

## Börse und Konjunktur

Viele Aktienindizes haben im April neue Jahreshochs erreicht. Der US-Aktienmarkt näherte sich mit Werten über 26.500 Punkten wieder seinen Hochs von September und Oktober 2018. Damals hatte der populäre Aktienindex Dow Jones einen Rekordstand bei 26.951 Zählern gefunden. Der S&P-500-Aktienindex kletterte im April über 2.930 Punkte. Das Rekordhoch aus dem September vergangenen Jahres liegt bei gut 2.940. Als erster US-Aktienindex für große Unternehmen erreichte der Nasdaq-100 einen neuen Rekordstand. Im April notierte der Index für die größten Unternehmen, deren Aktien an der Nasdaq-Börse gehandelt werden, erstmals über 7.800 Zähler.

Die Kursverluste des vierten Quartals komplett wettzumachen gelang allerdings nur den wenigsten Aktienindizes. Im langfristigen Durchschnitt ist der April einer der besten Börsenmonate, bevor die Börsenstatistik ab Mai schwierigere Monate einläutet.

Die Kurserholung im Januar und Februar wurde von vielen Marktbeobachtern als Gegenbewegung auf die hohen Kursverluste verstanden. Da sich der Kursaufschwung im April aber fortsetzte, spricht viel dafür, dass es sich um einen übergeordneten Trend handelt. Ob sich dieser fortsetzen wird, dürfte nicht zuletzt von den Konjunkturdaten in den nächsten Wochen und Monaten abhängen. Denn die Kursverluste an den Aktienmärkten im vergangenen Jahr gingen Hand in Hand mit wachsenden Sorgen um die Weltkonjunktur. Und der Kursanstieg in diesem Jahr stützt sich bislang auf die Einschätzung, dass die Sorgen wohl übertrieben waren. Deshalb dürfte der weitere Verlauf der Aktienmärkte in diesem Jahr stark von der Konjunkturentwicklung abhängig bleiben.

Nachdem das Jahr 2017 die meisten positiv überrascht hatte, lag über dem gesamten Jahr 2018 die zunehmende Wahrscheinlichkeit einer Wachstumsabschwächung. Die Stimmung schlug endgültig erst im Oktober um, als auch an der Wallstreet "Rezessionsangst" auftauchte. Das Wort "Rezession" wurde oft verwendet, obwohl klar sein musste, dass dies im Sinne des Wortes bei strenger Definition nur einzelne Volkswirtschaften betreffen dürfte. Allerdings wird oft schon von einer "Rezession" gesprochen, wenn sich die Wirtschaft verlangsamt. Weniger Wachstum als vorher ist aber eigentlich noch keine Rezession. Streng genommen liegt eine Rezession erst vor, wenn die gesamtwirtschaftliche Leistung einer Volkswirtschaft zwei Quartale in Folge niedriger ausfällt als jeweils ein Jahr zuvor.

Die Meinungen darüber, wie es mit der Weltwirtschaft weitergeht, gehen auseinander. Eine zentrale "Glaubensfrage" bleibt China. Hier sieht es aber so aus, als seien die Sorgen übertrieben, die Volkswirtschaft schaffe es diesmal nicht, auf Wachstumskurs zu bleiben. Die Maßnahmen der Regierung Pekings wie die Senkung der Mehrwertsteuer, um die Konjunktur anzukurbeln, zeigen offenbar schon Wirkung. Der stark beachtete Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe verzeichnete den zweiten Monatsanstieg in Folge – und das gegen den Trend aus den USA und Euroland.

Die OECD-Prognose von 6,2 Prozent BIP-Plus für China in diesem Jahr ist höher als viele skeptische Marktteilnehmer erwarten. Jedoch wuchs die chinesische Volkswirtschaft im ersten Quartal bereits um 6,4 Prozent. Insgesamt sehen die Anzeichen für die chinesische Konjunktur heute deutlich besser aus als 2015. Der Anstieg der Arbeitslosenquote im Februar auf 5,3 Prozent blieb unter den Befürchtungen. Der Wohnungsmarkt gab weniger nach als erwartet und der Konsum scheint sich durch die Mehrwertsteuersenkung zu stabilisieren.

