

Die jüngste Inversion der Renditekurve: Fünf Fragen für globale Aktienanleger

Montag, 09/09/2019

Wichtige Erkenntnisse

- Nach Ansicht von Volkswirtschaftlern signalisiert eine Inversion der Renditekurve eine Rezession. Dafür sprechen die historischen Daten. Es gibt allerdings auch Ausnahmen, beispielsweise das Jahr 1998.
- Das Jahr 2019 sieht so aus, als sei es mit 1998 vergleichbar, und die im Jahr 1998 von der US-Notenbank (Fed) ergriffenen Massnahmen führten zu einer mehrjährigen Aktienrally. Allerdings waren die Zentralbanken damals im Vergleich zu 2019 viel schlagkräftiger.
- Es ist unmöglich, sich eine feste Meinung über die Richtung der Märkte zu bilden, besonders angesichts der protektionistischen Twitter-Nachrichten von Trump, bei denen niemand weiss, wann sie kommen und in welche Richtung sie gehen.
- Die derzeitigen Wirtschaftsbedingungen mit äusserst niedrigen Zinssätzen, Marktvolatilität und anderen spätzyklischen Symptomen schaffen jedoch ein günstiges Umfeld für Dividendenaktien.
- An herkömmlichen Bewertungskennzahlen wie dem Kurs-Gewinn-Verhältnis gemessen mögen die Aktienbewertungen hoch erscheinen. Beim Vergleich anhand von Cashflow-Kennzahlen wie der Rendite des freien Cashflows und der Dividendenrendite machen sie aber im Gegensatz zu den mit Anleihen erzielbaren Renditen noch einen sehr attraktiven Eindruck.



Shoaib Zafar
Analyst

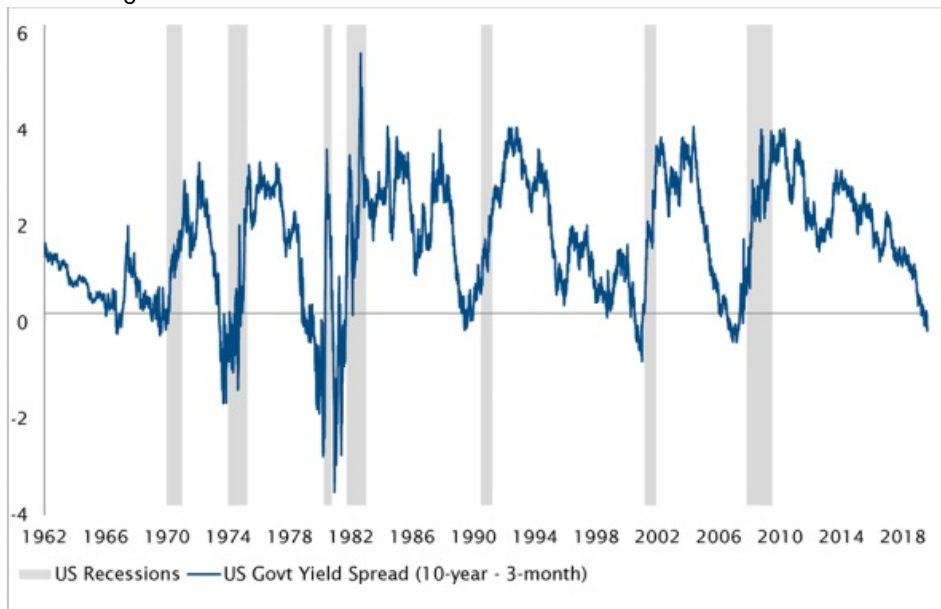
„Die derzeitigen Wirtschaftsbedingungen mit äusserst niedrigen Zinssätzen, Marktvolatilität und anderen spätzyklischen Symptomen schaffen ein günstiges Umfeld für Dividendenaktien“

— Shoaib Zafar
Analyst

1. Was gibt es über die Inversion der US-Renditekurve zu sagen?

Die US-Renditekurve wird von Volkswirtschaftlern genau beobachtet, um den Zustand der Gesamtwirtschaft zu beurteilen. Eine Inversion der Renditekurve (das heisst, die kurzfristigen Renditen sind höher als die langfristigen) steht in Verbindung mit einer Verlangsamung der Wirtschaft und möglicherweise einer Rezession. Im nachstehenden Diagramm sind historische Inversionen der Renditekurve und Rezessionszeiträume veranschaulicht.

