

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

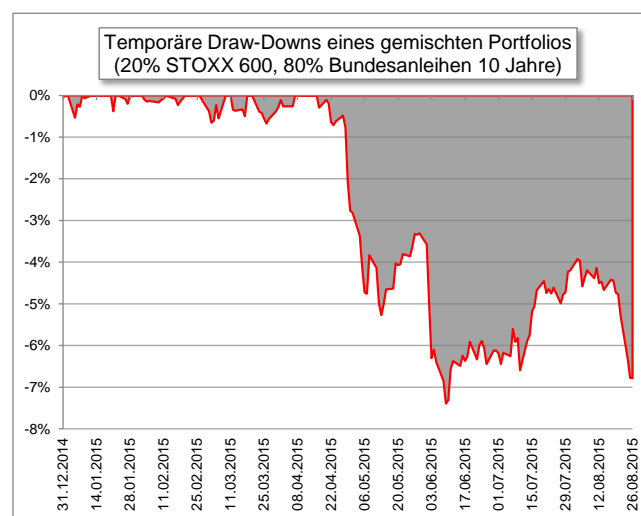
Tollhaus Börse?

Wer in Aktien investiert, weiß i.d.R. auch um die Volatilitäten, die damit einhergehen. Die letzten Jahre und Jahrzehnte sind voll von Episoden, in denen der Aktienmarkt heftige Kapriolen geschlagen hat. Der „Klassiker“ eines Börsencrashes ist sicherlich der sog. Schwarze Montag am 19.10.1987. Damals fiel alleine der Dow Jones innerhalb eines Tages um mehr als 20%, und eine wirklich überzeugende Begründung für diesen Einbruch gibt es bis heute nicht. Allerdings sind bei weitem nicht alle Einbrüche an den Börsen vollkommen irrational. So ging die Korrektur 1998 mit verschiedenen Krisen (Mexiko-Krise, Russland-Krise, Asien-Krise) einher, die zudem einen sehr großen Hedge-Fonds in die Insolvenz trieben. Auch der scharfe und langanhaltende Einbruch der Börse in den Jahren 2000 bis 2003 war durchaus fundamental nachvollziehbar. In den Jahren zuvor hatte sich eine gewaltige Blase vor dem Hintergrund überzogener Produktivitätserwartungen aufgebaut, und diese Blase in Form teilweise aberwitziger Unternehmensbewertungen musste zwangsläufig platzen. Angefeuert wurde die Volatilität zudem temporär von den Terroranschlägen des 11. Septembers. Auch die Rücksetzer in 2007 sowie der massive Einbruch in 2008 kamen nicht komplett unerwartet. Damals lösten rückläufige Konjunkturdaten in den USA in Verbindung mit einer fahrlässigen Kreditvergabe von Banken die Subprime-Krise aus, die wiederum in eine Finanzkrise und schließlich in eine Weltwirtschaftskrise mündete. Auch die scharfe Korrektur im August 2011 kam nicht vollkommen überraschend. Damals standen die Märkte unter dem Eindruck einer stark steigenden US-Staatverschuldung in Kombination mit einer bedrohlicher werdenden Euro-Krise; zudem setzten schlechte Konjunkturdaten in den USA und Europa den Märkten zu. Vor dem Hintergrund dieser Erfahrungen stellt sich nun die Frage, wie die aktuellen Börsenturbulenzen einzuordnen sind. Gibt es für die scharfe Korrektur der letzten Wochen ebenfalls eine logische Erklärung, oder ist die jüngste Episode doch eher ein Beispiel für die zeitweilige Irrationalität der Märkte?

