

Johannes Müller  
Head of Macro Research



Christian Hille  
Head of Multi Asset



### In Kürze

- Kapitalmärkte folgten in der Vergangenheit einem zyklischen Muster. Allerdings sinkt die Konsistenz der Ergebnisse mit zunehmendem Alter des Zyklus
- Muster aus vergangenen Kapitalmarktzyklen lassen sich auch im aktuellen Zyklus beobachten
- Nach unserer Analyse befinden wir uns aktuell noch nicht in der spätzyklischen Phase

Zusätzliche Quellen: Bloomberg Finance L.P., Federal Reserve Bank of St. Louis FRED, National Bureau of Economic Research

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. DWS Investment GmbH; Stand: 16.11.2018

CRC 062779 (11/2018)

## Kapitalmarktzyklen

### Wie lang und wie weit trägt dieser Zyklus noch? Erkenntnisse aus unserem Kapitalmarktzyklusmodell.

Seit dem 09.03.2009, also nunmehr neuneinhalb Jahre, steigen die globalen Aktienkurse ohne größeren zwischenzeitlichen Einbruch. Solche Phasen nennen Börsianer "Bullenmärkte". Unser aktueller Bullenmarkt hat schon so manchen Rekord aufgestellt, was naturgemäß die Furcht nährt, dass die Party unweigerlich bald zu Ende gehen muss. Diese Ängste sind nicht neu: So titelte etwa eine große deutsche Zeitung schon im Sommer 2014: "Es könnte an der Börse 70 Prozent abwärts gehen".<sup>1</sup> In dieser Publikation wollen wir der Frage nachgehen, ob sich aus früheren Börsenzyklen Erkenntnisse für die aktuelle Investmentlandschaft ziehen lassen.

### Die Definition eines Kapitalmarktzyklus

Vor eine erfolgreiche Analyse historischer Zyklen haben die Götter erst einmal die Frage nach einer Definition gesetzt. Was soll eigentlich analysiert werden? Kapitalmarktzyklen, korrekt? Was aber ist ein Kapitalmarktzyklus? Wo beginnt er, und wo endet er? Anders als bei volkswirtschaftlichen Zyklen gibt es hier keine öffentliche Institution, welche den Beginn und das Ende eines Konjunkturzyklus "amtlich" festlegt.

Eine theoretische Definition für Kapitalmarktzyklen ist einfach gefunden: ein Zyklus startet mit dem Tiefpunkt nach einem Kursrückgang um mindestens 20 Prozent auf breiter Front, also einem Bärenmarkt, und endet am Tiefpunkt nach dem darauffolgenden Bärenmarkt. So weit, so gut. Nun sind aber Kapitalmarktindikatoren, wie zum Beispiel Aktienindizes, sehr volatil und halten sich nicht an theoretische Definitionen. Dies wird uns noch so manches Kopfzerbrechen bereiten.

Betrachtet man die Evidenz seit den frühen 1980er Jahren, so stößt man unweigerlich auf ein Ereignis im Oktober 1987: den Börsencrash. Innerhalb von weniger als drei Wochen gaben US-Aktienindizes um mehr als 38 Prozent nach, was die Definition eines Bärenmarktes locker erfüllt. Beendet dieser Bärenmarkt also den Kapitalmarktzyklus, der im August 1982 begann? Eine Betrachtung des Umfelds außerhalb des Aktienmarktes lässt Zweifel aufkommen. Es gab keine Rezession, der US-Einkaufsmanagerindex (NAPM) bewegte sich solide über der 50er Marke und konnte im Crashmonat Oktober sogar von 53,9 auf 56,4 zulegen. Die Steilheit der US-Renditekurve, gemessen an der Differenz der Renditen für 10-jährige Staatsanleihen abzüglich der Rendite für 2-jährige Anleihen, betrug ca. 100 Basispunkte und war somit weit von einer Inversion entfernt. Andere risikobehaftete Marktsegmente, wie etwa Hochzinsanleihen, gaben kurzfristig nach, konnten sich aber rasch wieder erholen.<sup>2</sup> Die große

<sup>1</sup>Vgl. Die Welt, 4. Uni 2014, <http://www.welt.de/128719776>

<sup>2</sup>Gemessen am ICE BofAML US High Yield 100 Index schlossen Hochzinsanleihen das Jahr 1987 mit einem Plus von 8,1 Prozent ab.

Alle Artikel finden Sie unter <https://go.dws.com/cio-view-artikel>

Gemengelage sah demnach nicht nach einem durch fundamentale Gründe verursachten Bärenmarkt aus.<sup>3</sup> Für den Zweck unserer Analyse haben wir daher den Oktober 1987 nicht als Ende des seit 1982 laufenden Kapitalmarktzyklus definiert.