Das Volumen der Mehrwertsteuerentlastung ab April erreicht mindestens 800 Mrd., eher 900 Mrd. Renminbi. Seit Jahresbeginn wurden die Privathaushalte schon bei der Einkommensteuer um rund 300 Mrd. Renminbi entlastet. Weitere 800 Mrd. Entlastung erhalten Unternehmen ab Anfang Mai, wenn die Sozialbeitragssätze reduziert werden – voraussichtlich von jetzt 20 auf dann nur noch 16 Prozent.

Xueming Song, Chefökonom der deutschen Fondsgesellschaft DWS für China, stellte fest: "Das aktuelle Stimulusprogramm zielt deutlich mehr auf den Binnenkonsum als auf Investitionen ab. Nicht nur um die Wirtschaft anzukurbeln, sondern auch, um die Abhängigkeit vom Ausland zu reduzieren". Inzwischen sind die chinesischen Behörden wieder dazu übergegangen, das Kreditwachstum zu fördern. Un-

ternehmen berichten von den besten Finanzierungsbedingungen seit Jahren. Wenn die Erwartungen auf eine Beilegung des amerikanisch-chinesischen Handelskonfliktes nicht enttäuscht werden, dürften die Impulse Chinas für die Weltwirtschaft weiterhin klar positiv sein.

Verschlechtert haben sich allerdings die Einkaufsmanagerindizes für die USA und für Euroland. Tatsächlich dürfte das Wirtschaftswachstum in den USA in diesem Jahr eher zwischen 2,2 und 2,5 Prozent liegen statt bei den 2,6 Prozent der OECD-Prognose. Das Absinken der Prognosen für das Wirtschaftswachstum in Europa ist ebenfalls nachvollziehbar. Hier ist die Verunsicherung der Marktteilnehmer international am höchsten. Das fortwährende Verschieben des EU-Austritts Großbritanniens trägt nicht dazu bei, klare Verhältnisse zu schaffen.

Für Aktieninvestments erwächst daraus aber sogar Spielraum für spätere Kursgewinne, denn viel internationales Kapital könnte an die europäischen Kapitalmärkte zurückkehren, wenn zumindest die relative Untergewichtung vieler Investoren in Europa ausgeglichen wird. Rund 50 Mrd. Euro haben internationale Anleger im vergangenen Jahr aus europäischen Aktien abgezogen. Auch wenn das Wirtschaftswachstum in der Eurozone in diesem Jahr mit rund einem Prozent nicht einmal halb so hoch ausfallen dürfte wie in den USA, haben europäische Aktien aus dem Blickwinkel ihrer aktuellen fundamentalen Bewertung mehr Spielraum für weitere positive Überraschungen.

Die ohnehin nicht hohe Gefahr eines Wegbrechens des Weltwirtschaftswachstums unter zwei Prozent ist weiter gesunken. Wahrscheinlich bleibt für die Weltwirtschaft insgesamt eine Wachstumsrate nahe drei Prozent.

Die Frage ist nicht mehr, ob ein "Slowdown", eine Verlangsamung der Weltkonjunktur, stattfindet, sondern wie weit diese Verlangsamung reicht. So wird im weiteren Verlauf des Jahres zu beobachten sein, ob der Abschwung Selbstverstärkungseffekte auslöst, was schließlich doch noch zu einer globalen Rezession führen könnte, oder ob die Weltwirtschaft weiter wächst. Mit Blick auf die jüngsten Daten aus China ist Letzteres wahrscheinlicher. Wohlmöglich erleben wir nur eine Delle im Aufschwung – ähnlich denen, die es auch in den vergangenen zehn Jahren mehrfach gab.

