

<http://blog.de.erste-am.com/2017/02/23/fragiler-bullenmarkt/>

Fragiler Bullenmarkt

Gerhard Winzer



© (c) iStock

Es ist genauso schwierig in einem „Bullenmarkt“ investiert zu bleiben, wie aus einem „Bärenmarkt“ auszusteigen. Investoren sind eben risikoavers. Diese Erkenntnis fasst die aktuelle Situation auf dem Kapitalmarkt gut zusammen. Denn trotz einer erhöhten Unsicherheit weisen die risikobehafteten Wertpapierklassen wie Aktien und Unternehmensanleihen der Schwellenländer gute Erträge auf.

Womit kann diese Entwicklung erklärt werden?

Wachstum

Betrachtet man die vier wichtigen Kategorien für die Einschätzung der Attraktivität von Wertpapierklassen – Bewertung, Liquidität, Positionierung und Wachstum – kommt man zum Schluss, dass der wichtigste treibende Faktor für die Märkte von Letzterem stammt.

1. **Bewertung:** Während die Kurs-Gewinn Verhältnisse der Aktienindizes überdurchschnittlich sind (Welt-Aktienindex: 22x), sind die Renditeaufschläge für das Kreditrisiko niedrig. Insbesondere die niedrige implizite Aktienmarktvolatilität ist beachtlich. Der aktuelle Wert des Volatilitätsindex VIX von knapp unter 12% bedeutet, dass für den Standard & Poor's 500 Aktienindex nur deutlich unterdurchschnittliche Kurschwankungen eingepreist sind. Zudem sind die eingepreisten realen Staatsanleiherenditen für den zehnjährigen Laufzeitbereich sehr tief (USA: +0,40%, Deutschland: -1,14%).
2. **Liquidität:** Davon ist nach wie vor reichlich vorhanden, aber die Zentralbanken geben keine zusätzlichen expansiven Impulse mehr (Zinssenkungen, Ausweitung von Anleiheankaufprogrammen). Zudem sendet die wichtigste Zentralbank der Welt, die Fed, Signale für eine Fortsetzung des moderaten Leitzinsanhebungszyklus in Richtung neutrales Zinsniveau (3%). Auch im Rat der Europäischen Zentralbank steigt der Druck für einen Ausstieg aus dem Anleiheankaufprogramm. Die Ankündigung dafür wird dann erfolgen, wenn die zugrundeliegende Inflation in der Eurozone (aktuell: 0,9% p.a.) einen nachhaltigen Anstieg in Richtung 2% einschlägt.
3. **Positionierung:** Die Renditen von kreditsicheren Anleihen und die Aktienkurs sind angestiegen, während die Renditeaufschläge für Unternehmensanleihen immer kleiner werden. Die Investoren sind bereits auf „Wachstum“ positioniert.

4. **Wachstum:** Eine Mehrzahl der Konjunkturindikatoren wie zum Beispiel der globale Einkaufsmanagerindex deutet auf eine Beschleunigung des realen globalen Wirtschaftswachstums hin. Zudem ist insbesondere die Erholung von zwei schwachen Bereichen bemerkenswert:

- a) Höheres Wachstum der Industrieproduktion
- b) Anzeichen für ein höheres Wachstum der Unternehmensinvestitionen

Darüber hinaus stellt die Deflation (anhaltend sinkende Preise) kein unmittelbares Problem mehr und die Inflation (noch) kein Problem dar. Die Anzeichen für einen moderaten Anstieg der zugrundeliegenden Inflation in den Industriestaaten haben zugenommen.

Temporäre und graduelle Beschleunigung

Die Kernfragen sind damit: 1) Wie lange dauert die Beschleunigung? Welches Ausmaß hat die Beschleunigung? Die vorläufigen Antworten darauf lauten: kurz und graduell. Das globale reale Wirtschaftswachstum könnte sich von 2,5% im Jahr 2016 auf 3% im Jahr 2017 beschleunigen.

Erholung

In welcher Phase im globalen Konjunkturzyklus befinden wir uns?

1. Die Weltwirtschaft produziert weniger als sie produzieren könnte. Das heißt, die sogenannte Produktionslücke ist negativ, sprich: die globale Arbeitslosenrate ist erhöht.
2. Das Wachstum der Wirtschaft liegt über dem langfristig zu erwartenden Wert (3% vs. 2,5%).

Daraus folgt, dass die negative Produktionslücke schrumpft. Das heißt, die globale Arbeitslosenrate fällt. Das ist die Definition der Phase „Erholung“ im Wirtschaftszyklus, die seit 2009 Bestand hat.

Luxusprobleme

Wenn die Weltwirtschaft weiterhin über dem Potenzial wächst und die Produktionslücke positiv wird, spricht man von einer Boomphase. Die Weltwirtschaft hat diesen Zeitpunkt noch nicht erreicht, einige Länder allerdings schon. Zu nennen sind vor allem die USA, das Vereinigte Königreich und Deutschland. Die Luxusprobleme der inhärenten Risiken einer Boomphase sind allerdings (noch) nicht von Relevanz (Überhitzung, Inflationsrisiken,...).

Spielverderber

Der mögliche Spielverderber bleibt damit derselbe: die erhöhte politische Unsicherheit. Das betrifft vor allem die anstehenden Wahlen in Europa und die Ungewissheit hinsichtlich der Ausgestaltung der Wirtschaftspolitik in den USA.

