AKTIEN

# Warum wir glauben, dass sich der US-Bullenmarkt 2019 fortsetzen könnte

September 03, 2018

Nachdem die Hausse am US-Aktienmarkt nun offiziell als längster Bullenmarkt aller Zeiten in die Geschichtsbücher eingegangen ist, macht sich der ein oder andere Marktbeobachter inzwischen Sorgen, dass sich der Aufwärtstrend allmählich seinem Ende nähern könnte. Grant Bowers, Vice President und Portfolio Manager der Franklin Equity Group, erklärt, warum sich der aktuelle Trend seiner Meinung nach auch 2019 noch fortsetzen könnte.

In unserem neuesten "Talking Markets" -Podcast können Sie mehr von Grant Bowers erfahren.

Nach einem ungewöhnlich ruhigen Jahr 2017 ist in diesem Jahr Volatilität an die Aktienmärkte zurückgekehrt. Das während der letzten beiden Jahre verzeichnete synchronisierte Wachstum lässt allmählich Risse erkennen, und an zahlreichen Märkten rund um den Globus ist eine Abkühlung des Wachstums zu beobachten.

Was das Wachstum anbelangt, sind die USA in der Lage, sich diesem Trend zu widersetzen.

Das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) hat sich 2018 beschleunigt und ist im zweiten Quartal auf 4,1 % gestiegen. Das ist die höchste Wachstumsrate seit nahezu vier Jahren. Dieses Wachstum ist zwar beeindruckend, die Kombination aus Steuersenkungen und einer Anhebung der Regierungsausgaben auf Bundesebene könnte jedoch einen Teil dieses Wachstum ins Jahr 2018 vorgezogen haben. Sprich: in Zukunft könnte es schwierig werden, hieran anzuknüpfen.

**Die beiden Hauptsäulen der US-Wirtschaft erscheinen solide**

Selbst bei Berücksichtigung der politischen Veränderungen, die das Wachstum beschleunigt haben könnten, sehen wir bei näherer Betrachtung der Fundamente der US-Wirtschaft – des Verbrauchersektors und der Unternehmensgewinne – ein robustes Umfeld. Diese beiden Säulen haben sich gut entwickelt und lassen keine Anzeichen auf Belastungen erkennen, die in unseren Augen darauf hindeuten würden, dass sich der Konjunkturzyklus einem negativen Wendepunkt oder einer Rezession nähert.

Die US-Verbraucher profitieren auch weiterhin von einem sehr starken Arbeitsmarkt, anhaltend niedriger Inflation und aus historischer Sicht niedrigen Zinsen. Hierdurch bleiben das Vertrauen und die Ausgaben der Verbraucher robust, auch wenn sich das globale Wachstum abschwächt und die Sorgen um die Handelslage zunehmen.

Was die Unternehmen anbetrifft, konnten die im S&P 500 Index vertretenen Firmen im zweiten Quartal 2018 einen Gewinnanstieg um mehr als 20 % (gegenüber dem Vorjahr) verbuchen.[1] Auch wenn dies teilweise auf niedrigere Körperschaftsteuersätze zurückzuführen war, dürften die sich daraus ergebenden höheren Gewinne jedoch steigende Investitionsausgaben nach sich ziehen. Unseres Erachtens sollte dies der inzwischen in die Jahre gekommenen wirtschaftlichen Expansion neues Leben einhauchen, da Gewinne reinvestiert werden und der Investitionszyklus die Produktivität steigert. Wir gehen davon aus, dass sich diese positiven Faktoren bei vielen Unternehmen bis weit ins Jahr 2019 oder 2020 hinein bemerkbar machen könnten.

**Bullenmärkte sterben nicht an Altersschwäche allein**

Es wurde bereits viel über die Dauer der aktuellen Hausse am US-Aktienmarkt diskutiert. Wir erwarten zwar nicht, dass Märkte immer weiter ansteigen werden, ohne zwischenzeitliche Korrekturphasen zu durchlaufen, die Geschichte hat uns jedoch gezeigt, dass Bullenmärkte in der Regel nicht an Altersschwäche allein sterben. Zu den Faktoren, die in der Vergangenheit das Ende einer Haussephase angekündigt haben, zählen unter anderem schnell steigende Inflationsraten oder Zinssätze, der Aufbau spekulativer Exzesse oder Blasen oder ein geopolitischer Schock, der die Nachfrage belastet. Vor allem aber sind es wirtschaftliche Rezessionen, die Bullenmärkten in der Regel den Todesstoß geben.

