

Börsen ohne einheitliche Trends

Die Kapitalmärkte waren schon im Verlauf des Monats Mai zunehmend nervöser geworden – und zwar sowohl die Märkte für Aktien als auch diejenigen für Anleihen. Bis Mitte Mai kletterte die laufende Verzinsung von US-Anleihen auf den höchsten Stand seit 2011. Staatsanleihen mit zehn Jahren Laufzeit fielen soweit im Kurs, dass sich erstmals seit sieben Jahren wieder eine Rendite von 3,1 Prozent errechnete. Entsprechend entstanden Anleihebesitzern Kursverluste. Weil höhere Zinsen für amerikanische Staatsanleihen Kapital aus aller Welt in die USA locken, strahlten die Kursverluste auf alle anderen Kapitalmärkte und den Devisenmarkt aus. Auch Unternehmensanleihen und Aktien werden von einem Renditeanstieg belastet, denn sie konkurrieren mit Staatsanleihen um die Gunst der Anleger.

Mit den US-Zinsen stieg auch der US-Dollar: Von rund 1,20 Anfang Mai ging es bis auf nur noch 1,154 Dollar pro Euro. Seit Juli vergangenen Jahres hatte man nicht mehr so wenig Dollar für eine Einheit der europäischen Gemeinschaftswährung ausgeben müssen.

Der gleichzeitige Anstieg der Zinsen und des Dollars belastete insbesondere die Aktien- und Anleihekurse der Schwellenländer. Internationale Anleger ziehen Kapital aus den Emerging Markets ab und investieren es in die wieder besser verzinslichen US-Staatsanleihen. Länder mit schwachen volkswirtschaftlichen Daten wie Argentinien und die Türkei gerieten erheblich unter Druck.

In Europa verloren vor allem italienische Staatsanleihen aus politischen Gründen deutlich an Wert. Die aus Links- und Rechtspopulisten gebildete neue Regierung in Rom wünscht sich, nicht alle Anleihen zurückzahlen zu müssen, um ihre teuren Pläne finanzieren zu können. Der Effekt ist ein gegenteiliger: Wachsendes Misstrauen gegenüber italienischen Staatsanleihen führt zu deutlich höheren Zinsen, die Italien bei der Ausgabe neuer Staatsanleihen zahlen muss, um noch Geldgeber zu finden. Statt weniger als zwei Prozent muss Italien nun rund 2,7 Prozent Zinsen pro Jahr zahlen, wenn es Staatsanleihen mit zehn Jahren Laufzeit ausgibt.

Schon in der zweiten Maihälfte kam es aber bei den US-Staatsanleihen zu einer Gegenbewegung. Die höhere Nachfrage nach US-Staatspapieren ließ deren Kurse steigen – und damit die laufende Rendite wieder fallen. Kurz vor Ende Mai war die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen wieder unter 2,8 Prozent – auf dem Niveau von Anfang April. Danach pendelte sich die Rendite bei rund 2,9 Prozent ein. Im Zuge dieser Entspannung beruhigten sich dann auch die anderen Rentenmärkte wieder. Allerdings erlebten sie keine vollständige Kurserholung. Insbesondere gegenüber Italien und einigen schwächeren Schwellenländern blieb Misstrauen im Markt. Auch bei Unternehmensanleihen sind Anleger vorsichtiger geworden, was sich im Renditeabstand zu Staatsanleihen zeigt. Der allgemeine Zinsanstieg zusammen mit einer Ausweitung der sogenannten "Creditspreads" als Renditeaufschlag gegenüber Staatsanleihen höchster Qualität bescherte den meisten Unternehmensanleihen Kursverluste.

Auch der Dollar-Euro-Wechselkurs setzte seinen Trend im Juni zunächst nicht fort, sondern ging eher in eine Seitwärtsbewegung bei gut 1,15 bis 1,18 Dollar über. Die gegenüber Europa bessere Konjunkturentwicklung in den USA und der wachsende Zinsvorteil des US-Dollars gegenüber dem Euro könnten aber eine weitere Dollarerholung begründen.

Im Juni sorgte vor allem die Eskalation der Handelsstreitigkeiten durch US-Präsident Trump für Sorgen an den Weltbörsen. Nachdem Trump den G7-Gipfel in Kanada für ergebnislos erklärt hatte und sein Treffen mit Nordkoreas Diktator als Erfolg verkaufen wollte, eskalierte er die Handelskonflikte mit China und Europa. Darunter litten allerdings auch US-Standardwerte.

