

# MAKROPERSPEKTIVEN

## AKTIENMARKTVOLATILITÄT UND REZESSIONSGEFAHR

*Seit dem Ende der Finanzkrise war „Secular Stagnation“, also das im historischen Vergleich unterdurchschnittliche Wachstum, eines der meistdiskutierten Themen an den Finanzmärkten.*

Eintrittswahrscheinlichkeit einmal etwas genauer unter die Lupe zu nehmen.

### REZESSIONEN SORGEN FÜR FALLENDE AKTIENKURSE

Eine alte Börsenwahrheit besagt, dass Bullenmärkte nicht an „Altersschwäche“ sterben, sondern durch Rezessionen ihr Ende finden. Allein aus der Dauer und der Stärke einer Aufwärtsbewegung lassen sich kaum verlässliche Aussagen über die zukünftige Kursentwicklung ableiten. Zwar steigt nach einem besonders dynamischen Kursanstieg die Wahrscheinlichkeit für einen größeren Rückschlag. Diesen allerdings „timen“ zu wollen, ist ein hoffnungsloses Unterfangen (vgl. [Makroperspektiven Nr.24](#)).

Rezessive Entwicklungen lassen sich dagegen frühzeitig erkennen, so dass sich Investoren entsprechend wappnen können. Eine Rezession ist nach einer Faustregel ein negatives Wirtschaftswachstum über mindestens 2 Quartale. In den USA gab es seit der Weltwirtschaftskrise 14 Rezessionen, die im Durchschnitt 5 Quartale andauerten. In solchen Phasen nimmt die Risikobereitschaft typischerweise signifikant ab und Aktien werden verkauft.



von Dr. Ernst Konrad

Trotz anfänglicher Skepsis stellte sich dieses Umfeld als geradezu ideal für die Kapitalmärkte heraus: Die Konjunktur war „weder zu heiß, noch zu kalt“, die Inflation war so niedrig, dass die Notenbanken in noch nie dagewesenem Umfang Geld schöpfen konnten, die Anleihemärkte haussierten und dank der niedrigen Zinsen schraubten sich die Bewertungen an den Aktienmärkten immer weiter nach oben. Aber wie wir leider aus leidvoller Erfahrung wissen, hält ein solcher Zustand nicht ewig an. Die größte Bedrohung geht traditionell von einer Rezession aus, so dass es sich unseres Erachtens lohnt, die möglichen Auslöser und ihre aktuelle

Der durchschnittliche Kursverlust lag zwar nur bei bescheidenen -8%. Während der Weltwirtschaftskrise (1929-32), der Ölkrise (1973-75) bzw. der Finanzkrise (2008-2009) fielen die Kursverluste mit -80%, -23% bzw. -38% allerdings deutlich stärker aus. Darüber hinaus dauerte es nach dem offiziellen Rezessionsende in diesen drei Perioden 85, 18 bzw. 15 Quartale, bis das ursprüngliche Kursniveau wieder erreicht war und damit deutlich länger als die „normalen“ Rückschläge, mit denen man als Aktionär jederzeit rechnen muss. Wenn ein Aktionär also vor etwas Angst haben sollte, dann vor einer Rezession.

### KEINE ANZEICHEN FÜR „KLASSISCHE REZESSION“....

Als „klassische Rezession“ bezeichnen wir einen Konjunkturereinbruch, der durch Phänomene in der Realwirtschaft ausgelöst wird. Hierzu gehören die übermäßige Ausweitung der Produktionskapazitäten bei sich abschwächender gesamtwirtschaftlicher Nachfrage (Wiedervereinigungsboom in Deutschland nach 1989, Technologieblase 2000/2001), ein plötzlicher Anstieg der Rohstoffpreise (Ölkrise 1973/75) oder auch ein Inflationsschock mit massiven Zinsanhebungen durch die Zentralbanken (1980).

Die anfänglich dynamische Konjunkturerholung nach dem Ende der Finanzkrise verlangsamte sich seit 2010 spürbar und nahm erst in den letzten 12 Monaten wieder Fahrt auf. Rückblickend überrascht diese Entwicklung nicht, weshalb wir auch seit Jahren an dem Szenario der „Secular Stagnation“ festhalten. Neben der restriktiven Fiskalpolitik (gerade in der Eurozone) waren die zu hohen Realzinsen für diese Entwicklung verantwortlich. Zwar versuchten die Notenbanken, die lang-

und kurzfristigen Nominalzinsen zu senken. Der Rückgang der Preissteigerungsraten (nicht zuletzt wegen des Ölpreisverfalls 2014/15 um über 60%) und die einsetzende Deflationsfurcht konterkarierten allerdings diese Bemühungen.