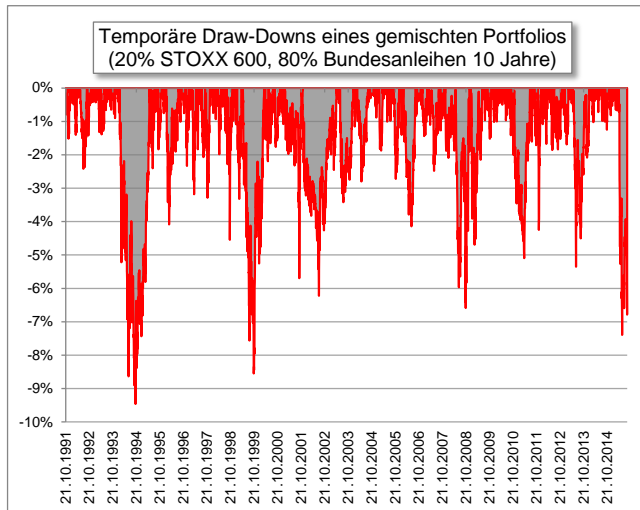
Diese Frage lässt sich aus unserer Perspektive noch nicht abschließend beantworten, jedoch tendieren wir derzeit eher zu der These, dass Irrationalität eine erhebliche Rolle gespielt haben dürfte. Ein erster Hinweis auf die Irrationalität ist der gewaltige Herdentrieb, den wir seit Wochen in unseren Modellen beobachten können. Wir messen dieses Verhalten der Marktteilnehmer u.a. über die Korrelationen zwischen verschiedenen Assetklassen. Bewegen sich Assetklassen auch im globalen Kontext im Gleichklang, spricht das eher für Herdentrieb, da offensichtlich ein abwägendes und differenzierendes Investmentverhalten in den Hintergrund tritt und durch ein unreflektiertes, eher pauschalisierendes Verhalten ersetzt wird. Genau das ist seit einigen Wochen der Fall. Nach unseren Berechnungen lagen die Korrelationen zwischen einer Vielzahl von weltweit relevanten Assetklassen noch im Mai dieses Jahres auf einem historischen Tiefpunkt. Dementsprechend führten die Märkte ein großes „Eigenleben“ und bewegten sich

kaum in Kontext anderer Märkte. Ausgehend von diesem tiefen Niveau ist aber die Korrelation zwischen den Märkten vor allem in den letzten Wochen so stark gestiegen wie selten zuvor. Selbst zu Beginn der Subprime-Krise im Jahr 2007 oder im Zuge der Lehman-Insolvenz kam es nicht zu derartigen Anstiegen in den Korrelationen. Dabei halten wir es für extrem unwahrscheinlich, dass sich diese Entwicklung allein mit den Problemen in China erklären lässt. Wir haben schon in der Ausgabe von „Konjunktur und Strategie“ vom 16.7.2015 ausführlich zu den Problemen in China Stellung bezogen und wollen diese auch nicht kleinreden, jedoch können wir kaum Ansteckungswege für die USA und Europa erkennen, die ein eher lokales Problem zu einem signifikanten globalen Problem werden lassen. Die heftige Marktreaktion auf die von China ausgehenden Turbulenzen hat daher vermutlich zumindest zum Teil eine andere Ursache.

Schon im Sommer dieses Jahres hatten Portfolios, die für institutionelle Investoren typisch sind (hoher Rentenanteil, geringer Aktienanteil) einen erheblichen Rückgang zu verkraften, der auch im historischen Kontext auffallend stark war. Im Sommer lag die Ursache allerdings nicht in fallenden Aktienkursen, sondern in fallenden Kursen von Anleihen. Da immer mehr institutionelle Portfolios (teilweise regulierungsbedingt) mit Risikobudgets und Wertuntergrenzen arbeiten, waren die Portfoliomanager schon im Sommer gezwungen, ihre Risikopositionen zu reduzieren. Der erneute Rückschlag in den Portfolios in den letzten Wochen (diesmal primär ausgehend vom Aktienmarkt) führte in der ohnehin schon angespannten Situation zu weiteren oftmals automatischen Verkäufen. Anders ist auch nicht zu erklären, wie am Dienstag dieser Woche ohne neue marktrelevante Daten der breite europäische Aktienmarkt in der Spitze fast acht Prozent verlieren konnte.



