

Die letzte Phase des Aktienmarktzyklus

Über die letzten Wochen häufen sich gute Nachrichten für die Finanzmärkte in einem Maße, wie es noch vor kurzer Zeit kaum vorstellbar gewesen wäre: In den USA hat die Anzahl der Beschäftigungsverhältnisse wieder das Niveau von 2008 erreicht; die EZB hat sich aus der ideologischen Umklammerung durch die Bundesbank befreit und betreibt jetzt erstmalig in ihrer Geschichte eine reflationäre und wachstumsorientierte Politik; und auch die politischen Spannungen zwischen Russland und dem Westen, in der manch einer schon eine Neuauflage des Kalten Krieges oder sogar noch mehr gesehen hat, haben sich zumindest teilweise wieder gelöst.

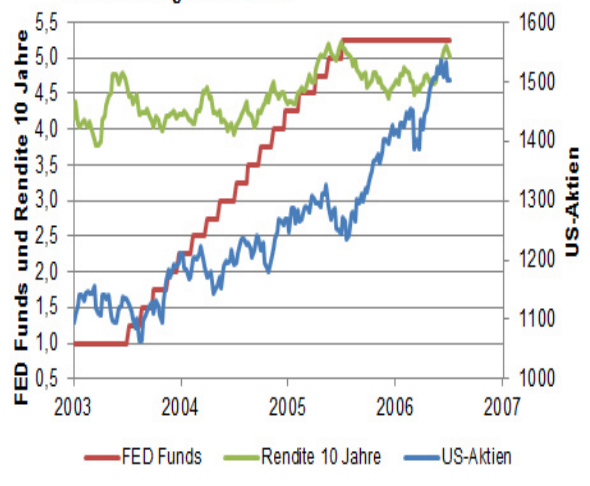
Nicht umsonst haben der DAX mit 10.000 Punkten und der S&P 500 mit 1.950 Punkten neue Rekordstände verzeichnet. Die alte Börsenweisheit „Sell in May and go away“ wurde in diesem Jahr zu „Buy in May“. Aber auch an den Anleihemärkten herrscht Partystimmung: Die Rendite 10-jähriger französischer und spanischer Staatsanleihen war seit der zweiten Hälfte des 18. Jahrhunderts nicht mehr so niedrig und die Rendite 10-jähriger italienischer Staatsanleihen fiel auf den tiefsten Stand seit 1945. Wie lange wird diese Entwicklung wohl noch anhalten?

Das Ende eines mehrjährigen Haussezyklus wird an den Aktienmärkten in der Regel durch eines der folgenden Ereignisse eingeläutet: anziehende Inflationsraten, eine Bankenkrise mit Kreditklemme oder eine krasse Überbewertung. Im ersten Fall reagiert die Notenbank auf steigende Löhne/Preise mit Zinserhöhungen, es kommt zu einer Rezession, in deren Verlauf die Aktienkurse fallen. Dies ist der klassische Zyklus in den USA, der zu den Marktkorrekturen 1960, 1970, 1974, 1982 und 1990 führte. Den zweiten Fall haben wir 2008 erlebt. Im dritten Fall sind Aktien einfach so teuer, dass deren Kurse auch ohne Inflationsdruck oder Probleme im Bankensektor „unter ihrem eigenen Gewicht“ zusammenbrechen wie 1987 und 2000. Da wir nicht unmittelbar das Wiederaufleben einer Bankenkrise erwarten, wollen wir uns im Folgenden auf den ersten und dritten Fall konzentrieren.

Die FED ist kein Spielverderber

In den USA ist von einer Lohn-Preisspirale aktuell noch nichts zu sehen und die Eurozone hat sowieso eher mit deflationären Tendenzen zu kämpfen. Daher wird es 2014 und 2015 nicht plötzlich zu einem Inflationsschub kommen.

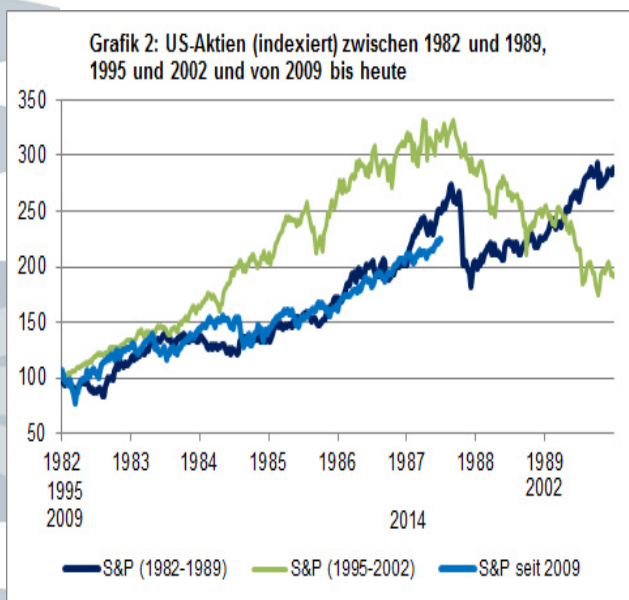
Grafik 1: Trotz Zinsanhebungen zwischen 2004 und 2006 boomte der Aktienmarkt und die Rendite 10-jähriger US-Anleihen stieg nur leicht an