Was natürlich die Frage, wann denn nun der Kapitalmarktzyklus der 80er Jahre endete, noch unbeantwortet lässt. Unser nächster Kandidat ist der Sommer 1990. Hier roch das gesamte Umfeld schon wesentlich mehr nach einem Bärenmarkt: die Renditekurve invertierte Anfang 1989, und die Konjunktur kühlte sich ab. Der US-Einkaufsmanagerindex fiel im Frühjahr 1989 unter 50 und lag im gesamten Jahr 1990 unter dieser magischen Grenze. Den finalen Stoß erhielten Konjunktur und Aktienmarkt im Sommer 1990, als der Irak in Kuwait einmarschierte und der Ölpreis sprunghaft anstieg. Es bleibt aber ein Schönheitsfehler: Gemessen am S&P 500 betrug der Kursrückgang "nur" 19,9%, womit die Definition eines Bärenmarktes nicht komplett erfüllt war. Angesichts des Umfeldes würden wir hier aber dennoch das Ende des seit 1982 laufenden Kapitalmarktzyklus sehen. Somit werden die Grenzen einer rein theoretischen Definition eines Kapitalmarktzyklus deutlich.

### Daher betrachten wir seit den frühen 80er Jahren die folgenden Kapitalmarktzyklen:

	Beginn	Ende
80er Jahre	August 1982	Oktober 1990
90er Jahre	Oktober 1990	Oktober 2002
2000er Jahre	Oktober 2002	März 2009
Aktueller Zyklus	März 2009	?

Schöner wäre es natürlich, wenn wir die letzten fünf, oder besser noch zehn Zyklen analysieren könnten. Dabei stellt sich aber das Problem, dass es für viele Anlageklassen erst seit wenigen Jahrzehnten brauchbare Daten zur Wertentwicklung gibt. Hochzinsanleihen etwa wurden seit den 80er Jahren systematisch analysiert, während inflationsindexierte Anleihen überhaupt erst seit den späten 90er Jahren verfügbar sind.

Als nächstes stellt sich die Frage, ob es innerhalb der Kapitalmarktzyklen für einzelne Anlageklassen ein konsistentes Muster gibt. Um dies zu analysieren, haben wir die drei abgeschlossenen Kapitalmarktzyklen jeweils in zehn gleich lange Perioden unterteilt, und die einzelnen Anlageklassen auf ein zyklisches Muster hin untersucht. Die Ergebnisse haben wir dann auf Konsistenz mit der vorherrschenden akademischen Literatur und Büchern zu diesem Thema, aber auch überlieferten Börsenweisheiten überprüft.

Die gute Nachricht lautet, dass sich in vielen Fällen tatsächlich ein zyklisches Muster ableiten lässt. Die schlechte Nachricht ist hingegen, dass sich Geschichte leider nie in exakt gleichen Mustern wiederholt und es immer wieder Ausnahmen zur Regel gibt. Mit zunehmender Dauer des Zyklus nimmt die Konsistenz der Beobachtungen ab. Daher kann ein zyklisches Kapitalmarktmodell, gerade gegen Zyklusende, keinesfalls eine saubere Analyse der

Zusätzliche Quellen: Bloomberg Finance L.P., Federal Reserve Bank of St. Louis FRED, National Bureau of Economic Research

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. DWS Investment GmbH; Stand: 16.11.2018

CRC 062779 (11/2018)

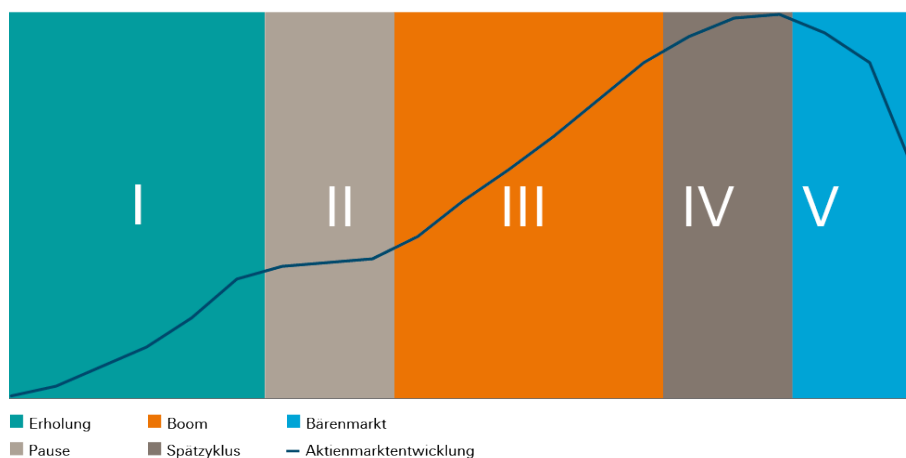
<sup>3</sup>Es gibt zahlreiche Studien und Bücher, die sich mit dem Crash von 1987 auseinandersetzen. Sie kommen überwiegend zu dem Schluss, dass eine Korrektur nach dem vorhergehenden starken Kursanstieg durch technische Faktoren, wie zum Beispiel den Computerprogrammhandel, verstärkt wurden, was den Aktienmarkt vor allem am Dienstag, den 20. Oktober 1987, also dem Tag nach dem Crash, an die Grenze der Belastbarkeit brachte. Interessant ist in diesem Zusammenhang natürlich die Frage, ob ohne das Einschreiten der amerikanischen Zentralbank die Wirtschaft nicht doch in eine Rezession abgeglitten wäre. Seit dem beherrzten Eingreifen unter der Ägide des damaligen US-Zentralbankpräsidenten spricht man vom sogenannten "Greenspan-Put".

jeweils aktuellen Rahmenbedingungen ersetzen. Aber sehen wir uns das zyklische Muster nun etwas näher an. Es sei noch erwähnt, dass wir uns in der Analyse hauptsächlich auf den US-Markt fokussiert haben. Da dieser mit Abstand der wichtigste Kapitalmarkt der Welt ist, sollten die gewonnenen Erkenntnisse auch für andere Märkte von Relevanz sein.

