

Ausblick 2018 – Börsen in der Spätphase

Die Weltwirtschaft boomt und die nächste Rezession dürfte sich noch ein bis zwei Jahre hinhalten. Dank der nach wie vor grosszügigen Geldpolitik sind Aktien weiterhin attraktiv während Anleihen zu teuer sind.

Lehren aus der Vergangenheit

Rückblickend auf die letzten zwölf Monate lässt sich stets Wertvolles für die Zukunft ableiten. Die grösste Überraschung war aus unserer Sicht die globale Konjunkturaufschwung. Vor allem in Europa wurden die Wachstumserwartungen nach oben korrigiert. Auslöser waren aus unserer Sicht die Wahlen in Frankreich. Danach stieg das Vertrauen am Markt in Reformen und nährte Hoffnung, dass Investitionen anziehen werden. Dank rekordtiefen Zinsen, niedrigen Energiepreisen und nachlassenden politischen Sorgen zeigten sich die Konsumenten ausgabefreudiger. Das ist in den positiven Frühindikatoren ersichtlich - einige stehen so hoch wie seit 2000 nicht mehr. Rückenwind für die Wirtschaft könnte auch eine Trendwende bei den Regulierungsmassnahmen sein - wie in den siebziger Jahren während der Regierung Reagan - könnte nun Trump eine globale Resonanz finden, um Deregulierungen voranzutreiben. Zu viel Euphorie am Markt ist schädlich und Wirtschaftszyklen wechseln sich ab! Die überschwängliche Zuversicht spiegelt sich in den stattlichen Bewertungen aller Anlageklassen wieder. Trotz guten Wachstumsaussichten für 2018 sollte der Anleger sich bewusst sein, dass die wirtschaftliche Erholung weit fortgeschritten ist. Vor allem wenn man bedenkt, dass dringend notwendige Strukturreformen in Europa weiter anzugehen sind. Die grössten Probleme in den Industrieländern wurden und werden weiterhin mit geld- und fiskalpolitischen Massnahmen überdeckt. Deren Beendigung dürfte nicht spurlos an den Märkten vorübergehen. In Zeiten ohne Zinsen gibt es zu Aktien kaum Alternativen.

Makroökonomischer Ausblick

Das starke Wachstum dürfte sich 2018 vor allem in den USA (BIP 2.5%) fortsetzen, falls die Steuerreform tatsächlich in Kraft tritt. Die konjunkturfördernde Steuerreform dürfte den weit fortgeschrittenen Wirtschaftszyklus noch etwas verlängern. In Europa wird sich das Wachstum etwas moderater bewegen (BIP 2%), solange politische Risiken wie z.B. der Brexit, strukturelle Probleme (Kredit- und Arbeitsmarkt) und Deregulierungen nur zögerlich angegangen werden. Die erwartete Inflation in der Eurozone beträgt 1.3% und in Amerika 2% für 2018. Dies nützt den Notenbanken, um die Normalisierung der Geldpolitik langsam und behutsam umzusetzen. Der Markt rechnet im Durchschnitt mit zwei bis drei Zinserhöhungen in Amerika, solange die Wachstumsbeschleunigung und der angespannte Arbeitsmarkt die Löhne und damit die Inflation nicht zu viel antreiben. In Europa wird die EZB sich mit Zinserhöhungen weitgehend zurückhalten,

wobei sie mit der Drosselung Ihrer Anleihekäufe beginnen wird. Solange die Inflation und damit verbundene Zinserhöhungen moderat bleiben, werden die Aktienmärkte dank hoher Liquidität weiter steigen.

