt jedoch das Gesichtsfeld, so dass die sich verdunkelnden Ränder nicht wahrgenommen werden. Noch selten haben Rezessionen vor ihrem Auftritt "Vorsicht, ich komme!" gerufen. Ganz im Gegenteil erscheinen sie häufig wie aus dem Nichts und erklären im Nachhinein eine vorangegangene Abwärtstendenz an den Aktienmärkten.

WIRTSCHAFT ENTSCHEUNIGT

In der Tat sind Vorboten sich abschwächenden Wachstums erkennbar. Als Vorlaufindikator erweisen sich die so genannten Einkaufsmanagerindizes (PMI) als sehr brauchbar. Sie liegen in den bedeutenden Regionen – von China abgesehen – noch bei über 50 Zählern und signalisieren damit bisher keine Rezession, erreichen aber in Europa mittlerweile einen vierjährigen Tiefststand bei sich beschleunigendem Trend. Noch bis November zeigten sich nur wenige Erwartungskorrekturen in den USA, wo – begünstigt durch die große Steuerreform Anfang 2018 – die Unternehmensgewinne gerade im letzten Jahr stark gestiegen sind. Im

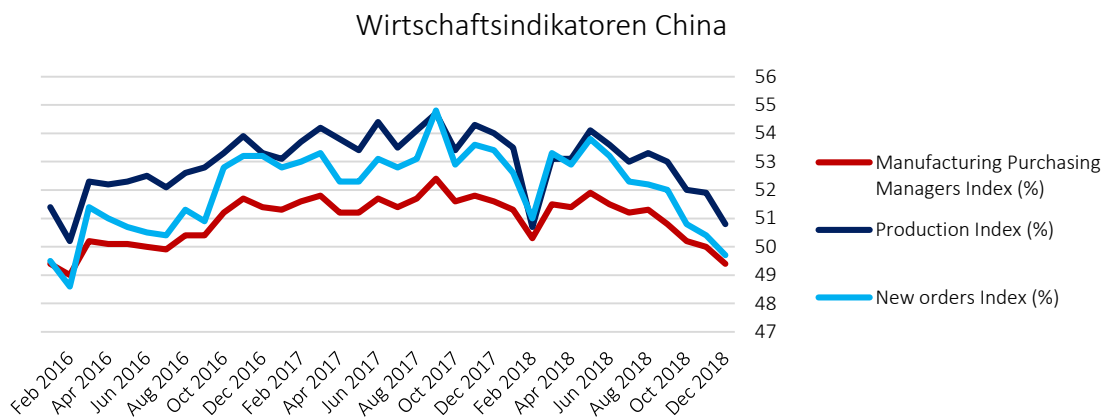
2018 war so anspruchsvoll wie wenige der letzten 50 Jahre.

¹ Das US-Börsenbarometer S&P 500: - 8 %, Euro Stoxx 50: - 15 %, DAX - 19 %

Rezessionen werden aus der Angst vor ihnen geboren.

Dezember fielen die Managererwartungen aber auch dort um fünf Punkte, und markierten den stärksten Rückgang seit Oktober 2008. In Deutschland und in Japan weist das Bruttoinlandsprodukt bereits im 3. Quartal 2018 keinen Zuwachs mehr auf. Das größte Wachstums-Gap könnte jedoch in China entstehen, wo die Frühindikatoren sich sehr deutlich in südliche Richtung entwickeln. 114 Monate nach Beginn des jetzigen wirtschaftlichen Aufschwungs vermeiden viele Konjunktur- und Wirtschaftsforscher in ihren Analysen das "R-Wort" und doch ist es bereits in aller Munde. Dem Phänomen der selbsterfüllenden Prophezeiung lässt sich nicht entfliehen und so wird auch die kommende Rezession letzten Endes aus der Furcht vor ihr geboren werden. Vielleicht stecken wir bereits im Prozess, vielleicht lässt er sich noch etwas hinauszögern.

Eingetrübte Perspektiven für China



Grafik 1

Quelle: China National Bureau of Statistics

Die Risiken heißen Handelsstreit, Geldpolitik und Wirtschaftsabschwächung.

Als Kapitalanleger und Vermögensverwalter sehen wir die wesentlichen Risiken für die Weltbörsen in einer Eskalation des Handelsstreits, in einer über das Ziel hinausschießenden Straffung durch die US-Notenbank und in einer stärker als vermutet abgebremsten wirtschaftlichen Aktivität. Im Worst Case könnten sich die genannten Risiken zur gleichen Zeit verwirklichen und die Börsenschwäche seit Sommer 2018 im Rückblick als Initialzündung eines kräftigen Konjunkturrückgangs erklären. Auf der anderen Seite ist keines der genannten Risiken konkret greifbar oder mit einer Eintrittswahrscheinlichkeit belegbar. Insofern erwachsen Chancen für die Börsen gerade dann, wenn eine konstruktive Lösung zwischen China und den USA in Sicht geriete, die US-Notenbank schneller und stärker als erwartet einlenkte oder sich die ersten Rezessionsboten noch in 2019 wieder verflüchtigten.