## **Unschöne Zinskurven**

Weder in den USA noch in Euroland gefällt Anlegern die aktuelle Zinskurve. Unter Zinskurve versteht man die unterschiedlich hohen Zinsen bei unterschiedlichen Laufzeiten. Normalerweise sind die Zinsen für Anleihen mit fünf Jahren Laufzeit höher als die kurzfristigen Zinsen, beispielsweise für Fest- und Termingelder mit wenigen Wochen oder Monaten Laufzeit, aber niedriger als die langfristigen Zinsen. Diese erhält man, wenn man Geld in Anleihen mit zehn oder mehr Jahren Laufzeit investiert. Die Höhe der Zinsen für die verschiedenen Laufzeiten ergibt grafisch dargestellt die sogenannte Zinsstrukturkurve.

Bei Euro-Zinsanlagen zweifelsfreier Qualität liegt die Zinsstrukturkurve fast komplett im negativen Bereich. Das heißt, egal ob man Geld für einen Monat, fünf oder zehn Jahre anlegt: Die erzielbaren Renditen liegen nahe Null. Bei Anlagen in US-Dollar gibt es zwar positive Zinsen, aber die Zinsstrukturkurve steigt nicht an – im Gegenteil: Bei Laufzeiten von fünf Jahren sind die Renditen sogar teilweise niedriger als bei kürzeren Laufzeiten. Wenn die Zinsstrukturkurve nicht steigt, sondern fällt, spricht man auch von einer "inversen Zinsstruktur", was als Vorbote einer kommenden Rezession gilt.

Bekanntlich hat die US-Notenbank Federal Reserve ihren Leitzins "Fed Funds Rate" schrittweise auf 2,25 bis 2,5 Prozent erhöht und damit kurzfristige Kredite deutlich verteuert. Die längerfristigen Zinsen sind aber nicht im gleichen Maße gestiegen, sondern sogar gefallen. Der Zins für amerikanische Staatsanleihen mit fünf Jahren Laufzeit rutschte unter den für zwei Jahre. Der Zins für zehn Jahre lag nur noch knapp darüber. Die Zinskurve wurde zunächst sehr flach, dann in Teilen sogar invers. Gegen Ende der dritten Märzwoche lagen die 3-Monats-Geldmarktzinsen erstmals seit 2007 etwas über der Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen.

Allen vergangenen sieben Rezessionen in den USA ging eine inverse Zinsstrukturkurve voraus. Zuletzt invertierte die US-Zinskurve 2007. Bekanntlich brach kurz danach die globale Finanzkrise aus, welche die USA in die tiefste Rezession seit 1929 stürzte.

Eine inverse Zinsstruktur selbst könnte zu den Ursachen oder zumindest Auslösern einer Rezession zählen. Dies wäre dann der Fall, wenn die Notenbank ihre Leitzinsen so hoch festlegen würde, dass dies die Konjunktur mit einer zeitlichen Verzögerung abwürgen würde. Natürlich kann man nicht ausschließen, dass die nachfolgenden Rezessionen vermeidbar gewesen wären, wenn sich die Notenbank jeweils am Markt orientiert und ihre Leitzinsen unter die Rendite von Papieren mit zehn Jahren Laufzeit gesenkt hätte.

Doch rückblickend wie auch diesmal ist eher das weite Absinken der Anleiherendite erklärungsbedürftig. Weit sinkende Zinsen für lange Laufzeiten zeigen zum einen das hohe Bedürfnis der Anleger nach Sicherheit: Sie kaufen Staatsanleihen hoher Bonität auch noch zu so hohen Kursen, dass die Rendite unter die Zinssätze fällt, die man bei kurzfristigen Geldanlagen erhält. Rational ist dies nur, wenn man einen Rückgang der kurzfristigen Zinsen erwartet. Zum anderen darf es keine höhere Inflation geben. Tatsächlich erwarten viele Investoren für die USA eher fallende als weiter steigende Leitzinsen. Und die Inflation ist unter Kontrolle. So sank die Rate deutlich unter zwei Prozent.