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. Der überaus wichtige und oft zu Unrecht verschmähte Banksektor steht in vielen grossen Volkswirtschaften besser da, als sein Ruf. Das Volumen der faulen Kredite in vielen Ländern – vor allem in Deutschland, Frankreich und Spanien - sind niedrig. Die Banken haben ihre faulen Kredite ausgewiesen, Wertberichtigungen vorgenommen und das Eigenkapital gestärkt. Dank steigenden Zinsen werden die Banken wieder profitabler und können vermehrt Kredite vergeben. Italien schreitet mit der Bereinigung fauler Kredite nur sehr zögerlich voran. In Spanien hat die Bereinigung des Bankensektors zusammen mit Reformen dazu geführt, dass das Wirtschaftswachstum (BIP 3%) relativ rasch von der Krise erholen konnte, während Italien erst vor kurzer Zeit aus der Rezession fand. Neben einem guten makroökonomischen Ausblick und Gewinnaussichten sind die Bewertungen der Unternehmen massgebend. Gemäss Warren Buffett entscheiden zwei Faktoren, ob Aktien überbewertet sind: Der Gesamtwert aller Aktien auf dem Markt sowie der Gesamtumfang der Wirtschaft in Relation gesetzt. Das macht Sinn und zeigt ein realistisches Bild.

% Warren Buffetts Marktindikator – keine globale Aktienblase



Die Kurs-Gewinn-Verhältnisse liegen im Dow Jones Index bei 21.1 und im Dax bei 15.1, während der 27 Jahres Mittel bei 14.7 sich bewegt. Auch die Kurs-Umsatz-Verhältnisse sind wichtige Indikatoren und liegen in Amerika bei 3.2 (15 Jahres Mittel 2.6) und in Europa bei 1.9 (15 Jahres Mittel 1.9). Anleger sollten nicht zu

KG V DAX 1980 bis 15.12.2017



viel nur auf die Bewertung schauen. Würde man nach dem 10-Jahres Kurs-Gewinn-Verhältnis (Indexstand 30, historischer Durchschnitt 17) des Wirtschaftsnobelpreisträgers R. Shiller seine Börsenentscheidungen nach der Gewinnbewertung treffen, hätte man schon 2010 alle Aktien verkaufen müssen. Man sollte berücksichtigen, dass Aktienbewertungen von den Zinsen abhängen und tiefe Zinsen eine höhere Bewertung rechtfertigen. Dank historischer Tiefzinsphase und hoher Liquidität dürfte die Börsenhaus noch etwas andauern, Aktien-Nachzügler und defensivere Branchen dürften davon profitieren. Unsere bevorzugten Sektoren sind der Finanz- und Gesundheitssektor. Wie bereits erwähnt profitiert der Erste von höheren Zinsen und der defensive Gesundheitssektor wird vom demografischen Wandel profitieren. Daneben setzen wir auf den technologischen Wandel wie Industrie 4.0 und künstliche Intelligenz sowie auf zukünftige Umweltthemen.

Gefahren für die Märkte

Wir sehen drei grössere Gefahren für die Märkte: 1. Die US-Wirtschaft schwächt sich rasant ab. Ursache könnte eine abflachende Zinskurve sein, eine schockartige Inflation durch z.B. Lohndruck oder ein weiterer drastischer Anstieg der Privatschulden. 2. Ein Platzen der Kreditblase in China. Die Gesamtverschuldung beträgt 277% der jährlichen Wirtschaftsleistung. Die chinesische Führung setzt zurzeit auf eine Wachstumsabschwächung, da das Land strukturelle Reformen umsetzt, die auf den Immobilien- und Finanzsektor drücken, um Risiken zu reduzieren. Das Wachstum wird gezielt verringert, ob das gelingt steht in den Sternen. 3. Geopolitik: Eine Eskalation zwischen den USA und Nordkorea, Handelssanktionen wie D. Trump immer wieder ankündigt sowie politische Ereignisse in Europa wie die Brexit-Verhandlungen oder die Wahlen in Italien könnten die globalen Märkte ins Wanken bringen.