Vor diesem Hintergrund besteht unsere Arbeitshypothese nach wie vor darin, dass es sich bei den jüngsten Kursrückgängen tatsächlich um eine irrationale Entwicklung und nicht um den Beginn einer großen Krise handelt, deren fundamentaler Grund zwar jetzt noch nicht in voller Gänze visibel ist, aber später „nachgereicht“ wird.



Wenn man unsere Meinung teilt, dass es für einen weiteren signifikanten Absturz an den Märkten derzeit keinen erkennbaren fundamentalen Grund gibt, wäre zu überlegen, wie ein realistisches Szenario für die kommenden Wochen aussehen könnte. Wir haben dazu vergangene Kursrückschläge analysiert und berechnet, wie sich die Kurse nach einem scharfen Rückgang entwickelt haben. Prinzipiell decken sich die Ergebnisse mit dem, was man auch mit gesundem Menschenverstand erwarten würde. Sollte die Vergangenheit irgendwelche Lehren für die Zukunft vorhalten, lassen sich unter anderem die folgenden Schlussfolgerungen ziehen:

- I. Eine V-förmige Erholung nach einer Korrektur ist nicht die Regel, eine Gegenbewegung in den USA aber insgesamt wahrscheinlicher als in Europa.
- II. Wer eine schnelle technische Erholung erwartet sollte auf Zykliker setzen, da diese in der Vergangenheit nach einer Korrektur das höchste Kurspotenzial hatten.
- III. Für die Skeptiker ist die klare Empfehlung, in den Bereich der Deep Defensives zu investieren. Diese haben in der Vergangenheit mit die beste Wertentwicklung nach einer Korrektur aufgewiesen und darüber hinaus zumindest im Stoxx 600 die geringsten Abwärtsrisiken; im S&P lagen diese im Mittelfeld. Zu den Deep Defensives haben wir die Sektoren Food/Beverages, Health Care, Telekom und Versorger in Europa gerechnet.

Ansonsten zeigen vergangene Korrekturmuster im DAX, dass das Handelsvolumen in der Regel zum Ende der Korrektur oder unmittelbar danach einen Peak ausbildet. Eine derartige Formation könnte sich zumindest im DAX auch derzeit ausbilden. Die technischen Modelle, die wir zu Timing-Zwecken nutzen, liefern aber bislang noch ein Verkaufssignal. Trotzdem: Wer mutig ist, sollte jetzt überlegen, wieder einen Einstieg zu wagen und darauf zu setzen, dass sich der Aktienmarkt analog zu 2011 wieder erholt.

Die ganze Sache hat allerdings einen Haken: Wir haben bisher unser Hauptszenario beschrieben, aber zu jedem Hauptszenario gibt es auch ein Nebenszenario, denn an der Börse ist Demut das erste Gebot, und Ereignisse sind niemals mit hoher Gewissheit und Treffsicherheit plan- und

antizipierbar. Ein mögliches Nebenszenario sieht wie folgt aus: In den Schwellenländern setzt sich auch in den kommenden Quartalen und Jahren das geringere Wachstum fort, da viele Schwellenländer zunehmend direkt den Sprung vom Agrarstaat zur Dienstleistungsgesellschaft vollziehen und ihre industrielle Basis nicht so ausbauen wie ursprünglich erwartet. Zudem tun sich viele Schwellenländer mit ihren oftmals autokratischen Strukturen schwer, ein hohes Kreativitätspotenzial aufrechtzuerhalten und auszuweiten. Dementsprechend wenden sich die Kapitalmärkte enttäuscht von diesen Ländern ab; es entsteht eine Kapitalflucht, so wie sich in den Jahren zuvor eine (irrationale) Kapitalflut aufgebaut hatte. Die Kapitalflucht wird zunächst weiter beschleunigt durch gute Konjunkturdaten in den USA und in Teilen Europas. Die Kapitalflucht in den Schwellenländern führt zu weiteren kontraktiven konjunkturellen Effekten, die vor dem Hintergrund der stark gestiegenen Verschuldung dieser Länder an Brisanz gewinnen und eine Währungskrise auslösen. Einige Länder müssen ihre Währungen dramatisch abwerten und exportieren damit die Deflation in die etablierten Industrieländer, deren Notenbanken über keine effektive Munition verfügen, um diese deflationäre Entwicklung nachhaltig zu bekämpfen.