ÖKONOMISCHER NATIONALISMUS

Wo Schwächeanzeichen sichtbar werden, hat dies i.d.R. sowohl hausgemachte als auch geostrategische Ursachen. Letztere rühren im Wesentlichen von der leider anlässlich des G20-Gipfels in Argentinien vertanen Chance her, den schwelenden Handelskonflikt konstruktiv zu klären und eine Lösung herbeizuführen, statt sich bis Ende März 2019 zu vertagen. Wirtschaftsakteure, die ihre Lieferketten langfristig planen müssen, werden extrem verunsichert und sie zögern Investitions-

Der Handelsstreit ist ohne rationalen Erklärungsansatz.

entscheidungen hinaus, wenn versprochen wird, das Konfrontationslevel werde vorübergehend beibehalten. Die Verunsicherung ist umso größer, als sich die Sinnhaftigkeit des Handelsstreits oder gar eines Handelskriegs rational wenig begründen lässt. China ist der größte ausländische Käufer amerikanischer Staatsanleihen und zugleich Amerikas drittgrößter und am schnellsten wachsender Exportmarkt. Zum anderen ist Amerika auf die kostengünstigen Importe aus China angewiesen, damit die einkommensschwachen Verbraucher finanziell über die Runden kommen. Deren Misere dürfte sich vergrößern, sollten sich die Hälfte der amerikanischen Importe aus China in 2019 um 25 % verteuern.

Auch der Schutz heimischer Arbeitsplätze vor ausländischer Konkurrenz ist kein wirksames Argument für den vom Zaun gebrochenen Konflikt. Wollte Trump aus den Erfahrungen seiner Vorgänger einen Lerneffekt ziehen, dann wäre es die, dass neu geschaffenen Arbeitsplätzen in der jeweils betroffenen Branche ein Vielfaches an Entlassungen in der nachgelagerten Industrie gegenüberstand. Auch Trumps aktuelle Handelspolitik droht die US-Wirtschaft zum wiederholten Male zu schwächen; sie wird nicht zum Abbau des Handelsdefizits beitragen. Wenn es tatsächlich "nur" um die Wirtschaft und den Abbau von Handelsbilanzdefiziten ginge, müsste Amerika die Wettbewerbsfähigkeit erhöhen – also leistungsfähiger werden – oder ganz einfach weniger konsumieren. Denn die USA leben traditionell über ihre Verhältnisse. Sie konsumieren mehr als sie selbst erwirtschaften und verursachen jährlich ein vierprozentiges Haushaltsdefizit, das sie sich größtenteils vom Exporteur finanzieren lassen.

CHINAS ZENTRALE BEDEUTUNG

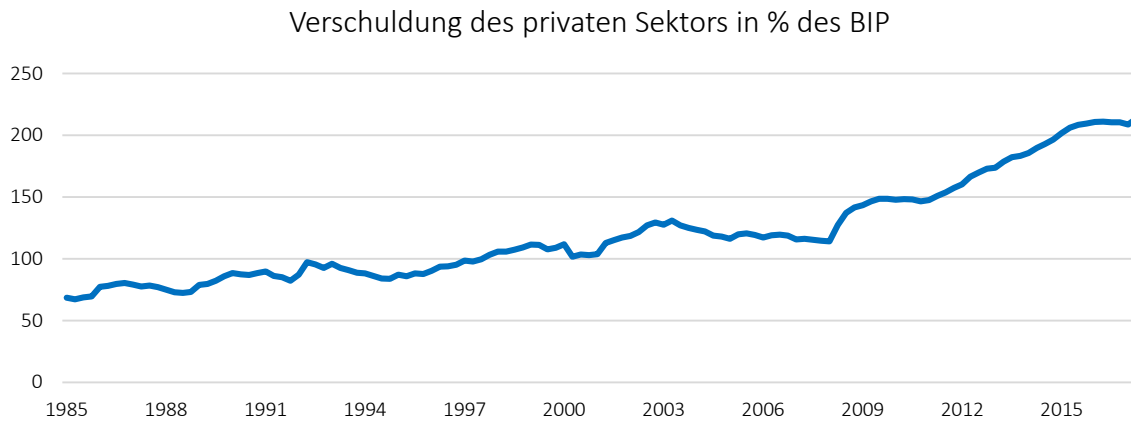
Die territorialen Expansionsbestrebungen Chinas beeinflussen Amerikas Sicherheitsstrategie.