Währungen und Zinsmärkte

Der Euro hat seit Jahresbeginn dank der veränderten Situation durch die europafreundlichen Wahlen in Frankreich um 12% gegenüber dem US-Dollar aufgewertet, während die Unsicherheiten in Amerika durch die Politik der Regierung Trump stiegen. Durch diese Aufwertung ist der Euro - gemessen am Gleichgewichtswchselkurs - nicht mehr unterbewertet, sondern fair bewertet. Für die Erholung der europäischen Wirtschaft ist ein zu

starker Euro gefährlich. Wir gehen nicht von einem weiteren Anstieg des Euro aus, weil die Zinsdifferenz auf 10 Jahre bei ca. 2% zu Gunsten von USD ist. Zudem dürfte das Aufwertungspotenzial begrenzt bleiben, weil der Euro weiterhin ein fragiles Konstrukt bleibt. Die Fed erhöhte im Dezember die Zinsen um einen Viertelpunkt nach oben auf die neue Spanne von 1.25 bis 1.5 Prozent. Die Kluft zu Europa, welche die Zinsen unangetastet bei 0 Prozent lies, wird nochmals grösser. Die geldpolitische Kehrtwende ist da. Je stärker die globale Konjunktur wird, umso weniger Unterstützung ist seitens der Zentralbanken zu erwarten. In Amerika erhöht die Fed die Zinsen bereits seit geraumer Zeit und entzieht zusätzlich Liquidität, indem sie ihre Bilanz verkleinert - was für die Märkte wahrscheinlich nicht ohne Folgen bleiben wird. Die EZB wird in Europa noch zuwarten, die wirtschaftliche Entwicklung ist noch nicht soweit fortgeschritten. Aus diesem Grund wurde der Ankauf von Vermögenswerten noch einmal über den Dezember 2017 hinaus verlängert und das Volumen der monatlichen Käufe ab Januar 2018 auf 30 Mrd. Euro halbiert. Ende 2018 könnte das Programm dann auslaufen. Mit der ersten Leitzinserhöhung wird die EZB aber voraussichtlich bis zum Herbst 2019 warten. Die erwartete Inflation im 2018 liegt in Europa bei 1.3% und dürfte dank der Situation am Arbeitsmarkt weniger unter Druck stehen als in Nordamerika (2%). Die Arbeitslosenzahlen liegen in der Eurozone bei 9.1% während die US-Arbeitslosenquote bei historischen Tiefständen mit 4.1% liegt.

Für den Anleger bedeuten steigende Zinsen tiefere Kurse bei Obligationen! Dennoch gehören die Anleihen zu einem konservativen oder ausgewogenen Portfolio dazu. Der Anleger kann sich mit kurzen Laufzeiten und mit speziellen Fondanlagen oder Derivaten, welche auch von steigenden Zinsen profitieren können, absichern. Nicht empfehlenswert sind mehr Risiken zu nehmen z.B. mit Hochzinsanleihen, diese sind bereits teuer und die Zinsdifferenzen sind unattraktiv. Unsere Portfolios haben wir dem veränderten Markumfeld bereits angepasst.

Fazit

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. Für eine Fortsetzung der Hausse für 2018 spricht die konjunkturelle Lage mit den Frühindikatoren, welche auf Wachstum stehen, eine hohe Liquidität im Markt seitens der Zentralbanken mit tiefen Zinsen und expansiver Geldpolitik. Dagegen sprechen erstens die relativ hohen Bewertungen der Aktien, zweitens die hohen Erwartungen am Markt geben Spielraum für Enttäuschungen und drittens die Sorglosigkeit der Anleger mit Chancen und Risiken umzugehen. Wir stellen unsere Portfolios so robust auf, dass sie grössere Krisen weitgehend überstehen und langfristig attraktive Renditen erzielen. Ein Schlüssel zum erfolgreichen Investieren liegt darin, einen langfristigen Horizont anzupeilen und zu diversifizieren. Wer spart und Geld für sich arbeiten lässt, hat zukünftig alle Freiheiten.