

«Die Märkte fürchten den Abbau der Fed-Bilanz»

MITTWOCHSINTERVIEW Alexander Krämer, Leiter Cross Asset Strategy bei der Commerzbank in Frankfurt, erwartet in den nächsten drei Jahren eine Rezession in den USA.

Herr Krämer, was hat zum Jahresauftakt die Aktienmärkte am meisten bewegt? Den Markt belastet hat, dass es in den USA zwischen Demokraten, Republikanern und dem Weissen Haus zu keiner Einigung im Haushaltsstreit gekommen ist. Die Ausschläge in die eine oder andere Richtung über die Feiertage waren auch extremer als sonst, weil die Handelsliquidität an den Märkten gering war. Die US-Arbeitsmarktdaten im Dezember haben positiv überrascht. Negativ war, dass der ISM-Einkaufsmangerindex für das verarbeitende Gewerbe nach unten gegangen ist.

Was kam von den Notenbanken? Die grösste Beruhigungspille dürften die Aussagen von Jerome Powell, dem Chef der US-Notenbank Fed, gewesen sein. Das wichtigste Signal an die Märkte für den Fall einer stärkeren Konjunkturabkühlung war dabei: Das Fed ist bereit, über den Automatismus nachzudenken, den es derzeit beim Abbau des Anleihenportfolios gibt – dass es also die Bilanz langsamer abschmelzen lassen dürfte. Das Fed musste erst lernen, dass der Markt nicht nur ein Problem mit Zinserhöhungen, sondern genauso viel Angst vor dem Abbau des Portfolios hat. Denn da geht es tatsächlich um Liquidität und nicht einfach nur um die Verzinserung der Liquidität.

Warum ist der Optimismus noch immer nicht zurückgekehrt? Die Stimmung ist generell fragil. Die Notenbanken, viele Volkswirte und Marktteilnehmer gehen bislang nur von einer temporären Konjunkturabkühlung und nicht von einer Rezession aus. Wenn sich aber herausstellen sollte, dass sich Mitte oder Ende des Jahres die globale Konjunktur in einer Rezession befindet, dann werden die Beteuerungen der Notenbanken nicht mehr viel bringen. Dann müssen die Zinsen gesenkt werden. Auch der Aktienmarkt wird nicht auf dem aktuellen Niveau verharren, sondern wir werden eine Abwärtsbewegung sehen.

Wie hoch ist die Wahrscheinlichkeit, dass es bei einer Korrektur bleibt respektive dass es zu einer langen Baisse kommt? Derzeit zeigen die Frühindikatoren wie die Einkaufsmangerindizes in den USA überhaupt nichts von einer Rezession. Eigentlich müsste man sagen: Da übertreibt der Markt. Der zweite Indikator, den wir betrachten, ist die Zinsstrukturkurve, die die Zinsen in Abhängigkeit der Laufzeit zeigt.

Was sagt sie? Der Zinsabstand zwischen zwei- und zehnjährigen US-Treasuries beträgt derzeit ungefähr 15 Basispunkte, die Kurve ist also recht flach. In der Vergangenheit war es immer so, dass es mit einer Verzögerung von zwölf bis achtzehn Monaten zu einer Rezession gekommen ist, wenn die Zinskurve invertiert war – wenn also die kurzen die langen Zinsen übertrafen. So flach, wie die Zinsstrukturkurve derzeit ist, beträgt die Wahrscheinlichkeit mindestens 40 bis 50%, dass in den nächsten drei Jahren eine Rezession folgt.

Was spricht noch für einen längeren Bärenmarkt? Der zweite Punkt, den wir in der Form noch nie hatten: Wir kommen aus einer Phase mit einer sehr, sehr expansiven Geldpolitik, die über eine Ausweitung der Bilanzsummen der Notenbanken gesteuert wurde. Dass man jetzt die Überschussliquidität zurückführt, indem man nicht nur die Zinsen anhebt, sondern tatsächlich Liquidität abschöpft, macht sichere Assets attraktiver als riskantere Anlagen. Das ist etwas, woran sich die Kapitalmärkte erst noch gewöhnen müssen.

Können Sie das genauer erläutern? Wir müssen sehen, welchen Effekt die Geldpolitik auf die Konjunktur und auf die Finanzmärkte hat. Die Finanzmärkte reagieren offenbar schnell auf eine Verknä-



«Gegenwärtig würde ich Unternehmensanleihen meiden.»

pfung der Liquidität. Wir könnten uns deshalb in einem Umfeld bewegen, in dem es trotz normalem Wachstum der Konjunktur, also ohne Rezession, immer schwieriger wird, eine positive Rendite mit riskanten Assets zu erzielen.

