



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

28. April 2022

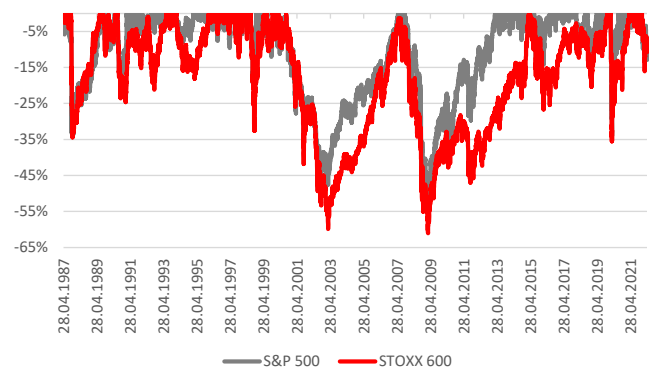
Erfreuliche Gewinne stützen die Aktienmärkte – doch wie lange noch?

Angesichts der aktuellen politischen und volkswirtschaftlichen Rahmendaten muss man sich schon fast die Augen reiben, wenn man auf die Kursentwicklung von Aktienmärkten schaut. Nicht, dass leichte zweistellige prozentuale Rückgänge seit Jahresanfang für Aktienindizes vergnügungssteuerpflichtig wären – aber angesichts der aktuellen Ereignisse hätte man durchaus stärkere Rückschläge erwarten können. Aktuell notiert der europäische STOXX 600 Index etwa 10% unter seinem Allzeithoch, während der S&P 500 etwa 13% unter seinem Allzeithoch liegt. Nur ganz selten befinden sich Aktienmärkte überhaupt in unmittelbarer Nähe ihres Allzeithochs. Die allermeiste Zeit liegen sie darunter. In den letzten 35 Jahren lag man im STOXX 600 an einem durchschnittlichen Handelstag 17% unter dem jeweiligen zuvor erreichten Allzeithoch, während man in den USA im Durchschnitt etwa 11% unter dem zuvor erreichten Höchststand lag. Die Median-Werte sind nicht viel anders; dementsprechend ist die aktuelle Lage am Aktienmarkt komplett unauffällig, wenn man historische Maßstäbe ansetzt. Und das erstaunt, denn das Kapitalmarktumfeld ist eben alles andere als durchschnittlich.

Das fängt mit hohen und weiter steigenden Renditen für Anleihen an, geht mit massiv steigenden Leitzinsen in vielen Regionen der Welt weiter und hört bei einem nun wahrscheinlicher werdenden Stagflationsszenario noch lange nicht auf. Das Ganze wird begleitet von einem quasi vor der Haustür stattfindenden Krieg, der sich über Jahre erstrecken kann, selbst wenn Russland sich darauf beschränken sollte, nur den östlichen Teil der Ukraine zu besetzen. Zusätzlich wird die Weltwirtschaft durch anhaltende Lieferengpässe und knappe Rohstoffe belastet.

Eine dramatische Zuspitzung wäre jederzeit dadurch denkbar, dass Russland sich dazu entscheidet, Deutschland und Europa insgesamt kein Gas mehr zu liefern. Mit Polen und Bulgarien hat Russland bewiesen, dass man bereit ist, Verträge zu brechen. Es ist nicht auszuschließen, dass genau das auch mit dem Rest Europas passiert, wenn tatsächlich noch mehr schwere Waffen an die ukrainischen Streitkräfte geliefert werden.

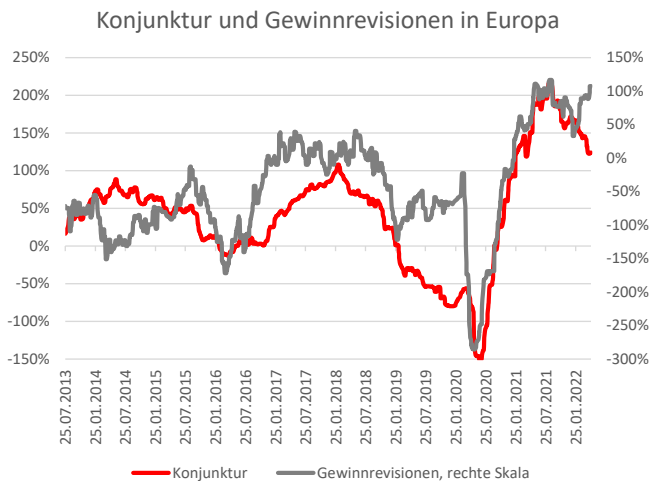
Draw-Downs des US-amerikanischen und des europäischen Aktienmarktes