Augenscheinlich geht es aber gerade im Konflikt mit China längst nicht allein um Wirtschaft, Wettbewerb und Zölle. Nachlesbar liegt die zentrale Herausforderung der nationalen Sicherheitsstrategie Amerikas seit einiger Zeit nicht mehr auf der Bekämpfung des Terrorismus, sondern auf dem Wettstreit mit China (und Russland)². Es geht um nicht weniger als um die Frage, wie die Rückeroberung territorialer Vorherrschaft durch China verhindert werden kann. China ist mit der OBOR-Initiative³ bestrebt, sich wieder erheblich größeren Einfluss in Eurasien, im indopazifischen Raum wie auch in Afrika zu sichern. Das Thema dürfte sich für Amerika darum auch mit einer Beilegung des Handelsstreits längst nicht erledigt haben. Für China dagegen kommt die störende Einflussnahme Trumps just zum falschen Zeitpunkt, wollte man sich doch gerade auf die Stärkung des Binnenwachstums konzentrieren, gleichzeitig Schuldenabbau betreiben und das Finanzsystem neu ordnen. Der Handelsstreit beeinträchtigt nun das Wachstum und schwächt das OBOR-Projekt. Möchte China dies nicht hinnehmen, wäre es gezwungen, die Kreditvergabe zu erhöhen, ggf. wieder mehr Liquidität bereitzustellen und noch mehr Schulden zuzulassen. Dem sind zum einen natürliche Grenzen gesetzt, denn der private Sektor ist bereits mit 215 % des BIP verschuldet. Zum anderen könnte eine neuerliche Lockerung die sich

² <http://nssarchive.us/national-defense-strategy-2018/>

³ Das Projekt "One Belt, One Road" (OBOR) bündelt seit 2013 die Interessen und Ziele Chinas zum Auf- und Ausbau interkontinentaler Handels- und Infrastrukturnetze zwischen der Volksrepublik China und über 60 weiteren Ländern Afrikas, Asiens und Europas.

China: Wenig Spielraum für weitere Verschuldung



Grafik 2

Quelle: Bank für internationalen Zahlungsausgleich

**Schwächung Chinas könnte
Erinnerungen an den Kurzcrash
2015/16 wachrufen.**

bereits abzeichnende Yuan-Schwäche beschleunigen – mit unerwünschten Folgen: Bereits Anfang 2016 war die chinesische Währung von ihrem in 2014 ggü. dem USD erreichten Hoch um 10 % gefallen. Zusammen mit Wachstumssorgen hatte dies zu einem fast 50 %igen Absturz der Börsenkurse in China beigetragen und beginnend im November 2015 drei Monate lang auch die anderen Weltbörsen nach unten gezogen (USA - 13 %, Japan und Deutschland - 25 %). Auch in 2018 ist der Yuan um 10 % gefallen und die chinesische Wirtschaft steht vor wirtschaftlichen Herausforderungen: Der Einzelhandel wächst so schwach wie zuletzt vor 15 Jahren. Der Autoabsatz – immerhin wird ein Drittel der weltweiten Neuzulassungen in China verkauft – war zuletzt um 16 % rückläufig. Auch die Industrieproduktion liegt auf Dreijahres-Tief. Das alles bleibt andernorts nicht folgenlos. Eine hohe Korrelation der übrigen Welt zu China ist schon deshalb zu bejahen, weil längst nicht mehr Amerika die Konjunkturlokomotive der Welt repräsentiert, sondern diese Rolle längst an China verloren hat. Amerika wird in 2018 ein um ca. 550 Mrd. USD höheres Bruttoinlandsprodukt als im Vorjahr erreicht haben, während China ca. 720 Mrd. USD draufgelegt haben dürfte. Würde das "Reich der Mitte" einen Gang zurückschalten, so wäre für den Rest der Welt eine Vollbremsung zu befürchten. Nicht zuletzt deshalb ist konstruktives Verhalten aller in Handelsfragen Beteiligten wünschenswert.

WE FIRST

Freilich, danach sieht es bislang leider nicht aus. Sowohl aus Amerika, als auch aus China, als auch aus England, aus Italien, aus Russland – um nur einige zu nennen – klingt ein deutliches "Wir zuerst!". Angesichts der globalen Herausforderung, die aufgetürmten Schuldenberge bei nun zu steigen beginnenden Finanzierungskosten abtragen zu müssen, wäre von der Politik eine übergreifende Bereitschaft wünschenswert, aufeinander zuzugehen, um sich mit konzertierten Maßnahmenplänen gegen eine drohende Abschwächung zu stemmen. Stattdessen beobachten wir National-Egoismus und eine unverborgene Lust auf die politische Konfrontation, für die über Jahrzehnte erarbeitete Errungenschaften und

