



Ökonomische Rahmenbedingungen – 4. Quartal 2019

Eine leichte Entspannung der geopolitischen Konflikte beruhigte die Börsen

Infolge einer Verschlechterung der Handelsbeziehungen zwischen den USA und China fielen die globalen Aktienmärkte im August um ca. 6-8%. Der VIX-Index – ein Indikator für das Schwankungsrisiko – stieg auf Niveaus, die zuletzt Ende 2018 zu beobachten waren. Auch am Rentenmarkt gingen die Anleiherenditen wieder deutlich zurück und verstärkten die Sorgen vor einer globalen Rezession. Schließlich zeichnete sich dann nach dem G7-Gipfel wieder eine leichte Entspannung der geopolitischen Konflikte ab und löste eine Erholung an den Börsen aus: Seien es vermeintliche Telefonanrufe von China in die USA, die Wiederaufnahme von bilateralen Handelsgesprächen im Oktober zwischen den beiden Ländern, ein potentiell Treffen zwischen Trump und dem iranischen Führer oder die Annäherung der G7-Staaten mit Putin. Darüber hinaus konnte in Italien eine neue Regierung gebildet werden, unter der Führung des amtierenden Ministerpräsidenten Giuseppe Conte. Die Mitglieder der 5-Sterne-Bewegung stimmten mit großer Mehrheit für ein Bündnis mit ihrem einstigen Erzrivalen, der sozialdemokratischen PD. Damit sind Neuwahlen und eine erneute politische Unsicherheit in Italien erst einmal vom Tisch.

Bei den Brexit-Verhandlungen wurde allerdings noch kein entscheidender Fortschritt erzielt. Premierminister Boris Johnson musste eine weitere Niederlage einstecken: Nachdem gegen seinen Willen ein Gesetz in Kraft getreten ist, das einen Brexit ohne Abkommen verhindern soll, scheiterte Johnson auch mit seinem erneuten Antrag auf vorgezogene Neuwahlen. Außerdem stimmten Abgeordnete der Opposition und Rebellen aus seiner konservativen Partei für einen Gesetzentwurf, der eine dreimonatige Verschiebung des

Highlights

- Solange die US-Konsumdaten stark bleiben, gehen wir nicht von einer breiten globalen Rezession aus.
- Die Handelsgespräche werden die Marktbewegungen weiter dominieren.
- **Highlights im 4. Quartal 2019:** Zinsentscheidungen, Handelspolitik, Brexit-Entscheidung/Verschiebung in Großbritannien.

Aktien	31.12.2018	30.09.2019	in %
DAX	10558,96	12428,08	17,7%
Euro Stoxx	3001,42	3569,45	18,9%
MSCI Welt in EUR	1645,04	1999,47	21,5%
Anleihen (Zinsen)			in Bp
Bundesanleihen (10J)	0,24%	-0,57%	-81
US-Treasuries (10J)	2,68%	1,66%	-102
Wechselkurse			in %
EUR/USD	1,15	1,09	-5,0%
EUR/CHF	1,13	1,09	-3,4%

Brexit-Termins bis zum 31. Januar 2020 vorzuziehen, sollte vorher kein Vertrag zustande kommen. Die Europäische Union wird jedoch einer erneuten Verschiebung nicht ohne weiteres zustimmen. Johnson bekräftigte immer wieder, dass er aber auch darauf vorbereitet sei, Großbritannien ohne eine Vereinbarung aus der EU zu führen und lehnte einen Rücktritt ab.

