

Frankfurt am Main, den 21. Dezember 2018

Kommentar zur aktuellen Marktentwicklung

Jüngste Entwicklungen

- Das vierte Quartal dieses Kalenderjahres war geprägt von deutlichen Kursverlusten der Aktienmärkte und wachsender Risikoscheu. Wer nach abrupten Kursrückgängen im Oktober auf eine zügige Erholung hoffte – wie im Februar –, wurde enttäuscht. Mit wachsender Dynamik in den vergangenen Tagen verlor der weltweite Aktienindex *MSCI World* seit Monatsbeginn -10,8% und notiert damit seit Beginn des Kalenderjahres mit einem Verlust von -6,5%.
- Beherrscht war diese Entwicklung von den USA. Nicht nur der Technologieindex Nasdaq (mit -13,0%), auch der breite S&P 500 büßte mit -12,4% seit Beginn des Monats deutlich ein (jeweils in US-Dollar). Sowohl die Märkte anderer Industrieländer als auch die Schwellenländer blieben jüngst etwas robuster (der deutsche Dax zum Beispiel im Monatsverlauf mit -5,5%; der Schweizer SMI mit -6,9%). Damit verzeichnen die US-amerikanischen Aktienindizes seit Quartalsbeginn stärkere Verluste als der Rest der Welt. Dies nivelliert die dynamische Entkopplung der US-amerikanischen Märkte während der vorangegangenen drei Quartale (s. *Graphiken des Monats* und unseren Bericht vom 26. September 2018).
- Diese Entwicklung reflektierte Nachrichten von nachlassender konjunktureller Dynamik: So reduzierte der Internationale Währungsfonds (IWF) im Oktober seine Erwartung des weltwirtschaftlichen Wachstums für 2019 von 3,9% (Schätzung vom April) auf 3,7%. Einen eingetrübten Ausblick lieferten auch zum Beispiel der ifo-Geschäftsklimaindex (mit 102 Punkten wieder zurück auf dem Niveau des Frühsommers) sowie diverse Einkaufsmanagerindizes. Einige Marktteilnehmer leiteten hieraus die Erwartung ab, dass die Weltwirtschaft sich nicht allmählich abkühle, sondern abrupt in eine Rezession schlittere.
- An Plausibilität gewann diese Einschätzung durch die Ankündigungen der US-amerikanischen Notenbank, der *Federal Reserve*. Zwar erhöhte sie in ihrer Sitzung am 19. Dezember erwartungsgemäß den Leitzins um 0,25% auf 2,5%. Zugleich wurden für das kommende Jahr nunmehr weniger als weithin erwartet, nämlich nur noch zwei weitere Zinsschritte in Aussicht gestellt. Neben der abflachenden Wachstumsdynamik wurde dies mit geringem inflationärem Druck begründet.
- Ihren Ausdruck fand die gestiegene Konjunkturskepsis auch in den Risikoaufschlägen von Unternehmensanleihen. Lagen die Risikoaufschläge für US-amerikanische Hochzinsanleihen zum 30. September mit 3,28% sogar unter dem Wert vom Jahresbeginn (3,4%), stiegen sie jüngst deutlich an auf 5,1%. Auch europäische Hochzinsanleihen verzeichnen mit 4,9% einen deutlich höheren Risikoaufschlag als zum Jahresanfang (2,8%). Europäische Unternehmensanleihen guter Bonitäten notieren seit Jahresbeginn im Minus (z.B. der Index *iboxx EUR Corporates 1-5* -0,5%).
- Erwähnung verdient in diesem Zusammenhang die Entwicklung von Unternehmensgewinnen. Nach den Berichten von 465 Unternehmen des S&P 500 übertrafen die Gewinne von 78% der Unternehmen die Erwartungen. Europäische Firmen rechnen bislang mit einem Gewinnplus gegenüber dem Vorjahresquartal von 15% und einer Umsatzsteigerung von 6%. Positive Überraschungen fielen im Vergleich zum Vorquartal allerdings deutlich moderater aus. Bemerkenswert ist, dass einige Unternehmen – wie zum Beispiel *amazon* – deutliche Kursabschläge hinnehmen mussten, obwohl ihre Ergebnisse die Erwartungen erfüllten.
- Neben konjunkturellen Fragezeichen waren politische Entwicklungen – insbesondere zu Handelskonflikten, der italienischen Haushaltsdisziplin und dem Brexit – kaum vertrauensstiftend. Der sinkenden Risikobereitschaft der Anleger entsprechend verzeichneten – langfristig robusten Mustern entsprechend – einige Staatsanleihen und insbesondere Gold wachsenden Zuspruch. Seit Quartalsbeginn verzeichnet Gold einen Zuwachs von 7,6% (in Euro), seit Jahresbeginn von 2,1%.