## Das DWS Kapitalmarktzyklusmodell

Aus den letzten Kapitalmarktzyklen lässt sich ein Fünfphasenmodell ableiten.

### Abb. 1: Die fünf Phasen des DWS Kapitalmarktzyklusmodells



Quellen: Bloomberg Finance L.P., Federal Reserve Bank of St. Louis FRED, National Bureau of Economic Research, DWS Investment GmbH

In der Folge sehen wir uns die fünf Phasen genauer an, wobei wir ein besonderes Augenmerk auf die Phasen IV und V legen wollen.

**Phase I – die Erholung.** Nach der schmerzvollen Zeit eines Bärenmarktes erholen sich die risikobehafteten Anlagen wieder. Mutige Investoren, die trotz der in solchen Zeiten noch vorherrschenden Panik zugreifen, werden belohnt. Staatsanleihen weisen eine positive Wertentwicklung auf, fallen aber deutlich hinter Unternehmensanleihen zurück, wobei Hochzinsanleihen sich besser entwickeln als Investment-Grade-Anleihen. Aktien steigen wie der Phoenix aus der Asche und verwöhnen Anleger mit zweistelligen Renditen, wobei konservative Strategien besser laufen als Wachstumsstrategien. Klassische risikoarme Anlageformen, wie zum Beispiel Gold, tun sich in dieser Phase hingegen schwer. Der Dollar wertet gegen viele andere Währungen auf.

**Phase II - die Mid-Cycle Pause.** Auf eine Phase mit kräftigen Kurssteigerungen folgt in der Regel eine Seitwärtsbewegung. Es fühlt sich so an, als ob die Märkte eine Pause machen, um neue Kraft zu tanken. In Zeiten, in denen die Kurse stagnieren, machen Carry-Strategien Sinn, welche die laufende Performance über Zins- und Dividendeneinkommen maximieren. In dieser Phase sind Hochzinsanleihen typischerweise eine besonders gut performende Anlageklasse.

**Phase III – die Boom-Phase.** Die Boom-Phase begann in den letzten Zyklen etwas nach dem Start des Zinserhöhungszyklus

Zusätzliche Quellen: Bloomberg Finance L.P., Federal Reserve Bank of St. Louis FRED, National Bureau of Economic Research

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. DWS Investment GmbH; Stand: 16.11.2018

CRC 062779 (11/2018)

durch die US-Zentralbank. Nach der Verschnaufpause, die üblicherweise auch in Konjunkturindikatoren zu beobachten ist, startet die Wirtschaft und damit auch die Märkte richtig durch. Dabei übernehmen jetzt Wachstumsaktien die Führung. Sichere Staatsanleihen kommen wegen der Zinserhöhungen unter Druck, und die Renditekurve flacht sich ab. Unternehmensanleihen, Hochzinsanleihen eingeschlossen, schneiden deutlich besser als Staatsanleihen ab. Die Dollarstärke läuft langsam aus.

Phase IV – Spätzyklus. Die Renditekurve ist nun flach oder sogar invertiert. Den Übergang vom Boom in eine spätzyklische Phase charakterisieren vor allem zwei Entwicklungen: Zum einen beginnt die Volatilität zu steigen. Der Markt geht von einem "niedrigen Volatilitäts-Regime" in ein "mittleres Volatilitäts-Regime" über. Zum anderen wird das Umfeld für Unternehmensanleihen anspruchsvoller. Diese kommen einerseits durch die immer wieder zu beobachtende Erosion der Anleihebedingungen, welche die Gläubiger schützen sollen, unter Druck, andererseits durch steigende M&A Aktivität. Aktien hingegen laufen noch gut, und es ist wiederholt zu sehen, dass sich eine Aktienrally erst nach einem "Finale Furioso" verabschiedet. Globale Aktien laufen besser als US-Titel.

Nach vorherrschender Meinung, auch der einschlägigen Literatur<sup>4</sup>, schneiden Rohstoffe im Spätzyklus besser ab. Hier gab es in den letzten Zyklen aber auch Ausnahmen. Genauso verhält es sich mit dem US-Dollar: Nach weit verbreiteter Ansicht neigt dieser dazu, in der spätzyklischen Phase abzuwerten. Obwohl das durchaus plausibel erscheint, wo doch die amerikanische Zentralbank sich dem Ende des Zinserhöhungszyklus nähert, während andere Zentralbanken noch munter an der Zinsschraube drehen, ist auch dieses Muster nicht in jedem Zyklus zu beobachten. Es zeigt sich leider, dass, wie bereits erwähnt, die Konsistenz abnimmt, je später im Zyklus man sich befindet. Ein schwächerer Dollar und steigende Rohstoffpreise legen nahe, dass Schwellenländer-Aktien und -Anleihen in dieser Phase gut laufen dürften.

