



## KAPITALMARKTBAROMETER

März 2020

Redaktion: Reiner Braun  
Finanzanlagenfachmann



### Das Wichtigste in Kürze

## Lackmustest

Nachdem zahlreiche Aktienmärkte im abgelaufenen Monat neue Allzeithochs markierten, kam es zum Lackmustest: Die zunehmend weltweite Ausbreitung des neuartigen Corona-Virus führte an den globalen Aktienmärkten zum stärksten Rückgang seit mehr als zwei Jahren. 30-jährige US-Staatsanleihen rentierten auf einem neuen Allzeittief und Gold erreichte ein neues 7-Jahres-Hoch. Zugegeben: Die Auswirkungen des Corona-Virus sind zum gegenwärtigen Zeitpunkt höchst ungewiss und hängen von der Dauer, dem Ausmaß und der geografischen Ausbreitung der Epidemie ab. Fakt jedoch ist, dass China inzwischen wesentlich stärker in die Lieferketten Asiens und der Weltwirtschaft integriert ist als zu Zeiten des Virus SARS in 2002/2003. Betrug Chinas Anteil an der globalen Bruttowertschöpfung 2002 etwa 8 %, stieg dieser Anteil auf nunmehr 19 %. Es besteht somit ein nicht zu vernachlässigendes Risiko, dass sich die derzeitige Konsensmeinung – eine nur kurzzeitige Beeinträchtigung des globalen Wachstums (ähnlich wie bei SARS) und eine vollständige Erholung im Laufe dieses Jahres – als zu optimistisch erweisen könnte. Ganz zu schweigen von den noch nicht abschätzbaren Implikationen auf das chinesische Wachstum und den damit verbundenen negativen Ausstrahlungseffekten entlang der gesamten Wertschöpfungskette in Asien bzw. weltweit. So senkte der Internationale Währungsfonds zuletzt seine Wachstumsprognose für China, indem er nun für 2020 ein Wirtschaftswachstum von 5,6 % erwartet (vs. Januar: 6,0 %) – vorausgesetzt, die chinesische Wirtschaft kann im zweiten Quartal zur Normalität zurückkehren.

Mit Blick auf unser Basisszenario eines spätzyklischen „Durchwurstelns“ überwiegen somit weiterhin die konjunkturellen Abwärtsrisiken. Und dass, obwohl die (geo-)politischen Spannungen nachgelassen haben. Auch warnen immer mehr Unternehmen in der aktuellen Q4-Berichtssaison davor, dass sie ihre Umsatzziele aufgrund des Corona-Virus und der daraus resultierenden Produktionsverzögerungen nicht erreichen werden. So hat der Ausbruch des Corona-Virus nicht nur die Inflationserwartungen gedämpft – trotz Erholung der Ölpreise im Februar –, sondern auch die Erwartungen für die Kurzfristzinsen beeinflusst. Für die US-Notenbank Fed werden am Geldmarkt nach der erfolgten Zinssenkung noch zwei weitere Zinsschritte bis Ende des Jahres eingepreist, während für die Europäische Zentralbank (EZB) nun eine Leitzinssenkung um 10 Basispunkte erwartet wird. Der Lackmustest ist jetzt, wie weit sich der Corona-Virus ausbreitet und damit, wie die Risikoprämien an den Märkten steigen und wie die Konjunktur belastet wird.

Widerstandsfähigkeit wünscht Ihnen

Reiner Braun

## Taktische Allokation Aktien & Anleihen

- Es besteht ein nicht zu vernachlässigendes Risiko, dass sich die derzeitige Konsensmeinung eine nur kurzzeitige Beeinträchtigung des globalen Wachstums und eine vollständige Erholung im Laufe dieses Jahres als zu optimistisch erweisen könnte.
- Mit Blick auf das hauseigene Basisszenario eines spätzyklischen „Durchwurstelns“ überwiegen somit weiterhin die Abwärtsrisiken.
- Der Lackmустest ist jetzt, wie weit sich der Corona-Virus ausbreitet und damit, wie die Risikoprämien an den Märkten steigen und wie die Konjunktur belastet wird.
- Nicht zuletzt aufgrund der Unsicherheit in Zusammenhang mit dem Corona-Virus ist eine vorsichtiger Allokation angebracht.
- Aktives Investieren ist ein Muss! Dies gilt sowohl innerhalb von Vermögensklassen als auch vermögensklassenübergreifend, insbesondere in Zeiten mittelfristig niedriger Erträge.

