



FUGGERBRIEFE

Kundeninformation der Fürst Fugger Privatbank Aktiengesellschaft

Ausgabe 4/2019

AUGSBURG | KÖLN | MANNHEIM | MÜNCHEN | NÜRNBERG | STUTTGART

HETEROGENES UMFELD SPRICHT FÜR GLOBALES INVESTIEREN

RÜCKBLICK

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.

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 politischen Entscheidungen auf Ad-hoc-Basis (Stichwort »Tweets«), die von ökonomischen oder finanzmarkttheoretischen Modellen gar nicht erfasst werden können.

TRÜBE STIMMUNG IN EUROPA UND ASIEN

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 Gegen-

satz 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 dritten 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 (siehe Grafik Seite 2).

Dass in diesem Umfeld Staatsanleihen haussieren, ist keine Überraschung. Aber warum halten sich die Aktienmärkte so gut?

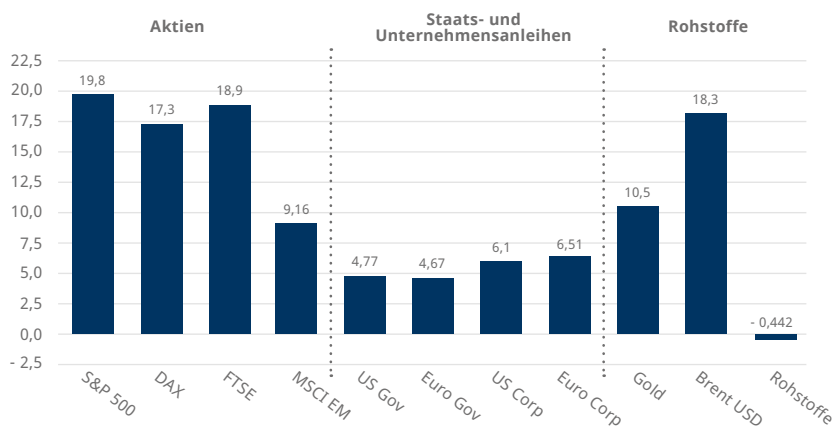
Seit dem Jahreswechsel ist die FED zumindest verbal auf Lockerkurs eingeschwenkt. Dies hat dazu geführt, dass die Finanzmärkte ihre Zinssenkungserwartungen von 2020 vorgezogen haben und mittlerweile bis Jahresende ein Niveau von unter 2 %, also mindestens 0,5 % unterhalb des aktuellen Niveaus, eingepreist haben. Dieser Effekt steckt hinter der positiven Aktienmarktent-

Lockere Geldpolitik führt zu positiver Performance in allen Anlageklassen.

Quelle: Macrobond, Fürst Fugger Privatbank – 26. Juli 2019

Performance-Übersicht im laufenden Jahr 2019

Angaben in %



Macrobond, Fürst Fugger Privatbank

wicklung spätestens seit März. Die wachsende Angst vor einem nachhaltigen Konjunkturabschwung oder gar einer Rezession konnte deshalb bis jetzt keinen Schaden anrichten. Die Erfahrung zeigt allerdings, dass für eine anhaltende Aufwärtsbewegung mehr als nur ein Liquiditätsschub nötig ist. 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 eben nicht.