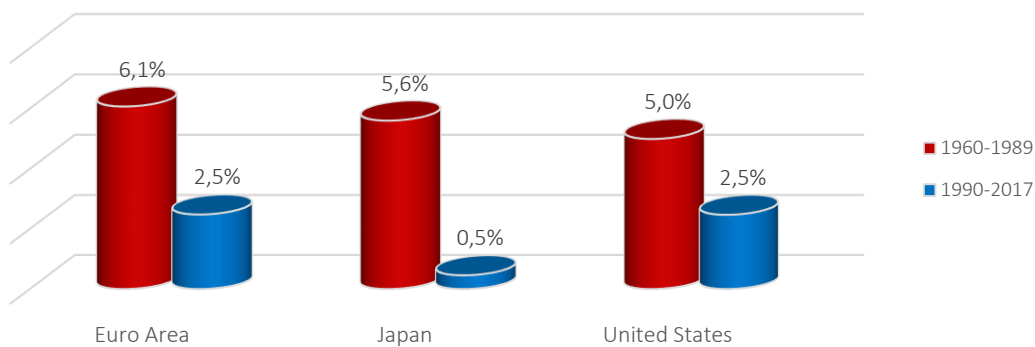
Die Globalisierung ist eine der Ursachen für über Jahre niedrige Preise.

Allianzen geopfert werden. Dies ist zu einer Zeit, wo das Welthandelsvolumen im Vergleich zum Welt-BIP ohnehin bereits deutlich zurückgeht, durchaus alarmierend. Denn es ist nicht nur das Ende des Zins-Paradigmas zu bewältigen, sondern zugleich ein Bruch im internationalen Politikgeflecht, das sich seit dem Fall des Eisernen Vorhangs etabliert hatte. Amerikas nicht erst mit dem Syrienabzug bewiesene Absage strategischer Allianzen ist ein umso mehr destabilisierender Faktor, den die Börsen durchaus zu berücksichtigen haben.

Nicht zuletzt: Mit dem Fall des Eisernen Vorhangs hatte sich die Globalisierung beschleunigt, neue Absatzmärkte entstanden und in etlichen Schwellenländern erwuchs eine neue Mittelschicht mit höherem Lebensstandard und steigenden Einkommen. Die Erweiterung der Wertschöpfungskette um kompetitive Anbieter ließ das Innovations-tempo beschleunigen und leistete den wesentlichsten Beitrag zu jahrelang niedriger globaler Inflation. So haben sich die Teuerungs-raten in den Industrieländern seit dem Beginn der 1990er Jahre im Durchschnitt mindestens halbiert. Sollte uns in naher Zukunft ein die Weltwirtschaft lähmender Handelskrieg überziehen und über Jahrzehnte in öko-diplomatischer Detailarbeit ausdifferenzierte Lieferketten rund um den

Globalisierung mit desinflatorem Effekt

Inflationsraten vor und nach dem Fall des Eisernen Vorhangs



Grafik 3

Quelle: Weltbank

Globus fragmentieren, so müssten die entstehenden Brüche durch "Abkürzungen" geschlossen werden. Dies würde eine nennenswerte Anzahl von Wirtschaftssubjekten aus dem globalen Lieferprozess ausschließen (die USA nicht ausgenommen). Gleichzeitig fiel das fragile Modell global austarierter Kostenoptimierung in sich zusammen, die Inflation könnte sich deutlich erhöhen. Wo Kosten und Preise steigen, geht erfahrungsgemäß der Konsum zurück und mit ihm das Angebot an Waren und Dienstleistungen. Die den vielen Schätzungen noch zugrundeliegende Erwartung, dass die derzeitigen historisch hohen Margen beibehalten oder gesteigert werden könnten, wäre damit unhaltbar.

ZINSRISIKEN

Vor diesem Hintergrund ist es nicht entlastend, wenn der einflussreichste Politiker eine weitere Front aufmacht, "seine" Notenbank für verrückt

FED signalisiert Umsicht bei weiteren Zinsentscheidungen.