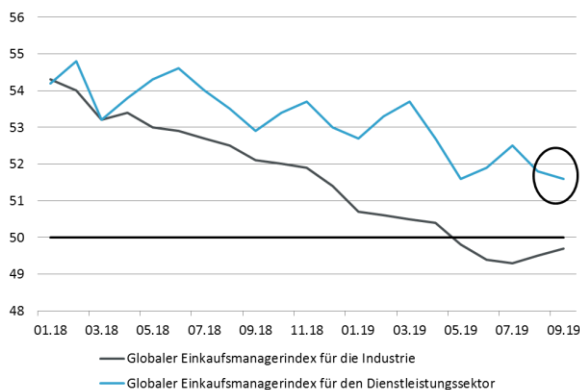
Aufgrund der geopolitischen Unsicherheiten und den negativen Folgen für die Konjunktur senkte die US-Notenbank Fed, wie erwartet, im September zum zweiten Mal in diesem Jahr den Leitzins um 25 Basispunkte. Auch die EZB reagierte auf das schwächere Wirtschaftswachstum und die niedrige Inflation mit einer Zinssenkung um 10 Basispunkte auf nun -0,5% und kündigte zudem ein zweites Anleihekaufprogramm an (QE2).



Kann die US-Notenbank die Konjunktur (und Trump) stützen?

Ende August sind die Zinsen von 10-jährigen US-Staatsanleihen erstmals seit der Finanzkrise von 2007 unter die Zinsen der 2-jährigen Anleihen gesunken. Zwar gilt diese inverse Zinskurve als relativ verlässlicher Indikator, um eine drohende Rezession vorherzusagen, jedoch ist sie kein genaues Verkaufssignal für die Aktienmärkte. Die Wertsteigerungen von großen US-Aktien lagen im Durchschnitt im Jahr nach der Inversion bei ca. 8% und nach zwei Jahren bei rund 15%. Bei den acht Inversionen der Zinskurve seit 1965 lag die Wertentwicklung von US-Aktien in den jeweils darauffolgenden drei Jahren nur in einem Fall im negativen Bereich.

Der Dienstleistungssektor behauptet sich noch gut



Quelle: Bloomberg, FG&W

Die zunehmende Besorgnis über die Verfassung der globalen Wirtschaft durch den Protektionismus wurde durch schwache Daten der US-Einkaufsmanager, sowie durch einen Rückgang der deutschen Konjunktur im 2. Quartal bestätigt. Zwar befindet sich der globale Industriesektor in einer Schrumpfungsphase, jedoch ist noch nicht klar, ob sich daraus auch eine breite globale Rezession entwickelt. Die Industrie macht einen relativ kleinen und zyklischen Teil der Weltwirtschaft aus. Es stellt sich nun die Frage, ob die Schwäche auf den Konsum übergreifen wird und damit eine Rezession auslösen kann. Die

neuesten Daten zu den Einzelhandelsumsätzen in den USA deuten jedoch darauf hin, dass der Konsum nach wie vor in guter Verfassung ist und durch die niedrige Arbeitslosenquote gestützt wird. Auch auf globaler Ebene ist die Stimmung im Dienstleistungssektor nach wie vor gut (vgl. Chart: Der Dienstleistungssektor behauptet sich noch gut).

Darüber hinaus erhofft sich Präsident Trump Schützenhilfe von der amerikanischen Zentralbank. Obwohl die US-Notenbank Fed bereits im Juli „vorsorglich“ die erste Zinssenkung seit 2008 beschloss, um potentiellen wirtschaftlichen Schaden aus dem Handelskonflikt abzufedern, forderte Donald Trump schnellere und umfangreichere Zinssenkungen. Unserer Meinung nach hat er den Druck auf die Fed erheblich vergrößert, da er nur einen Tag nach der Zinsentscheidung im Juli die Einführung weiterer Strafzölle auf chinesische Produkte verkündete. Es scheint kein Zufall zu sein, dass diese beiden Ereignisse so nah beieinander lagen. Trump möchte, dass die Fed die Zinsen noch viel weiter senkt. Wenn der Fed-Vorsitzende Powell also sagt, dass weitere Zinssenkungen denkbar sind, sobald sich der Handelskrieg mit China verschärft, dann hat der US-Präsident nur einen Tag später dafür gesorgt, dass genau dies passiert. Zwar hat die Fed im September den Leitzins ein zweites Mal gesenkt, jedoch hat sie die weitere geldpolitische Entwicklung offen gelassen - zum Leidwesen von Trump. Die Wirksamkeit niedrigerer Zinssätze in einer Zeit, in der politische Unsicherheiten für den Konjunkturabschwung hauptsächlich verantwortlich sind, ist innerhalb der Notenbank umstritten. Jerome Powell hat bei der letzten Pressekonferenz daran erinnert, dass die Geldpolitik nur mit „langer und variabler zeitlicher Verzögerung“ Wirkung zeigt. Unseres Erachtens versucht Donald Trump alle Möglichkeiten auszuschöpfen, um den konjunkturellen Schaden möglichst klein zu halten, falls sich der Handelskrieg über einen viel längeren Zeitraum hinzieht und vor den Präsidentschaftswahlen im nächsten Jahr keine Lösung erzielt wird. Viele Maßnahmen, die Trump seit seinem Amtsantritt umgesetzt



