

MAKROPERSPEKTIVEN

DIE GESCHICHTE ZWEIER „BULLEN-MÄRKTE“

Seit Jahresbeginn befinden sich sowohl Anleihen wie auch Aktien in einer „Hausse-Stimmung“. Diese Koinzidenz gab es zwar in den letzten Jahrzehnten immer wieder (z.B. in den 1990er Jahren). Trotzdem hatten wir uns spätestens seit der Finanzkrise daran gewöhnt, dass steigende Aktienkurse eher mit fallenden Anleihekursen (sprich: höheren Renditen) einhergehen. Wenn dann auch noch die vorgebrachten Gründe für den jeweiligen Kursanstieg vermeintlich einander widersprechen, sollte der aufgeklärte Investor aufhorchen.



von Dr. Ernst Konrad

mischen oder finanzmarkttheoretischen Modellen gar nicht erfasst werden können. Aus konjunktureller Sicht stehen die USA noch am besten da. Der private Verbrauch ist weiterhin stark und die negativen Rückwirkungen des Handelskonflikts halten sich in engen Grenzen (Landwirtschaft und Teile der Halbleiterindustrie). In Europa und in Asien war die Stimmungseintrübung seit Mitte 2018 dramatisch und ist im Gegensatz zu den USA auch mittlerweile in den „harten Daten“ angekommen. Die Eurozone bewegt sich am Rande der Stagnation und ohne die bereits ergriffenen fiskalischen und monetären Lockerungsmaßnahmen wäre auch das Wachstumsziel von gut 6% für China unerreichbar. Hinzu kommt, dass weltweit die Inflationserwartungen auf dem Rückzug sind. Selbst in den USA sind diese auf 5-Jahres-Sicht seit Ende des 3. Quartals 2018 von 2,5% auf 2% gesunken. Für die Eurozone liegen sie bei knapp über 1%, dem niedrigsten Wert in den letzten 15 Jahren.

DER STATUS QUO

Die Finanzmärkte werden von einem Tauziehen zwischen einem zyklischen Konjunkturabschwung und einer erneuten Lockerung der Geldpolitik in Atem gehalten. Verkompliziert wird die Situation durch den ungelösten Handelskonflikt zwischen den USA und China und politische Entscheidungen auf ad-hoc-Basis (Stichwort „Tweets“), die von ökonomischen oder finanzmarkttheoretischen

Modellen gar nicht erfasst werden können. Dass in diesem Umfeld Staatsanleihen haussieren ist keine Überraschung. Aber warum halten sich die Aktienmärkte so gut?

FLUCH UND SEGEN: DIE KEHRTWENDE DER FED

Seit dem Jahreswechsel ist die FED zumindest verbal auf Lockerungskurs einge-

schwankt. Dies hat dazu geführt, dass die Finanzmärkte ihre Zinssenkungserwartungen von 2020 vorgezogen haben und mittlerweile bis Jahresende ein Niveau von unter 2%, also mindestens 0,5% unterhalb des aktuellen Niveaus, eingepreist haben. Dieser Effekt steckt hinter der positiven Aktienmarktentwicklung spätestens seit März. Die wachsende Angst vor einem nachhaltigen Konjunkturabschwung oder gar einer Rezession konnte deshalb bis jetzt keinen Schaden anrichten (vgl. Grafik 1).

Die Erfahrung zeigt allerdings, dass für eine anhaltende Aufwärtsbewegung mehr als nur ein Liquiditätsschub nötig ist. Zinssenkungen der FED sorgen zwar prinzipiell für einen Anstieg des Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV) über die nächsten 12

Monate. Die Bewertungsausdehnung ist aber größer, wenn sie nicht als Reaktion auf eine drohende Rezession erfolgt.

Noch deutlicher wird dies beim Vergleich der Wertentwicklung über die folgenden 12 Monate nach der ersten Zinssenkung: -5% im Falle einer Rezession gegenüber +18% andernfalls (vgl. Tabelle 1). Die Begründung für diese Divergenz liegt im Rückgang der Unternehmensgewinne, der in einer Rezession ungleich stärker ausfällt, z.B. -30% im Jahre 2000 für den S&P 500. Das weitere „Schicksal“ des Aktienmarktes hängt also trotz FED wesentlich davon ab, ob sich die inzwischen auch den USA drohende konjunkturelle Abkühlung zu einer Rezession auswächst oder ebennicht.