erklärt und sie bedrängt, bloß keine weiteren Fehler zu machen. Dabei waren es nur zwei Ecken, um welche denken musste, wer eine Prognose auf die Zinsentscheidung im Dezember treffen wollte, nachdem sich die Notenbankgouverneure seinen – zudem öffentlichen – Angriffen ausgesetzt sahen. Und so hat das FED, nicht zuletzt um Unabhängigkeit zu proklamieren, den Zins eine Woche vor Weihnachten zum 9. Mal heraufgesetzt. Erklärtermaßen will die Notenbank ihre Entscheidungen situationsabhängiger und weniger vor dem Hintergrund einer perspektivisch abgeleiteten Guideline treffen. Dies stellt eine pragmatische Handlungsalternative gegenüber des von Bernanke und Yellen⁴ Gewohnten dar, erschwert allerdings Einschätzungen über bevorstehende geldpolitische Entscheidungen. Vor dem Hintergrund des Inflationspotentials, welches aus Vollbeschäftigung, massiven Steuerensenkungen und nicht zuletzt aus einer Eskalation des Handelskriegs erwächst, ist die im Dezember erfolgte Zinserhöhung seitens des FED nachvollziehbar. Möglicherweise hätten die Zinserhöhungen sogar schneller erfolgen müssen, um den nun in den USA entstandenen Boom zu dämpfen. Schon in der Vergangenheit war häufig zu beobachten, dass die Notenbanken Zinsanhebungen zunächst zögernd platzierten und im Auslaufen des Booms dann zu lange an hohen Zinsen festhielten. Den zweiten Fehler nicht machen zu wollen, ist erklärtes Ziel des FED, warum man anlässlich der jüngsten Pressekonferenz versicherte, statt drei Zinserhöhungen in 2019 soll es nun derer nur zwei geben. Gleichzeitig wird die amerikanische Notenbank aber ihre Bilanz um weitere 600 Mrd. USD verkürzen, nachdem sie in 2018 bereits gut 380 Mrd. USD an Staatsanleihen wieder in den Markt zurückgegeben hat. In diesem Umfeld könnte es für den Finanzminister schwierig werden, gut eine Billion Neuverschuldung (doppelt so viel wie in 2018) im Markt zu platzieren, ohne dass dies in den USA zu steigenden Zinsen führt.

SCHULDEN MIT STÖRPOTENTIAL

USA wachsen um den hohen Preis sich enorm ausweitender Staatsschulden.

Vor dem Hintergrund des globalen Schuldenberges, der ausgehend von 70 Bio. USD in 2000 über 150 Bio. USD vor Krisenbeginn nun aktuell 250 Bio. USD erreicht hat, wäre dies jedoch ein ungutes Vorzeichen. In Amerika wachsen die Staatsschulden exponentiell. Das Wachstum ist auf Pump finanziert und nur deshalb höher als bspw. in Europa. Mit dauerhaft 4 % Defizit (also jährlicher Neuverschuldung) wird eine jährliche Wachstumsquote von 2,5 % finanziert. Die Verschuldung wächst, obwohl die Wirtschaft boomt, Vollbeschäftigung herrscht und die Unternehmen satt verdienen. Die tägliche Neuverschuldung in den USA hat während der letzten drei Jahre von 1,2 Mrd. auf nunmehr 2,7 Mrd. USD zugelegt. Ein konjunktureller Einbruch der USA könnte insofern schmerzhafter werden als in vergleichbaren Phasen. Die Gesamtverschuldung in Relation zum BIP ist so hoch wie zuletzt nach dem 2. Weltkrieg und wird IWF-Schätzungen zufolge in fünf Jahren diejenige Italiens überschritten haben.

In Europa scheint der Weg zu spürbar steigenden Zinsen noch lang. Die hiesige Notenbank wird in 2019 erklärtermaßen die Zinsen auf niedrigem Niveau belassen. Dennoch bleibt Europa herausgefordert: Zwar zeichnet sich seit unserem letzten Bericht für Italien eine Lernkurve ab, denn der Markt forderte so deutliche Zinsaufschläge, dass die Regierenden

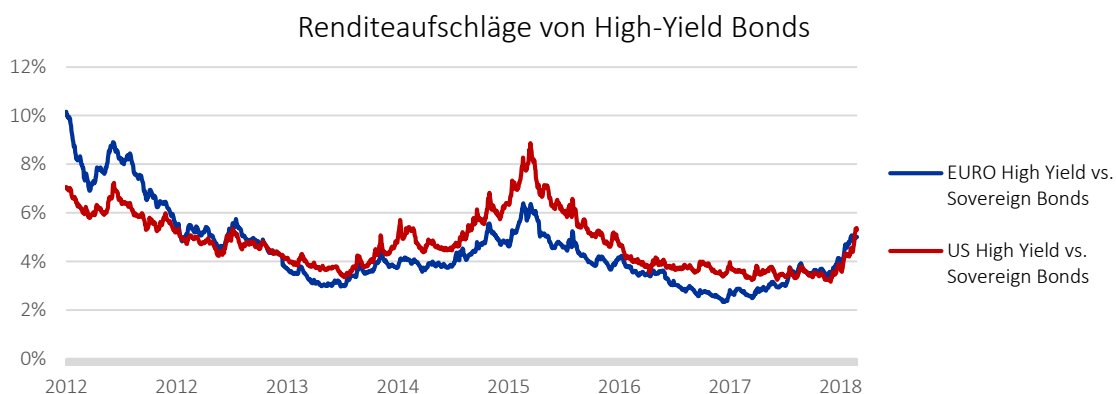
⁴ Bernanke war US-Notenbankchef von 2006 bis Anfang 2014 und wurde abgelöst durch Janet Yellen, die im Februar 2018 wiederum durch Jerome Powell ersetzt wurde.