Phase V – der Bärenmarkt. Dies ist die Phase im Zyklus, welche vielen Investoren lange als besonders unangenehm in Erinnerung bleibt. Der Begriff "Bärenmarkt" definiert eine Phase mit Kursrückgängen auf breiter Front um durchschnittlich mindestens 20 Prozent. Im Sinne einer langfristig ertragreichen Vermögensanlage ist daher die Abfederung von Bärenmärkten die Königsdisziplin in der Kapitalallokation. Sieht man sich die Bärenmärkte der vergangenen 50 Jahre an, so traten diese mit nur einer Ausnahme immer im Kontext einer Rezession auf, wobei der bereits eingangs behandelte Kursabsturz von 1987 die Ausnahme von der Norm darstellt.

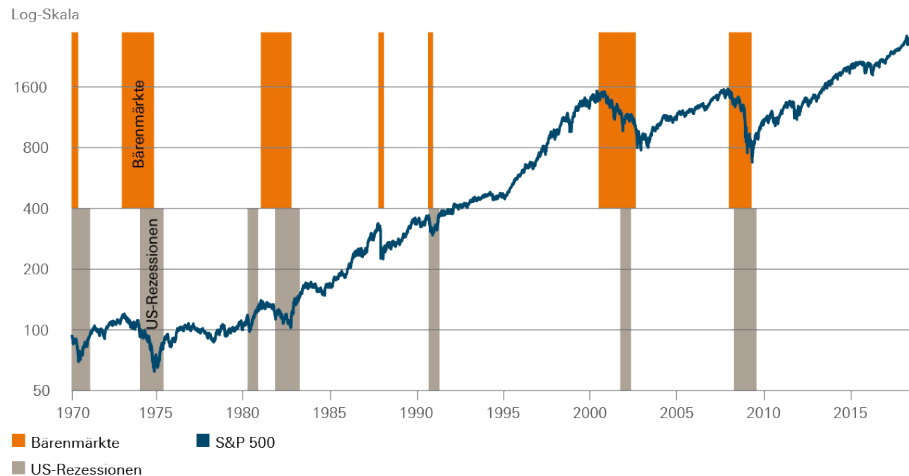
Zusätzliche Quellen: Bloomberg Finance L.P., Federal Reserve Bank of St. Louis FRED, National Bureau of Economic Research

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. DWS Investment GmbH; Stand: 16.11.2018

CRC 062779 (11/2018)

<sup>4</sup>Vgl. etwa Pring, Martin J.: The All-Season Investor: Successful Strategies for Every Stage in the Business Cycle, John Wiley & Sons, 1992  
Alle Artikel finden Sie unter <https://go.dws.com/cio-view-artikel>

## Abb. 2: Entwicklung des S&P 500, Bärenmärkte und US-Rezessionen



Quellen: Bloomberg Finance L.P., Federal Reserve Bank of St. Louis FRED, National Bureau of Economic Research, DWS Investment GmbH; Stand: 12.09.2018

An dieser Stelle sollte nicht verschwiegen werden, dass die Kausalität in der Realität nicht nur in eine Richtung besteht: Ein Rückgang von Wertpapierpreisen führt zu einer Verschlechterung der finanziellen Rahmenbedingung, die ihrerseits wieder Wirtschaftsakteure vorsichtiger werden lassen, und somit zu einer Rückkopplung von Finanzmarktverwerfungen auf die Realwirtschaft führen kann.

Eine Überprüfung anhand des Verhaltens der US-Märkte seit 1950 bestätigt die bisher getroffenen Aussagen. Wie aus Abbildung 3 erkennbar ist, bilden Aktienmärkte im Durchschnitt zwischen zwölf und sechs Monate vor der Rezession einen Höchststand aus und geben erst in den sechs Monaten vor Rezessionsbeginn deutlich nach. Dies besagt implizit, dass der Übergang von Phase IV (Spätzyklus) in Phase V circa sechs bis zwölf Monate vor dem Beginn einer Rezession erfolgen dürfte. Abbildung 4 zeigt die Entwicklung von Renditen langlaufender Anleihen: Diese steigen vor der Rezession an und finden ihren Höchststand zum Rezessionsbeginn.

Zusätzliche Quellen: Bloomberg Finance L.P., Federal Reserve Bank of St. Louis FRED, National Bureau of Economic Research

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. DWS Investment GmbH; Stand: 16.11.2018

CRC 062779 (11/2018)