Die aktuelle Expansionsphase der US-Wirtschaft hat aus historischer Sicht zweifellos lange angedauert. Anleger sollten sich jedoch vor Augen führen, dass sie im Vergleich zu früheren Phasen wirtschaftlicher Expansion auch äußerst flach und langsam verlaufen ist. Dieses langsamere Wachstum ist auf die Schwere der globalen Finanzkrise vor einem Jahrzehnt zurückzuführen. Aber auch das darauffolgende, von geringer Inflation und niedrigen Zinsen geprägte Umfeld hat eine Rolle gespielt. Angesichts des moderaten Wachstums in den neun Jahren nach der Krise überrascht es nicht, dass die Erholung länger gedauert hat als von vielen erwartet worden war. Zudem ist das Ausmaß an Exzessen, die in der Regel in dieser späten Phase des Zyklus zu beobachten sind, bislang ausgeblieben. Derzeit sehen wir keines der klassischen Anzeichen dafür, dass der Konjunkturzyklus in seine nächste Phase eintritt oder dass sich am Horizont eine Rezession zusammenbraut.

Auf makroökonomischer Ebene behalten wir Trends in Bezug auf Inflation, Zinsen, Beschäftigung und Zahlungsausfälle genau im Auge, um Anzeichen auf eine mögliche Veränderung auszumachen. Als Bottom-up-Anleger führen wir zudem ständig Gespräche mit den Managementteams einzelner Unternehmen, um uns einen Eindruck der Nachfrage an den Endmärkten, des globalen Wettbewerbsniveaus und der Verfassung der Kunden zu verschaffen.

Wir sind nach wie vor der Ansicht, dass die US-Wirtschaft stark ist und dass Aktien Potenzial für eine gute Entwicklung in den kommenden Jahren bieten. Allerdings muss eine Vorbereitung auf einen wirtschaftlichen Abschwung oder eine Marktkorrektur über einen längeren Zeitraum hinweg erfolgen, da wir unsere Portfolios Aktie für Aktie zusammenstellen. Unser rigoroses fundamentales Research konzentriert sich auf Unternehmen, die nicht nur Wachstum aufweisen, sondern auch unsere Qualitätskriterien erfüllen. Unser Ziel ist es, in Unternehmen mit starken Wettbewerbspositionen, soliden Finanzdaten und innovativen Managementteams zu investieren. Wir sind davon überzeugt, dass diese Arten von Unternehmen die Wertentwicklung des Marktes über einen Konjunkturzyklus hinweg übertreffen können und sich langfristig mit höherer Wahrscheinlichkeit als strukturelle Gewinner erweisen werden.

**Die drei großen Risiken: Handel, Inflation und Zinsen**

Importzölle und Handelsbeschränkungen machen auch weiterhin Schlagzeilen und stellen derzeit die wohl größte Unsicherheit für die Märkte dar – mit potenziell erheblichen Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum. Wir behalten diese Entwicklungen genau im Auge und arbeiten ständig daran, die potenzielle Exponierung der Unternehmen, in die wir investieren, genau zu verstehen.

Wir wollen das Risiko nicht herunterspielen, sind jedoch der Ansicht, dass die Handelsspannungen aus Sicht der amerikanischen Politik betrachtet werden müssen: Ein Handelsstreit oder die Androhung von Zöllen kann eher ein Mittel zum Zweck sein, um bei einer bestimmten Wählergruppe politisch zu punkten. Wir halten das Risiko eines ausgewachsenen Handelskriegs oder einer ernsthaften Zerrüttung des Handelssystems, das den Anstieg des weltweiten Wohlstands seit Ende des Zweiten Weltkriegs ermöglicht hat, für gering.

