

## MAKROPERSPEKTIVEN

# Bremsen steigende Renditen die Aktienmarktrally aus?

#36 / 14. April 2021



Dr. Ernst Konrad

Seit Jahresbeginn beobachten wir an den Finanzmärkten einen stetigen Anstieg der Renditen von US-Staatsanleihen und auch deutscher Bundesanleihen.

Hierin spiegelt sich neben dem mehr oder weniger erfolgreichen Impfstart gegen die Covid-Pandemie der daraus erwachsende Konjunkturoptimismus, aber auch die Sorge vor einer Beschleunigung des Preisauftriebs wider. Zumindest in den USA scheint diese Entwicklung die Aktienmärkte wenig zu beeindrucken. Zwar sind die seit Jahresbeginn aufgelaufenen Kursgewinne einiger Technologietitel abgeschmolzen. Die meisten Aktienindizes befinden sich aber immer noch in der Nähe ihrer Höchststände, weil die Kurse von zyklischen Aktien und Finanzwerten in jüngster Zeit wieder angezogen haben.

Kann sich der „Prudent Investor“ also weiterhin entspannt zurücklehnen? Um diese Frage zu beantworten, wollen wir im Folgenden näher beleuchten, welche Faktoren hinter dem von den USA ausgehenden Renditeanstieg bei Staatsanleihen stecken und wie er sich auf die Bewertung, Gewinnwachstum und nicht zuletzt Wertsteigerungspotential auswirken wird.

### Die Gründe für höhere Nominalrenditen

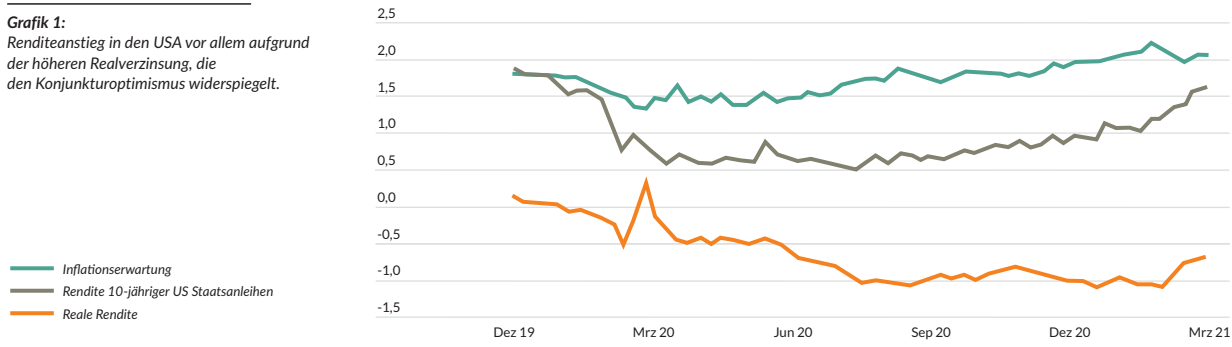
Die nominale Rendite einer 10-jährigen Staatsanleihe ergibt sich prinzipiell aus dem kurzfristigen Realzins, der Inflationserwartung und der sogenannten Laufzeitprämie, die Investoren fordern, wenn Sie eine längere Laufzeit halten. Abstrahieren wir einmal von der letztgenannten Größe, die typischerweise den geringsten Einfluss auf die nominale Rendite hat, bleiben die Realverzinsung und die Inflationserwartungen übrig. Während in den USA vor allem die Realverzinsung infolge des erwarteten dyna-