### Abb. 3 und Abb. 4: Durchschnittliche Entwicklung vor und nach Rezessionsbeginn

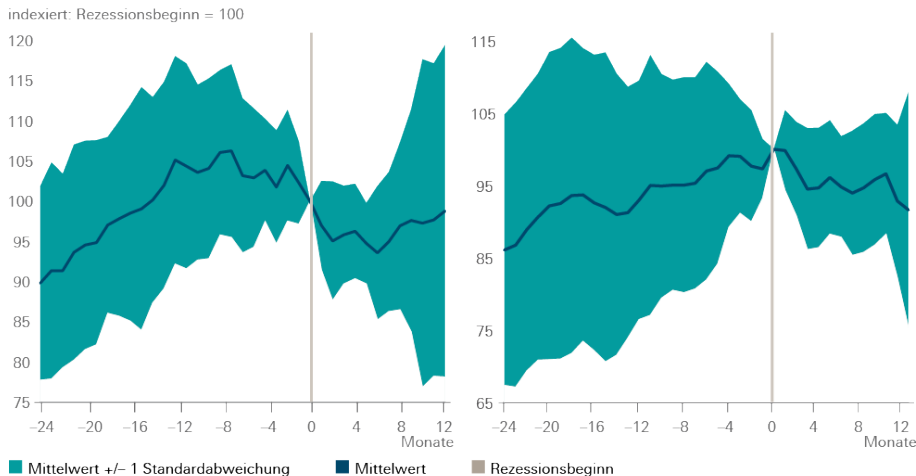


Abb. 3: S&P 500; Abb. 4: 10-jährige US-Staatsanleihen

Quellen: Bloomberg Finance L.P., Federal Reserve Bank of St. Louis FRED, National Bureau of Economic Research, DWS Investment GmbH; Stand: 31.08.2018

Die Marktentwicklung in einem Bärenmarkt lässt sich relativ kurz zusammenfassen, zumindest in Bezug auf risikobehaftete Anlagen wie z.B. Aktien: Es kommt zu einem Abverkauf auf breiter Front. Defensive Sektoren sind von den Kursrückgängen naturgemäß weniger stark tangiert im Vergleich zu zyklischen Werten. Hochzinsanleihen kommen ebenfalls unter die Räder und weisen typischerweise eine negative Wertentwicklung auf. Sichere Anlagen, wie zum Beispiel US-Staatsanleihen, profitieren hingegen von der Nachfrage nach sogenannten sicheren Häfen einerseits und von Zinssenkungen durch die Zentralbanken andererseits. Die Renditekurve wird steiler. Der Goldpreis kann ebenfalls von einer gestiegenen Risikoaversion profitieren. Wiederholt war auch zu beobachten, dass der US-Dollar in so einer Phase aufwertet. Hier sei aber erneut darauf verwiesen, dass die Konsistenz der Beobachtungen später im Zyklus abnimmt. Da es unterschiedliche Ursachen für eine Rezession und einen Bärenmarkt gibt, ist auch das Muster unterschiedlich. Insofern sind Schlüsse, etwa wie sich einzelne Aktiensegmente relativ zum Gesamtmarkt verhalten, gerade am Ende des Zyklus mit besonderer Vorsicht zu genießen.

### Die aktuelle Phase des Kapitalmarktzyklus

Die Tatsache, dass seit dem März 2009 nunmehr neunzehn Jahre vergangen sind, legt schon nahe, dass wir uns nicht mehr in den frühen Phasen des Zyklus befinden. Die Phase I (Erholung) haben wir definitiv abgeschlossen. Seit Dezember 2015 befindet sich die amerikanische Zentralbank im Zinserhöhungszyklus, wenn auch im Zeitlupentempo. Durchaus im Einklang mit Erfahrungen aus früheren Zyklen steht die Seitwärtsbewegung zwischen 2015 und Mitte 2016, die wir als Phase II oder Mid-Cycle-Pause im aktuellen Zyklus definieren. Somit begann die Phase III, die Boom-Phase, Mitte 2016. Da wir uns augenscheinlich noch nicht in Phase V, dem Bärenmarkt, befinden, stellt sich nur noch die Frage, ob wir noch in der Phase III (Boom) oder schon in Phase IV (Spätzyklus) sind.

Ein Indikator zum Timing des Übergangs in Phase IV (Spätzyklus) ist die Steilheit der Renditestrukturkurve. Dabei hat sich allerdings

Zusätzliche Quellen: Bloomberg Finance L.P., Federal Reserve Bank of St. Louis FRED, National Bureau of Economic Research

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. DWS Investment GmbH; Stand: 16.11.2018

CRC 062779 (11/2018)

die Differenz zwischen 10-jährigen US-Staatsanleiherenditen und dem Leitzins (Federal Funds Rate) als brauchbarer erwiesen als die wesentlich öfter zitierte Differenz zwischen 10- und 2-jährigen Renditen. In den letzten Jahrzehnten begann die spätzyklische Phase nachdem die Federal Funds Rate über der 10-jährigen Rendite lag, die Renditestrukturkurve somit invers war. Aktuell ist die Kurve noch 100 Basispunkte steil, was also nicht für Phase IV (Spätzyklus) spricht. Ein anderer Indikator ist die reale Federal Funds Rate. Diese stieg in früheren Zyklen auf vier Prozent, bevor die spätzyklische Phase im Kapitalmarktzyklus anbrach. Aktuell ist die reale Federal Funds Rate noch negativ, also Meilenweit von der vier-Prozent-Marke entfernt.

Als volkswirtschaftliches Indiz für den Übergang in den Spätzyklus kann man die Differenz zwischen der aktuellen Arbeitslosenquote und der NAIRU heranziehen. In den letzten Zyklen lag die gemessene Arbeitslosigkeit beim Eintritt in den Spätzyklus ca. einen halben Prozentpunkt unterhalb der NAIRU. Dieses Kriterium kann angesichts der aktuellen Lage am US-Arbeitsmarkt schon als erfüllt angesehen werden.