hat, dienen bereits der Vorbereitung einer harten Auseinandersetzung mit China: Repatriierung der Auslandsgewinne von US-Unternehmen, massive Steuersenkungen, Verlagerung von Industrieaktivitäten nach Amerika und nun Infrastrukturmaßnahmen. Diese Schritte sollen die US-Wirtschaft bestmöglich auf den Konflikt mit China und die konjunkturellen Folgen vorbereiten.

Solange allerdings die US-Konsumdaten stark bleiben, glauben wir nicht, dass ein Abschwung in der Industrie ausreichen wird, um eine breite globale Rezession auszulösen. Wenn die Fed mit ihren Zinssenkungen eine „positive Neigung“ der Zinskurve erreicht, könnte sich diese kurze Inversion als verfrühtes Rezessionssignal erweisen.

Auch die übrigen globalen Zentralbanken sind entschlossen zu handeln, um Rezessionsrisiken abzumildern. Die EZB hat den Zins weiter gesenkt und ein neues Anleihekaufprogramm (QE2) angekündigt. Der Rückgang der Inflationserwartungen lässt einen größeren Spielraum zu. Die chinesischen Behörden und die Notenbank haben nach unserer Einschätzung ebenfalls genügend „Munition“ zur Verfügung, um das Wachstum zu stützen. Sie könnten sowohl fiskal- als auch geldpolitische Maßnahmen erhöhen und eine allmähliche Abwertung des Yuan zulassen.

Wer hat den längeren Atem im Handelskonflikt zwischen China und den USA?

In den letzten Wochen gab es im Handelskonflikt eine Reihe von Ankündigungen, Gegenmaßnahmen, Provokationen und Rückziehen. Anfang August beschloss Trump die restlichen chinesischen Güter in Höhe von 200 Milliarden US-Dollar mit einem Zoll von 10% zu belegen.

Die nächsten Schritte im Handelskrieg zu prognostizieren ist zunehmend schwieriger geworden. Trump hat den Druck auf seinen Verhandlungspartner immer wieder erhöht. Es ist durchaus auch denkbar, dass die Zollsätze durch die USA noch angehoben werden bzw. neue Maßnahmen hinzukommen.

Allerdings gehen wir davon aus, dass er spätestens zum Wahlkampf einen Deal mit China präsentieren möchte, um die Chancen seiner Wiederwahl zu erhöhen. Gerade Wechselwähler könnten sich von Trump abwenden, wenn sie merken, dass Konsumartikel durch die Zölle deutlich teurer werden. Insbesondere trifft die letzte Zollerhöhungsrunde die für die amerikanische Gesellschaft wichtige Unterhaltungselektronik. Die teilweise Verschiebung dieser Zölle durch die US-Regierung zeigt aber die Besorgnis vor einem schwachen Weihnachtsgeschäft für die US-Unternehmen im 4. Quartal. Auf der anderen Seite hat Trump gleichzeitig eine sehr loyale Anhängerschaft, für die steigende Preise zwar bedauerlich sind, aber als Opfer im „Kampf“ um die Vorherrschaft mit den Chinesen in der Weltwirtschaft gesehen werden. Schaut man auf die Handelsbilanz, könnte man meinen, dass die USA den längeren Atem hat, da der wirtschaftliche Schaden in China durch den Handelskonflikt viel größer ist. Wir sehen heute schon, dass sich ein Teil der Produktion von China in andere Länder verlagert, wie z.B. Vietnam. Diese Handelsumlenkungen können das chinesische Wirtschaftsmodell dauerhaft beschädigen. Sollten jedoch die Zölle weiter angehoben werden, steigt auch die Gefahr für die US-Konjunktur und einer Rezession. Analysten schätzen, dass sich bei einer Zollerhöhung von 25% auf alle chinesischen Waren die Gewinne für US-Unternehmen um weitere 2-4% verringern können. Das würde die Chancen auf seine Wiederwahl deutlich reduzieren.