Die zweite Herausforderung betrifft die Inflation. Da sich das Wirtschaftswachstum in den USA in diesem Jahr beschleunigt hat, beobachten wir eine leichte Belebung der Inflation. Dies hat die US-Notenbank (Federal Reserve, Fed) offenbar dazu veranlasst, eine restriktivere Position zu beziehen. Angesichts der wirtschaftlichen Stärke des Landes scheint der Markt mit dem aktuellen Tempo der Zinserhöhungen keine Probleme zu haben. Allerdings kommen hier und da Sorgen auf, die Fed könne womöglich über ihr Ziel hinausschießen – insbesondere, wenn sich das Wachstum 2019 abschwächt.

Die letzte Herausforderung ist eher politischer Natur und betrifft die Mid-Term-Wahlen in den USA. Wahlen bringen immer ein gewisses Maß an Unsicherheit und Volatilität mit sich, da der Markt auf eine potenzielle Veränderung der politischen und aufsichtsrechtlichen Landschaft reagieren muss. Die Mid-Term-Wahlen in den USA werden in den Medien zwar heiß diskutiert, aus unserer Sicht würde ein Wechsel hin zu einem stärker geteilten Kongress jedoch keine enormen fundamentalen Auswirkungen auf die Wirtschaft oder die breitere Investment-Landschaft haben. Das seit Ende 2016 vorherrschende wirtschaftsfreundliche, weniger restriktive aufsichtsrechtliche Umfeld würde sich aller Wahrscheinlichkeit nach fortsetzen. Wir würden lediglich mehr Stillstand in Washington verzeichnen, was ironischerweise sogar gut für Märkte sein könnte, da sie Unsicherheit in der Regel verabscheuen.

**Bewertungen sind zum Teil recht hoch, ein Vergleich mit der Technologieblase ist jedoch irrational**

Der S&P 500 Index wird derzeit etwa zum 16,5-Fachen des im kommenden Jahr erwarteten Gewinns gehandelt. Dies entspricht in etwa dem Fünf-Jahres-Durchschnitt und liegt knapp über dem Zehn-Jahres-Durchschnitt, der auch die Tiefen der Finanzkrise abdeckt.[2]

Die Bewertungen sind 2018 zurückgegangen, und auf Basis des Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV) ist der US-Markt heute günstiger als zum Ende des Jahres 2017.[3] Dies lässt sich teilweise durch das 2018 verzeichnete schnelle Gewinnwachstum erklären. Allerdings spiegeln die sinkenden Bewertungen auch die Zunahme der vom Markt eingepreisten Risiken wider.

Alles in allem erscheinen uns die Bewertungen am US-Aktienmarkt zum derzeitigen Niveau angemessen: Sie spiegeln die starke Wirtschaft und das ausgezeichnete Umfeld für die Unternehmensgewinne bei Berücksichtigung der Handelsrisiken und der steigenden Zinsen wider.

Insbesondere im Technologiesektor gibt es einzelne Bereiche, in denen die Bewertungen so hoch erscheinen, dass sie immer wieder Schlagzeilen machen. Betrachten wir Technologiewerte jedoch insgesamt, so werden sie zu einem leichten KGV-Aufschlag zum Gesamtmarkt (ca. 18,6 gegenüber 16,5 für den S&P 500) gehandelt.[4]

Unserer Ansicht nach ist der Aufschlag des Technologiesektors durchaus berechtigt, da Technologiefirmen in den letzten drei Jahren das stärkste Wachstum erzielt haben und auch in den kommenden Jahren weiter stark wachsen sollten. Darüber hinaus weist der Technologiesektor unseren Analysen zufolge aus Qualitätssicht auch einige der höchsten Margen und stärksten Bilanzen am Markt auf.[5]

Zudem sollte beachtet werden, dass sich der Technologiesektor während der letzten 20 Jahre dramatisch geändert hat. Unseres Erachtens sind Vergleiche mit der „Technologieblase“ der späten 1990er Jahre nicht rational. Technologieunternehmen sind heute äußerst rentabel und deutlich weniger verschuldet. Die Umsätze sind weniger konjunktursensibel und stärker auf Software und Dienstleistungen ausgerichtet. Diese können wiederkehrende Umsätze liefern, die sich bei einem konjunkturellen Abschwung als stabiler erweisen dürften.