Zusammenfassend kommen wir zu dem Schluss, dass wir uns wahrscheinlich zum jetzigen Zeitpunkt noch in Phase III (Boom) befinden, innerhalb dieser aber schon relativ weit fortgeschritten sind. Es sollte also aus dieser Perspektive noch genug Zeit verbleiben, bevor Phase V, der Bärenmarkt, ansteht.

Zu bedenken ist jedoch, dass der aktuelle Konjunkturzyklus durch ein paar spezielle Charakteristika gekennzeichnet ist. Zum einen ist die Rückführung der Verschuldung im Sektor der privaten Haushalte sowie teilweise auch im Unternehmenssektor zu nennen. Des Weiteren haben die Zentralbanken seit 2008 vielfach von unkonventionellen Instrumenten Gebrauch gemacht, bei denen keinerlei historische Erfahrung über Wirkung oder möglicherweise auch unerwünschte Nebenwirkungen verfügbar ist. Unabhängig davon ist es in der Vergangenheit auch schon vorgekommen, dass ein Zyklus abrupt zu Ende ging, wie zum Beispiel durch den Ausbruch eines Krieges oder einen scharfen Anstieg des Ölpreises. In dieser Beziehung wäre im aktuellen Umfeld natürlich spontan an den Handelskonflikt zu denken.

## Konklusion

Daher sehen wir in der Kapitalmarktzyklusanalyse ein Werkzeug, das andere Instrumente der Marktanalyse ergänzen kann. Dieses Werkzeug legt nahe, dass der Zyklus noch nicht zu Ende ist, sondern im Gegenteil noch einige Jahre zu laufen hat. Die Tatsache, dass bereits so häufig über das Ende des Bullenmarktes diskutiert wird, spricht ebenfalls gegen dessen baldiges Ende. Totgesagte leben bekanntlich länger. Blind darauf vertrauen sollte man jedoch nicht.

Zusätzliche Quellen: Bloomberg Finance L.P., Federal Reserve Bank of St. Louis FRED, National Bureau of Economic Research

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. DWS Investment GmbH; Stand: 16.11.2018

CRC 062779 (11/2018)

## Glossar

### Basispunkt

Ein **Basispunkt** entspricht 1/100 Prozent

### Bullenmarkt

steht an der Börse für anhaltend steigende Kurse

### Carry

Im Zusammenhang mit Zinspapieren jener Teil des Ertrages, der nicht durch Kurssteigerung, sondern durch laufende Zahlungen (Kupons) erzielt wird

### Covenants

Gängiger englischer Begriff für vertraglich festgelegte Verpflichtungen oder Einschränkungen eines Anleihe- oder Kreditgläubigers

### Dividende

Gewinnausschüttung eines Unternehmens an seine Anteilseigner

### Dollar (USD)

Währungseinheit der USA

### Einkaufsmanager-Index (ISM)

Fängt die Stimmung der Einkaufsmanager ein und ist ein viel beachtetes Konjunkturbarometer für die gesamtwirtschaftliche Lage

### Fed Funds Rate

US-Leitzins, zu dem sich die Geschäftsbanken bei der Notenbank über Nacht Geld leihen können

### Hochzinsanleihen (High Yield)

Werden von Emittenten mit schlechter Bonität emittiert und bieten in der Regel eine vergleichsweise hohe Verzinsung

### Inflationsstabile Arbeitslosenquote

ist die Arbeitslosenquote, die sich bei konstanter Inflationsrate auf Dauer einstellen wird

### Investment-Grade-Anleihen (IG-Anleihen)

Englischer Oberbegriff für jene Anleihen, die von Kredit-Ratingagenturen als wenig ausfallgefährdet eingeschätzt werden, und somit mindestens eine mittlere Bonität genießen

### Mergers & Acquisitions (M&A)

Englisch für Unternehmensfusionen und -übernahmen

Zusätzliche Quellen: Bloomberg Finance L.P., Federal Reserve Bank of St. Louis FRED, National Bureau of Economic Research

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. DWS Investment GmbH; Stand: 16.11.2018

CRC 062779 (11/2018)



## Rezession

Phase, in der die Wirtschaftsleistung zwei Quartale hintereinander im Vergleich zu den Vorquartalen nicht wächst oder zurückgeht

## Risikoaversion

Begriff der Entscheidungstheorie, der die Risikoabneigung von Marktteilnehmern beschreibt

## S&P 500

Marktkapitalisierungsgewichteter Index, der die 500 führenden börsennotierten Unternehmen der USA abbildet

## Schwellenländer (Schwellenmärkte)

Länder auf dem Weg zur Industrialisierung

## Staatsanleihen

Staatsanleihen sind Anleihen die von einem Staat herausgegeben werden.