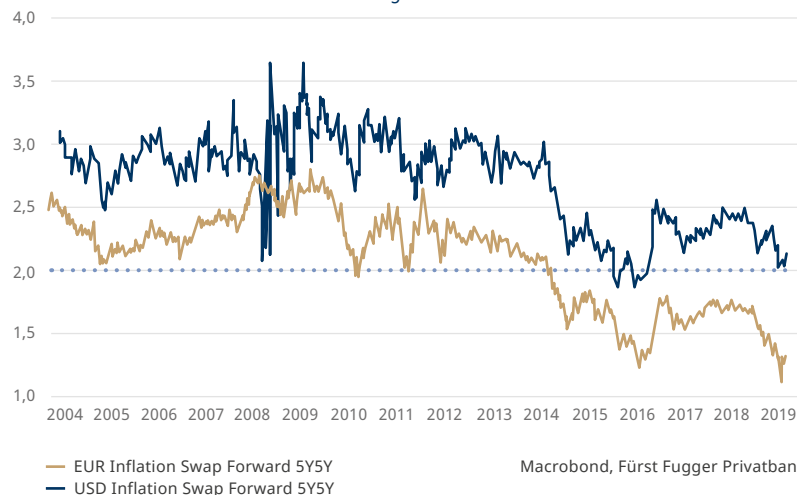
INVERSE ZINSSTRUKTUR ALS EINZIGES WARNSIGNAL FÜR REZSSION

Neben dem klassischen Konjunkturzyklus gibt es noch drei weitere mögliche Auslöser für eine Rezession: (1) »Versagen« der Geldpolitik, (2) externe Schocks, z.B. die Ölkrisen der 1970er Jahre, und (3) Finanzmarkt- und Banken Krisen wie die »Savings and Loans«-Krise 1990 oder zuletzt die *Subprime-Krise* 2008.

Den ersten möglichen Auslöser können wir aktuell ausschließen. (2) 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 (3) 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 elf Jahren keine Rezession mehr gegeben hat. Es

Inflationserwartungen Europa und USA
Angaben in %



Spread zwischen zehnjährigen und dreimonatigen US-Staatsanleihen
Angaben in Basispunkten



wird dabei aber übersehen, dass die Erholung eine der schwächsten der letzten 150 Jahre ist und dass 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

Oben: Die Inflationsraten werden sowohl in Europa als auch in den USA auf dem niedrigsten Stand seit 15 Jahren erwartet.

Unten: Die inverse Zinsstruktur in den USA deutet darauf hin, dass Zinssenkungen erwartet werden.

Quellen: Macrobond, Fürst Fugger Privatbank – 26. Juli 2019



Die aktuellen Fuggerbriefe als PDF

Anfordern bei mpk@fuggerbank.de
oder als Download auf unserer Website:
www.fuggerbank.de/aktuelles





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. Die FED wird die 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 so schnell keine Rezession.

AUSBLICK

Für Anleger bedeutet dieses Umfeld vor allem: Sie sollten investiert sein, Kasse zu halten bringt nichts – oder sogar Verluste. Es ist wohl nur eine Frage der Zeit, bis Banken die von ihnen gezahlten Negativzinsen auf Einlagen bei den Zentralbanken an ihre Kunden weitergeben (müssen).

»Es ist wohl nur eine Frage der Zeit, bis Banken die von ihnen gezahlten Negativzinsen auf Einlagen bei den Zentralbanken an ihre Kunden weitergeben (müssen).«

Die vielen schlechten Nachrichten sollten dabei nicht verschrecken – etwa der Handelskonflikt zwischen den USA und China, der doch nur das Symptom eines weitaus größeren Konfliktes ist. Hier geht es nicht um ein paar Zölle, sondern um die Vormacht unter den Weltmächten. China ist auf dem Weg, den USA die Vorherrschaft in Wirtschaft und Technologie streitig zu machen. Das wollen die USA verhindern – so lange wie möglich. Mit einem »Deal« à la Trump dürfte dieser Konflikt kaum zu lösen sein. Das Thema dürfte uns noch lange beschäftigen, wahrscheinlich sogar die nächsten Jahrzehnte. Und es könnte an Schärfe sogar noch zulegen. Dann ginge es vielleicht um Technologieboykotte, Investitionsbeschränkungen oder Rei-

Global aufgestellte Unternehmen stehen derzeit für eher sicheres Investment.

beschränkungen. Aber sollen wir deswegen das Investieren einstellen?

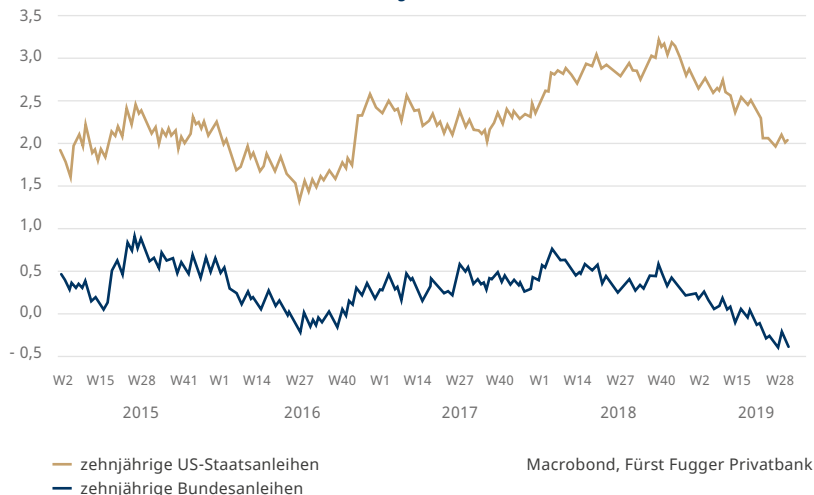
Hinsichtlich des Aktienmarkts hilft es, den Blick auf die Fakten zu legen. Was ist relevant? Was ist tatsächlich prognostizierbar? Und was ist bereits eingepreist? Mit Konjunkturprognosen halten wir uns zurück. Fakt ist: Der Handelskonflikt zeigt erste Spuren beim Wachstum. Auch die Unternehmen werden nervöser.