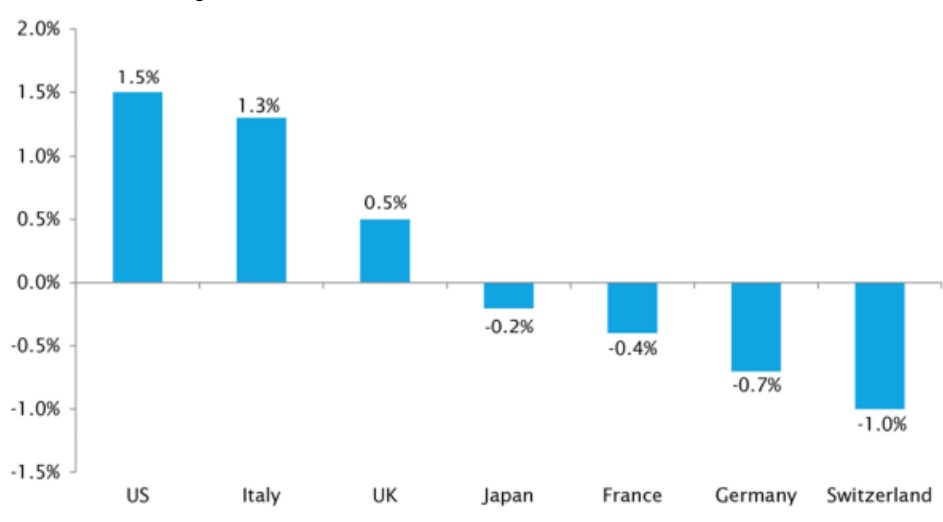
Rendite-Spread zwischen 10-jährigen und 3-monatigen US-Treasuries in der Betrachtung mit US-Rezessionen



Quelle
Bloomberg, 27. August 2019

Im August kam es zu einer Inversion der Renditekurve von US-Treasury-Anleihen. Auch in Europa verringerte sich der Spread, wobei die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen bei einigen Ländern wie der Schweiz und Deutschland bereits im negativen Bereich liegen (siehe Diagramm unten).

Renditen 10-jähriger Staatsanleihen weltweit (%)



Quelle
Bloomberg, 27. August 2019

2. Was ist bei den derzeitigen Gegebenheiten von der jüngsten Inversion zu halten?

Hilfreich könnte ein Vergleich des Jahres 2019 mit einer der zwei bisherigen Ausnahmen sein, bei denen auf die Inversion der Renditekurve nicht sofort eine Rezession folgte, und zwar mit 1998. Ende der 1990er-Jahre befand sich die Konjunktur in einem späten Zyklus, wie Ende der 2010er-Jahre auch, und es kamen allmählich spätzyklische Zeichen zum Vorschein. Nach der Inversion der Renditekurve fielen dabei der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe und der Ölpreis. Gleiches gilt für 2019. Ähnlichkeiten bestehen auch mit Blick auf die vor der Inversion der Renditekurve im Jahr 1998 wenig restriktive Geldpolitik der Fed, denn in eben jenem Jahr begann sie wieder, die geldpolitischen Zügel zu lockern.

Es bleibt abzuwarten, ob sich an die jüngste Inversion der Renditekurve in ähnlicher Weise eine mehrjährige Rally der Märkte anschliessen wird, wie dies 1998 nach den Massnahmen der Fed der Fall war. Doch nach mehreren Runden der quantitativen Lockerung in diesem Jahrzehnt haben die Zentralbanken 2019 möglicherweise viel weniger Schlagkraft als je zuvor.

Schwierig wird die Beurteilung der Lage dadurch, dass fraglich ist, ob die Form der Renditekurve unter den heutigen Gegebenheiten als Gradmesser für den Zustand der Wirtschaft geeignet ist. Ein Grund hierfür ist wieder die beträchtliche quantitative Lockerung, die wahrscheinlich die Funktionsweise von Volkswirtschaften verzerrt hat. Ein weiterer Grund ist der als Folge von Protektionismus vorhandene globale Pessimismus.

3. Gibt es irgendwo positive Wirtschaftssignale?

Es gibt mehrere Wirtschaftssignale, die sich relativ gut behaupten. Beispiele sind der hohe private Verbrauch und das Verbrauchervertrauen. Zu verdanken ist dies hauptsächlich der in den meisten Teilen der Welt soliden Lage auf den Arbeitsmärkten, den steigenden Löhnen und den bei einem Grossteil der Anlageklassen stetigen Anlagegewinnen.

Ein Indikator, der genau beobachtet wird, ist der Citi Economic Surprise Index. In den letzten Monaten haben die positiven Überraschungen bei den Wirtschaftsdaten zugenommen, wobei im Zeitraum von einem Jahr die globalen Daten in relativer Hinsicht stabiler waren.

Zudem ist die globale Berichtssaison der Unternehmen gerade zu Ende gegangen und insgesamt waren die Zahlen ganz ordentlich.

4. Wie sollten sich globale Aktienanleger aufstellen?

Zweifellos befinden wir uns bereits in einer späten Konjunkturphase und balancieren auf einem schmalen Grat zwischen spätzyklischen Bedingungen und hohen Anlagebewertungen, zudem sehnen sich die Anleger nach Investitionen, die Rendite generieren.