## Aktien Deutschland

- Das Ifo-Geschäftsklima hat im Februar auf der positiven Seite überrascht. Es hellte sich marginal von 96,0 im Januar auf 96,1 auf. Die Beurteilung der aktuellen Lage gab zwar von leicht aufwärtsgerichteten 99,2 auf 98,9 nach, doch kletterte die Erwartungskomponente von 92,9 auf 93,4.
- Durch die enge Verzahnung Deutschlands mit der Volksrepublik China als wichtigem Handelspartner könnte der Corona-Virus auch herausfordernde Folgen für die deutsche Wirtschaft haben. Die stärker binnenwirtschaftlich orientierten Bereiche bleiben währenddessen aufgrund der weiterhin guten Arbeitsmarktlage und Einkommensaussichten eine Stütze.
- Der deutsche Aktienmarkt ist fair bewertet, bei einem unverändert attraktiven Dividendenausblick – wenngleich die starke Handelsabhängigkeit bzw. Einbettung in die globalen Wertschöpfungsketten vor dem Hintergrund der Ausbreitung des Corona-Virus belastend sein dürfte.

## Aktien Europa

- Das Wirtschaftswachstum zum Ende des letzten Jahres ist hinter den Erwartungen zurückgeblieben. Nach der veröffentlichten vorläufigen Schnellschätzung von Eurostat stieg das Bruttoinlandsprodukt in Europa im vierten Quartal 2019 nur um 0,1 % im Vergleich zum Vorquartal.
- Eurozonen-Aktien dürften sich nur dann nachhaltig besser als US-Aktien entwickeln, wenn sie eine überlegene Gewinndynamik zeigen. Zuletzt sind die US-Margen gesunken, während europäische Margen ein Plateau bildeten.
- Auf Trendbasis lässt das Wachstum im Vereinigten Königreich nach, wenngleich sich Sentiment-Indikatoren seit der Wahl im Dezember verbessert haben. Das höhere Maß an Sicherheit bzgl. des Brexit sollte sich jedoch positiv auf die Konjunktur auswirken.
- Die Bank of England (BoE) sieht sich einem „Trade-off“ zwischen einem steigenden binnenwirtschaftlichen Kostendruck und wirtschaftlichen Abwärtsrisiken gegenüber. Der Pfad der Geldpolitik hängt davon ab, wie sich die Brexit-Thematik in der Übergangsphase („Transition Period“) entwickelt. Und davon, ob sich die globale Abschwächung verstärkt oder umkehrt.

## Aktien USA

- Zwar bleibt die US-Konjunktur in Fahrt – die Wirtschaft ist auf das Gesamtjahr 2019 hochgerechnet um 2,1 % gestiegen –, doch die Wachstumsdynamik lässt im Zuge einer schwächeren globalen Konjunktur allmählich nach. Die aggregierten Makrodaten in den USA verschlechterten sich im vergangenen Monat.
- Der robuste Arbeitsmarkt sowie die anhaltende Konsumneigung der Privathaushalte sind weiterhin positive Signale für Aktien, jedoch dürften steigende Lohnkosten in den nächsten Quartalen auf die Gewinnmargen drücken.
- Laut den Mitgliedern des Offenmarktausschusses der US-Notenbank dürfte sich die US-Wirtschaft in diesem Jahr weiterhin gut entwickeln. Unsicherheit über konjunkturelle Auswirkungen des Corona-Virus lässt jedoch den Geldmarkt mittlerweile weitere Zinsschritte bis Ende des Jahres einpreisen.
- Im historischen Vergleich zeigt sich der US-amerikanische Aktienmarkt, gemessen an dem um konjunkturelle Schwankungen bereinigten „Shiller-Kurs-Gewinn-Verhältnis“, als sehr ambitioniert bewertet.