**Wachstums- und Valueanlagen: Ist der Wendepunkt gekommen?**

Seit Ende der Finanzkrise haben sich auf Wachstum ausgerichtete Anlagestile besser entwickelt als Value-Anlagen.[6] Der Markt hat Unternehmen belohnt, die in der Lage sind, in einem – bis vor Kurzem – von moderatem BIP-Wachstum geprägten Umfeld konstantes Ertrags- und Cashflow-Wachstum zu erzielen. Das Niedrigzinsumfeld hat Wachstumswerten zusätzliche Unterstützung geboten, da Anleger häufig das Wachstumspotenzial eines Unternehmens in den nächsten 3-5 Jahren betrachten und diese Gewinne dann abzinsen, um den aktuellen beizulegenden Zeitwert zu ermitteln.

In den vergangenen Monaten hat sich die Wertentwicklung von Value-Werten verbessert – ein Trend, der mit der Beschleunigung des Wirtschaftswachstums im ersten Halbjahr und dem Anstieg der kurzfristigen Zinsen zusammenfällt.

Trotz dieser kurzfristigen Outperformance von Value-Titeln stehen meiner Meinung nach viele herkömmliche, substanzorientierte Branchen unter erheblichem Wettbewerbsdruck, der von schneller agierende Wettbewerbern oder kapitalkräftigen neuen Marktteilnehmern ausgeht. Wenn wir die Investment-Landschaft betrachten, stellen wir fest, dass grundlegende Umwälzungen immer schneller stattfinden und dass sich zahlreiche traditionelle Value-Branchen einem rapiden Wandel des Wettbewerbsumfelds ausgesetzt sehen. Meiner Meinung nach wird ein Großteil dieses Risikos durch eine niedrige Bewertungskennzahl alleine nicht erfasst, sodass einige Anleger Gefahr laufen könnten, in eine Falle zu tappen.

Als Beispiel für eine alte, traditionelle Value-Branche, die vor neuen Wettbewerbsherausforderungen steht, ist etwa der Transportsektor anzuführen, wo günstigere und schnellere Wettbewerber die Art und Weise, wie wir Menschen und Güter befördern, grundlegend neu gestalten. Oder auch der Einzelhandel ist an dieser Stelle anzuführen, wo die Konkurrenz durch Online-Händler die Preise für Verbraucher senkt und dadurch die Preismacht herkömmlicher, stationärer Einzelhändler begrenzt.

Im Industriesektor beobachten wir Unternehmen, die voll auf digitale Transformation und den Einsatz von Datenanalysen setzen. Robotik und künstliche Intelligenz gehen mit einer Verlagerung langjährig etablierter Kostenvorteile einher.

Die Frage ist nicht, ob sich Value-Werte phasenweise überdurchschnittliche entwickeln werden oder nicht – daran bestehen keinerlei Zweifel. Stattdessen geht es vielmehr darum, ob diese Outperformance in einer Welt, in der zahlreiche Branchen immer schnelleren Umwälzungen unterworfen sind, nachhaltig sein kann.

Meiner Meinung nach sollten Anleger nicht die jeweiligen Vorzüge von „Wachstum“ und „Substanz“ diskutieren, sondern sich stattdessen auf Nachhaltigkeit und Qualität (Wachstum oder Substanz/Value) bei langfristigen Anlagen in einem diversifizierten Portfolio konzentrieren.

*Die Kommentare, Meinungen und Analysen in diesem Dokument dienen nur zu Informationszwecken und sind nicht als persönliche Anlageberatung oder Empfehlung für bestimmte Wertpapiere oder Anlagestrategien anzusehen. Da die Märkte und die wirtschaftlichen Bedingungen schnellen Änderungen unterworfen sind, beziehen sich Kommentare, Meinungen und Analysen auf den Zeitpunkt der Veröffentlichung und können sich ohne Ankündigung ändern. Dieses Dokument ist nicht als vollständige Analyse aller wesentlichen Fakten in Bezug auf ein Land, eine Region, einen Markt, eine Anlage oder eine Strategie gedacht.*