Allerdings passt der makroökonomische Hintergrund mit äusserst niedrigen globalen Renditen anscheinend perfekt zu den sehr liquiden, zahlungsmittelgenerierenden und disziplinierten Unternehmen, die Dividenden zahlen. Attraktiv sind dividendenausschüttende Unternehmen unter anderem dank ihrer relativen Defensiveneigenschaften (berechenbare Einnahmequellen und Barausschüttungen).

Ein weiteres attraktives Merkmal ist das Dividendenwachstum. Das stärkste Dividendenwachstum in den nächsten drei Jahren wird voraussichtlich aus den Sektoren Informationstechnologie, Finanzwesen und Gesundheit kommen (zusammengenommen etwa 10% kumulierte jährliche Wachstumsrate über drei Jahre). Auch Versorger und Immobilien als traditionell dividendenstarke Sektoren werden Prognosen zufolge über die nächsten drei Jahre ein ordentliches Dividendenwachstum von 4% verzeichnen.

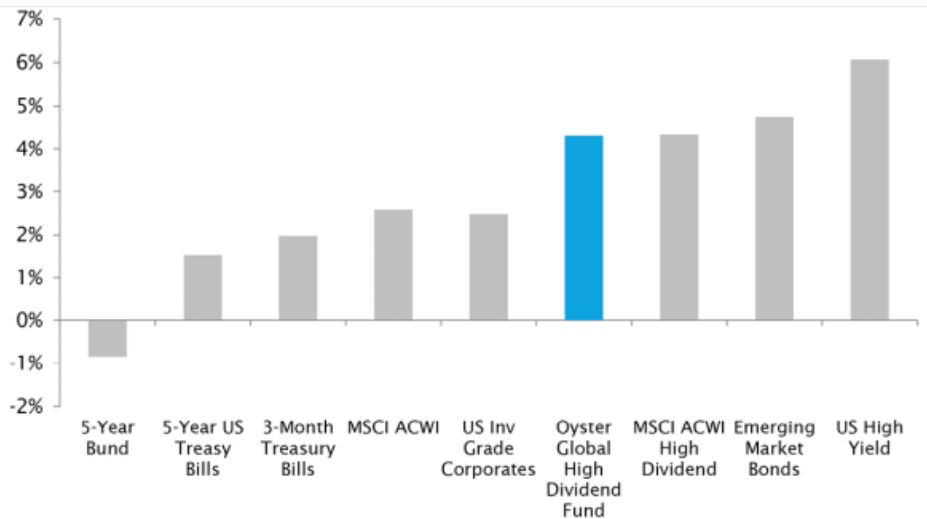
Nach Ansicht des Teams ist das derzeitige Umfeld ideal, um den Kernbestand (etwa 50% des Portfoliogewichts) weiter in dividendenausschüttenden Unternehmen äusserst hoher Qualität wie beispielsweise in Unilever, Merck und NextEra Energy zu belassen. Dabei handelt es sich um die „Ankeraktien“ für den Fonds. Sie ermöglichen sowohl nachhaltige Kapitalgewinne als auch berechenbare Dividendenerträge. Zu einem sehr grossen Teil sind diese Positionen schon seit mehr als fünf Jahren im Bestand.

Dividendenwachstum wissen wir zu schätzen, und deshalb ermöglicht es uns ein Korb mit „Beschleunigern“ (etwa 35% des Portfoliogewichts), der sich aus Nischenunternehmen wie Infosys und Mowi zusammensetzt, beim Wachstum von Dividenden mit dabei zu sein. Viele dieser Unternehmen sind noch in der Wachstumsphase und zahlen Dividenden aus dem von ihnen beständig generierten Zahlungsmittelüberschuss.

A relatively smaller exposure (c.15%) is maintained to new business models (lower cash needs, expanded margins and richer cash generation) such as Blackstone. Dies ist ein opportunistischer Korb, der es dem Fonds auch ermöglicht, sein Engagement in dem wirtschaftlich sensiblen Marktsegment aufrechtzuerhalten.

Die Dividendenrendite des Fonds beträgt derzeit 4,3% (hochgerechnet auf die nächsten 12 Monate) und ist damit im Kontext von Staatsanleihen mit negativen Renditen und einer ganzen Reihe von weiteren auf regelmässige Erträge ausgerichteten Anlageklassen mit ihren niedrigen Renditen sehr attraktiv.