Grafik 1: Entkopplung von Aktien und Fundamentaldaten dank FED

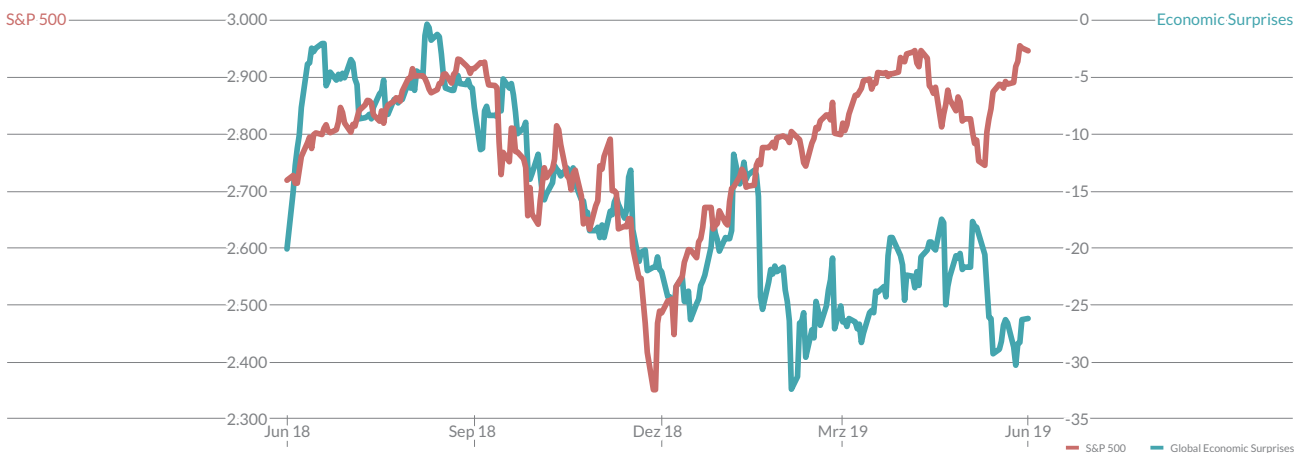


Tabelle 1: Wertentwicklung des S&P 500 12 Monate nach der ersten Zinssenkung

| Erste Zinssenkung | KGV bei erster Zinssenkung | Rezession | Wertentwicklung bei Rezession | Wertentwicklung ohne Rezession |
|---------------------|----------------------------|-----------|-------------------------------|--------------------------------|
| 1970 | 14 | Ja | 8% | |
| 1971 | 19 | Nein | | 12% |
| 1973 | 15 | Ja | -24% | |
| 1974 | 11 | Ja | 11% | |
| 1975 | 11 | Nein | | 25% |
| 1979 | 7 | Ja | 32% | |
| 1981 | 9 | Ja | -16% | |
| 1984 | 10 | Nein | | 10% |
| 1989 | 13 | Nein | | 13% |
| 1990 | 15 | Ja | 4% | |
| 1995 | 16 | Nein | | 23% |
| 1998 | 22 | Nein | | 38% |
| 2000 | 24 | Ja | -13% | |
| 2007 | 16 | Ja | -13% | |
| Durchschnitt | | | -2% | 20% |
| Median | | | -5% | 18% |

Quelle:
Bloomberg, NBER,
eigene Berechnungen

INVERSE ZINSSTRUKTUR ALS EINZIGES WARNSIGNAL FÜR REZSSION

Neben dem klassischen Konjunkturzyklus gibt es noch drei weitere mögliche Auslöser für eine Rezession:

(i) „Versagen“ der Geldpolitik, (ii) externe Schocks, z.B. die Ölkrisen der 70er Jahre, und (iii) Finanzmarkt- und Bankenkrisen wie die „Savings and Loans“-Krise 1990 oder zuletzt die Subprime-Krise 2008.

Den ersten möglichen Auslöser können wir aktuell ausschließen. (ii) ist zwar aufgrund der wachsenden Spannungen im Persischen Golf prinzipiell möglich. Allerdings ist Saudi Arabien jederzeit in der Lage, durch eine kurzfristige Produktionsausweitung den Ölpreisanstieg zu bremsen. Für (iii) fehlen aktuell ebenfalls belastbare Hinweise.

Die Dauer einer konjunkturellen Expansionsphase fällt dagegen kaum ins Gewicht. Zwar wird gerne darauf verwiesen, dass es in den USA seit 11 Jahren keine Rezession mehr gegeben hat. Es wird dabei aber übersehen, dass die Erholung eine der schwächsten der letzten 150 Jahre ist und Überhitzungserscheinungen mit Ausnahme des Arbeitsmarktes kaum zu erkennen sind.