Können die rückläufigen Aktienkurse ein Auslöser für eine Rezession sein? Das würde ich tatsächlich so unterschreiben. Ich glaube, dass die Rezession, die nach dem Platzen der Dotcomblase kurz nach der Jahrtausendwende aufgetreten war, auch auf Vermögenseffekte zurückzuführen war. Durch Verluste am Aktienmarkt können Verbraucher ihre Nachfrage einschränken, und infolgedessen kann es zu einer Rezession kommen.

«Ich kann mir vorstellen, dass wir in den nächsten drei bis sechs Monaten in eine moderate zyklische Erholung hineinlaufen.»

Gibt es weitere Effekte? Die Refinanzierungsbedingungen können sich wegen der Korrektur verschlechtern. So wird das eine oder andere Projekt, das vor einem oder zwei Jahren noch problemlos umgesetzt worden wäre, ad acta gelegt oder verschoben. So kommt es dann auch aus den Unternehmen zu einer reduzierten Nachfrage, was eine Rezession mitverursachen kann.

Was ist von der Berichtssaison zu erwarten, die dieser Tage in den USA beginnt? In den vergangenen Wochen wurden die Gewinnerwartungen für das Jahr 2019 von den Analysten immer weiter nach unten korrigiert. Das eröffnet Potenzial für positive Überraschungen. Dafür sprechen auch die Vorankündigungen, die die Unternehmen vor dem eigentlichen Stichtag veröf-

fentlichen müssen, wenn die Abweichung gegenüber den Erwartungen im Markt zu gross ist. Viel wichtiger wird allerdings der Ausblick der Unternehmen sein.

Auf welche Branche schauen Sie derzeit mit besonderem Interesse? Ich schaue mit Spannung auf den Energie-sektor. Er ist für ungefähr 16% der erwarteten S&P-500-Gewinne 2019 verantwortlich. Nach dem massiven Rückgang der Ölpreise erwarte ich, dass die Analysten ihre Schätzungen weiter zurücknehmen werden. Das liegt auch daran, dass bisher keine wirklich starke Gegenbewegung beim Ölpreis einsetzte. Im besten Fall dürfe eine Stabilisierung oder moderate Erholung eintreten. Damit meine ich ein Kursanstieg von 5 bis 10%, was die Gewinne der Unternehmen aber nicht massiv nach oben spülen wird.

Wo gibt es Einstiegsmöglichkeiten? Ich kann mir vorstellen, dass wir in den nächsten drei bis sechs Monaten in eine moderate zyklische Erholung hineinlaufen. Das wäre eine Möglichkeit, das zyklische Exposure im Portfolio zu reduzieren. Aufbauen würde ich bei Aktien aus defensiven Sektoren. Bei der Portfolio-konstruktion sollte man eine Barbell-Strategie verfolgen.

Das müssen Sie erklären. Ich würde das Risiko über verschiedene Anlageklassen auf die Extreme verteilen. Das heisst, einerseits einen hohen Anteil an sicheren Staatsanleihen halten und andererseits das Risiko im Aktienbereich suchen. Das ist die attraktivere Strategie, als sich zum Beispiel in Unternehmensanleihen zu positionieren. Aktuell würde ich nicht zur höchsten Aktienquote raten, sondern tatsächlich auf Staatsanleihen setzen, die vielleicht noch einen kleinen Coupon abwerfen.

Welche Anlageklassen würden Sie aktuell auf jeden Fall meiden? Zum jetzigen Zeitpunkt würde ich Unternehmensanleihen meiden. Sonst sehe ich keine Klasse, von der Privatanleger die Finger lassen sollten. Viele Experten sagen, man müsse aus den Schwellenländern aussteigen. Dem würde ich nur zustimmen, wenn die generelle Meinung ist, dass wir in den nächsten zwölf Monaten tatsächlich wieder in eine Rezession geraten.

Ganz ausgeschlossen ist das nicht, wie Sie selber gesagt haben. Die Massnahmen, die die chinesische Regierung ergreift, deuten darauf hin, dass nochmals versucht wird, die Konjunktur zu stabilisieren. Sollte das gelingen, sind Anleihen in lokaler Währung in den Schwellenländern mit Renditeaufschlägen zu US-Staatsanleihen teilweise von mehr als 4 Prozentpunkten ein attraktives Investment.