Schlechte Schuldnerqualitäten bergen Risiko einer Kaskade aus sich verschlechternden Finanzierungsbedingungen und Zahlungsausfällen.

eingelenkt und sich mit der EU auf einen Kompromiss geeinigt haben. Allerdings schert nun – unter dem Druck der Straße – Frankreich aus. Es werden den gelben Westen Beruhigungspillen verabreicht, die so teuer sind, dass sie das Haushaltsdefizit von 2,6 auf 3,2 % bringen. Dass auch damit die Maastricht-Regeln verletzt werden, bleibt in der EU erstaunlicherweise unkommentiert. Hier wird einmal mehr mit zweierlei Maß gemessen. Wir erinnern daran, dass sich ausgerechnet Deutschland im Jahr 2005 des ersten Regelbruchs schuldig gemacht hat. Dieses schlechte Beispiel schwächt bis zum heutigen Tag Disziplin und Konsequenz innerhalb der EU. Ein Grund, warum Großbritannien trotz größter Umsetzungsschwierigkeiten nicht von seinem Brexit-Experiment abweichen will und damit hart zu landen droht.

Aber nicht allein Staaten sind verschuldet, auch Unternehmen sind es mehr denn je, während die Solvenz der Schuldner fortwährend abnimmt. Anfang des Jahrtausends haben lediglich 6 % aller gerateten Unternehmensanleihen das schlechteste gerade "investierbare" Rating BBB aufgewiesen. Aktuell sind es fast 50 %. Sofern die Zinsen sich stark und/oder schnell erhöhen, kann rasch eine Dominostafette in Bewegung geraten: Nach ersten Zahlungsausfällen würden verbleibende Anleihen heruntergestuft, damit wären höhere Zinsanforderungen an die betroffenen Unternehmen verbunden, was weitere Geschäftsmodelle platzen ließ und zu neuen Zahlungsausfällen führte. Erste Kippimpulse sind bereits gesetzt, denn der Risikoaufschlag für Emittenten schlechter Qualität hat sich im letzten halben Jahr abgehoben und inzwischen den höchsten Stand seit zweieinhalb Jahren erreicht. Hielte dieser Trend an, käme es bei Anleihen über kurz oder lang zu Abgabedruck, der auf einen nicht aufnahmefähigen Markt stieße. Denn mit der letzten Krise wurden die Eigenkapitalvorschriften für Banken und Broker derart verschärft, dass sie sich aus dem Anleihenmarkt nahezu vollständig zurückgezogen haben.

Risikoaufschläge für schlechte Schuldner ziehen an



Grafik 4

Quelle: US Federal Reserve Board (FED)

Die Bestände von US-Banken und Brokern in US-Unternehmensanleihen haben sich in den letzten 15 Jahren von 10 % auf nur noch 0,3 % atomisiert, während sich das Anleihevolumen auf ca. 9 Billionen USD verdoppelt hat. Damit fallen Banken als Market Maker weitgehend aus, womit infrage gestellt ist, wie bei höherem Abgabedruck am Rentenmarkt eine geordnete und faire Preisbildung gewährleistet werden könnte.

Die Aktienmärkte sind historisch hoch kapitalisiert.

DIE MÄRKTE REAGIEREN NERVÖS

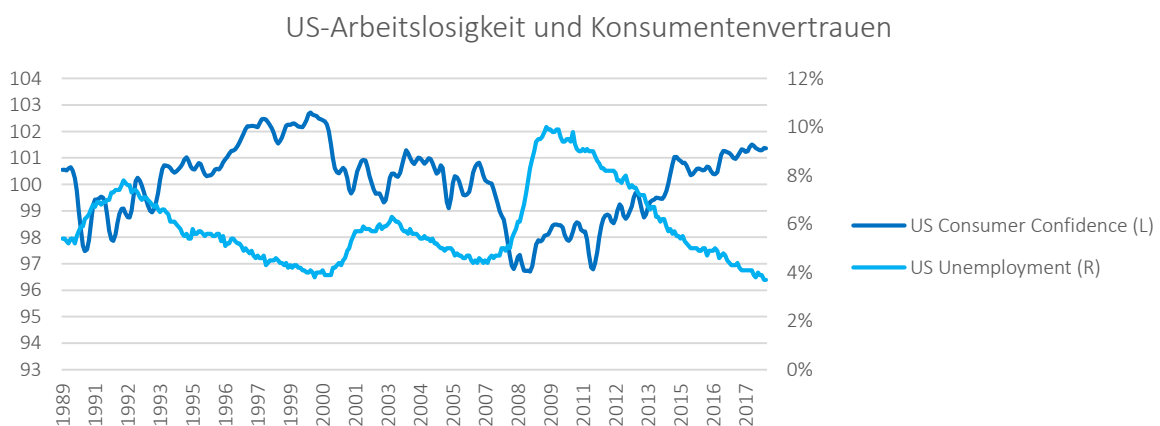
Das dem Rentenmarkt innewohnende Störpotential sollte nicht unterschätzt werden. Nicht wenige Analysten und Wirtschaftsforschungsinstitute sehen im durch die langjährige Niedrigzinspolitik aufgeblähten Kreditvolumen schlechter Schuldner die eigentliche Blase. Es ist sehr wahrscheinlich, dass das derzeitige US-Schuldenniveau in einer Rezession nicht zu halten wäre. Nicht auszuschließen, dass es diese Überlegung ist, welche zur zunehmenden Nervosität an den Märkten beiträgt und die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen bereits deutlich zu verschlechtern beginnt. Auch der Ölpreis sendet Vorsichtssignale. Zwar findet der Preisrückgang eine Ursache in der durch die amerikanischen Erschließungen erreichten Spitzenfördermenge. Das allein kann jedoch nicht die Geschwindigkeit des Preisverfalls um 40 % während der letzten drei Monate erklären.