## Unternehmensanleihe

ist eine Anleihe eines emissionsfähigen Unternehmens

## Volatilität

Statistisches Schwankungsmaß, welches, auf Indizes angewendet, häufig herangezogen wird, um das in Kapitalmärkten inhärente oder angenommene Risiko zu quantifizieren

## Wirtschaftszyklus (Konjunkturzyklus)

Wellenartige Bewegung der Leistung einer Volkswirtschaft

## Zinserhöhungszyklus

Periode von der ersten bis zur letzten Zinserhöhung einer Zentralbank

## Zinskurve

Grafische Darstellung der annualisierten Verzinsungen von Rentenpapieren über verschiedene Laufzeiten

Zusätzliche Quellen: Bloomberg Finance L.P., Federal Reserve Bank of St. Louis FRED, National Bureau of Economic Research

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. DWS Investment GmbH; Stand: 16.11.2018

CRC 062779 (11/2018)

## Risikohinweise

Investitionen können Anlagerisiken unterliegen, die u.a. Marktfluktuationen, Regulationsänderungen, möglichen Verzug von Zahlungen und Verlust von investiertem Einkommen und Kapital beinhalten. Der Wert der Anlagen kann sowohl steigen als auch fallen. Es ist zudem möglich, dass Sie den ursprünglich investierten Betrag zu keinem Zeitpunkt zurück erhalten.

Anlagen im Ausland – Die Länder, in denen diese Anlagen platziert sind, könnten sich als politisch und/oder wirtschaftlich instabil herausstellen. Zudem wird der Wert von Anlagen in ausländische Wertpapiere oder andere Vermögenswerte durch etwaige Schwankungen in den Wechselkursen beeinflusst und jegliche Restriktion, die zur Verhinderung von Kapitalflucht erlassen wird, könnte es schwieriger oder gar unmöglich machen, ausländische Währung zu wechseln oder zurückzuführen.

Wechselkurs/ Ausländische Währung – Solche Transaktionen umfassen eine weite Bandbreite an Risiken, welche u.a. Währungs- und Abwicklungsrisiken enthalten. Wirtschaftliche oder finanzielle Instabilität, das Fehlen von fristgerechten und/oder zuverlässigen Auskünften über die finanzielle Situation sowie nachteilig verlaufende Entwicklungen politischer oder rechtlicher Natur könnten die Konditionen, Bedingungen, Marktfähigkeit und/oder den Preis einer ausländischen Währung substantiell und nachhaltig verändern. Verluste und Gewinne in ausländische Währung betreffenden Transaktionen werden auch von Währungsschwankungen betroffen sein, wann immer die Notwendigkeit eines Transfers des Produktwertes in eine andere Währung besteht. Zeitonenunterschiede könnten dazu führen, dass mehrere Stunden zwischen einer Zahlung in einer Währung und der kompensierenden Zahlung in einer anderen Währung verstreichen. Relevante Bewegungen in den Wechselkursen während der Abwicklungsperiode könnten eine ernsthafte Aufzehrung potenzieller Gewinne und/oder eine signifikante Erhöhung der Verluste zur Folge haben.

Hochverzinsliche festverzinsbare Wertpapiere – Das Anlegen in hochverzinslichen Anlagen, welche zu einer höheren Volatilität tendieren als festverzinsliche Wertpapiere einer guten Anlagebonität, ist spekulativ. Diese und hochverzinsliche Wertpapiere, welche durch Zinssatzänderungen und der Kreditwürdigkeit der Aussteller beeinflusst werden, beinhalten sowohl zusätzliches Kredit- als auch Ausfallsrisiko.

Hedge Fonds – Eine Anlage in Hedge Fonds ist spekulativ und beinhaltet ein hohes Maß an Risiko. Solche Anlagen sind nur für professionelle Kunden (MiFID Richtlinie 2004/39/EC Anhang II) geeignet. Es kann keine Garantie gegeben werden, dass das Anlageziel eines Hedge Fonds erreicht wird und/oder, dass Anleger ein Teil oder den Gesamtbetrag ihres Anlagevermögens zurückerhalten.

Rohstoffe – Das Verlustrisiko beim Handeln mit Rohstoffen (z.B. Industrierohstoffe wie Gold, Kupfer und Aluminium) kann von

Zusätzliche Quellen: Bloomberg Finance L.P., Federal Reserve Bank of St. Louis FRED, National Bureau of Economic Research

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. DWS Investment GmbH; Stand: 16.11.2018

CRC 062779 (11/2018)

substantieller Natur sein. Der Rohstoffpreis kann substantiellen Schwankungen in kurzen Zeitintervallen unterliegen und durch unvorhersehbare weltweite Politikmaßnahmen (einschließlich Geldpolitik) beeinflusst werden. Des Weiteren könnten die Bewertungen von Rohstoffen anfällig gegenüber solch nachteiliger globaler Entwicklungen in Wirtschaft, Politik und/oder Regulation sein. Vorausschauende Anleger müssen unabhängig die Eignung einer Anlage in Rohstoffen unter Berücksichtigung ihrer eigenen finanziellen Bedingungen und Ziele prüfen. Nicht alle Konzernfirmen oder Tochtergesellschaften der Deutschen Bank Gruppe offerieren Rohstoffe und/oder rohstoffbezogene Produkte und Dienstleistungen.

