



## Das Jahr 2019 wird alles außer gewöhnlich

Das Jahr 2018 stellt eine Zäsur an den internationalen Kapitalmärkten dar und das nicht nur, weil der DAX nach sieben Jahren erstmals wieder mit einer negativen Wertentwicklung abschließen wird, sondern weil insbesondere die sprunghafte Volatilität zurückkehrte. Damit erfüllte sich die Kernthese unseres Ausblickes vom Vorjahr. Galt es, in den letzten Jahren jeden Kursrückgang konsequent zum Nachkauf zu nutzen, erhielt diese Markteinschätzung spürbare Risse. Die Notenbanken, insbesondere die amerikanische Fed, flankierten nicht mehr zwangsläufig die Konjunktur mit einer historisch einmaligen Nullzinspolitik und die Wirtschaftsdynamik nahm ab. Zudem bot die internationale Politik ein Wechselbad an Gefühlen. Die Stimmung der Anleger trübte sich dementsprechend sukzessive ein, ehe sie sich im Herbst in Folge der Summe an Nachrichten deutlich verfinsterte. Nachrichten machten also Kurse und führten dazu, dass Risiko-diversifizierung im Jahr 2018 kaum belohnt wurde. Wir glauben, dass die Lage besser ist als die Stimmung. Auch vor dem Hintergrund, dass Risiken wieder angemessener bezahlt werden, blicken wir zuversichtlich ins Neue Jahr. Wie wir die einzelnen Assetklassen konkret bewerten, beschreiben wir im Folgenden.

### 1. Weltwirtschaft

Die Weltwirtschaft wird auch 2019 weiterwachsen, wenngleich ihre Dynamik abnehmen wird. Die wesentlichen Regionen werden aus unterschiedlichen Gründen ihren Beitrag liefern. Während in den USA der fiskalische Stimulus der Trump-Administration auch im Jahr 2019 noch tragen sollte, wird China umfangreiche Stabilisierungsmaßnahmen in die Wege leiten. Dabei werden sowohl Regierung als auch Notenbank Hand in Hand gehen. China gehörte zweifelsohne zu den ersten großen Verlierern des globalen Handelskonflikts im Zuge der Erhöhung der Zölle durch die USA. Chinas strategischer Plan („2025 - Made in China“) ist jedoch für die dortige Regierung von elementarer Bedeutung, so dass wir direkte und indirekte Eingriffe erwarten. Europas Schlüsselindustrien (Automobile und Chemie) waren dagegen saisonalen Sonderfaktoren (WLTP Zulassungsverfahren und niedrige Wasserpegel auf den Schifffahrtsrouten) unterworfen, bei denen wir entsprechende Nachholeffekte sehen. Zudem stößt die betriebene Sparpolitik Deutschlands an Ihre Grenzen, so dass auch in Europa stimulierende Reformen nicht ausgeschlossen sind. Derzeit werden Rezessionsängste herumgereicht, die wir aber nicht teilen. Schwankungen, auch in den Konjunkturdaten, werden uns jedoch erhalten bleiben. Wir befinden uns weiterhin in einer Phase der Neuorientierung, sei es dem Austritt Großbritanniens aus der EU, der Perspektive der EU nach der Europawahl im Mai oder der Entwicklung der sino-amerikanischen Beziehungen.

### 2. Geldpolitik und Rentenmärkte

Die Notenbanken mussten im Zusammenhang mit der Finanzkrise 2008 zwangsweise die Büchse der Pandora öffnen. Dementsprechend leben wir in einer Welt, die von einer massiven Liquiditätsausweitung geprägt ist. Diese entlud sich allerdings bislang eher in einer Vermögensklasse- denn Preisinflation. Die US-Notenbank ging die Geschehnisse um Lehman & Co. deutlich konsequenter an. Dies erlaubte ihr, im Gegensatz zur japanischen oder europäischen Notenbank, die Zinsen mittlerweile anzuheben, die sich im Jahre 2018 wieder als echte Alternative zu Dividenden zeigten. Im sehr weit fortgeschrittenen Konjunkturzyklus war der fiskalische Stimulus der Trump-Regierung jedoch noch nicht eingeplant. Dieser verzerrt nun die Wahrnehmung und erschwert die Einschätzung durch die Notenbank. Wir gehen nicht davon aus, dass die Fed, die zuletzt für 2019 prognostizierten vier Zinserhöhungen vornehmen wird, sondern eher zwei bis drei, da die Wirkung sich zeitversetzt niederschlägt und die Fed sonst Gefahr läuft, die Konjunktur zu schädigen. EZB und BoJ befinden sich nach wie vor auf einem anderen Pfad. In diesem Jahrzehnt dürfte es, sofern man die Worte Draghis entsprechend interpretiert, keine spürbare Zinswende mehr geben.