Aber wenn wir über die Wahrscheinlichkeit einer Rezession sprechen, dann rückt vor allem Europa in den Fokus. Wenn China eine »Erkältung« und die USA einen »Schnupfen« haben, leidet Europa unter einer »Lungenentzündung«. Aktuell steht Europa für handlungsunfähige oder populistische Politiker und Unternehmen, deren Wettbewerbsfähigkeit sinkt. Dies zeigt sich in Deutschland und Italien, wo die Wachstumsprognosen sinken. Für einzelne Unternehmen ist das eine beunruhigende Situation. Für uns ist es nicht relevant, wenn in einzelnen Regionen die Wirtschaft schrumpft – zumindest wenn man langfristig in global aufgestellte Unternehmen investiert, die entweder sehr wachstumsstark oder deren Geschäftsmodelle robust sind.

»Während Immobilien, Anleihen, Kunstwerke, Uhren oder Oldtimer deutlich teurer geworden sind, liegt das Kurs-Gewinn-Verhältnis beispielsweise des S&P 500 Aktienindex noch auf dem Niveau der achtziger Jahre.«

Für Aktien spricht, dass die Bewertung in den vergangenen 30 Jahren in den USA kaum gestiegen ist. Während Immobilien, Anleihen, Kunstwerke, Uhren oder Oldtimer deutlich teurer geworden sind, liegt das Kurs-Gewinn-Verhältnis beispielsweise des S&P 500 noch auf dem Niveau der achtziger Jahre. Interessanterweise haben sich die Gewinne bei den im

Zehnjährige Bundesanleihen und US-Staatsanleihen
Angaben in %



DAX enthaltenen Unternehmen weitaus schlechter entwickelt, als dies z.B. in den USA der Fall gewesen ist. Der DAX ist teuer geblieben. Dies spricht zugleich für die These der globalen Streuung des Vermögens. Es darf auch nicht vergessen werden, dass die durchschnittliche Gewinnrendite von mehr als 5 % bei Aktien deutlich über den Kupons sicherer Anleihen liegt. Selbst bei einem Gewinnrückgang von, sagen wir einmal, 50 % läge die Gewinnrendite immer noch deutlich über der von Anleihen und würde für langfristige Anleger eine gute Absicherung gegen Kursverluste von morgen darstellen.

Staatsanleihen werden immer unattraktiver. Wir gehen bewusst Kreditrisiken ein, wobei wir besonders hoch verschuldete Emittenten, seien es Unter-

nehmen oder auch Staaten, meiden. Der Euro lag gegenüber dem US-Dollar Anfang Mai ebenso wie Anfang Juni bei 1,12 EUR/USD. Es waren nicht die europäischen Nachrichten, die dem Euro in den vergangenen Wochen Stabilität verliehen haben. Denn europäischer Konjunkturpessimismus und schwache Inflationszahlen haben die Renditen spürbar fallen lassen. Die zehnjährigen Bundesanleihen rentieren mittlerweile auf einem neuen Allzeittief. In diesem Umfeld wäre eine deutliche Abwertung des Euro zu erwarten gewesen. Verhindert haben dies die Impulse aus den USA. Angesichts verstärkter Leitzinssenkungserwartungen sind in den ver-

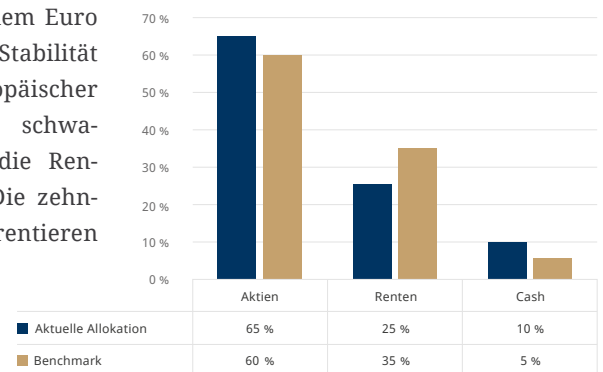
Die schwachen Konjunkturzahlen in Europa und die erwarteten Leitzinssenkungen in den USA haben zu neuen Rendite-Tiefständen bei den jeweiligen Staatsanleihen geführt.