Vielfach wird ja über die „Secular Stagnation“ und die schleppende Produktivitätsentwicklung gejammert. Dabei bleiben aber einige positive Aspekte unberücksichtigt, z.B. das Fehlen klassischer Überhitzungssymptome in der Konjunktur wie eine übermäßig hohe Auslastung der Produktionskapazitäten oder Arbeitskräftemangel.

In den USA liegt das durchschnittliche Wirtschaftswachstum seit dem Ende der Finanzkrise bei mageren 2,2%. Das ist der niedrigste Wert aller 11 Aufschwungphasen nach dem 2. Weltkrieg (vgl. **Grafik 1**). Die Kapazitätsauslastung und der Anteil der Investitionen an der Wirtschaftsleistung verharren immer noch unter dem Niveau von 2007. Lediglich im Arbeitsmarkt zeigen sich gewisse Engpässe. Allerdings fallen die Lohnerhöhungen trotz der sehr niedrigen Arbeitslosenquote von 4,4% bisher recht moderat aus (zuletzt +2,5% nach 3,5% vor der Finanzkrise).

In der Eurozone verlief (mit Ausnahme dieses Jahres) die Konjunkturerholung noch schleppender. Selbst in Deutschland sucht man vergeblich nach „Exzessen“. Ganz im Gegenteil: Allerorten wird die geringe Investitionstätigkeit der Unternehmen beklagt. Offensichtlich besteht nach wie vor kein Anlass, verstärkt in Ausrüstung zu investieren, sei es, dass noch genügend freie Produktionskapazitäten vorhanden sind oder aber mit einer baldigen Verschlechterung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage gerechnet wird. Diese Entwicklung sorgt auch für eine sehr moderate Preisentwicklung. Das in den

USA und der Eurozone ausgegebene Inflationsziel von 2% ist noch nicht nachhaltig erreicht, so dass kein plötzlicher Richtungswechsel von FED und EZB droht.

Zusammenfassend können wir feststellen, dass die typischen Anzeichen für eine klassische Rezession in den nächsten 12 bis 18 Monaten fehlen und zumindest von dieser Seite aktuell keine Bedrohung der Finanzmärkte ausgeht.

### ... ABER EIN VOLATILITÄTS-SCHOCK KÖNNTE FÜR KURSVERLUSTE SORGEN

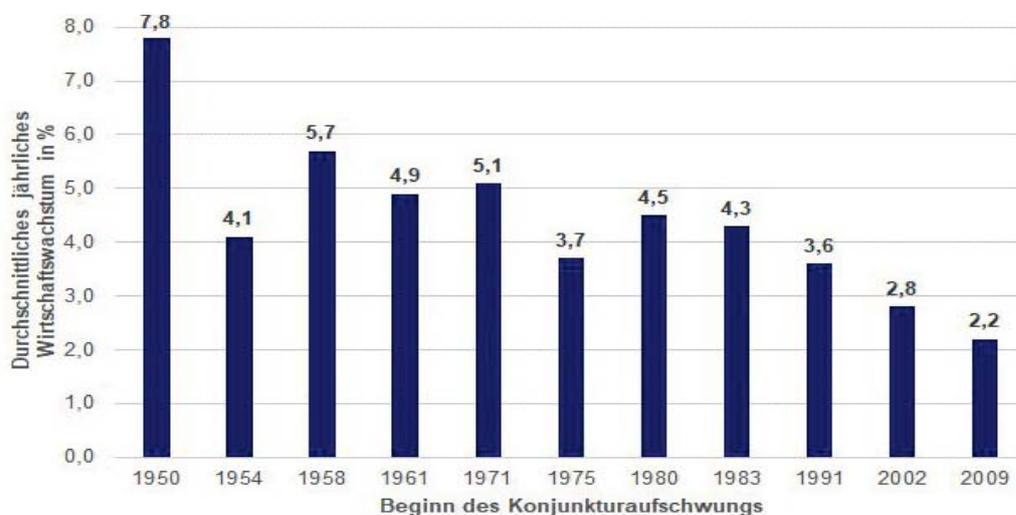
Trotzdem sollte sich der „Prudent Investor“ nicht zu sehr in Sicherheit wiegen. Denn seltener, aber auch deutlich gefährlicher, sind Rezessionen, die ihren Ursprung im Finanzsektor haben, wie z.B. die „Savings and Loans“-Krise in den USA 1990/91 oder zuletzt die Finanzkrise 2008/09. Die Verflechtungen zwischen der Realwirtschaft und den Finanzmärkten sind mittlerweile so eng, dass ein ver-