Ist der starke Dollar kein Problem? Die Erwartungen zum Dollar zeigen, dass er sich auf dem aktuellen Niveau halten oder sogar noch etwas abschwächen wird. Das würde Schwellenländerwährungen unterstützen, sodass von der Währungsseite ein Zusatzgewinn winkt.

Was ist beim Franken 2019 zu erwarten? Eine grosse Aufwertung ist nicht zu erwarten. Wir liegen aktuell bei rund 1.12 Fr. je Euro. Bei der Marke von 1.10 Fr. wird die Schweizerische Nationalbank regelmässig nervös. Das soll jetzt nicht heissen, dass die SNB wieder aktiv eine Marke einzieht, aber ich kann mir vorstellen, dass es zu der einen oder anderen Devisenmarkt-intervention kommt, wenn der Euro Richtung 1.10 Fr. sinkt. Eine verstärkte Nachfrage nach dem Franken würde eine unerwünschte Krise im Euroraum bedingen. Wenn aber «nur» eine globale Rezession droht, wären der Dollar und der Yen die Währungen, die stärker gefragt sind als der Franken.

INTERVIEW: ANDRÉ KÜHNLENZ

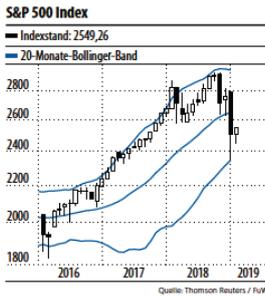
Markttechnik

Wohin es die Leitbörse zieht

In der Regel vermeide ich es, Schätzungen über das Ausmass von erwarteten Kursbewegungen abzugeben. In der letzten Kolumne 2018 habe ich aus zwei meines Erachtens guten Gründen eine Ausnahme gemacht. Der erste bestand in der Erkenntnis, dass die US-Börse auf einen Punkt zuschreibe, bei dem der Flügelschlag eines Schmetterlings über dem Amazonas einen Sturm in New York auslösen könne. Der zweite Grund war der Verlauf des 20-Monate-Bollinger-Bandes, der Unterstützung auf 2350 im S&P 500 in Aussicht stellte. Bei starken Tagesschwankungen erreichte dieser am 26. Dezember auf 2346,58 seinen bislang niedrigsten Stand genau auf der unteren Definition des 20-Monate-Bandes, wie auf dem unten abgebildeten Chart erkennbar.

Wie weiter?

Zunächst wiederhole ich meine Einschätzung, dass sich die US-Börse in einer Transitionsphase befindet, die sich über viele Monate erstrecken kann. Transition bezieht sich nicht auf den Trend, sondern darauf, dass die Börse grösste Schwierigkeiten bekundet, mit dem hartnäckigen Schattenwurf der Politik fertigzuwerden. Das wird zunächst dafür sorgen, dass die Ereignis-abhängigkeit der Börse hoch bleiben wird, mit entsprechender Volatilität. Das bedeutet, dass man nicht auf Trendfolgensätze setzen sollte, sondern auf das sogenannte Range Trading, das heisst auf durch 20- bis 40-Monate-Bollinger-Bänder definierte Bandbreiten, an denen für noch einige Zeit abrupte Kursbewe-



Meinungen zur Börsenlage

Defensiv

Lange wurde die bereits seit Monaten erwartete Entwicklung an den globalen Aktienmärkten von den noch positiven US-Aktien überlagert. Mittlerweile hat es auch die US-Märkte erwischt. Der längste US-Bullenmarkt scheint nunmehr Geschichte, und auch die Aussichten auf 2019 und das mögliche Abrutschen in eine Rezession im Jahr 2020 verheissen nichts Gutes. Kurzfristig erscheinen die Aktienmärkte zwar deutlich überverkauft, und eine kurzfristige Erholung ist jederzeit möglich. Für die nächsten Monate gilt es jedoch, Vorsicht walten zu lassen und auf eher defensive Sektoren zu setzen.

YOUR WEALTH

Schwellenländer

Die Weltwirtschaft wächst weiter. Es gibt allerdings Anzeichen, dass das Wachstum den Zenit überschritten hat. Die Handelsspannungen zwischen den USA und China dürften noch länger anhalten und die US-Leitzinsen Mitte 2019 einen Höchststand von 3% erreichen, während andere Zentralbanken ihre Geldpolitik weiter straffen werden. Das belastet den Dollar, was sich positiv auf Schwellenländer auswirken könnte. Die zuletzt starke US-Währung schwächte die Rohstoffpreise und schädete dem Welthandel. Es ist möglich, dass sich einige dieser Trends 2019 umkehren, was das finanzielle Umfeld erleichtert und Schwellenländeranlagen unterstützen würde.