In vielen Marktkomentaren konnte man zwar zuletzt lesen, dass dem Aktien- und Anleihemarkt in den USA Gefahr droht, sobald die FED die Zinsen anheben wird. Wir gehen zwar davon aus, dass dies nicht vor Mitte 2015 passieren wird. Aber selbst wenn die erste Zinserhöhung bereits früher kommt, muss dies nicht gleichbedeutend mit fallenden Aktienkursen und steigenden Renditen sein, wie ein Blick auf den letzten Zyklus zwischen 2004 und 2007 zeigt (vgl. Grafik 1). Trotz des Anstiegs der FED Funds von 1% auf 5,25% im Zeitraum 2004 bis 2006 bewegte sich die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen zwischen 4% und 5%, während der Aktienmarkt deutlich zulegen konnte. Wie heute hatte die FED auch damals die Finanzmärkte gut auf die Erhöhungen vorbereitet. Damit bleibt als möglicher Auslöser für eine Korrektur noch die vermeintliche Überbewertung übrig.

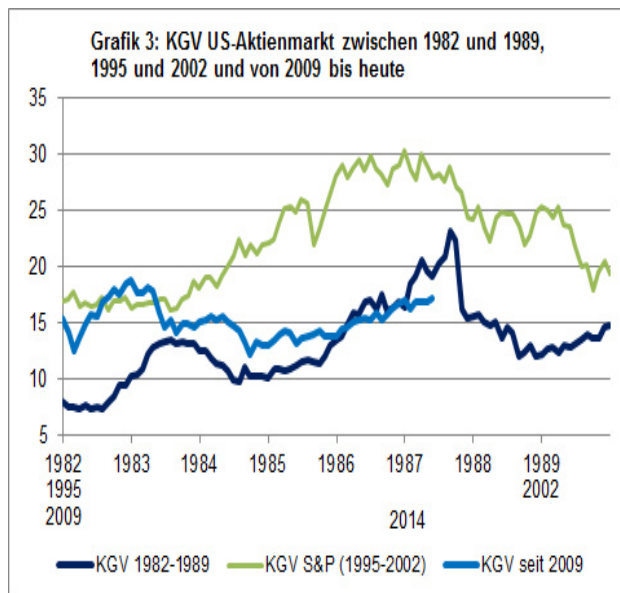
Bewertung im Blickpunkt

Im ersten Quartal haben wir bereits einen Vorge-schmack bekommen, wie schnell und heftig eine sol-che Entwicklung ausfallen kann. Die Favoriten des Jahres 2013, v.a. Internet- und Biotechnologiewerte, wurden verkauft. Plötzlich waren wieder zyklische Werte und „Value“-Aktien gefragt, deren Kurse auf-grund der größeren konjunkturellen Unsicherheit noch günstig erschienen. Da die Kursverluste der ehemali-gen Highflyer aber höher waren als die Kursgewinne der zurückgebliebenen Werte, haben die Aktienmärkte konsolidiert. Erst in den letzten Wochen hat sich das Blatt wieder gewendet und es kam zu einer Renais-sance der „Momentum“-Aktien des Vorjahres. Je län-ger die Aktienmärkte aber nur noch von diesen Werten getrieben werden, desto wahrscheinlicher wird ein Rückschlag. Den Auslöser erwarten wir weniger in enttäuschenden Konjunkturdaten, sondern vielmehr in der Tatsache, dass KGVs von 14 für den DAX und knapp 18 für den US-Aktienmarkt am oberen Ende der Bewertungsspanne der letzten Jahre rangieren. Erinne-rungen vor allem an 1987, aber auch an 2000 werden wach.



Damals wie heute waren die Aktienkurse im Schlepptau der größeren Zuversicht in die Stabilität der Weltwirtschaft 5 Jahren lang ohne nennenswerte Unterbrechung gestiegen (vgl. Grafik 2). Das KGV des S&P 500 hatte sich jeweils deutlich erhöht (vgl. Grafik 3), bis es schließlich im Oktober 1987 zum Aktienmarktcrash bzw. ab September 2000 zu einem zweieinhalbjährigen Kursrutsch kam. Unseres

Erachtens erinnert der aktuelle Zyklus eher an die 1980er als an die 1990er Jahre, da die erste Zeitperiode auch stark liquiditätsgetrieben war.



Aber keine Angst: Aktuell sind wir noch ein gutes Stück von der Situation des Jahres 1987 entfernt. Zwar sind Aktien nicht mehr so günstig wie noch 2011 oder 2012. Solange aber die kurz- und langfristigen Zinsen auf niedrigem Niveau bleiben, hat die Bewertung der Aktienmärkte noch „Luft“ nach oben. Die sich daraus ergebende Aufwärtsbewegung bei den Aktienkursen wäre zwar nicht durch einen entsprechenden Anstieg der Unternehmensgewinne untermauert, trotzdem halten wir eine solche Entwicklung für wahrscheinlich.