Der wohl einzige verbliebende Grund, mit dem man die vergleichsweise entspannte Reaktion der Aktienmärkte auf die aktuelle Gemengelage erklären kann, ist die insgesamt doch recht erfreuliche Entwicklung der Gewinne. Für sich genommen ist der positive Gewinntrend eine gute Nachricht, beweist er doch die erstaunlich robuste Verfassung der Wirtschaft - trotz Corona, Inflation und Lieferkettenproblemen. Auf der anderen Seite stellt sich die Frage, wie lange Gewinne einen derart positiven Trend aufweisen können, wenn ansonsten das gesamte makroökonomische Umfeld bewölkt ist, wie die im

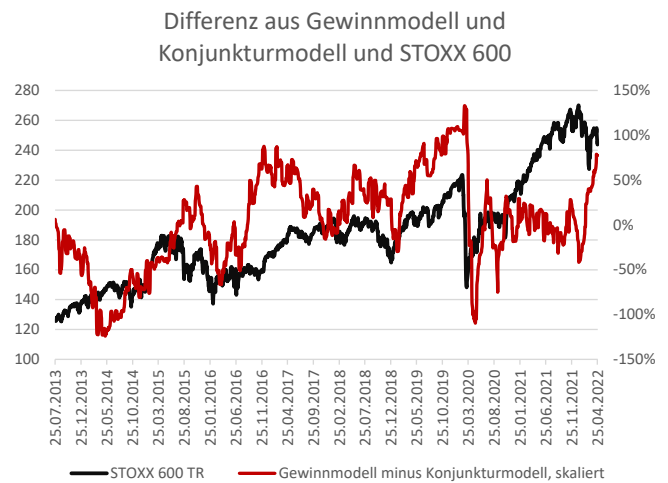
Konjunktur und Strategie

Trend schwächer werdenden Konjunkturdaten nahelegen. Wie immer, wenn derartige Fragen nicht hinreichend gut allein anhand theoretischer Überlegungen geklärt werden können, bietet es sich an, einen Blick auf historische Zusammenhänge zu werfen. Wir speichern bei M.M. Warburg & CO seit fast zehn Jahren jeden Tag (quasi in Echtzeit) eine Vielzahl von Konjunktur- und Gewinndaten in unseren Datenbanken, sodass wir im Rückblick den Zusammenhang dieser Daten sehr gut analysieren können. Die folgende Grafik zeigt den Zusammenhang der beiden Größen auf Tagesbasis. Bei den Konjunkturdaten wird Tag für Tag ausgewertet, ob sich realwirtschaftliche Indikatoren sowie Frühindikatoren ober- oder unterhalb ihres Trends bewegen. Ein negativer Wert muss dementsprechend nicht unbedingt bedeuten, dass die Wirtschaft schrumpft – vielmehr läge die wirtschaftliche Dynamik in einer solchen Phase einfach nur unterhalb dessen, was in den Jahren zuvor im Trend beobachtet werden konnte. Bei den Gewinnrevisionen werten wir für das jeweilige laufende und das jeweils folgende Fiskaljahr aus, wie sich die Analystenschätzungen über drei und sechs Monate verändert haben. Ein negativer Wert muss hier analog zu den Konjunkturdaten nicht bedeuten, dass die Gewinne fallen, sondern weist nur auf rückläufige Schätzungen im Zeitverlauf hin, die absolut betrachtet immer noch sehr positiv sein können.