Anlagen in außerbörslichen Unternehmen sind spekulativ und umfassen signifikante Risiken, u.a. Illiquidität, höheres Verlustpotenzial und fehlende Transparenz. Das Umfeld für Anlagen in außerbörslichen Unternehmen ist zunehmend volatil und kompetitiv. Anleger sollten nur in den Fonds investieren, wenn der Anleger einem Verlust des Gesamtanlagebetrags standhalten kann. Angesichts der Restriktionen bezüglich Zurückziehungen, Transfers und Rückkäufe und unter Berücksichtigung der Tatsache, dass die Fonds in keiner Rechtsprechung unter die Gerichtsbarkeit der Wertpapiergesetze fallen, gilt eine Anlage in den Fonds als illiquide. Anleger sollten darauf vorbereitet sein, die finanziellen Risiken ihrer Anlagen über einen unbegrenzten Zeitraum zu tragen.

Anlagen in Immobilien könnten aufgrund einer Vielzahl an Faktoren nach der Akquirierung keine Wertentwicklung erzielen.

Anlagen in Immobilien, die keine Wertentwicklung erzielen, könnten substantielle Ausarbeitungsverhandlungen und/oder Restrukturierung erfordern.

Die Umwelt betreffende Verpflichtungen könnten insofern ein Risiko darstellen, als dass der Besitzer oder der Betreiber des Grundbesitzes haftpflichtig gemacht werden könnte für die Kosten, die bei der Entfernung oder der Sanierung von bestimmten gefährlichen Substanzen auf, unter, in oder um den Besitz herum auftreten. Zudem könnten sich die Länder, sofern Anlagen in Grund- und Hausbesitz im Ausland getätigt werden, als politisch und/oder wirtschaftlich instabil herausstellen. Schlussendlich könnte auch die Aussetzung gegenüber Schwankungen in Wechselkursen den Wert des Grund- und Hausbesitzes beeinflussen.

Strukturierte Lösungen sind aufgrund ihrer potentiellen Illiquidität, ihrer Optionalität, ihrer Frist zur Zurückzahlung und dem Auszahlungsprofil der Strategie nicht für alle Anleger geeignet. Wir, unsere Konzernunternehmen oder uns oder solchen Konzernunternehmen angeschlossenen Personen könnten: eine Long- oder eine Short-Position in einem Wertpapier, zu dem hier Stellung genommen wurde, bzw. in zugehörigen Futures oder Options unterhalten, Wertpapiere kaufen oder verkaufen, eine Position nehmen, um ein Nachfrager und Anbieter von Wertpapieren zu vermitteln oder sich an anderen etwaigen Transaktionen beteiligen, die solche Wertpapiere betreffen und Provision oder eine andere Kompensation verdienen. Berechnungen von Erträgen auf Instrumente könnten

Zusätzliche Quellen: Bloomberg Finance L.P., Federal Reserve Bank of St. Louis FRED, National Bureau of Economic Research

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. DWS Investment GmbH; Stand: 16.11.2018

CRC 062779 (11/2018)

möglicherweise an einen Index oder einen Zinssatz gekoppelt sein. In solchen Fällen könnten die Anlagen möglicherweise nicht für Personen geeignet sein, denen solche Indices oder Zinssätze unbekannt sind und/oder, die nicht in der Lage oder nicht Willens sind, die mit den Transaktionen verbundenen Risiken zu tragen. Produkte, welche in einer Währung gezeichnet sind, die nicht des Anlegers eigene Währung ist, unterliegen Änderungen in Wechselkursen, welche einen negativen Effekt auf den Wert, den Preis oder die Rendite der Produkte haben können. Diese Produkte sind möglicherweise nicht schnell realisierbare Anlagen und werden auf keinem regulierten Markt gehandelt.

Zusätzliche Risiken die beachtet werden müssen, umfassen Zinssatz-, Währungs-, Kredit-, politische, Liquiditäts-, Zeitwerts-, Rohstoff- und Marktrisiken. Bitte wägen Sie jegliche Risiken vorsichtig ab, bevor Sie eine Anlage tätigen.

Alle Markenrechte liegen bei ihren jeweiligen rechtlichen Inhabern.

### **Wichtige Hinweise**

Bei dem vorliegenden Dokument handelt es sich um eine Werbemitteilung.

DWS ist der Markenname unter dem die DWS Group GmbH & Co. KGaA und ihre Tochtergesellschaften ihre Geschäfte betreiben. Die jeweils verantwortlichen rechtlichen Einheiten, die Kunden Produkte oder Dienstleistungen der DWS anbieten, werden in den entsprechenden Verträgen, Verkaufsunterlagen oder sonstigen Produktinformationen benannt.

Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen keine Anlageberatung dar.

Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung von DWS Investment GmbH wieder, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können.

Wertentwicklungen der Vergangenheit, [simuliert oder tatsächlich realisiert], sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen genügen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegen keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung solcher Empfehlungen. Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.

DWS Investment GmbH 2018.

Zusätzliche Quellen: Bloomberg Finance L.P., Federal Reserve Bank of St. Louis FRED, National Bureau of Economic Research

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. DWS Investment GmbH; Stand: 16.11.2018

CRC 062779 (11/2018)

Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten.

Herausgeber: DWS Investment GmbH, Mainzer Landstraße 11-17,  
60329 Frankfurt am Main, Deutschland

Zusätzliche Quellen: Bloomberg Finance L.P., Federal Reserve Bank of St. Louis FRED, National Bureau of Economic Research

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. DWS Investment GmbH; Stand: 16.11.2018

CRC 062779 (11/2018)