So oder so: Der (US-)Anleihemarkt glaubt offenbar nicht an eine Rückkehr zum hohen Wirtschaftswachstum – im Gegenteil. Eine inverse Zinsstruktur entsteht, wenn der Kapitalmarkt bezüglich der Konjunktur pessimistischer ist als die Notenbank. Der zeitliche Abstand, mit dem eine Rezession auf eine inverse Zinsstruktur folgte, war in der Vergangenheit sehr unterschiedlich und bewegte sich von einem halben Jahr bis zu zwei Jahren. Von einer hohen Zuverlässigkeit bei der Prognose einer Rezession kann also eigentlich nicht die Rede sein.

Mit etwas Abstand betrachtet sind die Renditen von Staatsanleihen sowohl in den USA als auch in Europa wenig attraktiv. Der Zinsvorteil von US-Dollar-Anleihen geht bei der Absicherung des Währungsrisikos durch einen in Euro rechnenden Anleger vollständig verloren. Zwar bieten auch einige Unternehmensanleihen Renditen oberhalb der Inflationsrate. Dabei muss man in Euro aber schon erhebliche Bonitätsrisiken eingehen. In diesem schwierigen Zinsumfeld bleibt es ratsam, stärker in Aktienfonds zu investieren, wenn die Risikobereitschaft und der Anlagehorizont es zulassen. Die Anlage in verzinslichen Wertpapieren sollte mittels breit streuender und aktiv gemanagter (Misch-)Fonds erfolgen, weil die Märkte fortlaufend professionell beobachtet und die Risiken breit gestreut werden.

## **Umfeld für Aktien besser als erwartet**

Blendet man das schwierige und überwiegend negative Börsenjahr 2018 aus, kann man mit diesem Jahr bislang sehr zufrieden sein. Sowohl Anleihen als auch Aktien haben im ersten Quartal Kursgewinne erzielt. Bei den meisten Aktienfonds liegt das Plus seit Jahresbeginn im prozentual zweistelligen Bereich. Auch Misch- und sogar Rentenfonds konnten profitieren. Dadurch sind die Bewertungen von Wertpapieren nicht mehr ganz so attraktiv wie zu Jahresbeginn. Insbesondere bei verzinslichen Wertpapieren ist das Potenzial wieder begrenzt, bei Aktien könnten die Perspektiven jedoch positiv bleiben.

Der scheinbare Widerspruch von schwächelnder Konjunktur und steigenden Aktienkursen löst sich auf, denn zu den größten Belastungsfaktoren für die Aktienmärkte gehört eine strenge Geldpolitik der Notenbanken. Wenn die Zentralbanken ihre Leitzinsen erhöhen, entzieht das den Märkten die sogenannte Überschussliquidität, die sonst in die Aktienmärkte fließt. Wenn sich die Konjunktur abschwächt, wird die Geldpolitik der Notenbanken lockerer und damit zur Unterstützung für die Börsen.

So ist es wohl kein Zufall, dass der Anfang dieses Jahres vollzogene Politikwechsel der US-amerikanischen Notenbank Fed auch das Ende der Kursverluste an der Wallstreet gebracht hat. Noch im Dezem-

# GUT ZU WISSEN!

ber hatte die Fed für 2019 eine Fortsetzung ihrer Leitzinserhöhungen angekündigt. Im Januar gab sie diese Absicht auf und erklärte, eine abwartende Haltung einzunehmen.