meintlich isoliertes Finanzmarktereignis wie der Anstieg der Aktienmarktvolatilität zuerst die Realwirtschaft und über Rückkoppelungsmechanismen wieder die Finanzmärkte usw. in einen Abwärtsstrudel reißt.

Was könnte einen solchen Volatilitätsschock auslösen? Neben den schwer zu prognostizierenden politischen Ereignissen (z.B. Nordkorea oder Terroranschläge) „qualifiziert“ sich besonders die ab 2018 geplante Bilanzverkürzung der FED. Dabei sind sowohl die Zielgröße (aktuell beträgt die Bilanzsumme \$4.500 Mrd.) wie auch der Zeitraum, über den die Verkürzung stattfinden soll, noch unsicher.

In ihrer letzten Sitzung gab die FED wenigstens einige Details zu ihren weiteren Plänen bekannt: Von Oktober an soll die Bilanzsumme um monatlich \$10 Mrd. schrumpfen. Ab Januar wird sich dieser Wert quartalsweise um \$10 Mrd. bis auf \$50 Mrd. im letzten Quartal 2018 erhöhen, d.h. bis Ende 2018 wird eine Bilanzsumme von gut \$4.000 Mrd. angepeilt.

Grafik 1: Secular Stagnation lässt grüßen: Wirtschaftswachstum heute im Vergleich zu den anderen 10 Aufschwungphasen seit 1945



Quelle: BEA, NBER

Die Verkürzung wird zu einem Großteil automatisch erfolgen, d.h. Fälligkeiten werden nicht durch neue Anleihen ersetzt. Unterstellt man, dass die Größenordnung von \$50 Mrd. pro Monat auch in den Folgejahren beibehalten wird und die geldpolitische Normalisierung 2021 abgeschlossen sein soll, strebt die FED bis zu diesem Zeitpunkt eine Halbierung ihrer aktuellen Bilanzsumme an.

Noch fehlen uns belastbare Erfahrungswerte, wie das die Finanzmärkte verkraften werden. Als allerdings der damalige FED-Gouverneur Bernanke 2013 ankündigte, die Anleihekäufe zurückfahren zu wollen, reagierten die Finanzmärkte mit dem sogenannten „Taper Tantrum“, d.h. einem Renditeanstieg bei 10-jährigen Staatsanleihen um 1,3% innerhalb weniger Monate. Erschwerend kommt hinzu, dass gleichzeitig auch der Zinserhöhungszyklus mit 2-3 Erhöhungen pro Jahr weitergehen wird. Im schlimmsten Falle könnte es auf den Finanzmärkten zu solchen Verwerfungen kommen, dass sich über entsprechende Rückkoppelungsmechanismen Realwirtschaft und Finanzmärkte wechselseitig nach unten ziehen.

Dieser „untypische“ Auslöser für eine Rezession erinnert an die Finanzkrise, deren Beginn sich im August zum zehnten Mal jährte. Damals gingen die Aktienmärkte nach dem Platzen der kreditfinanzierten Immobilienblase in den USA auf Tauchstation. Seither ist die Risikobereitschaft der meisten Investoren deutlich zurückgegangen. Diese Entwicklung wird angesichts neuer Höchststände in Dow Jones oder DAX gerne übersehen.

Die geringe Risikobereitschaft drückt sich aber deutlich in den niedrigen Renditen amerikanischer und deutscher Staatsanleihen und der daraus resultierenden hohen Aktienrisikoprämie (sprich der

erwarteten Mehrrendite gegenüber einer festverzinslichen Anlage) aus. Je höher die Risikoprämie ist, desto mehr Renditeaufschlag (Dividenden und Kurssteigerungen) gegenüber den „safe havens“ erwartet ein Investor, um für das zusätzliche Risiko eines Aktieninvestments kompensiert zu werden. Zwar sind die Risikoprämien nach der Finanzkrise deutlich zurückgegangen. Seit 2010 steigen sie als Folge der weltweiten Zinssenkungen allerdings für die G5-Länder mit Ausnahme der USA wieder (vgl. Grafik 2).