Die Marktkapitalisierung weltweit notierter Aktien hat im Frühjahr 2018 einmal mehr das Volumen des Weltbruttosozialproduktes überschritten. Dies geschah zuletzt im Jahr 2000 und im Jahr 2007 und spiegelte jeweils einen übergroßen Optimismus wider, nachdem die Börsen sehr gut gelaufen waren. Auch über die zurückliegenden Jahre wurden die Marktteilnehmer dahingehend konditioniert, bei aufkommendem Rauch noch lange kein Feuer zu vermuten. Vielmehr waren schwache Phasen immer Kaufgelegenheiten und der Zögernde hatte schon kurze Zeit später das Nachsehen. Diese Verbilligungsrendite ist augenscheinlich nicht mehr selbstverständlich. Die Möglichkeit, es könnte sich ein neues Muster entwickeln, wonach zwischenzeitliche Kurserholungen zu Verkäufen genutzt werden, um größere Verluste zu vermeiden, dürfen wir nicht negieren.

KEIN SCHATTEN OHNE LICHT

Nachdem die Märkte nunmehr zum Teil schon spürbar korrigiert haben, sollten wir beim Versuch, sich erfüllende Prognosen zu entwickeln, die Möglichkeit in Betracht ziehen, selbst vielleicht eine zu düstere und pessimistische Perspektive einzunehmen. Denn die Arbeitslosenraten sind unverändert rückläufig, das Verbrauchervertrauen im weltgrößten

Vollbeschäftigung sorgt für gute Stimmung bei den Konsumenten



Risiken könnten auch überschätzt werden und das Wachstum in eine Verlängerungsrunde gehen.

Konsummarkt USA stieg zuletzt weiter an und die sind PMIs vielerorts noch im so genannten Wachstumsbereich. Auch die schon früher angesprochene Zinsstrukturkurve ist zwar nahe dem Nullpunkt, letzten Endes aber weiterhin nicht invers. Der Wachstumstrend könnte sich also möglicherweise fortsetzen, der stark gefallene Ölpreis sich allenfalls Kosten senkend auswirken und den Inflationsdruck relativieren, was wiederum eine weniger restriktive Geldpolitik ermöglichte. Das würde dem aktuellen Trend zu steigenden Zinsen möglicherweise die Ausdauer nehmen, was wiederum die Aktienmärkte begünstigte. Diese könnten nach den vorangegangenen Kurskorrekturen "überverkauft" und somit die schwächsten Hände bereits "draußen" sein. Das wiederum beinhaltet Potential für einen länger tragenden Kursanstieg, welcher einen starken Januar, wo die Risikobudgets wieder aufgefüllt werden, noch überdauert. Nicht zuletzt könnten sich die Fehden um die Handelsbedingungen auflösen oder zumindest konstruktiv geklärt werden, was in jedem Fall geeignet wäre, einen Wachstumsimpuls zu setzen.

FAZIT

Die Prognoseunsicherheit ist derzeit hoch. Dies, weil die absehbaren Folgen der auf dem Tisch liegenden Entscheidungsoptionen in ihrer Diagonalität wie Feuer und Wasser zueinanderstehen. Die emotionale Verfasstheit manch politischen Akteurs macht es zudem schlicht unmöglich, mit einigermaßen hinreichender Wahrscheinlichkeit abzuschätzen, in welche Richtung sich die aufgebaute Spannung entlädt.

Die hohe Prognoseunsicherheit rät zu umsichtigem Investitionsverhalten.