Trumponomics

Das einzig Gewisse ist, dass es sich hierbei um etwas Neues handelt. Es gibt eben kein Bushonomics, Clintonomics und Obamanomics. Die Liste der unbeantworteten Fragen ist lange: Welche Maßnahmen werden von der US-Administration präsentiert? Werden sie das langfristige Wachstum anheben (das Potenzialwachstum) oder nur einen kurzfristigen Wachstumsimpuls geben? Werden die Maßnahmen heterodoxer, wenn das Wachstum nicht signifikant zunimmt? Werden die protektionistischen Elemente überwiegen? Wenn ja, wird damit ein „Handelskrieg“ provoziert werden? Welche Maßnahmen werden tatsächlich umgesetzt (vom Kongress verabschiedet)? Wann werden die realwirtschaftlichen Effekte zu sehen sein (erst im nächsten Jahr)? Wird das Budgetdefizit stark zunehmen? Wird die Geldpolitik weniger unabhängig? Wird es im Fall einer weiteren USD-Festigung zu Interventionen kommen?

Höheres Wachstum vs. erhöhte Unsicherheit

Die Beschleunigung des nominellen globalen Wirtschaftswachstums ist positiv für risikobehaftete Wertpapierklassen. Die erhöhte politische Unsicherheit ist allerdings weder in den Marktpreisen noch in den erhöhten Stimmungsindikatoren der Unternehmen, Konsumenten und Investoren reflektiert. Das heißt, der Bullenmarkt könnte solange andauern, solange die Konjunkturphase „Erholung“ Bestand hält, die Konjunkturindikatoren anstiegen (auf beschleunigtes Wachstum hinweisen), die Inflation kein Problem wird, die Zentralbanken vorsichtig vorgehen und keine negativen Ereignisse auf der politischen Seite eintreten (Handelskrieg, die Fünf-Sterne-Bewegung gewinnt vorgezogene Neuwahlen in Italien,...). Der Spielraum für „Fehler“ ist allerdings gering.

Wichtige rechtliche Hinweise

Hierbei handelt es sich um eine Werbemitteilung. Sofern nicht anders angegeben, Datenquelle ERSTE-SPARINVEST Kapitalanlagegesellschaft m.b.H., Erste Asset Management GmbH, RINGTURM Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. und ERSTE Immobilien Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. Unsere Kommunikationssprachen sind Deutsch und Englisch.

Der Prospekt für OGAW-Fonds (sowie dessen allfällige Änderungen) wird entsprechend den Bestimmungen des InvFG 2011 idgF erstellt und im „Amtsblatt zur Wiener Zeitung“ veröffentlicht. Der vereinfachte Prospekt der ERSTE Immobilien Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. wird entsprechend den Bestimmungen des ImmoInvFG 2003 idgF erstellt und im „Amtsblatt zur Wiener Zeitung“ veröffentlicht. Für die von der ERSTE-SPARINVEST Kapitalanlagegesellschaft m.b.H., Erste Asset Management GmbH, RINGTURM Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. und ERSTE Immobilien Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. verwalteten Alternative Investment Fonds (AIF) werden entsprechend den Bestimmungen des AIFMG iVm InvFG 2011 „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ erstellt.

Der Prospekt, die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“, der vereinfachte Prospekt sowie die Wesentliche Anlegerinformation/KID sind in der jeweils aktuell gültigen Fassung auf der Homepage www.erste-am.com bzw. www.ersteimmobilien.at abrufbar und stehen dem interessierten Anleger kostenlos am Sitz der jeweiligen Verwaltungsgesellschaft sowie am Sitz der jeweiligen Depotbank zur Verfügung. Das genaue Datum der jeweils letzten Veröffentlichung des Prospekts bzw. des vereinfachten Prospekts, die Sprachen, in denen die Wesentliche Anlegerinformation/KID erhältlich ist sowie allfällige weitere Abholstellen der Dokumente sind auf der Homepage www.erste-am.com bzw. www.ersteimmobilien.at ersichtlich.

Diese Unterlage dient als zusätzliche Information für unsere Anleger und basiert auf dem Wissensstand der mit der Erstellung betrauten Personen zum Redaktionsschluss. Unsere Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Bedürfnisse unserer Anleger hinsichtlich des Ertrags, steuerlicher Situation oder Risikobereitschaft. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Fonds zu.

Da es sich hierbei um einen Blog handelt, werden die in den jeweiligen Einträgen angegebenen Daten und Fakten sowie Hinweise nicht aktualisiert. Diese entsprechen dem Redaktionsstand zum oben angeführten Datum. Die jeweils aktuellen Daten und Hinweise in Bezug auf Fonds entnehmen Sie bitte den Angaben unter dem Menüpunkt „Fondssuche“ auf www.erste-am.at.



Gerhard Winzer

Gerhard Winzer ist seit März 2008 bei der Erste Asset Management tätig. Bis März 2009 war er Senior Fondsmanager im Bereich Fixed Income Asset Allocation, seit April 2009 ist er Chefvolkswirt.

Er hat einen HTL Abschluß und studierte an der Universität Wien Volkswirtschaft und Betriebswirtschaftslehre mit einem speziellen Fokus auf Finanzmärkte. Er ist CFA-Charterholder und war von 2001-2003 Teilnehmer des Doktoratsprogramms für Finanzwirtschaft im Center for Central European Financial Markets in Wien.

Von Juli 1997 bis Juni 2007 war er in der CAIB, Bank Austria Creditanstalt, UniCredit Markets & Investment Banking im Research tätig. Die letzte Position war Direktor für Fixed Income/FX-Research und Strategie. Von Juli 2007 bis Februar 2008 verantwortete er die Asset-Allocation im Research der Raiffeisen Zentralbank (RZB) in Wien.