## Aktien Japan

- Die japanische Wirtschaftsleistung ist im Schlussquartal 2019 laut vorläufigen Zahlen um mehr als sechs Prozent auf Jahresbasis geschrumpft – das entspricht dem stärksten Rückgang seit dem zweiten Quartal 2014. Haupttreiber für den Rückgang war die im Oktober 2019 vollzogene Erhöhung der Mehrwertsteuer von 8 % auf 10 %, die den privaten Konsum stark belastete. Diese und die negativen Auswirkungen des neuen Corona-Virus dürften das Wachstum im ersten Halbjahr 2020 weiter belasten.
- Trotz Vollbeschäftigung ist das Inflationstempo auf der Verbraucherebene nach wie vor sehr verhalten. Die Kernrate bewegt sich um die Null-Linie, sodass die Bank of Japan (BoJ) an ihrem expansiven Kurs festhalten dürfte.
- Insgesamt sind derzeit beim japanischen Markt keine Vorzüge gegenüber globalen Aktien zu sehen.

## Aktien Emerging Markets

- Die Herausforderungen für die Emerging Markets sind vielfältig: von Unsicherheiten im Hinblick auf den Welthandel bis hin zu einem nachlassenden Rohstoffzyklus. Geringeres globales Wirtschaftswachstum könnte eine geringere Ölnachfrage mit sich bringen, dessen Wachstum nach wie vor von den Schwellenländern dominiert wird.
- Durch den Virusausbruch sind die Risiken für die Weltkonjunktur gestiegen, und er wird die globalen Produktionsketten vermutlich erheblich beeinträchtigen. Ganz zu schweigen von den noch nicht abschätzbaren Implikationen auf das chinesische Wachstum und den damit verbundenen negativen Ausstrahleffekten in Asien bzw. weltweit.
- Die chinesischen Behörden versuchen daher, die negativen Auswirkungen auf die Wirtschaft durch Liquiditätsversorgung sowie steuerliche Maßnahmen und finanzielle Unterstützung für Unternehmen abzumildern.
- Weitere Schritte zur Lockerung der Geld- und Fiskalpolitik dürften daher nicht nur in China, sondern auch in anderen Ländern folgen – vor allem aber in asiatischen Schwellenländern. Das sollte nicht nur den negativen Effekt durch den Corona-Virus abfedern, sondern auch die Finanzmarktbedingungen asiatischer Schwellenländer verbessern.

## Euro Renten

- Die Ausbreitung des Corona-Virus hatte zur Folge, dass die Marktteilnehmer ihre Erwartungen über die zukünftige Zinsentwicklung der EZB wieder nach unten revidiert haben. Jedoch liegt die Messlatte für eine weitere Lockerung vor dem Hintergrund der Debatte um die strategische Überprüfung bzw. mögliche Neuausrichtung der EZB und ihres Inflationsziels relativ hoch.
- Im Umfeld gedämpfter Inflationsraten/-erwartungen und einer weiterhin expansiven EZB-Geldpolitik sollten die Renditen deutscher Bundesanleihen bei unverändert ambitionierten Bewertungen bis auf Weiteres auf niedrigen (negativen) Niveaus handeln.
- Trotz Unterstützung durch die Wiederaufnahme des EZB-(Netto-) Anleihenkaufprogramms erscheinen Peripherie-Staatsanleihen aufgrund unattraktiver Bewertungen anfällig. Anfällig für ein Wiederaufflammen politischer Risiken, für Risiken in Zusammenhang mit dem Corona-Virus (u. a. Italien) und damit für eine Ausweitung der Renditezuschläge gegenüber der Bundesanleihe als Benchmark.