Die Deflation zieht wiederum fallende reale BIP-Wachstumsraten nach sich und verstärkt auch in der westlichen Welt den konjunkturellen Abschwung, zumal die Exporte der USA und Europas in die krisenbetroffenen Schwellenländer aufgrund der Währungsabwertungen weiter zurückfallen. Im gleichen Zug fallen die Margen und Gewinne von börsennotierten Unternehmen, und Analysten fangen an, reduzierte BIP-Trendwachstumsraten in ihren Modellen zu berücksichtigen. In diesem Umfeld kommt es zu Vertrauensverlusten an den Märkten, und Aktienmärkte setzen ihre Talfahrt fort, während Unternehmensanleihen (ähnlich wie in 2008) an Liquidität verlieren.

Das rückläufige Vermögen in der westlichen Welt führt zu einer steigenden Sparquote, die mit einer fallenden Konsumquote einhergeht. Dieser kontraktive Effekt verstärkt die Rezession und führt zu einer neuen großen Wirtschaftskrise. Eine sofort eingeleitete antizyklische Fiskalpolitik führt in fast allen Ländern zu einer sprunghaft ansteigenden Staatsverschuldung und lässt die Frage aufkommen, wie lange der sog. „debt-supercycle“ noch funktionieren wird. Die Verunsicherung führt zu steigenden Renditen von Staatsanleihen und erschwert die Finanzierung von Unternehmen, die im deflationären und margenschwachen Umfeld ohnehin schon unter stark rückläufigen Cash-Flows leiden.

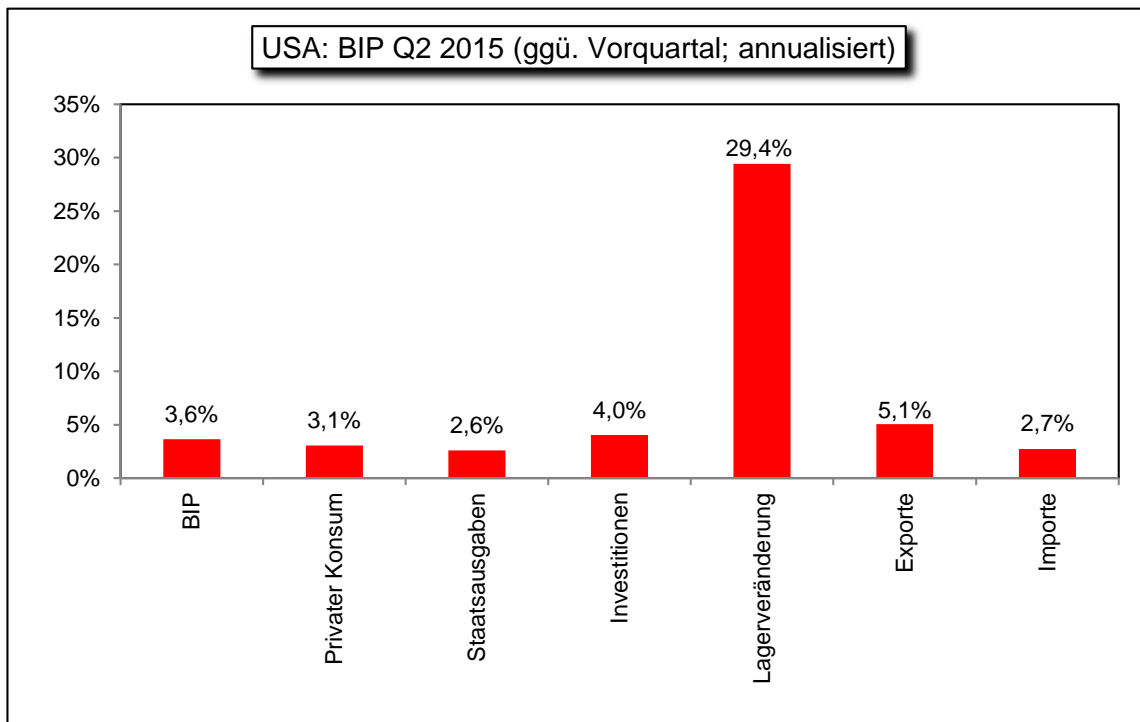
Das klingt nach einem perfekten Sturm, und das wäre es auch. Die Frage ist nur, welche Wahrscheinlichkeit man einem solchen Szenario beimisst. Nüchtern betrachtet gibt es für eine solche Entwicklung derzeit nicht einmal vage Anzeichen – auf der anderen Seite hätte sich im Frühling 2007 auch keiner vorstellen können, welche Dramatik sich im Jahr 2008 entfalten würde. Somit bleibt einem nichts anderes übrig, als kontinuierlich und nüchtern die Lage zu analysieren, Veränderungen rechtzeitig wahrzunehmen und die richtigen Schlüsse daraus zu ziehen. Dabei zeigt die Vergangenheit, dass ein Denken in Extremszenarien nur sehr selten ein guter Ratgeber war.