"Die Fed hat ihren Autopiloten ausgeschaltet", erklärte dazu Dr. Bernd Meyer von Berenberg. Dies schafft zwar Spielräume, erfordert aber auch, die Entwicklung genau zu verfolgen. Viele Experten erwarten deshalb für den verbleibenden Jahresverlauf höhere Kursschwankungen. Dr. Meyer rät Anlegern dazu, opportunistischer, selektiver und taktischer zu agieren. Zu einem vorsichtigen Vorgehen raten auch andere Experten. Hans-Jörg Naumer von Allianz Global Investors findet "die Märkte zu schwerelos". Und Carsten Klude von M.M. Warburg hält die Gewinnerwartungen für den DAX für zu hoch. Der Bedarf, die Gewinnschätzungen nach unten anzupassen, sei in den USA niedriger.

Tatsächlich dürften die Aktienmärkte gedanklich nicht bei den schwächeren Konjunkturdaten vom Jahresauftakt verharren, sondern schon eine Entwicklung vorwegnehmen, die anhaltendes Wachstum unterstellt. Wenn die Aktienkurse jetzt weiter steigen, dann deswegen, weil sie bereits ein Ende dieser Konjunkturdelle vorwegnehmen. Die Probleme Brexit und amerikanisch-chinesischer Handelsstreit werden als entschärft angesehen. Damit spiegeln die Börsen die guten Chancen wider, dass sich die konjunkturellen Bedingungen aufhellen.

In Europa stehen in den nächsten Wochen die höchsten Gewinnausschüttungen der Geschichte an. Insgesamt werden sich die Dividendenzahlungen auf über 100 Mrd. Euro summieren. Bei mehr als die Hälfte der Unternehmen bedeutet das eine Dividendenrendite von über vier Prozent. Während die US-Aktienindizes nicht mehr weit von ihren Allzeithochs entfernt sind, notieren europäische Aktien – auch gemessen an Indizes wie dem Euro-STOXX-50 oder nationalen Indizes wie dem DAX – noch deutlich unter ihren Höchstkursen. Für die unterinvestierten internationalen Anleger in Europa gibt es Gründe. Wenn diese allerdings wegfallen sollten, besteht umso mehr Aufholpotenzial.

Mit freundlichen Grüßen



WVB Vermögens-Management  
GmbH & Co. KG

Quelle: „GUT ZU WISSEN...“ erscheint bei der Drescher & Cie Gesellschaft für Wirtschafts- und Finanzinformationen mbH, Postfach 2165, 53744 Sankt Augustin. Trotz sorgfältiger Auswahl der von der Drescher & Cie GmbH als zuverlässig eingestufte Quellen und Informationen kann für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der Inhalte nicht gehaftet werden. Dies gilt insbesondere für Inhalte, die nicht von der Redaktion der Drescher & Cie GmbH, sondern von Dritten stammen. Inhalte der Redaktion sind anhand der jeweiligen Kürzel am Ende der redaktionellen Beiträge erkennbar, welche sich auf der Internetseite [www.investmentredaktion.de/redaktion](http://www.investmentredaktion.de/redaktion) wiederfinden lassen. Die Inhalte der „GUT ZU WISSEN...“ dienen ausschließlich Informationszwecken. Sie stellen weder eine individuelle Anlageempfehlung noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar. Kein Teil der „GUT ZU WISSEN...“ oder dessen Format darf (auch auszugsweise) ohne die ausdrückliche vorherige schriftliche Zustimmung der Drescher & Cie GmbH oder ohne eine entsprechende schriftliche Vereinbarung mit der Drescher & Cie GmbH zur Nutzung der Inhalte und / oder des Formats der „GUT ZU WISSEN...“ (Nutzungsrecht) reproduziert, nachgedruckt oder sonst vervielfältigt oder verbreitet werden. Jede im Bereich eines gewerblichen Unternehmens hergestellte oder genutzte Kopie (auch auszugsweise) ohne Nutzungsrecht verpflichtet zur Gebührenzahlung an den Verleger. Regelungen zu einem Nutzungsentgelt im Rahmen einer Einräumung eines Nutzungsrechts bleiben unberührt. (c) 2011 Drescher & Cie GmbH