## Renten International

- Die Rentenmärkte erscheinen unverändert als äußerst ambitioniert bewertet. Aufgrund der weiterhin expansiven Geldpolitik sind aber niedrige, in vielen Bereichen negative Anleihenrenditen zu erwarten (nominal rentieren weltweit Anleihen im Volumen von 13,4 Billionen US-Dollar im negativen Bereich bzw. knapp 25 %).
- Trotz ambitionierter Bewertungen sollten die Renditen von US-Staatsanleihen vor dem Hintergrund einer strukturell „taubenhaften“ Haltung der Federal Reserve weiterhin auf niedrigen Niveaus handeln.
- Nach dem mehrjährigen Verflachungstrend der US-Renditekurve haben die Anzeichen für steigende Renditedifferenzen zwischen Anleihen kurzer und längerer Laufzeiten in den letzten Monaten zugenommen.

## Renten Emerging Markets

- Während sich die Entspannung beim Handelskonflikt zwischen den USA und China positiv auf das Segment auswirken sollte, hat sich die Stimmung im Zuge der Ausbreitung des Corona-Virus sowie der drastischen Maßnahmen der chinesischen Regierung zur Eindämmung der Epidemie – eingetrübt.
- Für die US-Notenbank werden mittlerweile weitere Zinsschritte bis Ende des Jahres eingepreist, während die chinesischen Behörden versuchen, die wirtschaftlichen Folgen des Virusausbruchs abzumildern. Das dürfte als wichtiger Unterstützungsfaktor für Schwellenländeranleihen dienen.
- Nationale Zentralbanken dürften die verbleibenden Spielräume nutzen, um ihre Geldpolitik weiter zu lockern. Dem stehen allerdings auf mittelfristige Sicht weiterhin zahlreiche strukturelle/politische Belastungsfaktoren gegenüber.

## Unternehmensanleihen

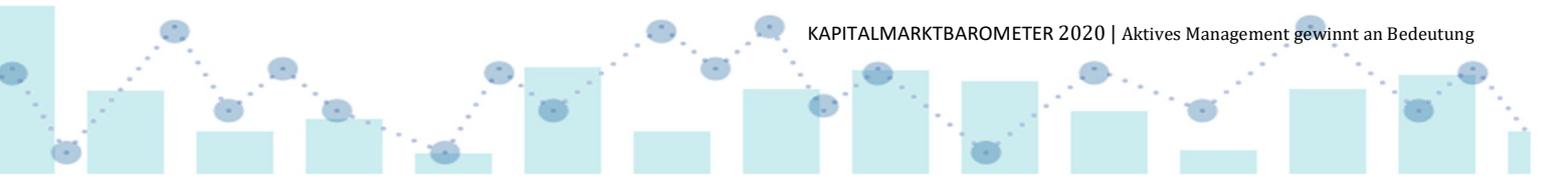
- Der Ausbruch des Corona-Virus hat die Stimmung am Markt für Unternehmensanleihen deutlich eingetrübt, insbesondere vor dem Hintergrund eines möglichen wirtschaftlichen Schadens für die Unternehmen.
- Jedoch erwiesen sich die Unternehmensanleihenmärkte als erstaunlich widerstandsfähig gegen die zuletzt gestiegene Risikoaversion. Die Risikoaufschläge der Unternehmensanleihen im Investment Grade-Bereich (im Vergleich zu Anleihen im Hochzinssegment) haben sich kaum ausgeweitet.
- Während die akkommodierende Geldpolitik und Hoffnungen, dass das globale Wachstum nur kurzzeitig beeinträchtigt wird, das Segment stützen, könnten Unternehmensanleihen durch ein typischerweise schwierigeres späzyklisches Umfeld sowie eine in mehreren Segmenten ambitionierte Bewertung belastet werden.