Der Dow Jones erlebte eine ungewöhnlich lange Verlustphase von acht Tagen in Folge. Mit 24.580 Punkten liegt der Index für die großen Standardaktien der USA gegenüber Jahresbeginn leicht in der Verlustzone. Besser sieht es an der von Technologieunternehmen geprägten Nasdaq-Börse aus. Deren Leitindex, der Nasdaq-100, erreichte im Juni neue Höchststände. Die Zweifel an den Geschäftsmodellen der großen Internet-Konzerne, die in der zweiten Märzhälfte für Kursverluste gesorgt hatten, sind wieder der Zuversicht gewichen, dass sich die Erfolgsstorys von Facebook, Apple, Amazon, Netflix und Google, den sogenannten "FAANG"-Aktien, fortsetzen werden. Auch der Russell-2000-Aktienindex, der die Kursentwicklung kleinerer, überwiegend nur in ihrem Heimatmarkt USA tätigen Unternehmen zusammenfasst, erreichte neue Rekordwerte. Diese Unternehmen profitieren von der Steuersenkung und müssen gleichzeitig Zölle weniger fürchten als die über Ländergrenzen hinweg arbeitenden Großkonzerne.

Die Ende März begonnene Kurserholung an den europäischen Aktienmärkten endete dagegen Mitte Mai. Die Angst vor einer Rückkehr der (süd-)europäischen Staatsschuldenkrise belastete die Aktienkurse von europäischen Banken. Ende Mai und im Verlauf des Junis fand der Euro Stoxx 50 zunächst bei 3.400 Punkten Unterstützung. Überdurchschnittliche Kursverluste verzeichneten Aktien aus der Automobilbranche, weil diese stärker von drohenden US-Importzöllen betroffen wären.

Beim Treffen der erdölexportierenden Staaten in Wien einigte sich das Kartell auf eine Erhöhung der Fördermengen um eine Millionen Barrel pro Tag. Zu den Staaten, mit denen die OPEC ihre Förderpolitik abstimmt, gehört auch Russland, das für eine stärkere Erhöhung plädierte. Die Anhebung um eine Million Barrel pro Tag lag unter den durchschnittlichen Erwartungen, sodass die Ölpreise daraufhin stiegen, zumal wohl nicht alle Länder ihre höheren Quoten ausschöpfen werden. Experten der Commerzbank rechnen deshalb nur mit einer tatsächlichen Fördermengenausweitung um 600.000 Barrel pro Tag.

Die Zinswende der Notenbanken

Unlängst verkündeten die beiden wichtigsten Notenbanken der Welt, die US-amerikanische "Federal Reserve", kurz "Fed", und die Europäische Zentralbank (EZB), ihre Entscheidungen zur Höhe der Leitzinsen und gaben einen Ausblick auf ihre kommende Zinspolitik. Auch wenn die Entscheidungen im Großen und Ganzen so ähnlich erwartet worden waren, vermochten Details doch die Märkte zu überraschen und zu bewegen.

Die US-Notenbank Fed hat den Leitzins erneut angehoben – zum zweiten Mal in diesem Jahr und zum siebten Mal seit der Finanzkrise vor zehn Jahren. Mit der Bandbreite von 1,75 bis zwei Prozent erreicht ihr wichtigster Leitzins, die sogenannte "Federal-Funds-Rate", das höchste Niveau seit zehn Jahren. Dieser Schritt war mehrheitlich erwartet worden. Allerdings ist jetzt davon auszugehen, dass im Jahresverlauf noch zwei weitere Zinserhöhungen folgen. Mit dann insgesamt vier Leitzinsschritten hatte Anfang des Jahres nur eine Minderheit gerechnet, die Mehrheit erwartete drei Anhebungen im Jahr 2018.

Aber die gute US-Konjunktur lässt höhere Leitzinsen zu, der deutliche Anstieg der Inflation macht sie sogar notwendig. Jüngst war die US-Inflationsrate mit 2,8 Prozent im Vergleich zum Vorjahresmonat festgestellt worden. Dies ist der stärkste allgemeine Preisanstieg in den USA seit sechs Jahren und dürfte zwei weitere Zinsschritte in diesem Jahr erforderlich machen. Für die Börsen könnte die restriktivere Zinspolitik der Fed zur Belastung werden, zumal die Noten-

bank Monat für Monat Anleihen verkauft, die sie früher zur Stützung der Märkte aufgekauft hatte. Mit diesen Anleiheverkäufen, die die Bilanzsumme der Fed verkürzen, sauge die Notenbank so viele Dollar aus dem Finanzsystem ab, sodass es zu einer Dollar-Knappheit kommen könne, befürchten einige Kritiker der Fed. Das könne dazu führen, dass vor allem einige Schwellenländer ihre in US-Dollar aufgenommenen Kredite nicht mehr bedienen könnten. Andere werten die fortschreitende Zinswende in den USA als gutes Zeichen: Offenbar laufe die US-Konjunktur so gut und die Gefahr einer deflationären Entwicklung sei endgültig beseitigt, sodass eine Rückkehr zu normalen Zinsen möglich und geboten sei.

