

<https://blog.de.erste-am.com/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 Werbemittteilung. Sofern nicht anders angegeben, Datenquelle Erste Asset Management GmbH. Die Kommunikationssprache der Vertriebsstellen ist Deutsch und jene der Verwaltungsgesellschaft zusätzlich auch Englisch.

Der Prospekt für OGAW-Fonds (sowie dessen allfällige Änderungen) wird entsprechend den Bestimmungen des InvFG 2011 idgF erstellt und veröffentlicht. Für die von der Erste Asset Management GmbH 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“ sowie das Basisinformationsblatt sind in der jeweils aktuell gültigen Fassung auf der Homepage www.erste-am.com jeweils in der Rubrik Pflichtveröffentlichungen abrufbar und stehen dem/der interessierten Anleger:in kostenlos am Sitz der jeweiligen Verwaltungsgesellschaft sowie am Sitz der jeweiligen Depotbank zur Verfügung. Das genaue Datum der jeweils letzten Veröffentlichung des Prospekts, die Sprachen, in denen das Basisinformationsblatt erhältlich ist, sowie allfällige weitere Abholstellen der Dokumente, sind auf der Homepage www.erste-am.com ersichtlich. Eine Zusammenfassung der Anlegerrechte ist in deutscher und englischer Sprache auf der Homepage www.erste-am.com/investor-rights abrufbar sowie bei der Verwaltungsgesellschaft erhältlich.

Die Verwaltungsgesellschaft kann beschließen, die Vorkehrungen, die sie für den Vertrieb von Anteilscheinen im Ausland getroffen hat, unter Berücksichtigung der regulatorischen Vorgaben wieder aufzuheben.

Hinweis: Sie sind im Begriff, ein Produkt zu erwerben, das schwer zu verstehen sein kann. Bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen, empfehlen wir Ihnen, die erwähnten Fondsdokumente zu lesen. Diese Unterlagen erhalten Sie zusätzlich zu den oben angeführten Stellen kostenlos am jeweiligen Sitz der vermittelnden Sparkasse und der Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG. Sie können die Unterlagen auch elektronisch abrufen unter www.erste-am.com.

Wichtig: Die im Basisinformationsblatt angeführten Performance-Szenarien beruhen auf einer Berechnungsmethodik, die in einer EU-Verordnung vorgegeben ist. Die künftige Marktentwicklung lässt sich nicht genau vorhersagen. Die dargestellten Performance-Szenarien zeigen nur mögliche Erträge auf, basieren dabei aber auf den Erträgen in der jüngeren Vergangenheit. Die tatsächlichen Erträge könnten niedriger ausfallen als angegeben.

Unsere Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Merkmale unserer Anleger:innen hinsichtlich des Ertrags, der steuerlicher Situation, Erfahrungen und Kenntnisse, des Anlageziels, der finanziellen Verhältnisse, der Verlustfähigkeit oder Risikotoleranz.

Bitte beachten Sie: Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Fonds zu. Eine Veranlagung in Wertpapieren birgt neben den geschilderten Chancen auch Risiken. Der Wert von Anteilen und deren Ertrag können sowohl steigen als auch fallen. Auch Wechselkursänderungen können den Wert einer Anlage sowohl positiv als auch negativ beeinflussen. Es besteht daher die Möglichkeit, dass Sie bei der Rückgabe Ihrer Anteile weniger als den ursprünglich angelegten Betrag zurückerhalten. Personen, die am Erwerb von Investmentfondsanteilen interessiert sind, sollten vor einer etwaigen Investition den/die aktuelle(n) Prospekt(e) bzw. die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“, insbesondere die darin enthaltenen Risikohinweise, lesen. Ist die Fondswährung eine andere Währung als die Heimatwährung des/der Anleger:in, so können Änderungen des entsprechenden Wechselkurses den Wert der Anlage sowie die Höhe der im Fonds anfallenden Kosten - umgerechnet in die Heimatwährung - positiv oder negativ beeinflussen.

Wir dürfen dieses Finanzprodukt weder direkt noch indirekt natürlichen bzw. juristischen Personen anbieten, verkaufen, weiterverkaufen oder liefern, die ihren Wohnsitz bzw. Unternehmenssitz in einem Land haben, in dem dies gesetzlich verboten ist. Wir dürfen in diesem Fall auch keine Produktinformationen anbieten.

Zu den Beschränkungen des Vertriebs des Fonds an amerikanische oder russische Staatsbürger entnehmen Sie die entsprechenden Hinweise dem Prospekt bzw. den „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“.

In dieser Mitteilung wird ausdrücklich keine Anlageempfehlung erteilt, sondern lediglich die aktuelle Marktmeinung wiedergegeben. Diese Mitteilung ersetzt somit keine Anlageberatung und berücksichtigt weder die Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen, noch unterliegt sie dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Die Unterlage stellt keine Vertriebsaktivität der Verwaltungsgesellschaft dar und darf somit nicht als Angebot zum Erwerb oder Verkauf von Finanz- oder Anlageinstrumenten verstanden werden.

Die Erste Asset Management GmbH ist mit den vermittelnden Sparkassen und der Erste Bank verbunden.

Beachten Sie auch die „Informationen über uns und unsere Wertpapierdienstleistungen“ Ihres Bankinstituts.

Druckfehler und Irrtümer vorbehalten.



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:innen 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.