

Konjunktur: Mittelmaß

28. November 2018

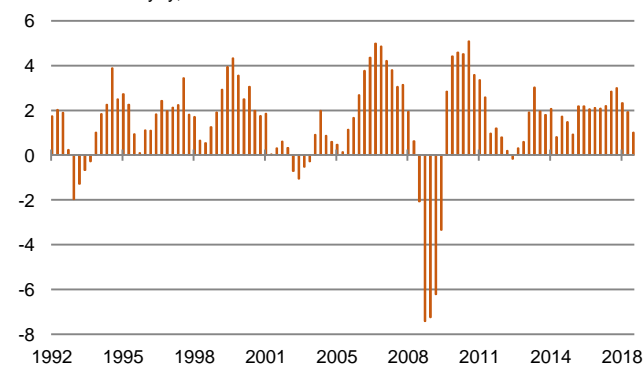
- Es gibt gute Gründe, sowohl für den Fall, dass die Konjunktur im nächsten Jahr stabil bleibt, als auch für den Fall, dass sie abstürzt.
- Wenn zwei Dinge gleich wahrscheinlich sind, ist es vernünftig, sich für die Mitte zu entscheiden. Das ist allerdings langweilig.
- Aktien bleiben unter diesen Umständen die bevorzugteste Anlageform. Die Kursentwicklung wird Anleger aber nicht vom Hocker hauen.

Die Konjunktur ist einer der wichtigsten Faktoren, die die Aktienmärkte beeinflussen. Ist sie gut, dann verdienen die Unternehmen ordentlich und die Aktienkurse gehen nach oben. Ist sie schlecht oder droht gar eine Rezession, dann gehen die Gewinne zurück und die Aktionäre müssen sich auf Rückschläge gefasst machen.

Bei einer Reihe von Kundengesprächen in der letzten Woche zeigten sich die Meinungen zu den konjunkturellen Aussichten sehr gespalten. Es gab viele, die nach wie vor auf eine stabile Entwicklung im Jahr 2019 setzten. Die Abschwächung, die wir im Sommer in Europa beobachteten, sei nur vorübergehend. Spätestens im nächsten Jahr werde es wieder nach oben gehen. Es gab aber auch andere, die skeptischer waren. Der Zyklus dauere jetzt schon so lange, dass ein Ende fällig sei (siehe Grafik). Es könnte daher im kommenden Jahr zu einer deutlichen Abschwächung, vielleicht sogar einer Rezession in Europa und Japan kommen.

ENDE DES ZYKLUSES

Reales BIP in % yoy, Deutschland



Quelle: Bundesbank

Wer hat recht? Das Vertrackte ist, dass beide Meinungen gleich gute Gründe anführen können. Die Optimisten verweisen darauf, dass es bisher keine größeren Ungleichgewichte im Aufschwung gebe. Die Nachfrage sei trotz aller Risiken stabil. Das gilt selbstverständlich für die USA, wo die Steuersenkung die Wirtschaft stark gestützt hat. In Europa ist es schwieriger. Aber auch hier wird die Finanzpolitik nach den Jahren der Austerität expansiver. Die Italiener wollen das Staatsdefizit nicht reduzieren, sondern eher ausweiten. In Frankreich gibt es – wenn auch nicht so krass –

ähnliche Tendenzen. In Deutschland treten im nächsten Jahr Ausgabensteigerungen und Abgabensenkungen in Höhe von etwa EUR 19 Mrd. in Kraft.

Die Nachfrage in der Autoindustrie wird sich nach dem Einbruch im Herbst wieder erholen.

»Es ist Mittelmaß,
in dem wir uns bei der
Konjunktur bewegen.«

Hinzu kommt, dass die Zinsen niedrig und die Liquidität reichlich bleiben wird, selbst wenn die EZB wie angekündigt die Wertpapierkäufe zum Jahresende auslaufen lässt. Auch in den USA wird die Fed bei ihren Zinserhöhungen nicht riskieren, dass die Konjunktur darunter leidet.

Die Pessimisten verweisen dagegen auf die vielfachen politischen Risiken, die die wirtschaftliche Aktivität beeinträchtigen. Der Brexit lässt die Nachfrage aus Großbritannien weiter einbrechen. Die neuen Sanktionen der Vereinigten Staaten gegen den Iran treffen einen Markt, der nicht nur für die Deutschen immer wichtig war. Die bisherigen Handelsrestriktionen der Amerikaner haben Europa und Japan bisher zwar noch nicht stärker belastet. Wenn Trump aber Zölle auf deutsche Autos erheben sollte, wird es schwierig. In China hat sich das Wachstum bereits abgeschwächt.