US-Notenbankchef Powell hält erklärtermaßen am Trend "gradueller" Zinserhöhungen als Mittelweg zwischen "zu schnell" und "zu langsam" fest. Dabei betonte er erneut die "symmetrische" Auslegung des Inflationsziels der Fed, das erklärtermaßen bei zwei Prozent liegt. In den vergangenen Jahren lag die tatsächliche Inflation lange Zeit unter diesem Zielwert. Mit der "symmetrischen" Interpretation des Ziels von zwei Prozent soll ausgedrückt werden, dass die Notenbank nun umgekehrt auch ein zeitweiliges Überschießen der tatsächlichen Inflationsrate über die Zielgröße hinaus zulässt.

Die Mehrheit der Experten rechnet mit weiteren Leitzinsanhebungen. Zumindest solange die Arbeitslosigkeit in den USA weiter falle, bestehe Spielraum dafür, die Wirtschaft nicht mehr so üppig mit billigem Geld zu versorgen. Allerdings sollten die Zinssteigerungen weder zu schnell, noch im Ausmaß zu hoch erfolgen, solange die Inflation um die Zielmarke der Fed pendelt, mahnen beispielsweise die Experten der Fondsgesellschaft DWS. Eine Möglichkeit, um zu beurteilen, ob die Zinsen schon hoch oder noch tief seien, sei der Vergleich mit der Inflationsrate. So bekomme man einen guten Eindruck davon, wie hoch das aktuelle Zinsniveau im Vergleich mit früheren Zyklen sei. Beim Vergleich des aktuellen Leitzinses von 2,0 Prozent mit der Kerninflationsrate, die zu diesem Zeitpunkt bei 2,2 Prozent stehe, errechne sich ein immer noch negativer realer Leitzins. In früheren Zyklen habe der Anstieg der realen Fed Funds Rate seinen Höhepunkt Ende der 80er Jahre bei fünf Prozent, zur Jahrtausendwende bei vier und vor der Finanzkrise bei drei Prozent gefunden. Aus dieser Perspektive seien die bisherigen Zinserhöhungen relativ moderat ausgefallen.

Sollten tatsächlich noch zwei Leitzinsanhebungen in diesem Jahr in der üblichen Größenordnung von je einem Viertel Prozentpunkt folgen, würde die Fed Funds Rate am Jahresende 2,5 Prozent erreichen. Damit dürfte die Fed ein wesentliches Ziel erreicht haben: Es gibt überhaupt erst wieder Spielraum für Leitzinssenkungen, falls dies notwendig werden sollte.

Die Europäische Zentralbank veränderte erwartungsgemäß ihre Leitzinsen nicht. Sie sind seit März 2016 unverändert. Der Hauptrefinanzierungssatz, zu dem sich Geschäftsbanken gegen entsprechende Sicherheiten Geld von der EZB leihen können, liegt bei Null und der Einlage-satz, der für Guthaben der Geschäftsbanken bei der EZB gilt, ist mit -0,40 Prozent weiterhin negativ. Anders als die Fed, die ihre Anleihebestände durch Verkäufe in den Markt verringert, kauft die EZB weiterhin Anleihen auf und stellt dem Markt damit zusätzliche Euro-Liquidität zur Verfügung. Dabei kündigte die EZB jetzt an, nach September ihre Nettoankäufe von zurzeit noch 30 Milliarden Euro monatlich auf 15 Milliarden Euro in jedem der drei letzten Monate dieses Jahres zu reduzieren. Zum Jahresende würden dann auch die Anleihekäufe ganz aufhören. Allerdings wird die Entscheidung, das sogenannte "Quantitative-Easing", also den Anleiheaufkauf, zu beenden, von der Entwicklung in den nächsten Monaten abhängen. Sorgen, das bevorstehende Ende der Stützungskäufe könnte zu höheren Marktschwankungen und einem schädlichen Liquiditätsentzug führen, trat die EZB mit einer ungewöhnlich klaren und zeitspezifischen Zinsfestlegung entgegen. Die Zentralbank werde ihren Leitzins "bis zum

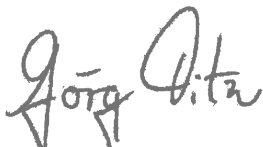
Sommer 2019" unverändert lassen.