*In diesem Dokument möglicherweise verwendete externe Daten wurden von Franklin Templeton Investments („FTI“) nicht unabhängig verifiziert, bewertet oder überprüft. FTI haftet auf keinen Fall für Verluste, die durch die Nutzung dieser Informationen entstehen. Das Vertrauen auf die Kommentare, Meinungen und Analysen in diesem Material liegt ausschließlich im alleinigen Ermessen des Nutzers. Manche Produkte, Dienstleistungen und Informationen sind möglicherweise nicht in jedem Land verfügbar und werden außerhalb der USA von anderen mit FTI verbundenen Unternehmen und/oder ihren Vertriebsstellen, wie nach lokalem Recht und lokalen Vorschriften zulässig, angeboten. Bitte wenden Sie sich für weitere Informationen über die Verfügbarkeit von Produkten und Dienstleistungen in Ihrem Land an Ihren eigenen professionellen Berater.*

*Sie möchten weitere Einschätzungen von Franklin Templeton Investments per E-Mail erhalten? Dann abonnieren Sie unseren Blog Beyond Bulls & Bears.*

*Die neuesten Tipps und Infos für Anleger finden Sie auf Twitter @FTI_Germany.*

**Welche Risiken bestehen?**

**Alle Anlagen sind mit Risiken verbunden, einschließlich des potenziellen Verlusts des Anlagekapitals. Der Wert von Anlagen kann fallen oder steigen, und Anleger erhalten möglicherweise nicht den vollen Anlagebetrag zurück.** Aktienkurse schwanken, zum Teil schnell und dramatisch, aufgrund von Faktoren, die einzelne Unternehmen, bestimmte Branchen oder Sektoren oder allgemeine Marktbedingungen beeinflussen. Ein Investment in schnell wachsende Branchen, einschließlich Technologie (die in der Vergangenheit eine hohe Volatilität aufwiesen), können zu größeren Kursschwankungen führen, insbesondere kurzfristig, da sich die Produkte dort sehr schnell wandeln. Außerdem werden sie durch Entwicklungen und Veränderungen in der staatlichen Regulierung von Unternehmen beeinflusst, die den wissenschaftlichen oder technologischen Fortschritt fördern. Substanztitel können manchmal nicht die erwarteten Kursanstiege erzielen oder weiter an Wert verlieren. Die Kurse von Wachstumsaktien beruhen auf Prognosen für künftige Gewinne oder Umsätze und können daher erheblich sinken, wenn das betreffende Unternehmen diese Prognosen nicht erfüllt.

[1] Quelle: FactSet Earnings Insight, Stand: 10. August 2018. Weitere Informationen zu Datenanbietern finden Sie unter www.franklintempletondatasources.com.

[2] Quelle: FactSet, Stand: 17. August 2018.

[3] Ebd.

[4] Quelle: FactSet, Stand: 17. August 2018. Der Technologiesektor wird durch den S&P 500 Technology Sector Index abgebildet. Indizes werden nicht gemanagt. Es ist nicht möglich, in einen Index zu investieren. Gebühren, Kosten oder Ausgabeaufschläge sind in den Indizes nicht berücksichtigt. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) ist eine Bewertungskennzahl. Es wird berechnet, indem der Marktpreis einer Aktie durch den Jahresgewinn je Aktie des Unternehmens geteilt wird.

[5] Quelle: FactSet, auf Basis der drei Jahre bis zum 23. August 2018.

[6] Quelle: FTSE. Berechnungszeitraum vom 31. Dezember 1988 bis zum 1. Januar 2018. Wachstumswerte werden durch den FTSE Russell 1000 Growth Index abgebildet. Substanzwerte werden durch den FTSE Russell 1000 Value Index abgebildet. Indizes werden nicht gemanagt. Es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren. Gebühren, Kosten und Ausgabeaufschläge sind in den Indizes nicht berücksichtigt. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist weder ein Indikator noch eine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung. Weitere Informationen zu Datenanbietern finden Sie unter www.franklintempletondatasources.com.

© 2018. Franklin Templeton Investments. All rights reserved.