Es erscheint offensichtlich, dass die Märkte einen Teil der bestehenden Unsicherheit bereits über Bewertungsrückgänge kompensiert haben, allerdings noch nicht in allen Teilmärkten. So ist gerade im marktbestimmenden Amerika der Kursrückgang an den Börsen noch gering. Es besteht ein asymmetrisches Chance-/Risikoverhältnis insofern, als bei ungünstiger Entwicklung der größere Teil des Abschwungs – dann getrieben von den amerikanischen Märkten – erst noch bevorstehen könnte, während im günstigen Fall einem nachhaltig kräftigen Kursauftrieb die Tatsache entgegensteht, dass die Börsen bereits einen zehnjährigen Marathon gelaufen sind. Die vorherrschend hohe Prognoseunsicherheit lässt darum eine fortgesetzt umsichtige Gangart ratsam erscheinen.

2019 – so viel zeichnet sich bereits ab – verspricht, ein spannendes Börsenjahr zu werden, denn die größer gewordene Volatilität hält immer auch Möglichkeiten bereit, die hektischen Kursauschläge taktisch zu nutzen. Zum einen haben sich etliche Titel so weit verbilligt, dass sie bereits deutlich an Attraktivität gewonnen haben. Zum anderen werden bestimmte Branchen nachhaltig von der Sektor-Rotation begünstigt, welche die noch im Anfang befindliche Digitalisierung mit sich bringt. Gerade in Korrekturphasen lassen sich interessante Teilmärkte und Regionen identifizieren. So bleiben Titel attraktiv, die wenig konjunktursensitive Geschäftsmodelle verfolgen, zum Teil aber dennoch bereits erhebliche Kursabschläge verzeichnen.

Im Verlauf des ersten Halbjahres sollte die Möglichkeit einer Fortsetzung der Kursabschwächungen erwogen werden. Gleichzeitig spricht einiges dafür, dass diese Phase Einladungen bereithält, Engagements wieder auf- und auszubauen, um das langfristige Entwicklungspotential von Aktien zu

sichern. Anleihen erscheinen – insbesondere in Europa – weiterhin nur mäßig attraktiv. Wenn Unsicherheit regiert, steuern die Menschen auf sichere Häfen zu. So konnte der Goldpreis im letzten Quartal des Jahres um 8 % zulegen und die Vermögensanlagen der Investoren stabilisieren. Sollten sich konjunkturelle oder politische Faktoren anhaltend verschlechtern, könnte das die Nachfrage auch in 2019 treiben und Gold als Krisenschutz eine Renaissance erfahren.

*Bielefeld, 7. Januar 2019
Matthias Steinhauer*

Rechtliche Hinweise:

Diese Publikation wurde von der CONCEPT Vermögensmanagement GmbH & Co. KG (CONCEPT) erstellt. Sie dient ausschließlich der Information und darf ohne ausdrückliche Einwilligung von CONCEPT nicht nachgedruckt oder öffentlich zugänglich gemacht werden.

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen beruhen auf Quellen, die CONCEPT für zuverlässig erachtet, jedoch keiner neutralen Kontrolle unterzogen hat. Die Informationen sind öffentlich zugänglich. CONCEPT übernimmt keine Gewähr und keine Haftung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen. Die in dieser Publikation vertretenen Meinungen stellen die Auffassung des Verfassers dar und können sich jederzeit ändern. Solche Auffassungsänderungen müssen nicht publiziert werden.

Den in dieser Publikation enthaltenen Angaben liegen historische Daten sowie die Einschätzungen künftiger Marktentwicklungen von CONCEPT zu Grunde. Diese Markteinschätzungen sind auf der Basis von Analysen gewonnen worden, die mit der gebotenen Gewissenhaftigkeit und Sorgfalt erstellt worden sind. Dennoch kann CONCEPT für ihr Eintreten keine Gewähr übernehmen. Der Wert eines darauf abstellenden Investments kann sinken oder steigen, der investierte Geldbetrag möglicherweise nicht zurück erhalten werden.

Information zum Datenschutz gemäß EU-Datenschutz-Grundverordnung (DSGVO):

CONCEPT Vermögensmanagement verarbeitet personenbezogene Daten der Empfänger dieser Ausarbeitung (Name, Vorname, ggf. Titel, Anschrift und ggf. E-Mail-Adresse). Gemäß Art. 6 der DSGVO erfolgt die Verarbeitung der Daten aufgrund Einwilligung des Empfängers oder aufgrund berechtigten Interesses des Verantwortlichen rechtmäßig. CONCEPT Vermögensmanagement verwendet die Daten vertraulich und wird sie nicht an Dritte weitergeben. Der Empfänger kann dem Bezug dieser Information und der Verwendung seiner Daten jederzeit widersprechen. Der Widerspruch ist zu richten an:

CONCEPT Vermögensmanagement GmbH & Co. KG, Welle 15, 33602 Bielefeld, Tel./FAX: 0521-9259970 / 0521-92599719, E-Mail: info@c-vm.com.

Die Datenschutzerklärung von CONCEPT Vermögensmanagement ist einsehbar unter <http://c-vm.com/de/misc/datenschutzerklaerung.html>.