Quelle: Macrobond, Fürst Fugger Privatbank – 26. Juli 2019

gangenen vier Wochen die Renditen bei den zehnjährigen US-Staatsanleihen von 2,54 % auf Renditen unter 2 % gefallen.

Gold profitierte zuletzt von den sich zuspitzenden Konflikten (USA und China, aber auch Iran) und erreichte jüngst ein Mehrjahreshoch auf US-Dollar-Basis. Auch wenn die technische Verfassung damit für Gold spricht, sehen wir mittelfristig eher fallende Notierungen. ●

Aktuelle Allokation versus Benchmark



Hierbei handelt es sich um eine gemischte Strategie mit 60 % Aktien, 35 % Renten sowie 5 % Cash (Kasse), die die Benchmark darstellt. Die aktuelle Allokation gibt die Meinung des Fondsmanagements der Bank wieder und gewichtet die Assetklassen daher höher oder niedriger im Vergleich zur Benchmark.

Die in den Fuggerbriefen wiedergegebenen Informationen und Meinungen wurden am angegebenen Datum erstellt. Sie werden zu Informationszwecken als Unterstützung Ihrer selbstständigen Anlageentscheidung weitergegeben. Sie dienen nicht als Angebot, Anlageberatung oder eine generelle oder individuelle Empfehlung der Fürst Fugger Privatbank, hier dargestellte Kapitalanlagen zu kaufen, zu halten, zu verkaufen oder in sonstiger Weise damit zu handeln, und begründen kein vertragliches Beratungs- oder Auskunftsverhältnis. Die Informationen stammen aus bzw. basieren auf Quellen, die die Fürst Fugger Privatbank für richtig erachtet, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit, Rechtzeitigkeit und Aktualität aber keine Gewähr übernommen wird. Die Fürst Fugger Privatbank lehnt jede Haftung für Verluste aus der Verwendung der in den Fuggerbriefen gegebenen Informationen ab. Wir weisen darauf hin, dass die in den Fuggerbriefen enthaltenen Finanzanalysen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen genügen und einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung unterliegen. Die Kurse und Werte der beschriebenen Investitionen können schwanken, steigen oder fallen. Es besteht die Möglichkeit, dass Sie bei Rückgabe der Anteile nicht den vollen investierten Betrag zurückerhalten. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die künftige Wertentwicklung. Die hier enthaltenen Informationen können eine auf Ihre individuellen Bedürfnisse zugeschnittene Beratung nicht ersetzen und erheben keinen Anspruch auf Vollständigkeit und Richtigkeit. Insbesondere hängt die steuerliche Behandlung von Ihren persönlichen Verhältnissen ab und kann künftig Änderungen unterworfen sein. Bitte beachten Sie, dass für Sie auch alternative Anlageformen nach persönlichen Anlagewünschen sinnvoll sein können. Maßgeblich für den Kauf sind allein die jeweiligen Anlage-/Emissionsbedingungen nach den gesetzlichen Verkaufsunterlagen. Diese können Sie auf der Website der Anlagegesellschaft z.B. Beteiligungsgesellschaft (u.a. www.Oppenheim-Fonds.de), Emittentin, Kapitalanlagegesellschaft, einsehen und ausdrucken oder in Schriftform bei der Anlagegesellschaft sowie kostenlos auch bei der Fürst Fugger Privatbank erhalten. Die Fuggerbriefe sind zur Verwendung nach deutschem Recht in Deutschland bestimmt. Das vorliegende Dokument darf ohne schriftliche Genehmigung der Fürst Fugger Privatbank weder ganz noch auszugsweise vervielfältigt werden.

Stand: 26. Juli 2019 | Werbemitteilung*

Mehr Informationen unter www.fuggerbank.de

