

Frankfurt am Main, den 15. Oktober 2019

Kommentar zur aktuellen Marktentwicklung

Jüngste Entwicklungen

- An den Finanzmärkten halten die Notenbanken das Zepter weiterhin fest in der Hand. Weltweit beflügelte die weitere geldpolitische Lockerung die Risikobereitschaft der Investoren mit anhaltenden Kursgewinnen der Aktienmärkte. So verzeichnet der Weltaktienmarkt, der *MSCI World*, seit Jahresbeginn zum 30. September einen Wertzuwachs von 23,3% (in EUR). Begründet war diese Entwicklung in den Kursanstiegen nahezu aller westlichen Industrieländer: insbesondere dem US-amerikanischen S&P 500 (18,7%, jeweils in lokaler Währung), dem deutschen Dax (17,7%), dem Schweizer SMI (19,6%) und dem europäischen EuroStoxx 50 (18,9%). Weniger stark notierten dagegen der japanische Aktienmarkt Topix 100 (7,6%) sowie die Schwellenländer (*MSCI Emerging Markets*, in EUR: 7,8%).
- Bemerkenswert erscheint diese Entwicklung vor dem Hintergrund der deutlichen Eintrübung des konjunkturellen Ausblicks: So fiel der ifo-Geschäftsklimaindex einige Monate in Folge, und der Einkaufsmanager-Index für Deutschland sogar auf den niedrigsten Stand seit Mitte 2009. Prognosen für das weitere Wachstum der Weltwirtschaft wurden inzwischen weiter reduziert, zum Beispiel durch den IWF auf 3,2% für das laufende und 3,5% für das kommende Jahr (nach 3,7% im Jahr 2018).
- Zu einem erheblichen Maß reflektiert dies den anhaltenden Handelskonflikt, dessen Auswirkungen über die Exportsektoren hinausgehen. So verlangsamte sich inzwischen nicht nur die Entwicklung der Fertigungsindustrie, sondern auch der bisher robuste Dienstleistungssektor. Die deutlich gestiegene Ungewissheit (illustriert in unserer *Graphik des Monats*) führt längst zu einschneidenden Veränderungen in globalen Lieferketten und definiert Handelsbeziehungen neu. Nach Einschätzung des IWF reduzierte die Ungewissheit im Welthandel allein im ersten Quartal 2019 das weltwirtschaftliche Wachstum in diesem Jahr um 0,75%-Punkte.
- Die konjunkturelle Abkühlung findet auch ihren Niederschlag in den Gewinnmitteilungen der Unternehmen. Die Unternehmen des breiten europäischen Index Stoxx 600 lassen für das 2. Quartal 2019 gegenüber dem Vorjahresquartal bei fast stabilen Umsätzen einen Gewinnrückgang von ca. 2,1% erwarten. In den USA übertrafen zwar die meisten (ca. 74%) der Unternehmen des S&P 500 die (zuvor deutlich reduzierten) Erwartungen, mußten sich allerdings gegenüber dem Vorjahr mit einem Gewinnwachstum von ca. 4,9% begnügen. Durch überproportional steigende Kurse sind die Aktienmärkte im Jahresverlauf damit deutlich teurer geworden.
- Schlüssig erscheint dies durch den Vergleich mit dem Rentenmarkt im Jahresverlauf. Gefördert von globalen Leitzinssenkungen (nicht nur in den USA, sondern auch beispielsweise in Neuseeland, Saudi-Arabien, Indien, Südkorea und Tschechien) sanken die Renditen von Renten deutlich - mit entsprechenden Kursgewinnen. So reduzierten sich die Risikoaufschläge von Schuldnern geringerer Bonität (*High Yield-Segment*) im Jahresverlauf bis zum 30.9. von 5,06% auf 3,66% im Euroraum (ähnlich in den USA von 5,35% auf 4,02%). Und die Rendite der 10jährigen Bundesanleihe fiel im gleichen Zeitraum von +0,24% um 79 Basispunkte auf -0,55% (ähnlich die 10jährigen *US-Treasuries* von 2,68% auf 1,69%). Nicht nur die Staatsanleihen von Deutschland und den USA, auch Gold verzeichnete einen deutlichen Kursgewinn von 24,6% seit Jahresbeginn (in EUR).
- Die anhaltenden Kursgewinne in den Aktienmärkten dürften nicht darüber hinwegtäuschen, dass einige besonders exportorientierte Indizes – insbesondere der deutsche Dax und der japanische Topix – zum 30.9. gegenüber dem Wert vom 1. Januar 2018 noch immer im Minus notieren. Hervorzuheben ist in diesem Zusammenhang, wie die Kombination aus spätem Konjunkturzyklus, gestiegenen Aktienbewertungen und der Vielfalt politischer Konfliktherde die

weiteren Aussichten nicht nur realwirtschaftlich, sondern auch für die Finanzmärkte eintrüben. So steht einer Analyse von Robeco zufolge für EUR-Investoren im Zeitraum von 2020-2024 bei Renten (mit guter Bonität aus Industrieländern) eine jährliche Rendite von maximal 0,25% zu erwarten, bei globalen Aktien aus Industrieländern ca. 3,25% und bei Aktien aus Schwellenländern ca. 3,75%.