Allerdings muss China keine Wahlzyklen beachten und könnte die Zeit einfach „aussitzen“, um auf eine Wahlniederlage von Trump zu spekulieren. Aber die chinesische Führung weiß auch, dass ihre Stabilität erheblich von der Wirtschaft abhängt und konjunkturelle Risiken den Machtanspruch bedrohen können. Dieses fragile Gleichgewicht in China und die US-Wahlen sprechen unserer Meinung nach für eine Einigung im Handelsstreit. Ein Deal wird wahrscheinlich in der Substanz nicht „großartig“ sein, aber beide Parteien würden dies als Erfolg präsentieren.



Die politischen Börsen können noch eine Zeit lang bestehen bleiben

Das Risiko eines Teufelskreises aus Vergeltungsmaßnahmen im Handelskonflikt ist immer noch hoch, der das Wachstum der Weltwirtschaft und die Aktienmärkte negativ beeinflussen kann. Die Handelsgespräche, aber auch der Brexit, werden auf kurze Sicht die Marktbewegungen an den Kapitalmärkten dominieren und Anleger sollten sich auf eine höhere Schwankung einstellen. Deshalb werden wir eine Reihe von Faktoren im Auge behalten:

Erstens: Trumps Twitter-Account wird jeden weiteren geplanten Schritt des Präsidenten medienwirksam inszenieren. Der US-Präsident hat oft gezeigt, dass er zu schnellen Kehrtwendungen in der Lage ist. Allerdings legt die US-Regierung im Hinblick auf die wirtschaftlichen Auswirkungen der Zölle eine gewisse Sensibilität an den Tag, da bisher die angedrohten Zollerhöhungen nur dann umgesetzt wurden, wenn der Aktienmarkt höher notierte als vor der Ankündigung der Zölle.

Zweitens: China reagierte bisher auf die Verschärfungen der USA ohne Eskalation des Konflikts. Allerdings dürfte China jederzeit bereit sein, weitere Zollerhöhungsrunden auch zu vergelten. Dabei hat China möglicherweise noch einen „Trumpf auf der Hand“: Zeit. Zur nächsten Präsidentschaftswahl in den USA ist es nur noch ein gutes Jahr. Im Gegensatz dazu muss die kommunistische Führung in China keine Rücksicht auf Wahlen nehmen.

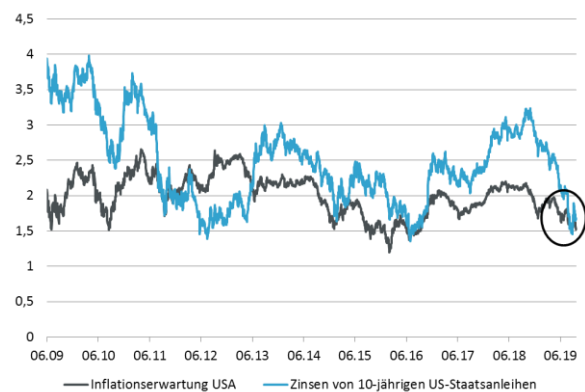
Drittens: Wenn sich die Handelsspannungen weiter zuspitzen, dürften weitere geldpolitische Impulse der Fed folgen. Die Kommunikationen der wichtigsten Notenbanken in den letzten Monaten haben auch gezeigt, dass die Bereitschaft zum schnellen Handeln auf allen Seiten vorhanden ist.