Unsere Einschätzung

- Aus unserer Sicht spiegeln die jüngsten Entwicklungen einen stärkeren Pessimismus wider als er berechtigt erscheint. Dies liegt insbesondere in den folgenden Aspekten begründet.
 - **Wahrscheinlichkeit einer kurzfristigen Rezession:** Eine kurzfristige Rezession, halten wir zwar für möglich, doch nicht für wahrscheinlich. Wesentliche Daten – inklusive der jüngsten Verflachung von Zinsstrukturkurven – lassen aus unserer Sicht zwar eine Abkühlung der Konjunktur erwarten, doch keinen Einbruch. Derartige Impulse zeichnen sich sowohl in Japan und Europa (auch begünstigt durch den gesunkenen Ölpreis) sowie in einigen Schwellenländern ab.
 - **Bewertungsabschlag von Aktien:** Die Kursverluste in diesem Jahr vergünstigten Aktien, indem Ertragserwartungen vergleichsweise robust blieben. Damit notieren einzelne Märkte nun zumindest auf historisch durchschnittlichen, zum Teil auch attraktiven Niveaus: der US-amerikanische S&P 500 bei einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von ca. 15, der Schwellenländerindex *MSCI Emerging Markets* bei 10. Eine aktuelle Umfrage unter 21 Banken ergibt für 2019 ein Kurspotential für den DAX und den Euro Stoxx 50 von 16,6% bzw. 14,3% - auch nach Abzug von branchenbedingtem Überoptimismus immer noch ein deutliches Plus.
- Skeptisch sind wir gegenüber Prognosen, die sich auf vergleichbare Marktphasen in der Vergangenheit beziehen. Dass konjunkturelle Erwartungen derzeit im Umfeld einer geldpolitischen Normalisierung angepasst werden, begründet eine Konstellation, die die Relevanz historischer Vergleiche erheblich einschränkt. Die Attraktivität einzelner Vermögensklassen muss stärker als bisher im Vergleich zum Geld- und Rentenmarkt bewertet werden. Mit Renditen von inzwischen ca. 2% bzw. ca. 2,6% sind Kassenhaltung und kurzfristige Staatsanleihen für US-Investoren eine Alternative geworden. Dies hebt die Schwelle, von der an risikobehaftetere Engagements attraktiv werden. (US-amerikanische Analysten beschreiben dies als „goodbye to ‚TINA‘ – the view that ‚there is no alternative‘ to stocks“.)
- Unsere Einschätzung erlaubt es uns, weiterhin Risiken zu halten und Schwankungen zu tolerieren – sofern sie mit dem jeweiligen Investitionshorizont und der persönlichen Schwankungstoleranz im Einklang stehen. Zugleich bedarf sie der fortlaufenden Überprüfung. Neben erratischen Verlautbarungen politisch Verantwortlicher betrachten wir als größte Risiken für unsere Sicht a) den weiteren Verlauf der US-amerikanischen Zinspolitik, insbesondere unter dem Primat der Preisstabilität; b) die weitere Entwicklung der Handelskonflikte sowie c) die weitere Ausgestaltung des Brexits.

Positionierung

- In den vergangenen Monaten haben wir verschiedene Anpassungen vorgenommen:
 - **Aktien:** Reduzierung der Aktienquote auf die strategische Gewichtung bei globaler Diversifizierung; Rotation aus Nebenwerten und zyklischen Sektoren in Dividententitel; selektive Gewinnmitnahmen und Verlustbegrenzungen entsprechend individuellem Investitionshorizont.
 - **Renten:** Weiterer Aufbau von Engagements von USD-Unternehmensanleihen und Fremdwährungsanleihen.
 - **Währungen und Alternative Investitionen:** Weiterhin Übergewicht in US-Dollar; deutliche Aufstockung von Engagements in Gold und goldnahen Engagements und Gewinnmitnahmen bei Emissionszertifikaten.

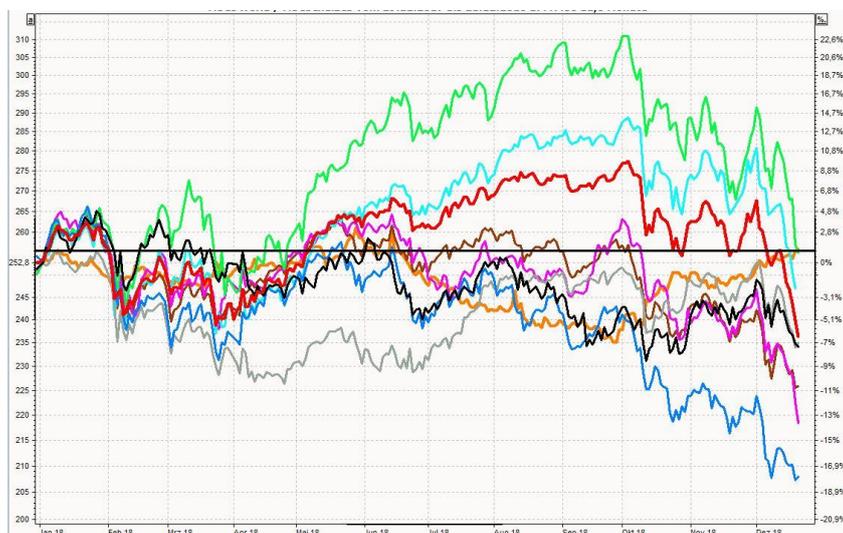
Graphiken des Monats: Entwicklung ausgewählter Indizes (in Euro)

Weltaktienmarkt MSCI World: rot | Schwellenländer MSCI Emerging Markets: schwarz | deutscher DAX: blau
| europäischer Stoxx Europe 600: braun | Schweizer SMI: grau | US-amerikanischer S&P 500: türkis | US-amerikanischer Nasdaq: grün | japanischer Topix: pink | Gold: ocker

seit 1. Oktober 2018:



seit 1. Januar 2018:



Quelle: vwd portfolio manager.

Wichtige Hinweise: Marktberichte dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Vermögensgegenständen dar. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung. Im Marktcommentar zum Ausdruck gebrachte Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu historischen Wertentwicklungen erlauben keine Rückschlüsse auf Wertentwicklungen in der Zukunft. Der Verfasser oder dessen Gesellschaft übernimmt keinerlei Haftung für die Verwendung dieses Marktcommentars oder deren Inhalt. Die Weitergabe oder Änderungen des Marktcommentars oder seines Inhalts bedürfen der ausdrücklichen Erlaubnis des Verfassers oder der Gesellschaft.