SCHRODERS

gungen nach oben wie auch nach unten scheitern dürften. Als Bärenmarkt bezeichne ich nicht Rückschläge, wie sie 2018 im Ausmass von 9,4% seit Jahresbeginn beziehungsweise 15,3% vom Kurs-höchst stattgefunden haben, sondern nachhaltig erschütternde Ereignisse wie zuletzt im Jahr 2008.

Weshalb kein Bärenmarkt?

Für die Abgrenzung zu diesem Verlaufsmuster gibt es vor allem folgende Gründe: Von 123 DJ-US-Sektoren und -Industrien befinden sich 68 in der Korrektur eines primär steigenden Trends, 32 in seitwärts- und 23 in abwärtsgerichteten Trends, wobei Trends anhand von 20- und 40-Monate-Bollinger-Bändern definiert werden. Damit ein Bärenmarkt entsteht, müssen mehr Sektoren und Industrien ihre Richtung ändern. Das gilt besonders für Sektoren und Industrien, die eine Kapitalisierung aufweisen, die zwischen derjenigen der schweizerischen und derjenigen der deutschen Börse angesiedelt ist. Ausserdem haben 34% der im S&P 500 enthaltenen Aktien in den vergangenen zwölf Monaten Kursverluste von 20 bis 65% erlitten. Da wurde bereits einiges an konjunktureller Abkühlung eingepreist.

Ja, ein Bärenmarkt à la 2008 kann noch kommen. Allerdings ist es unwahrscheinlich, dass der Markt aus seiner endogenen Dynamik heraus einen solchen anzettelt. Eine Entwicklung in Richtung eines richtigen Bärenmarktes ist ziemlich sicher nur dann zu erwarten, wenn sich aus dem Kräftenmass zwischen US-Repräsentantenhaus und Weissem Haus oder aus dem Handelskonflikt mit China neue negative Überraschungen ergeben.

Andererseits ist der Markt weit offen für unerwartete positive Entwicklungen. Auch sie dürften jedoch keine Rückkehr zu Bullenmarktverhältnissen bedeuten, sondern bloss einige Wochen anhaltende Bewegungen in Richtung ihrer durch die Bollinger-Bänder angezeigten Widerstände nach sich ziehen.

ALFONS CORTES www.alfonscortes.com
Die Meinung des Autors muss nicht mit der der Redaktion übereinstimmen.

Starker Januar

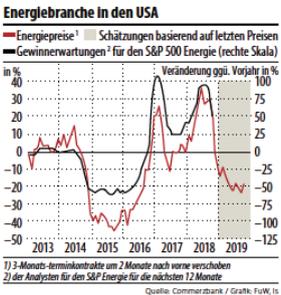
Die Aktienmärkte sind per saldo gut ins neue Jahr gestartet. Die Hoffnung auf eine Annäherung im Handelsstreit hat Rückenwind verliehen. Auch, dass Fed-Chef Powell hinsichtlich der weiteren Geldpolitik ein «geduldiges» Vorgehen signalisierte, hat positiv gewirkt. So haben sich vor allem Öl- und Finanzaktien überdurchschnittlich entwickelt. Als nächstes dürfte die US-Berichtssaison in den Fokus geraten. Die Erwartungen wurden zuletzt deutlich nach unten korrigiert, sodass durchaus wieder positive Überraschungen dominieren könnten. Das könnte Aktien im traditionell saisonal starken Januar weiter befähigen.

BANK JULIUS BÄR

Vorsicht

Wir bleiben vorsichtig, auch wenn sich bei den Zinsen und im Handelsstreit eine gewisse Entspannung abzeichnet. Vorsichtig stimmen die Umsatzent-tauschung in den USA und klare Zeichen einer Konjunkturabschwächung in Europa. Es dürfte nochmals zu einer kleinen Korrektur kommen, obschon das Schlimmste vorläufig vorbei ist. Als Einzeltitle empfehlen wir Zurich Insurance, einer der effizientesten Multi-line-Versicherer mit solider Bilanz und Dividendenfantasie, den US-Kosmetik-Retailer Ulta Beauty und Frankreichs Safran, als Triebwerkhersteller für Schmalraumflugzeuge mit solidem free Cashflow und starkem Wachstum Klassenbesten.

VT WEALTH MANAGEMENT



Quelle: Commerzbank / Grafik: F&F