Offensichtlich sind nach wie vor deutlich höhere Niveaus als vor 2007 nötig, um Investoren in den Aktienmarkt zu locken bzw. investiert zu halten. Nach mehrjährigen Haussephasen wie Ende der 1990er Jahre oder 2007 lagen die Risikoprämien unter ihrem Ausgangswert und eben nicht wie heute darüber.

Die geringe Risikobereitschaft der Anleger ist spiegelbildlich zur schwachen Investitionstätigkeit in der Realwirtschaft. Diese Symmetrie ist Thema einer aktuellen Studie zweier MIT-Ökonomen. Um die Unternehmen wenigstens über günstige Finanzierungskonditionen zu mehr Investitionen zu veranlassen, haben FED und EZB die kurz- und langfristigen Zinsen massiv gesenkt. Die höhere Aktienrisikoprämie lockte viele an und trieb die Börsenkurse auf historische Höchststände.

Ein Blick in die Medien zeigt, dass diese Entwicklung aber eher zu mehr, als zu weniger Unsicherheit geführt hat (Ganz im Gegensatz übrigens zur Situation im Jahr 2000, als jeder Börsenrekord frenetisch bejubelt wurde). Die weiterhin sehr niedrigen Zinsen machen die meisten Investoren zu sogenannten „fully invested bears“, d.h. sie sind zwar pessimistisch, aber bleiben angesichts der hohen Renditeerwartungen trotzdem dem Aktienmarkt treu. Deshalb

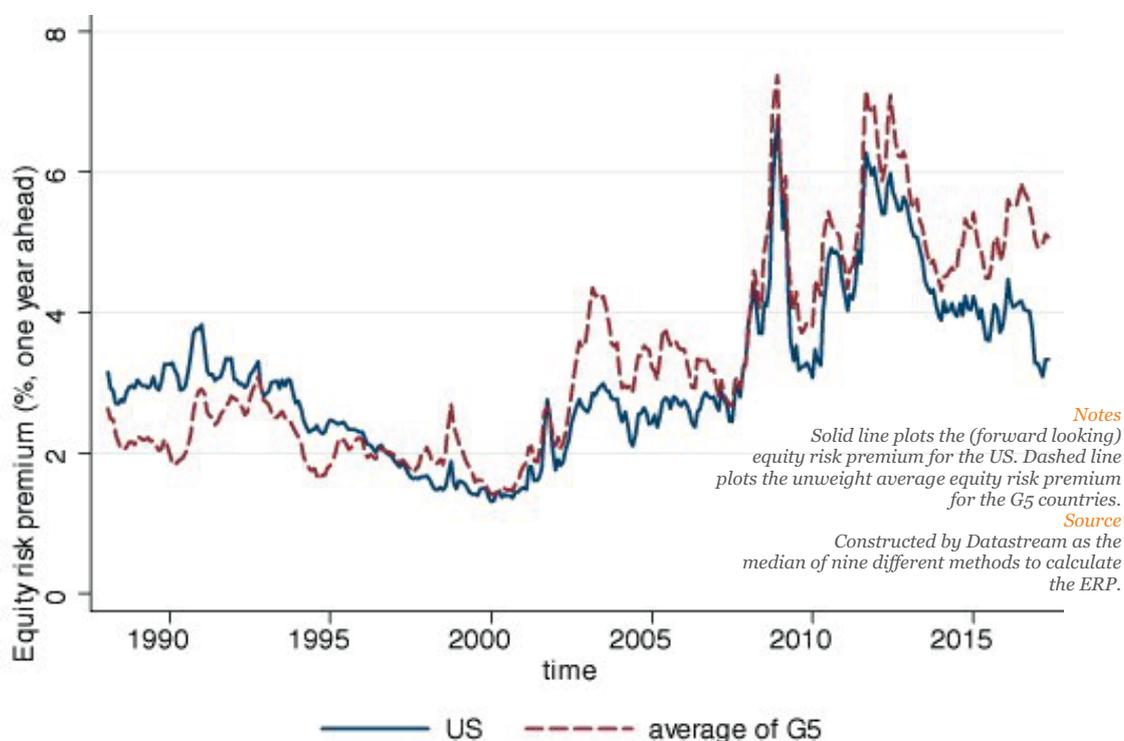
sind aktuell die Schwankungen auch so gering und die Sharpe-Ratios (Verhältnis von Renditeerwartung zu Volatilität) so hoch. Dieser Zustand wird solange anhalten, bis die Renditeerwartungen bzw. die Sharpe-Ratios plötzlich zurückgehen.