Eine ein Jahr in die Zukunft reichende Festlegung überraschte die Märkte dann doch. An den europäischen Anleihemärkten, die eine erste Leitzinserhöhung im ersten Halbjahr 2019 für wahrscheinlich gehalten hatten, gab es in der Folge Kursgewinne. Sorgen, das bevorstehende Ende des EZB-Anleihekaufprogramms würde zu Kursverlusten an den europäischen Anleihemärkten führen, bewahrheiteten sich also nicht. Die Ankündigung von EZB-Präsident Mario Draghi, das Anleihekaufprogramm der EZB Ende des Jahres komplett einzustellen, verlor seinen Schrecken, weil das bislang nur bis einschließlich September beschlossene Kaufprogramm noch einmal verlängert wurde, wenn auch nur um die drei Monate bis Dezember 2018 und bei halbiertem Volumen. Zudem betonte Draghi mehrfach, dass das am Jahresende erreichte neue Rekordniveau an Euro-Liquidität erhalten bleibe, weil die EZB bis auf weiteres das Geld aus fällig werdenden Anleihen für neue Anleihekäufe verwenden werde.

Die Entscheidungen der EZB sind auch im Licht der jüngsten Wachstums- und Inflationsprognosen der Zentralbank zu sehen. Deutlicher als erwartet hat die EZB ihre Erwartung an das Wachstum im Jahr 2018 nach unten korrigiert, nämlich von 2,4 auf 2,1 Prozent. Die Prognose für die Kerninflation in diesem Jahr blieb unverändert bei 1,1 Prozent. Die Prognose für 2019 wurde jedoch auf 1,6 Prozent angehoben. Auch die EZB hat ein Inflationsziel von rund zwei Prozent.

Fazit: Die Normalisierung der Zinsen schreitet in den USA weiter voran, steht in Euroland aber erst am Beginn. Hierzulande besteht die Gefahr, dass eine schlechtere Konjunktur als gegenwärtig schon den Wunsch nach Zinssenkungen aufkommen lässt, bevor "etwas zu senken da ist". Eine rasche Rückkehr zu real positiven Zinsen ist für Euro-Anleger nicht absehbar, so dass es geboten bleibt, sein Geld besser "mini-verzinslich" anzulegen.

Mit freundlichen Grüßen



Titze & Titze Finanzen

Jörg Titze

Quelle: „GUT ZU WISSEN...“ erscheint bei der Drescher & Cie Gesellschaft für Wirtschafts- und Finanzinformationen mbH, Postfach 2165, 53744 Sankt Augustin. Trotz sorgfältiger Auswahl der von der Drescher & Cie GmbH als zuverlässig eingestuft Quellen und Informationen kann für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der Inhalte nicht gehaftet werden. Dies gilt insbesondere für Inhalte, die nicht von der Redaktion der Drescher & Cie GmbH, sondern von Dritten stammen. Inhalte der Redaktion sind anhand der jeweiligen Kürzel am Ende der redaktionellen Beiträge erkennbar, welche sich auf der Internetseite www.investmentredaktion.de/redaktion wiederfinden lassen. Die Inhalte der „GUT ZU WISSEN...“ dienen ausschließlich Informationszwecken. Sie stellen weder eine individuelle Anlageempfehlung noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar. Kein Teil der „GUT ZU WISSEN...“ oder dessen Format darf (auch auszugsweise) ohne die ausdrückliche vorherige schriftliche Zustimmung der Drescher & Cie GmbH oder ohne eine entsprechende schriftliche Vereinbarung mit der Drescher & Cie GmbH zur Nutzung der Inhalte und / oder des Formats der „GUT ZU WISSEN...“ (Nutzungsrecht) reproduziert, nachgedruckt oder sonst vervielfältigt oder verbreitet werden. Jede im Bereich eines gewerblichen Unternehmens hergestellte oder genutzte Kopie (auch auszugsweise) ohne Nutzungsrecht verpflichtet zur Gebührenzahlung an den Verleger. Regelungen zu einem Nutzungsentgelt im Rahmen einer Einräumung eines Nutzungsrechts bleiben unberührt. (c) 2011 Drescher & Cie GmbH