Wochenausblick für die Zeit vom 31. August bis 4. September 2015

	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sept	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerindex Ver. Gew.	52,8	52,1	51,1	51,9	53,2		1. September
D: Veränderung Arbeitslose in Tsd, sa.	-9	-5	-1	9	-9		1. September
D: Arbeitslosenquote, sa.	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%		1. September
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	55,4	54,0	53,0	53,8	53,6		3. September
D: Auftragseingänge, m/m	0,9%	1,4%	-0,2%	2,0%	1,9%		4. September
D: Auftragseingänge, y/y	1,9%	0,5%	4,8%	7,0%	2,8%		4. September
E-19: vorl. Inflationsrate, y/y	0,0%	0,3%	0,8%	0,2%	-0,2%		31. August
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew.	52,2	52,0	52,2	52,5	52,4		1. September
E-19: Arbeitslosenquote, sa.	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%			1. September
E-19: Produzentenpreise, m/m	0,2%	-0,1%	0,0%	-0,1%	0,1%		2. September
E-19: Produzentenpreise, y/y	-2,3%	-2,2%	-2,0%	-2,2%	-1,9%		2. September
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	54,2	54,1	53,8	54,4	54,3		3. September

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Keine Spur von Krise!



Die revidierten Zahlen zum US-Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal sind stark ausgefallen: Mit einem Plus von 3,6% in US-amerikanischer Rechnung (entsprechend 0,7% nach europäischen Konventionen) legte die Wirtschaft ein höheres Wachstumstempo vor als nach der Erstschätzung zu erwarten war. Positive Wachstumsbeiträge kamen vom privaten Konsum, den Staatsausgaben und den Investitionen. Auch das Außenhandelsdefizit der US-Wirtschaft ist zurückgegangen. Das Wachstum in den USA scheint damit auf einer sehr breiten Basis zu stehen. Dies werten wir als ermutigendes Signal. Ganz ungetrübt fällt der Eindruck allerdings nicht aus: So haben die Lagerbestände im zweiten Quartal erneut zuge-

nommen und erreichten den höchsten Wert seit dem dritten Quartal 2010 – sollte die Nachfrage künftig schwächer ausfallen, dann könnten die Unternehmen ihre Produktion deutlich zurückfahren. Dies schmälert die Perspektiven für die zweite Jahreshälfte 2015 etwas. Unverändert blieben die Zahlen zur Preisentwicklung. Der von der Fed stark beachtete Inflationsindex „Core PCE Price Index“ blieb wie in der Erstschätzung bei 1,8%. Dies liegt zwar unter der Zielmarke der Fed von 2%, so dass kein unmittelbarer Handlungsdruck besteht. Grundsätzlich bleibt aber festzuhalten, dass die Preisentwicklung in den USA im Gegensatz zu Europa nicht mehr entscheidend gegen eine erste vorsichtige Zinserhöhung spricht.