Viertens: Wir werden darauf achten, ob die Schwäche in der Industrie auf den Dienstleistungssektor und die Konsumausgaben übergreift. Wir rechnen zwar mit einem vorübergehenden Wachstum unter dem Trend, halten eine US-Rezession im nächsten Jahr aber für

unwahrscheinlich. Die geldpolitische Lockerung der Fed und robuste Konsumausgaben können zurzeit noch den Abschwung des Industriesektors kompensieren. Darüber hinaus haben ermutigende chinesische Konjunkturdaten im Dienstleistungssektor den Optimismus verstärkt. Allerdings ist die Gefahr einer „technischen Rezession“ in Europa und vor allem in Deutschland größer, da der Anteil der zyklischen Industrie viel höher ist und die Technologie-Unternehmen unterrepräsentiert sind. Zusätzlich belasten auch Sonderprobleme, wie zum Beispiel im Automobilbereich, die europäische Konjunktur.

Fünftens: Bei der Beurteilung der Gewinnentwicklung der Unternehmen müssen die fiskal- und geldpolitischen Impulse berücksichtigt werden. Darüber hinaus spricht für den Aktienmarkt, dass die Geldmarkt- und Staatsanleihenrenditen auf absehbare Zeit unterhalb der Inflationsrate bleiben (vgl. Chart: Zinsen von US-Staatsanleihen sind unter Inflationsrate). Die Differenz zwischen der Gewinnrendite globaler Aktien und den Realrenditen von Staatsanleihen ist so hoch wie zuletzt 2016 (USA) und 2013 (Deutschland).

Zinsen von US-Staatsanleihen sind unter Inflationsrate



Quelle: Bloomberg, FG&W



Impressum

Herausgeber:

Franzen Gerber & Westphalen
Asset Management GmbH

Minnholzweg 2b
61476 Kronberg im Taunus

Telefon: 06173 800-400

Fax: 06173 800-444

Email: info@fgw-asset.de

www.fgw-asset.de

Geschäftsführende Gesellschafter:

Walter Franzen
Matthias Gerber
Matthias Graf von Westphalen
Jörg Franzen

Registergericht:

Amtsgericht Königstein i. Ts., HRB 5003
Sitz der GmbH: Kronberg i. Ts.

Zuständige Aufsichtsbehörde:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht Nr.:
VII 1 (116394)

Redaktionsschluss: 02. Oktober 2019

Haftungsausschluss:

Die in diesem Dokument zum Ausdruck gebrachten Informationen, Meinungen und Analysen geben die Einschätzung der Franzen Gerber & Westphalen Asset Management (im Folgenden: FG&W) zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wider und können sich, auch im Hinblick auf die gegenwärtige Rechts- und Steuerlage, jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Zu einer Mitteilung von künftigen Änderungen ist FG&W nicht verpflichtet. Die Angaben wurden mit Sorgfalt zusammengestellt und können sich auch auf externe Datenquellen beziehen, die bei Drucklegung von FG&W als zuverlässig angesehen wurden, jedoch keiner neutralen Prüfung unterzogen wurden. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben kann FG&W jedoch keine Gewähr übernehmen. FG&W übernimmt keine Haftung für etwaige Schäden oder Verluste, die direkt oder indirekt aus der Verteilung oder Verwendung dieser Publikation oder ihrer Inhalte entstehen. Soweit die in dieser Publikation enthaltenen Informationen Prognosen, Meinungsäußerungen oder Beurteilungen zur Marktsituation, zu Branchen, einzelnen Unternehmen oder Wertpapieren enthalten, ist eine individuelle Anlageempfehlung damit nicht verbunden. Insbesondere ersetzt diese Publikation weder die Anlageberatung noch die individuelle, qualifizierte Steuerberatung. Mit dieser Publikation wird kein Angebot zum Kauf, Verkauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet. Generell gilt: Eine in dieser Publikation angegebene Wertentwicklung, die sich auf einzelne Finanzinstrumente bzw. Indizes der Vergangenheit beziehen, ist weder ein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung noch stellt sie eine Garantie für die Zukunft dar. Dieses Dokument wurde von FG&W erstellt und dient ausschließlich der Information. Nachdrucke sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der schriftlichen vorherigen Zustimmung durch die Franzen Gerber & Westphalen Asset Management GmbH.