Unsere Einschätzung

- Die jüngsten Daten veranlassten uns, unsere Einschätzung zur weiteren konjunkturellen Entwicklung anzupassen. Eine Rezession - technisch definiert als zwei aufeinanderfolgende Quartale mit sinkendem Bruttoinlandsprodukt - halten wir für einige Volkswirtschaften nun für wahrscheinlich. Bedingt durch die geldpolitische Unterstützung erwarten wir allerdings keinen starken, breiten Einbruch, sondern kurzfristig ein Rückkehr zu niedrigen, allenfalls moderaten Wachstumsraten.
- Diese Einschätzung hängt wesentlich von zwei Einflussfaktoren ab, nämlich erstens, der weiteren Entwicklung des Handelskonfliktes und zweitens, den fiskal- und geldpolitischen Stimuli in den einzelnen Volkswirtschaften. Regierungen und Zentralbanken zeigen sich seit Jahresbeginn entschlossen, der konjunkturellen Abkühlung entgegenzuwirken. Derzeit werden von der US-amerikanischen Notenbank noch zwei weitere Zinssenkungen in diesem Jahr erwartet. Gefährdet würde der geldpolitische Spielraum der Zentralbanken allerdings, wenn weitere Zölle und Handelsbarrieren zu steigender Inflation führten. (In den USA liegt die Kerninflation weiterhin auf einem zyklischen Hoch von 2,4%.) Anzeichen von geldpolitischer Straffung könnten die Finanzmärkte empfindlich beeinflussen, wie das vierte Quartal 2018 zeigte.
- Unabhängig davon bleiben Aktien der Sockel unserer Investitionsstrategie. Nach nennenswerten, teils zweistelligen Wertzuwächsen bei Renten halten wir die aktuellen Renditen (im Euroraum bei guter Bonität) inzwischen für unattraktiv und die Liquiditätsrisiken im Rentenmarkt für nennenswert. Um die Schwankungsanfälligkeit der Portfolien zu begrenzen, haben wir unsere Investitionsstrategie im Sinne einer sogenannten Handel-Strategie (englisch: *barbell*) ausgerichtet: schwankungs- und konjunkturabhängige Aktienengagements werden ergänzt durch Engagements, die eine gegenläufige und im Portfoliokontext stabilisierende Wertentwicklung erwarten lassen, insbesondere Gold und Staatsanleihen mit guter Bonität.

Positionierung

- Entsprechend unserer Einschätzung des Marktumfeldes haben wir in den vergangenen Wochen das Aktien- und Konjunkturrisiko reduziert und einige der seit Jahresbeginn aufgelaufenen Gewinne realisiert. An unserer Übergewichtung des US-Dollars halten wir weiterhin fest. Im Einzelnen:
 - Reduzierung von Aktienengagements in den Sektoren Technologie und Wachstumstiteln;
 - Aufstockung defensiver und zum Weltaktienmarkt relativ entkoppelter Aktienengagements (insbesondere Immobilien- und Infrastrukturtitel sowie japanische Aktien)
 - Aufstockung von Fremdwährungsanleihen in Schwellenländern (in lokaler Währung);
 - Aufstockung von Gold bzw. goldnahen Engagements zur Absicherung.

Graphik des Monats:

**Goodbye Stability – Trade Uncertainty Index | Ungewissheit im Welthandel
1995 – 2019**



Anmerkungen: Die blauen Anmerkungen bezeichnen protektionistische Maßnahmen, die ergriffen wurden. Der Index berücksichtigt nicht nur die Entwicklungen zwischen den USA und China, sondern auch die Veränderungen bei wichtigen anderen Handelspartnern der USA wie z.B. Kanada, Mexiko, Japan und Europa.

Quelle: International Monetary Fund, September 2019

Wichtige Hinweise:

Marktberichte dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Vermögensgegenständen dar. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung. Im Marktkommentar zum Ausdruck gebrachte Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu historischen Wertentwicklungen erlauben keine Rückschlüsse auf Wertentwicklungen in der Zukunft. Der Verfasser oder dessen Gesellschaft übernimmt keinerlei Haftung für die Verwendung dieses Marktkommentars oder deren Inhalt. Die Weitergabe oder Änderungen des Marktkommentars oder seines Inhalts bedürfen der ausdrücklichen Erlaubnis des Verfassers oder der Gesellschaft.