Aus der Finanzkrise wissen wir, dass ein plötzlich auftretender Finanzmarktschock innerhalb kürzester Zeit einen Einbruch der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage, sei es über den Rückgang des privaten Verbrauchs oder das Ausbleiben von Realinvestitionen im Unternehmenssektor, auslösen kann. Die Risikobereitschaft der Anleger nimmt daraufhin weiter ab: Sie verlangen jetzt nicht nur noch höhere Risikoprämien und Sharpe-Ratios für ihre Aktieninvestments, sondern schränken

auch ihre Nachfrage in der Realwirtschaft ein. Diese Entwicklung mündete in eine Abwärtsspirale, die nur die Zentralbanken aufhalten konnten.

Aktuell befindet sich die FED (die EZB wahrscheinlich erst 2019) in dem Dilemma, dass sie einerseits über die Normalisierung ihrer Politik die Renditeerwartungen an Aktien auf ein „Normalmaß“ zurechtstutzen will, aber dadurch andererseits eine Verkaufswelle auslösen könnte. Bisher hält sie die Finanzmärkte in einem (labilen) Gleichgewicht. Letztlich muss sie darauf hoffen, dass mehr Zuversicht in die Realwirtschaft weitere Zinserhöhungen und die angestrebte Bilanzverkürzung für die Finanzmärkte „leichter verdaulich“ macht.

*Grafik 2: Hohe Risikoprämien haben viele Anleger in den Aktienmarkt gelockt*



Quelle: Caballero, Ricardo J., Simsek, Alp (2017): A Risk-centric Model of Demand Recessions and Macroprudential Policy, MIT mimeo (<https://economics.mit.edu/faculty/caball/papers>)

## UNSERE WEITERE VORGEHENSWEISE

Die Normalisierung der Geldpolitik ist der größte Unsicherheitsfaktor für die Finanzmärkte. Da aber weder das Timing noch das Ausmaß momentan seriös vorherzusagen sind, machen klassische Absicherungsmaßnahmen unseres Erachtens keinen Sinn. Wir versuchen vielmehr, unsere Aktienportfolios „wetterfest“ zu machen.

Erfahrungsgemäß halten sich Aktien, die in die Rubriken „Qualität“ oder „Value“ fallen in Krisenzeiten relativ gut, während Zyklischer meist überdurchschnittlich leiden. Vor diesem Hintergrund wollen wir uns noch stärker auf Unternehmen mit stabilen Erträgen in gesicherter Marktstellung konzentrieren. Die „Innovativen Disruptoren“ tun sich dagegen in Phasen erhöhter Schwankungen meist schwerer. Sollte die Aktienmarktvolatilität tatsächlich nachhaltig ansteigen, werden wir den Anteil der zweiten Gruppe vermindern. Aktuell besteht hierfür aber noch keine Veranlassung.

Solange die meisten Investoren so vorsichtig und die Vielzahl der genannten Argumente für niedrigere Aktienkurse so zahlreich sind, halten wir uns lieber an ein „Bonmot“ von Sir John Templeton, dem Gründer der Templeton Fonds: „Bull markets are born on pessimism, grow on skepticism, mature on optimism, and die on euphoria.“

---

#### DISCLAIMER:

Dieser Artikel enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement GmbH. Diese Meinungen können sich jederzeit ändern, ohne dass dies mitgeteilt wird. Der Artikel dient der Unterhaltung und Belehrung und ist kein Anlagevorschlag bezüglich irgendeines Wertpapiers, eines Produkts oder einer Strategie. Die Informationen, die für diesen Artikel verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann. Die Quelle für die Grafiken ist, so weit nicht anders vermerkt, Bloomberg.