### 3. Aktienmärkte

Die Marktteilnehmer waren im Jahr 2018 sehr nachrichtengetrieben bei ihren Anlageentscheidungen. Im Zeitalter der passiven ETFs flossen dadurch in kurzer Zeit große Marktvolumina in Anlageklassen hinein, aber auch zügig wieder heraus. Eine differenzierte Betrachtung der tatsächlichen Fakten rückte in den Hintergrund. Dementsprechend glauben wir, dass mit den Kursrückgängen des Herbstes nicht nur schon viel Negatives eingepreist ist, sondern dass sich die Renditepotentiale erheblich verbessert haben. Schaut man sich die Bewertungen europäischer, speziell deutscher Aktien, an, kann man davon ausgehen, dass die aktuelle Bewertungsrelation eine Rezession einpreist. Diese Einschätzung teilen wir aber nicht. Dementsprechend sehen wir positives Überraschungspotential. Sobald der tatsächlichen Ertragsqualität und dem dauerhaften Geschäftsmodell wieder mehr Gewicht zugemessen wird, wird sich das entsprechend in steigenden Kursen widerspiegeln. Opportunitäten sehen wir ebenfalls am chinesischen Aktienmarkt. Dieser ist deutlich weniger exportlastig als vermutet. Sollten die von uns erwarteten Stimulusmaßnahmen kommen, bedeutet das überdurchschnittliche Chancen für die dortigen Aktien. Die US-Börsen zeigten sich, bedingt durch die hohe Gewichtung der „FANG“-Aktien lange als letzte starke Bastion, ehe die hohe Bewertung der US-Technologie-Aktien auch nicht mehr klaglos hingenommen wurde. Vor dem Hintergrund, dass das Wirtschaftswachstum in den USA intakt ist, erwarten wir weitere Konsolidierungen auf hohem Niveau.



#### 4. Währungen

Die Zinsdifferenz und das Konjunkturwachstum sprechen sicherlich klar für den US-Dollar gegenüber Euro oder Yen. Allerdings bleibt zu berücksichtigen, dass die proaktive US-Wirtschaftspolitik mit einer deutlichen Ausweitung des Zwillingsdefizits (Sowohl Haushalts- als auch Leistungsbilanzdefizit) einhergeht. Die Begeisterung dafür lässt sich unserer Meinung nach aber nicht ohne weiteres fortschreiben, zumal sich für den Euro in 2018 ein sehr ausgeprägter Pessimismus ausgebildet hat. Sollte Italien nicht eskalieren oder von Deutschland politische Dynamiksignale ausgehen, sehen wir Erholungschancen für den Euro. Diese Schwächung des US-Dollars sollte auch ausgewählte Schwellenländer in ihrer Konstitution stärken, waren es doch Länder wie Argentinien, Südafrika oder Türkei, die in diesem Jahr unter einem stärkeren Dollar enorm litten, was sich auf das regionale bzw. globale Wirtschaftswachstum negativ auswirkte.

#### 5. Rohstoffe

Die Rohstoffpreise werden durch das weltweite Wirtschaftswachstum gestützt. Wir erwarten keine deutlichen Preissteigerungen. Der Ölpreis entfernt sich zunehmend von einer reinen Preisfindung durch Angebot und Nachfrage. Die politische Karte wird über dieses Vehikel extrem ausgereizt. War es der dramatische gefallene Ölpreis, der 2016 Russland an den (Krim-)Verhandlungstisch trieb, ist es nunmehr Saudi-Arabien, das im Fokus steht. Die USA sind und bleiben das macht- und wirtschaftspolitische Zentrum. Unser Fokus bleibt daher bei Gold, bietet das Metall doch eine Absicherung gegen zunehmende politische Risiken, die uns bekannt sind oder noch im Verborgenen schlummern.

#### Portfoliostruktur

Wir bevorzugen 2019 mehr denn je Anlagen in Unternehmen, die sehr hohe Qualitätsanforderungen hinsichtlich der Unternehmensführung, der Bilanzqualität und der Dividendenfähigkeit erfüllen („Wertorientierung“). Wir erwarten eine Renaissance der Value-Titel. Der Aspekt der Sicherheit ist seit diesem Jahr wieder ausgeprägter und in schwankenden Zeiten werden Anleger diese bei Value-Titeln eher als bei Growth-Vertretern finden. Zumal Value-Titel weniger sensibel auf steigende Zinsen reagieren. Die übergeordneten Problemfelder sind vielfach beschrieben und bekannt und somit schon weitestgehend eingepreist. So sehen wir eher Chancen als Risiken. Spätestens sobald sich die genannten Faktoren positiv auflösen. Schwankungen sind zu erwarten, die sukzessive Verknappung von Notenbankgeld ist dafür ursächlich. Das gilt es zu tolerieren bzw. über Optionen zu optimieren. Kursrückgänge in Qualitätstiteln stellen wiederum Kaufgelegenheiten dar. Den Schwerpunkt setzen wir dabei auf Deutschland und China. Ein aktives Management sollte in 2019 einen deutlichen Mehrwert gegenüber passiven Index-Investments liefern. Bei Anleihen gilt es, breit zu diversifizieren und aufgrund der Liquiditätsverknappung (Regulierung) mit Limiten zu arbeiten (Unternehmens-, Fremdwährungs- und Hybridanleihen). Staatsanleihen spielen weiterhin eine untergeordnete Rolle, Gold mit einer Gewichtung von 3-6% ist der Depotstruktur beigefügt.



  
Dr. Lars Slomka

  
Andreas Heinrich

  
Andreas Fritz

  
Christian Böhm