Ein Blick zurück zeigt, dass sich die aktuelle Bewer-tung des US-Marktes in etwa auf dem Niveau von Ende 1986 bzw. 1995 befindet (vgl. Grafik 3). Zwi-schen Januar und Oktober 1987 legten die Aktienkurse aber nochmals um 30% zu, so dass sich das KGV des S&P 500 auf 22 in die Höhe schraubte. Erst eine Re-zession, ein Verfall der Gewinnmargen oder ein weite-rer dynamischer Anstieg der Aktienkurse würde uns auf dieses Bewertungsniveau bringen. Sollte sich die damalige Entwicklung wiederholen, hätten wir also nochmals ein sehr freundliches Dreivierteljahr vor uns, zumal die sonst so typischen Anzeichen für ein Ende der Aufwärtsbewegung an den Börsen (Euphorie, ex-pontieller Anstieg der Aktienindizes bzw. "Fahnen-stangen" bei Einzelwerten, hohe Börsenumsätze, ein hoher Anteil von Aktionären an der Bevölkerung) feh-

len. So hat das Erreichen der 10.000 Punkte im DAX eher Furcht vor zukünftigen Rückschlägen als Begeisterung in Erwartung weiterer Kurssteigerungen ausgelöst – im Übrigen ganz im Gegenteil zu den 8.000 Punkten im Jahre 2000. In der Vergangenheit ging jeder längeren Baissephase aber eine entsprechende markttechnische Überhitzung voraus.

Unternehmensgewinne werden „aufgehübscht“

Im Gegensatz zu Europa haben sich die Lohnstückkosten in den USA im ersten Quartal deutlich erhöht und bei kaum steigenden Umsätzen gesamtwirtschaftlich zu stagnierenden Unternehmensgewinnen geführt. Der Gewinn pro Aktie für die 500 größten im S&P 500-Index versammelten US-Unternehmen zeigt jedoch ein anderes Bild. Im ersten Quartal sind die Gewinne um 5% gegenüber dem Vorjahresquartal angestiegen. Die Begründung hierfür liegt in den auf Rekordniveau befindlichen Aktienrückkäufen der Unternehmen. Denn US-Aktiengesellschaften sind mit Abstand die größten Käufer ihrer eigenen Aktien (nicht etwa Pensionskassen, institutionelle Anleger oder gar Privatleute).

Zwischen Januar und März 2014 haben sie Käufe im Volumen von \$159 Mrd. getätigt, einem Plus von 60% gegenüber dem Vorjahresquartal und 23% über dem vierten Quartal 2013. Solche Aktionen führen nicht nur zu optisch höheren Gewinnen pro Aktie (weil es nach den Aufkäufen weniger Aktien gibt, durch die der Gewinn geteilt wird), sondern sie treiben auch die Aktienkurse nach oben. Solange die Zinsen niedrig bleiben, macht es für die Unternehmen Sinn, sich weiter zu verschulden und mit dem Gegenwert eigene Aktien zurückzukaufen. Dieser Trend ist mittlerweile auch in Kontinentaleuropa angekommen, wie die Programme von Münchener Rück, Nestlé, Nokia oder Siemens zeigen. Ein Gewinnwachstum für Europa und die USA im hohen einstelligen Bereich ist unter diesem Aspekt realistisch.

Fazit

Nach unserer Ansicht wird die Entwicklung der Unternehmensgewinne in den nächsten Monaten eher von nachgeordneter Bedeutung sein. Liquidität (vor allem in der Eurozone durch die EZB) und Investorenstimmung werden stattdessen dominieren. Kurzfristig sind Rücksetzer zwar jederzeit möglich, insgesamt spricht aber das geschilderte Szenario für eine Fortsetzung des Aufwärtstrends. Vor diesem Hintergrund bleiben wir zumindest solange im Aktienmarkt investiert, bis die (Über)Bewertung extreme Ausmaße annimmt. Die wenigstens teilweise begründeten Bedenken gegenüber der Notenbankpolitik, vor allem in Hinblick auf die Gefährdung der Finanzmarktstabilität, spielen momentan (noch) keine Rolle.

Dr. Ernst Konrad
Tel.: +49-89-255 466-0

DISCLAIMER: Dieser Artikel enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement GmbH. Diese Meinungen können sich jederzeit ändern, ohne dass dies mitgeteilt wird. Der Artikel dient der Unterhaltung und Belehrung und sollte nicht als ein Anlagevorschlag gesehen werden bezüglich irgendeines Wertpapiers, eines Produkts oder einer Strategie. Die Informationen, die für diesen Artikel verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann. Die Quellen für die Grafiken sind so weit nichts anderes vermerkt ist, Bloomberg und IBES.