Es gibt daneben auch interne Risiken. Die lange Phase einer stabilen Aufwärtsentwicklung mit Nullzinsen hat dazu geführt, dass die Risikoneigung größer geworden ist. Unternehmen und private Haushalte tätigen Investitionen oder Ausgaben, die sie früher für zu riskant gehalten hatten. Immer mehr Leute denken: In der Vergangenheit ist alles gut gegangen, warum soll es nicht auch in Zukunft so weiter gehen? In den Handelsräumen der Banken sitzen zunehmend Trader, die die große Finanzkrise nicht mehr erlebt haben. Das ist gefährlich.

Das Handelsblatt hat letzte Woche berichtet, dass in den Bilanzen deutscher DAX-Unternehmen fast EUR 300 Mrd. Goodwill enthalten sind, die durch verteuerte Unternehmensübernahmen entstanden sind. Daraus können schnell Abschreibungen und Verluste werden. Wie viele Immobilien

Konjunktur: Mittelmaß

28. November 2018

sind in den letzten Jahren zu überhöhten Preisen erworben worden? Wie viele Investitionen sind nur wegen der niedrigen Zinsen rentabel? Banken haben in den letzten Jahren ihre Kreditstandards vielfach reduziert. Wenn sich die Konjunktur nur leicht verschlechtert oder die Zinsen nur wenig steigen, können in ihren Bilanzen erhebliche Non-Performing Loans entstehen.

Gleichzeitig sind in der Phase stabilen Wachstums notwendige Anpassungen in der Produkt- und Produktionsstruktur unterlassen worden. Siehe die deutsche Autoindustrie, die bei der Elektromobilität und der Batterietechnik zurückgefallen ist. Ähnlich die deutschen Banken. All das kann sich bei schwächerer gesamtwirtschaftlicher Entwicklung rächen.

Wer hat nun mit seiner Konjunktüreinschätzung recht, die Optimisten oder die Pessimisten? Hier gibt es kein Richtig oder Falsch. Beides kann eintreten, beides ist gleich wahrscheinlich. Risiko-Manager entscheiden sich in solchen Fällen für die Mitte. Das ist zwar langweilig, gibt am Ende aber die vernünftigsten Ergebnisse. Es wird im nächsten Jahr also schlechter gehen als in diesem Jahr, aber keinen Absturz mit einer möglichen Rezession geben. Es ist Mittelmaß, in dem wir uns bei der Konjunktur bewegen. Die guten Fundamentalfaktoren sprechen dagegen, dass die Risiken

schlagend werden. Umgekehrt sorgen die Risiken dafür, dass die wirtschaftliche Aktivität nicht zu gut wird.

Ich rechne für Deutschland mit einem realen BIP-Wachstum von 1,5 % für 2019, für den Euroraum mit etwas mehr, für Japan mit weniger (1 %). In den USA wird es wegen der Nachwirkungen der Steuersenkung besser gehen (2,5 %). China wird voraussichtlich mit 6,5 % expandieren. Solche Raten hauen niemand vom Hocker, sind aber auch kein Grund zur Panik.

Für den Anleger

Unter diesen Umständen bleiben Aktien für den Langfrist-Investor die bevorzugte Anlageform. Sie werden keine großen Kursgewinne bringen, haben aber eine nach wie vor attraktive Dividendenrendite. Ziehen Sie sich wegen der Risiken aber wärmer an. Reduzieren Sie vor allem die Aktienquote (wenn Sie das noch nicht getan haben). Bleiben Sie in jedem Fall wachsam, wenn sich die Bedingungen verschlechtern. Ein Absturz kündigt sich nicht langsam an, sondern kommt – wenn er denn kommt – eher plötzlich wie aus dem Nichts.

Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: martin.huefner@assenagon.com. Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf www.assenagon.com.

