

---

# DWS Kapitalmarktausblick 2019: Wachstumsverlangsamung, aber keine Rezession

„Das globale Wachstum hat 2018 zwar den Höhepunkt erreicht, die Fundamentaldaten sind aber weiter solide“, so Stefan Kreuzkamp, Chefanlagestratege der Fondsgesellschaft am 6. Dezember 2018 bei der Präsentation des Kapitalmarktausblicks für die kommenden zwölf Monate.

Die Wachstumserwartung bleibt somit relativ zuversichtlich: 3,6 Prozent für die Weltwirtschaft insgesamt, 1,6 bzw. 2,4 Prozent für Eurozone und USA. Kernfrage für die Investoren ist aber, wo der *Standort im Investmentzyklus* derzeit zu orten ist. Immerhin ist der Zyklus mit 9 Jahren bereits ungewöhnlich lang. Die Antwort der DWS lautet: Der Zyklus stirbt nicht am Alter, sondern an den relevanten Umständen, und die deuten (noch) nicht auf einen beginnenden Bear-Market. Zu dieser Einschätzung kommt die DWS anhand eines eigenen Zyklusmodells, das auf den letzten 3 Kapitalmarktzyklen seit 1980 basiert. Die wesentlichen Indikatoren des Modells, Steilheit der US-Treasury-Yield-Curve und reale Fed Funds Rate, sind noch deutlich von der kritischen Zone entfernt, während sich Kapazitätsauslastung und Marktvolatilität der kritischen Zone anzunähern beginnen. Allerdings könnte die Produktivitätsentwicklung den Zyklus noch ausweiten. Und bezüglich der Marktvolatilität, die gerade zuletzt auffällige Sprünge gezeigt hat, beobachtet Kreuzkamp im längerfristigen Vergleich gerade erst einen Aufstieg vom Niedrig- zum Medium-Vola-Regime. Fazit: Der Markt befinde sich zwar nah am Spätzyklus. Der Zyklus müsse aber nicht nach zehn Jahren enden. Eine Rezession stehe jedenfalls nicht in den Karten.

Gleichzeitig macht die DWS allerdings auf eine Reihe von Risiken aufmerksam, die die Prognose gefährden könnten, so die Ausgestaltung des Brexit, die Haushaltspolitik der italienischen Regierung, den Rekordschuldenstand der chinesischen Unternehmen und vor allen Dingen den Handelskonflikt zwischen den USA und China. „Die Märkte sind derzeit nur noch eine Funktion dieser Auseinandersetzung“, so Kreuzkamp.

## **Korrelationsextreme dürften abflauen**

Auf eine für die Portfoliogestaltung der Investoren wahrscheinlich wichtige Beobachtung macht die DWS aufmerksam. Danach wiesen im laufenden Jahr bislang 89 Prozent der Anlageklassen (in US-Dollar gerechnet) eine negative Wertentwicklung auf. 2017 sei dies nur bei ein (!) Prozent der Anlageklassen der Fall gewesen. Daraus folgt die Erwartung, dass der Gleichlauf zwischen einzelnen Anlageklassen wie Aktien oder Anleihen im kommenden Jahr zurückgehen könnte. „Die Korrelations-Extreme dürften hinter uns liegen“, so Kreuzkamp. „Davon dürften diversifizierte Portfolios profitieren“. Und noch eine, derzeit durchaus mutig klingende, Erwartung: Der Dax könnte auf Sicht der kommenden zwölf Monate einen Stand von 12.200 Punkten erreichen.

Dies steht im Einklang mit den prognostizierten weltweiten Unternehmensgewinnen. Nach Petra Pflaum, EMEA Co-Leiterin für Aktien, sollte für 2019 ein nachhaltiges Wachstum der weltweiten Unternehmensgewinne um durchschnittlich fünf Prozent möglich sein – deutlich weniger als 2018, aber hinreichend, um einen Bewertungsrückgang an den Börsen zu vermeiden. Vom Umfeld her sollten Wachstumsaktien nach der Erwartung von Pflaum weiter begünstigt sein. Substantitel sieht sie attraktiv bewertet. Und die Dividenden dürften 2019 um fünf bis sieben Prozent steigen. Anlegern rät sie insofern zu einer „Hantelstrategie“, die beide Aktien-Typen

---

berücksichtige. In einem positiven Szenario, sprich bei nicht weiter eskalierenden Konflikten, könnten Investoren Schwellenländeraktien, Papiere von Software-Anbietern und zyklische Werte übergewichten. Für den umgekehrten Fall seien Werte von Verbrauchsgüterherstellern und andere defensive Papiere geeigneter.

Auf der Fixed Income-Seite belastet dagegen der Weg zur geld- und zinspolitischen Normalität. Das gilt auch mit Blick für die Eurozone, wenngleich die EZB dort dem Beispiel der Fed erst mit einer Verzögerung von 4 Jahren folgt. Allerdings werden keine rezessions-fördernden Wirkungen erwartet, sondern lediglich ein nachlassender Wachstumsstimulus. Die Gefahr einer Ansteckung Spaniens und Portugals durch das italienische Verschuldungs-Vorbild wird bei der DWS gering eingeschätzt. Aber von einem Einstieg in spanische oder portugiesische Staatsanleihen wird ebenso abgeraten wie in italienische Anleihen.

Insgesamt bietet das geld- und zinspolitische Umfeld nur wenige Anlage-Opportunitäten. Eine davon sind zweijährige US-Staatsanleihen. Bill Chepolis, Head Fixed Income EMEA, hält diese Papiere für sehr attraktiv, da sie fast auf dem Niveau zehnjähriger Schuldtitel bei einer Volatilität von weniger als der Hälfte rentierten. Daneben seien Schwellenländeranleihen als Portfoliobeimischung weiter zu empfehlen, könnten aber das Durchhaltevermögen der Anleger auf die Probe stellen. Die beste risikoadjustierte Wertentwicklung böten derzeit Unternehmensanleihen aus Asien an, von denen 77 Prozent über Investment-Grade-Bonität verfügten. Dort komme es aber auf Selektion an.

Multi-Asset-Strategie Klaus Kaldemorgen betont, dass 2019 der Fokus auf der risiko-adjustierten Performance liegen müsse. Bei abflachendem Ertragswachstum und steigender Volatilität werde die Efficient Frontier nach unten verschoben. Das verlange eine niedrigere Dosierung von Aktienrisiken, sprich einen „Regime-Shift“ hin zu Aktien mit mittleren Volatilitäten und geringeren Tail Risks. Bei anhaltenden Unsicherheiten sei auch eine Absenkung der Aktienquote denkbar. Für die Investoren könne Gold ein wichtiger Bestandteil des Portfolios sein. „Denn Gold ist nicht nur eine Absicherung gegen Krisen, sondern für Euro-Anleger ist die Volatilität auch weitaus niedriger als für Dollar-Investoren“, so Kaldemorgen.