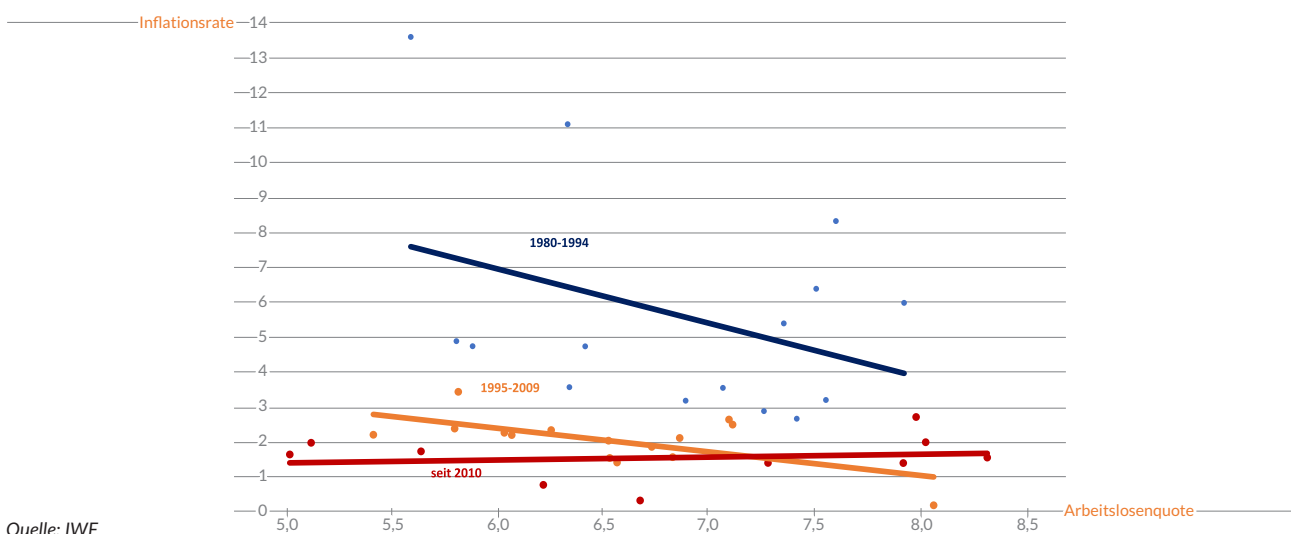
Anders verhält es sich mit der oft zitierten inversen Zinsstrukturkurve, die gerne als untrügliches Zeichen einer drohenden Rezession interpretiert wird und zugegebenermaßen einen guten „Track-Record“ aufzuweisen hat. In den USA folgte jeder Inversion (mit einer Ausnahme in den späten 1960er Jahren) eine Rezession.

Da sich die Rendite von Anleihen aus den aktuellen und den zukünftigen Notenbankzinsen ergibt, spiegelt eine inverse Zinsstruktur die Erwartung von Zinssenkungen wider. In der Vergangenheit waren diese meist eine Reaktion auf einen Konjunkturabschwung.

Das theoretische Modell hinter dieser Interpretation ist die typischerweise negativ geneigte sogenannte „Phillips-Kurve“, die den „Trade-off“ zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation beschreibt. Bei einer gegebenen Arbeitslosenquote ist die damit einhergehende Preissteigerungsrate umso höher, je steiler die Kurve ist.

Aktuell verläuft die Phillips-Kurve fast horizontal (vgl. Grafik 2), d.h. die Inflationsrate ist weitgehend unabhängig von der Beschäftigung und damit auch vom Wirtschaftswachstum. Die FED wird die

Grafik 2: Die Phillips-Kurve hat sich in den letzten 40 Jahren deutlich abgeflacht, d.h. der „Trade-off“ zwischen Inflation und Beschäftigung wird immer schwächer



Quelle: IWF

Zinsen also nicht aus konjunkturellen Erwägungen senken, sondern weil die Preissteigerungsrate in ihren Augen zu gering ist. Dies bedeutet, dass die Zinsstruktur aktuell kaum Aufschluss über die weitere konjunkturelle Entwicklung gibt. Die verlässlichere Indikation kommt aktuell vom Aktienmarkt: seine überraschend stabile Verfassung spricht gegen einen erneuten konjunkturellen Schwächeanfall und gegen rückläufige Unternehmensgewinne.

Aus diesem Blickwinkel widersprechen sich die Signale aus der Kursentwicklung von Aktien und Staatsanleihen nicht mehr, sondern ergänzen sich vielmehr: Inflation, Notenbankzinsen und Renditen werden auch in Zukunft kaum höhere Werte annehmen; die Wachstumsdynamik lässt weiter zu wünschen übrig, aber trotzdem gibt es auch so schnell keine Rezession. Das ist nichts anderes als die Fortschreibung der „Secular Stagnation“.

KONSEQUENZEN FÜR DIE ANLAGEPOLITIK:

Vor diesem Hintergrund sehen wir keine Veranlassung, unsere Anlagepolitik zu verändern. Im Aktiensegment setzen wir weiterhin auf der Suche nach „nachhaltigem Wachstum“ auf Unternehmen, die dank ihrer Marktmacht hohe Gewinnmargen erzielen können. Gemäß unserer „Schumpeter-Terminologie“ sind das die Herausforderer und Monopolisten. Staatsanleihen werden immer unattraktiver, wir gehen bewusst Kreditrisiken ein, wobei wir besonders hoch verschuldete Emittenten, seien es Unternehmen oder auch Staaten, meiden.

DISCLAIMER:

Dieser Artikel enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement GmbH. Diese Meinungen können sich jederzeit ändern, ohne dass dies mitgeteilt wird. Der Artikel dient der Unterhaltung und Belehrung und ist kein Anlagevorschlag bezüglich irgendeines Wertpapiers, eines Produkts oder einer Strategie. Die Informationen, die für diesen Artikel verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann. Die Quelle für die Grafiken ist, soweit nicht anders vermerkt, Bloomberg.