Derzeitige Rendite (%) von unterschiedlichen auf regelmässige Erträge ausgerichteten Anlageklassen



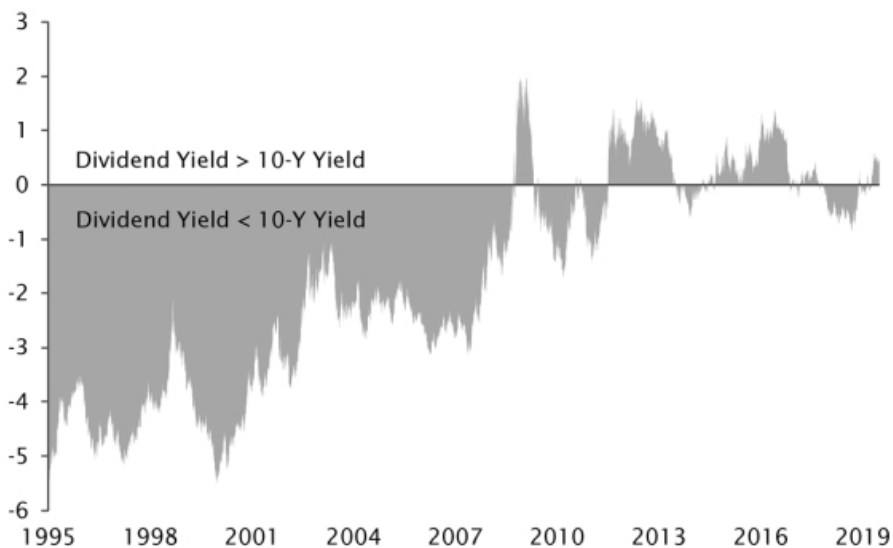
Quelle
Bloomberg, 27. August 2019

5. Sind die Bewertungen nicht vielleicht doch zu hoch?

Eine zentrale Sorge von Aktienanlegern sind die aktuellen Bewertungen, und gemessen an herkömmlichen Kennzahlen wie dem Kurs-Gewinn-Verhältnis mit gutem Grund. Doch beim Vergleich anhand von Cashflow-Kennzahlen, wie der Rendite des freien Cashflows und den auf Anleihen erzielbaren Renditen sehen Aktien viel attraktiver aus.

Der MSCI ACWI Index (neben vielen anderen globalen Aktienindizes) bringt derzeit eine höhere Rendite als 10-jährige US-Treasuries (siehe Spread-Diagramm unten). Für Aktien ist das eine aus historischer Sicht starke Unterstützung.

Spread zwischen der Dividendenrendite des MSCI ACWI und der Rendite 10-jähriger US-Treasuries (%)



Quelle
Bloomberg, 27. August 2019

Fazit

Die jüngste Inversion der Renditekurve ist in Anlegerkreisen weltweit nicht unbemerkt geblieben. Sie ist vielleicht Ausdruck dafür, dass am Markt derzeit übermässig viel Nervosität herrscht. Hauptsächlicher Treiber für diese Nervosität ist wahrscheinlich eher die durch Handelskriege verursachte Unsicherheit und nicht so sehr eine konkrete Abkühlung der Weltwirtschaft. Ohne Zweifel befinden wir uns aber an einem Punkt spät im Zyklus, wobei das Nullzinsumfeld beziehungsweise die extrem niedrigen Zinsen sowie die allgemeine Volatilität sozusagen als Nebenprodukte der aktuellen Phase entstanden sind. Solange die globalen Wirtschaftsbedingungen weiter anhalten und sich die Fundamentaldaten der Kapitalmärkte nicht eintrüben, sehen wir keine Gründe, um bei globalen Aktien aufzugeben.

Disclaimer

Dieses Werbedokument wurde von der Syz-Gruppe (hierin als «Syz» bezeichnet) erstellt. Es ist nicht zur Verteilung an oder Benutzung durch natürliche oder juristische Personen bestimmt, die Staatsbürger oder Einwohner eines Staats, Landes oder Territoriums sind, in dem die geltenden Gesetze und Bestimmungen dessen Verteilung, Veröffentlichung, Herausgabe oder Benutzung verbieten. Die Benutzer allein sind für die Prüfung verantwortlich, dass ihnen der Bezug der hierin enthaltenen Informationen gesetzlich gestattet ist. Dieses Material ist lediglich zu Informationszwecken bestimmt und darf nicht als ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments oder als ein Vertragsdokument aufgefasst werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben sind nicht dazu bestimmt, als Beratung zu Rechts-, Steuer- oder Buchhaltungsfragen zu dienen, und sie sind möglicherweise nicht für alle Anleger geeignet. Die in diesem Dokument enthaltenen Marktbewertungen, Bedingungen und Berechnungen sind lediglich Schätzungen und können ohne Ankündigung geändert werden. Die angegebenen Informationen werden als zuverlässig betrachtet, jedoch übernimmt die Syz-Gruppe keine Garantie für ihre Vollständigkeit oder Richtigkeit. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.