Assenagon Asset Management S.A., Zweigniederlassung München, Prannerstraße 8, 80333 München, Deutschland

Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und beinhaltet keine vertraglichen oder sonstigen Verpflichtungen. Es ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds zu verstehen. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden. Dennoch können die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassung sowie die Assenagon Schweiz GmbH und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon Gruppe" genannt) trotz sorgfältiger Zusammenstellung der Informationen u. a. keine Gewähr oder Garantie für deren Richtigkeit, Vollständigkeit, Genauigkeit, Aktualität oder Verfügbarkeit übernehmen. Diese Informationen stellen rechtlich eine Werbemitteilung dar, die nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen genügen und unterliegen nicht einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Alle Meinungsäußerungen geben nur die Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Assenagon Gruppe entspricht. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich abhängig von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen. Die Informationen in dieser Darstellung wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen unter Umständen gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- oder Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über derartige Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen jeweils (1) Informationen, deren Bereitstellung aufgrund einer Vertriebszulassung des jeweiligen Produkts erlaubt ist und (2) Personen, die unter Ausnahmeregelungen nach der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (die "Verordnung") fallen, wobei zu den relevanten Ausnahmeregelungen der Verordnung Artikel 49 der Verordnung (hochvermögende Unternehmen – High Net Worth Companies) zählt). Die Informationen in diesem Dokument sind weiterhin nicht für Gebietsansässige der Vereinigten Staaten oder andere Personen bestimmt, die als "US-Personen" im Sinne von Rule 902 in Regulation S des U.S. Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieses Dokuments oder sonstiger Informationen, die den Anlegern ausgehändigt oder zur Verfügung gestellt wurden, bestätigt. Jede gegenteilige Äußerung stellt einen Straftatbestand dar. Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage der einschlägigen Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt und Wesentliche Anlegerinformationen, welche in deutscher Sprache am Sitz der Assenagon Asset Management S.A. oder unter www.assenagon.com erhältlich sind) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung. Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Informationsversorgung und Informationsbereitstellung und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Wert und Rendite der dargestellten Fondsprodukte, Wertpapiere und Finanzdienstleistungen können fallen und steigen und Anleger erhalten unter Umständen nicht den gesamten investierten Betrag zurück. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Die Berechnung der Wertentwicklung von Fondsprodukten erfolgt nach der BVI-Methode. Simulationen erfolgen auf Basis historischer Renditen, Ausgabeaufschläge und individuelle Kosten wie Gebühren, Provisionen und andere Entgelte sind in dieser Darstellung nicht berücksichtigt und würden sich bei Berücksichtigung negativ auf die Wertentwicklung auswirken. Die Assenagon Gruppe kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon Gruppe weder kopiert noch weitergegeben, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden. Dieses Dokument ist nur für den Gebrauch der Personen bestimmt, an welche es gerichtet ist und darf nicht von anderen Personen verwendet werden. Die steuerlichen Hinweise in dieser Darstellung sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen oder zu ersetzen und erheben nicht den Anspruch, alle etwa relevanten steuerlichen Aspekte zu behandeln, die im Zusammenhang mit dem Erwerb, dem Halten oder der Veräußerung von Fondsanteilen gegebenenfalls bedeutsam sein können. Die Ausführungen sind weder erschöpfend noch berücksichtigen sie etwaige individuelle Umstände bestimmter Anleger oder Anlegergruppen. Sie können eine einzelfallbezogene Beratung durch einen Steuerberater nicht ersetzen. Sofern Teile oder einzelne Formulierungen dieses Haftungsausschlusses der geltenden Rechtslage nicht, nicht mehr oder nicht vollständig entsprechen, bleiben die übrigen Teile in ihrem Inhalt und ihrer Gültigkeit unberührt. Informationen in E-Mails sind vertraulich und ausschließlich für den Adressaten bestimmt. Jeglicher Zugriff auf E-Mails durch andere Personen als den Adressaten ist untersagt. Sollten Sie nicht der für die jeweilige E-Mail bestimmte Adressat sein, informieren Sie bitte unverzüglich den Absender und löschen die E-Mail aus Ihrem System. Jede Veröffentlichung, Vervielfältigung oder Weitergabe wie auch das Ergreifen oder Unterlassen von Maßnahmen im Vertrauen auf erlangte Information ist untersagt. Es kann nicht garantiert werden, dass E-Mail-Übertragungen sicher und frei von Fehlern erfolgen, da E-Mails abgefangen und verfälscht werden oder Viren enthalten bzw. zu spät oder unvollständig ankommen können.