

KOMMENTAR ZUR MARKTENTWICKLUNG

Aktienmärkte: Korrektur, aber kein dauerhafter Einbruch

Im Verlauf der letzten beiden Handelstage ist es an den US-Börsen zu einem massiven Kurseinbruch gekommen. Der Dow Jones verzeichnete gestern zwischenzeitlich einen Rückgang von fast 1.600 Punkten und beendete den Tag mit einem Minus von 4,6 Prozent. Dies war der größte Tagesverlust seit August 2011. Auch die anderen US-Indizes gerieten stark unter die Räder und rissen andere Börsenplätze mit in die Tiefe. Mittlerweile notieren alle wichtigen Indizes in den USA, Europa und Japan unter ihren Indexständen vom Jahresbeginn.

Paradoxerweise findet diese Korrektur zu einem Zeitpunkt statt, in dem die globalen Konjunkturdaten so stark wie seit langem nicht mehr sind. Die US-Wirtschaft wächst mit rund drei Prozent, die Eurozone mit einer Rate von 2,5 Prozent, und auch in fast allen Schwellenländern haben sich die Wirtschaftsdaten zuletzt kontinuierlich verbessert. Unser Warburg-Konjunkturzyklusmodell liegt weiterhin bei Werten von um die 90 Prozent, sodass die derzeitige Kurschwäche unseres Erachtens nach nichts mit den fundamentalen Rahmendaten zu tun hat. Auch auf der Unternehmensseite sieht es gut aus. So ist der bisherige Verlauf der Berichtssaison in den USA mehr als zufriedenstellend: 80 Prozent der berichtenden Unternehmen haben sowohl die Gewinn- als auch die Umsatzerwartungen übertroffen.

Die plausibelste Erklärung für die aktuelle Kursentwicklung liefert die Sorge der Anleger vor einer Rückkehr der Inflation. Dies könnte die Notenbanken, insbesondere die US Federal Reserve, zu einer restriktiveren Geldpolitik zwingen als bislang angenommen. So begann der Ausverkauf am vergangenen Freitag nach einem guten US-Arbeitsmarktbericht, der einen stärker als erwarteten Anstieg der Stundenlöhne zeigte. Allerdings ist der Zusammenhang zwischen der Lohnentwicklung und der Inflationsrate in den USA in den vergangenen Jahren nicht besonders eng gewesen. Auch die Vermutung, dass die gute globale Konjunktursituation zwangsläufig zu höheren Inflationsraten führen muss, lässt sich im Moment nicht belegen. So ist die durchschnittliche Inflationsrate von fast 70 Ländern seit dem Frühjahr 2017 von 2,9 Prozent auf zuletzt 2,5 Prozent gesunken. Auch in den USA zeigen die verschiedenen Preisstatistiken einen Rückgang der Inflation seit dem vergangenen Frühjahr.

Dennoch ist die Rendite für 10-jährige US-Treasuries seit Mitte Dezember 2017 von 2,35 auf 2,85 Prozent angestiegen. Auch andere Staatsanleihen verzeichneten in diesem Zeitraum Kursverluste, so ist beispielsweise die Rendite für 10-jährige Bundesanleihen von 0,30 auf 0,70 Prozent ange-

stiegen. Dies spiegelt in erster Linie die Annahme wider, dass sich die Zeit der global expansiven Geldpolitik langsam dem Ende nähert. Für die USA erwarten einige Marktteilnehmer mittlerweile, dass die Fed die Zinsen nicht nur – wie angekündigt – drei Mal in diesem Jahr erhöhen wird, sondern vielleicht sogar vier Mal. Der Blick auf die Fed Funds Futures zeigt allerdings auch, dass dies keineswegs die Mehrheitsmeinung des Marktes ist: etwas mehr als 50 Prozent der Marktteilnehmer rechnen mit weniger als drei Zinserhöhungen, gut 30 Prozent erwarten drei Zinsschritte, und etwa 15 Prozent gehen von mehr als drei Zinserhöhungen aus.

Unsere Untersuchungen zeigen, dass es seit dem Jahr 2008 fünf Phasen gab, in denen die Renditen über mehrere Wochen hinweg deutlich angestiegen sind. Dies war zum Beispiel nach dem Beginn der QE-Programme in den USA in den Jahren 2009 und 2011 der Fall oder auch im Mai 2013, nachdem Ben Bernanke das sogenannten „Taper Tantrum“ verursachte. Im Mai 2015 stiegen die Renditen vor allem in der Eurozone kräftig an, nachdem – wie sich später herausstellte – China einen Teil seiner Anleihenbestände veräußerte. Und schließlich kam es nach der Wahl von Donald Trump zum US-Präsidenten zu steigenden Renditen. Im Durchschnitt stieg die Rendite für 10-jährige US-Treasuries während dieser Phasen um gut 100 Basispunkte, die Rendite von 10-jährigen Bundesanleihen legte um rund 70 Basispunkte zu. Und wie reagierten die Aktienmärkte auf die steigenden Renditen? Sowohl der DAX als auch der S&P 500 legten im Durchschnitt dieser Zeiträume um rund sechs Prozent zu. Dies ist auch wenig verwunderlich, weil die steigenden Renditen auf ein verbessertes wirtschaftliches Umfeld zurückzuführen waren – so wie im Moment auch. Eine Ausnahme stellt der Renditeanstieg aus dem Jahr 2015 dar: Der DAX verlor in den ersten 100 Tagen nach dem Beginn des Ausverkaufs am Rentenmarkt gut fünf Prozent an Wert. Das lag aber vor allem an zwei exogenen Schocks: zum einen an der Abwertung der chinesischen Währung, zum anderen am VW-Dieselskandal.

Alles in allem erscheint uns die aktuelle Korrektur nicht der Vorbote einer länger anhaltenden Abwärtsphase zu sein, sondern eher eine kurzfristige Marktverwerfung. Durch den Kursrutsch der vergangenen Tage ist die Bewertung der Aktienmärkte zudem wieder gesunken. Der S&P 500 ist auf Basis der Gewinnerwartungen für die kommenden 12 Monate mit einem KGV von 17,4 bewertet, das ist der niedrigste Wert der vergangenen 12 Monate. Das DAX-KGV liegt sogar nur bei 12,6. Die allgemeine Aussage „Aktien sind (zu) teuer geworden“ stimmt so also nicht – das Gegenteil ist der Fall. Auch dies sollte dazu beitragen, dass sich der Ausverkauf nicht weiter fortsetzt.

Carsten Klude +49 40 3282-2572 cklude@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite +49 40 3282-2439 cjasperneite@mmwarburg.com
Dr. Jörg Rahn +49 40 3282-2419 jrahn@mmwarburg.com

Martin Hasse +49 40 3282-2411 mhasse@mmwarburg.com
Dr. Rebekka Haller +49 40 3282-2452 rhaller@mmwarburg.com
Bente Lorenzen +49 40 3282-2409 blorenzen@mmwarburg.com

Den Berichten, Tabellen und Grafiken liegen vertrauenswürdige Informationen aus öffentlichen Quellen zugrunde. Für die Richtigkeit können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Der Inhalt ist urheberrechtlich geschützt. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.