Unsere Konjunkturdaten weisen einen recht hohen Gleichlauf mit den Gewinndaten auf, wobei es immer wieder Phasen des Auseinanderlaufens gibt. Insgesamt drängt sich aber der Eindruck auf, dass sich die etwas volatileren Gewinndaten eher dem Konjunkturverlauf anpassen und nicht anders herum. Da im Moment die Gewinne im Gegensatz zu den Konjunkturdaten eine deutlich positive Dynamik aufweisen, wäre im Laufe der nächsten Monate mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit zu erwarten, dass die Gewinne eher den Rückwärtsgang

einlegen, statt von wieder positiveren Konjunkturdaten auszugehen. Interessant ist dabei die Beobachtung, dass die Differenz aus dem Gewinn- und dem Konjunkturmodell eine gewisse Parallelität zum Aktienmarkt aufweist.



In Phasen, in denen sich die Gewinne besser entwickeln, als es die Konjunkturdaten nahelegen würden, steigen die Aktien eher, während sie oftmals in Phasen fallen, in denen sich die Gewinne relativ (!) zu den Konjunkturdaten negativ entwickeln. Ab dem Jahr 2021 hat sich hier aber eine interessante Abkopplung ergeben. Zunächst sind die Aktien massiv gestiegen, obwohl sich die Gewinne nicht auffällig positiv relativ zu den Konjunkturdaten entwickelt haben. In den letzten Monaten hat es dann aber tatsächlich diese positive relative Abkopplung gegeben, ohne dass die Märkte weiter gestiegen wären, wie dies eigentlich zu erwarten gewesen wäre. Haben die Aktienmärkte also vielleicht schon ihr Pulver verschossen? Und was passiert, wenn – wie von uns erwartet - die rote Linie in der obigen Grafik zu fallen beginnt, weil sich die Gewinne wieder mehr im Einklang mit den eingetrübten Konjunkturdaten bewegen? Viel spräche dafür, dass dann auch der Aktienmarkt in Mitleidenschaft gezogen werden würde. Wir wollen an dieser Stelle allerdings nicht in eine komplett negative Stimmung verfallen. Alle oben getroffenen Aussagen sind hypothetischer Natur. Fakt ist, dass derzeit die Gewinne insgesamt positiv überraschen und damit unzweifelhaft den Markt stützen. Sollte sich dies fortsetzen, spräche viel für eine weitere Stabilisierung und Normalisierung am Aktienmarkt. Im Moment stehen die Chancen bei etwa 50%, dass dies so kommen wird. Unsere Aufgabe besteht nun darin, Alarm zu schlagen, wenn erste Anzeichen bestehen, dass es doch anders kommt. Denn der Unterwasserchart zu Beginn der Analyse zeigt doch recht deutlich und gnadenlos auf, was dann auf die Investoren zukäme.

Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum					31.12.2021 YTD
	28.04.2022 15:44	01.04.2022 -1 Woche	07.03.2022 -1 Monat	07.01.2022 -3 Monate	07.04.2021 -12 Monate	23.02.2022 Kriegsbeginn	
Dow Jones	33391	-4,1%	1,7%	-7,8%	-0,2%	0,8%	-8,1%
S&P 500	4184	-8,0%	-0,4%	-10,5%	2,5%	-1,0%	-12,2%
Nasdaq	12489	-12,4%	-2,7%	-16,4%	-8,8%	-4,2%	-20,2%
Russell 2000	1884	-9,9%	-3,4%	-13,6%	-15,2%	-3,1%	-16,1%
DAX	13935	-3,5%	8,6%	-12,6%	-8,2%	-4,8%	-12,3%
MDAX	30075	-3,6%	6,1%	-14,0%	-7,4%	-5,7%	-14,4%
TecDAX	3128	-5,4%	4,4%	-15,6%	-9,2%	-0,3%	-20,2%
EuroStoxx 50	3771	-3,8%	7,4%	-12,4%	-4,7%	-5,1%	-12,3%
Stoxx 50	3686	-1,3%	8,5%	-3,4%	10,1%	0,7%	-3,5%
SMI (Swiss Market Index)	12097	-0,7%	8,0%	-5,5%	8,7%	1,3%	-6,1%
FTSE 100	7514	-0,3%	8,0%	0,4%	9,1%	0,2%	1,8%
Nikkei 225	26848	-3,0%	6,4%	-5,7%	-9,7%	1,5%	-6,8%
Brasilien BOVESPA	109801	-9,7%	-1,6%	6,9%	-6,7%	-2,0%	4,7%
Russland RTS	1053	1,9%	12,4%	-31,8%	-26,3%	-12,5%	-34,0%
Indien BSE 30	57521	-3,0%	8,9%	-3,7%	15,8%	0,5%	-1,3%
China CSI 300	3921	-8,3%	-9,9%	-18,7%	-23,2%	-15,2%	-20,6%
MSCI Welt (in €)	2808	-3,3%	3,3%	-4,9%	10,3%	4,3%	-6,3%
MSCI Emerging Markets (in €)	1044	-4,1%	-2,2%	-8,4%	-11,7%	-6,5%	-8,6%
Zinsen und Rentenmärkte							
Bund-Future	155,46	-289	-1444	-1454	-1621	-1053	-1591
Bobl-Future	127,49	-126	-554	-533	-773	-349	-575
Schatz-Future	110,31	-41	-200	-168	-181	-139	-172
3 Monats Euribor	-0,45	14	13	14	10	8	15
3M Euribor Future, Dez 2022	0,53	23	64	-9947	109	0	1
3 Monats \$ Libor	0,99	2	34	75	79	49	78
Fed Funds Future, Dez 2022	2,63	27	115	0	255	1	2
10-jährige US Treasuries	2,85	46	110	108	119	86	135
10-jährige Bunds	0,89	36	94	97	125	70	107
10-jährige Staatsanl. Japan	0,23	2	9	12	15	4	16
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,86	25	68	85	114	57	99
US Treas 10Y Performance	631,39	-2,4%	-7,6%	-7,4%	-6,7%	-5,6%	-9,6%
Bund 10Y Performance	613,30	-1,0%	-6,3%	-6,5%	-8,4%	-4,1%	-7,4%
REX Performance Index	465,73	-1,0%	-4,9%	-4,7%	-5,9%	-3,1%	-5,1%
IBOXX AA, €	1,45	10	47	91	126	36	96
IBOXX BBB, €	2,18	12	43	123	155	45	130
ML US High Yield	6,48	22	44	138	170	63	158
Wandelanleihen Exane 25	7369	0,0%	2,9%	-9,7%	-11,3%	-2,3%	-10,0%
Rohstoffmärkte							
S&P Commodity Spot Index	709,11	-1,7%	-11,8%	22,7%	50,9%	7,6%	26,4%
MG Base Metal Index	532,24	-0,6%	-8,6%	14,5%	34,1%	7,2%	15,4%
Rohöl Brent	104,86	0,3%	-14,8%	28,1%	65,8%	8,1%	33,8%
Gold	1888,69	-2,0%	-4,6%	5,4%	8,4%	-1,0%	3,6%
Silber	24,51	-1,0%	-3,7%	9,9%	-2,7%	0,0%	5,3%
Aluminium	3361,26	-2,2%	-9,9%	15,7%	50,0%	1,2%	19,8%
Kupfer	10314,50	-0,3%	0,6%	6,4%	15,6%	4,1%	5,9%
Eisenerz	151,62	-5,1%	-4,5%	20,1%	-10,4%	6,1%	34,8%
Frachtraten Baltic Dry Index	2425	2,9%	8,5%	5,9%	14,0%	8,1%	9,4%
Devisenmärkte							
EUR/ USD	1,0497	-5,0%	-3,7%	-7,1%	-11,7%	-7,5%	-7,3%
EUR/ GBP	0,8441	0,2%	2,0%	1,0%	-2,2%	1,1%	0,5%
EUR/ JPY	137,19	1,4%	9,3%	4,8%	5,1%	5,1%	5,2%
EUR/ CHF	1,0221	0,0%	1,5%	-1,9%	-7,5%	-2,0%	-1,1%
USD/ CNY	6,6129	3,9%	4,6%	3,7%	1,1%	4,7%	4,0%
USD/ JPY	123,94	1,2%	7,5%	7,2%	12,8%	7,8%	7,7%
USD/ GBP	0,8046	5,5%	5,7%	9,2%	10,9%	9,1%	9,0%

Quelle: Refinitiv Datastream

Carsten Klude
+49403282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Mark Simon Landt
+49 40 3282-2988
mlandt@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.