	Stand	Veränderung zum			
	27.08.2015	20.08.2015	24.07.2015	26.05.2015	31.12.2014
	16:48	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	16286	-4,2%	-7,3%	-9,7%	-8,6%
S&P 500	1941	-4,7%	-6,7%	-7,8%	-5,8%
Nasdaq	4698	-3,7%	-7,7%	-6,7%	-0,8%
DAX	9997	-4,2%	-11,9%	-14,0%	2,0%
MDAX	19138	-3,7%	-7,3%	-7,6%	13,0%
TecDAX	1643	-2,5%	-9,0%	-3,9%	19,8%
EuroStoxx 50	3171	-5,4%	-11,9%	-12,4%	0,8%
Stoxx 50	2989	-7,1%	-12,2%	-14,1%	-0,5%
SMI (Swiss Market Index)	8549	-6,1%	-8,3%	-7,8%	-4,8%
Nikkei 225	18377	-8,3%	-10,6%	-10,1%	5,3%
Brasilien BOVESPA	46038	-1,3%	-6,5%	-14,2%	-7,9%
Russland RTS	755	-5,1%	-12,2%	-26,4%	-4,6%
Indien BSE 30	25715	-6,9%	-8,5%	-6,6%	-6,5%
China Shanghai Composite	2927	-20,1%	-28,1%	-40,4%	-9,5%
MSCI Welt (in €)	1616	-6,6%	-11,2%	-13,0%	0,7%
MSCI Emerging Markets (in €)	787	-7,0%	-17,0%	-26,5%	-12,3%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	154,21	-137	36	-56	-166
Bobl-Future	130,34	-40	18	157	6
Schatz-Future	111,32	-5	3	13	23
3 Monats \$ Libor	0,33	0	3	4	7
10-jährige US Treasuries	2,17	9	-10	4	0
10-jährige Bunds	0,71	12	5	16	17
10-jährige JGB	0,38	1	-4	-5	5
US Treas 10Y Performance	564,88	-0,8%	1,0%	0,2%	1,2%
Bund 10Y Performance	573,68	-1,1%	-0,1%	-1,0%	-0,7%
REX Performance Index	472,49	0,0%	0,4%	0,6%	0,1%
Hypothekenzinsen USA	3,93	0	-11	9	10
IBOXX AA, €	1,30	12	6	28	41
IBOXX BBB, €	2,11	14	18	42	32
ML US High Yield	7,74	11	50	131	79
JPM EMBI+, Index	686	-1,0%	-1,8%	-3,9%	-0,8%
Wandelanleihen Exane 25	6629	0,0%	-3,6%	-4,2%	2,6%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	382,92	-3,9%	-5,0%	-9,4%	-14,4%
MG Base Metal Index	238,78	-3,8%	-9,0%	-18,1%	-21,4%
Rohöl Brent	43,27	-9,4%	-22,3%	-33,8%	-24,5%
Gold	1123,78	-2,2%	3,7%	-5,5%	-5,3%
Silber	14,11	-9,1%	-2,8%	-15,9%	-10,4%
Aluminium	1509,75	-2,6%	-5,8%	-11,9%	-17,3%
Kupfer	4963,00	-3,2%	-5,4%	-18,7%	-22,1%
Frachtraten Baltic Dry Index	918	-9,5%	-15,5%	57,2%	17,4%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,14	2,0%	4,2%	4,4%	-6,1%
EUR/ GBP	0,73	2,7%	3,8%	3,6%	-5,4%
EUR/ JPY	136,46	-1,5%	0,6%	1,8%	-6,0%
EUR/ CHF	1,08	0,1%	2,5%	4,1%	-10,4%
USD/ JPY	119,92	-2,8%	-3,2%	-2,6%	0,2%

Diese Ausarbeitung 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. 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 und ersetzt nicht eine kunden- und produktgerechte Beratung. 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.



Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com
Dr. Christian Jaspermeite	+49 40 3282-2439	cjaspermeite@mmwarburg.com
Matthias Thiel	+49 40 3282-2401	mthiel@mmwarburg.com
Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Dr. Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com