## Währungen

- Im aktuellen unsicheren Konjunktur- und Marktumfeld dürfte der US-Dollar weiterhin Stärke zeigen. Mittelfristig jedoch ist mit einem schwächeren US-Dollar zu rechnen: Hohe Bewertungen und die Erwartung eines ansteigenden „Zwillingsdefizits“ sollten mittelfristig Druck auf den Greenback ausüben.
- Das Pfund Sterling könnte von einem geordneten Eintritt in die Übergangsphase (Stichwort Brexit) kurzfristige Unterstützung genießen. Jedoch stellen ungelöste Fragen zum künftigen Wirtschaftsmodell Großbritanniens und zu den Handelsbeziehungen mit dem Rest der Welt (insbesondere mit Europa) mittelfristig ein Abwärtsrisiko dar.
- Es besteht ein nicht zu unterschätzendes Risiko, dass die aktuelle Konsensmeinung einer vollständigen Erholung des globalen Wachstums in diesem Jahr zu optimistisch ist. Das dürfte Schwellenländerwährungen, insbesondere jene in Asien, stärker unter Druck bringen.
- Zwar verstärkt China seine Bemühungen zur Stützung der angeschlagenen Wirtschaft mittels einer proaktiveren Fiskal- und Geldpolitik, ein stärkerer US-Dollar und zunehmende Konjunktursorgen jedoch sprechen für eine weitere Schwäche des Renminbis.

## Investmentthema: #Finance For Future – Investieren für eine bessere Welt

- Disruption – kein anderer Begriff scheint unsere Gegenwart und Zukunft so treffend zu beschreiben, wie dieser. Disruption – die Kraft der (nicht immer nur schöpferischen) Zerstörung des Alten und das Schaffen von Neuem.
- Disruption der Wirtschaft („Digitalisierung“), Disruption der Bevölkerungspyramide („Demografie“), Disruption von Umwelt und Klima, Disruption der Gesellschaft (Populismus). Bei all dem Wandel gibt es jedoch eine Grundkonstante, die den Weg ebnet in eine bessere Welt: das Kapital.



- 175 bis 270 Milliarden Euro p. a. besteht nach Schätzungen der Europäischen Investitionsbank (EIB) an Investitionsbedarf, um in der Europäischen Union bis 2030 die wichtigsten Klima- und Energieziele zu erreichen: Reduktion der CO<sub>2</sub>-Emissionen um 40 % vom Stand 1990 aus gemessen. Das allein verdeutlicht: Es wird dringend Kapital für notwendige Investitionen benötigt. Mit Fondslösungen, welche ESG-Kriterien („Environmental“ – Umwelt, „Social“ – Soziales, „Governance“ Unternehmensführung) integriert haben, lässt sich – nicht nur – gegen den Klimawandel investieren

## Investmentthema: Dividenden

- Gerade in Zeiten von Niedrig-/Negativrenditen erscheinen Dividenden als interessante Möglichkeit, Kapitaleinkommen zu erzielen.
- Wie hauseigene Analysen zeigen, trugen Dividenden europäischer Firmen über den gesamten Zeitraum von 1974 bis 2018 (Wiederanlage und Steuerfreiheit unterstellt) im Durchschnitt knapp 38 % zum Gesamtergebnis bei. Im Falle von US-Firmen (gemessen am MSCI Nordamerika) waren es immerhin noch knapp 30 %.
- Dividenden entwickelten sich in der Vergangenheit verlässlicher als die Unternehmensgewinne, wirken also auf die Erträge aus Aktienbesitz stabilisierend. Ein Vergleich von Dividenden und Gewinnen der Indexmitglieder des S&P 500 seit 1959 zeigt, dass die Unternehmensgewinne weitaus größeren Schwankungen unterworfen waren als die Dividenden. Insbesondere in den letzten 10 Jahren war die Volatilität der Gewinne mit annualisiert 27 % deutlich größer als die Schwankungen der Dividenden mit knapp 3 % p. a. – hier finden sicher auch die zurückliegenden Krisen ihren Niederschlag.
- Was den Anteil der Dividendenzahler betrifft, so zahlten in Europa von Beginn des Jahrtausends an zwischen 85 % und 95 % der Aktiengesellschaften eine Dividende. In den USA stieg der Anteil über die letzten fast zwei Jahrzehnte von 70 % auf 80 %. Dabei zeigt sich, dass die Aktienkurse der Dividenden zahlenden Unternehmen in der Vergangenheit weniger schwankten als jene der Nichtzahler.