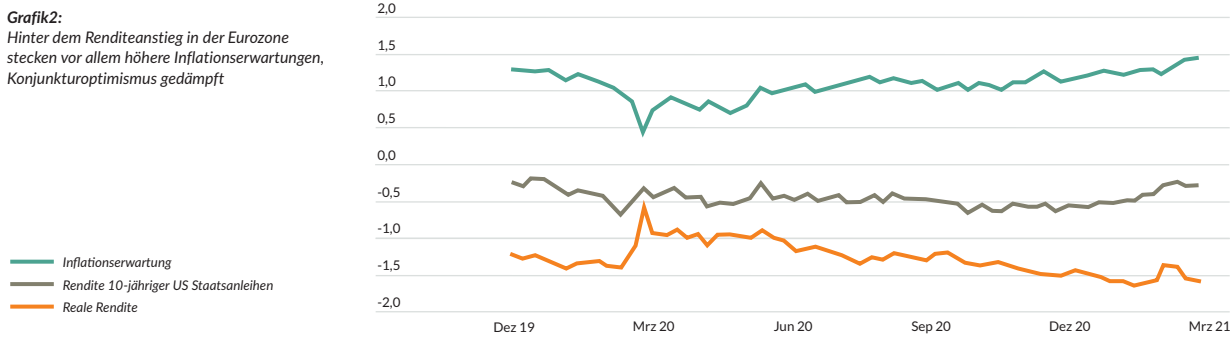
*Bremsen steigende Renditen die Aktienmarkttrally aus?*  
 Makroperspektiven #36 / 14. April 2021

mischen Wirtschaftswachstums (die FED erwartet 6,5% für dieses und knapp 4% für nächstes Jahr) angestiegen ist (vgl. **Grafik 1**), ist dieses in der Eurozone in letzter Zeit wohl nicht zuletzt aufgrund der jüngsten Rückschläge bei der Impfkampagne rückläufig (vgl. **Grafik 2**). Die nominale Rendite 10-jähriger Bundesanleihen hat sich vor allem in Erwartung höherer Konsumentenpreise nach oben bewegt.

**Grafik 1:**  
 Renditeanstieg in den USA vor allem aufgrund der höheren Realverzinsung, die den Konjunkturoptimismus widerspiegelt.

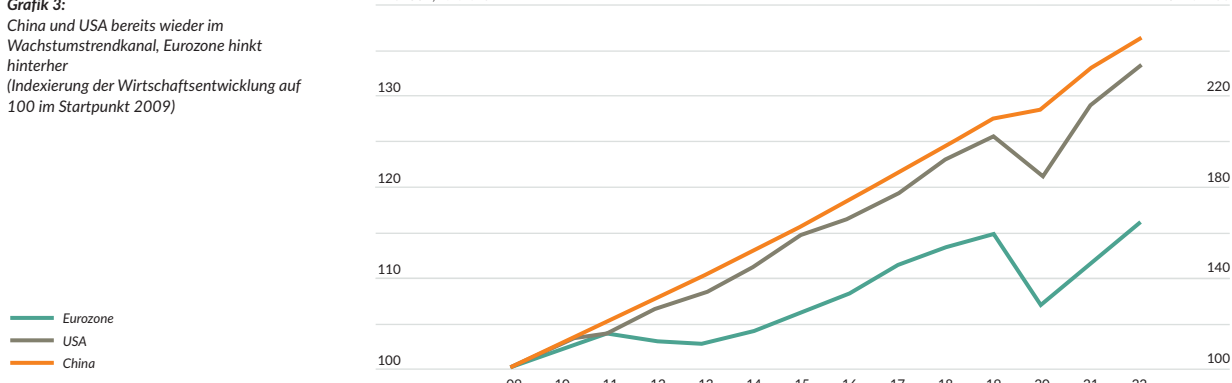


**Grafik2:**  
 Hinter dem Renditeanstieg in der Eurozone stecken vor allem höhere Inflationserwartungen, Konjunkturoptimismus gedämpft



Das Ausmaß des Renditeanstiegs ist zwar in den USA stärker, aber hinter ihm steckt eben vor allem die Erwartung eines dynamischeren konjunkturellen Umfelds, während davon in der Eurozone wie so oft in den letzten 10 Jahren nicht viel zu sehen ist. Eher trifft das Gegenteil zu, wie zuletzt die reduzierte Wachstumsprognose der deutschen Wirtschaftsweisen wieder verdeutlicht hat. Der Trendwachstumspfad (vgl. **Grafik 3**) wird frühestens im nächsten, eventuell sogar erst 2023 erreicht werden.

**Grafik 3:**  
 China und USA bereits wieder im Wachstumstrendkanal, Eurozone hinkt hinterher (Indexierung der Wirtschaftsentwicklung auf 100 im Startpunkt 2009)



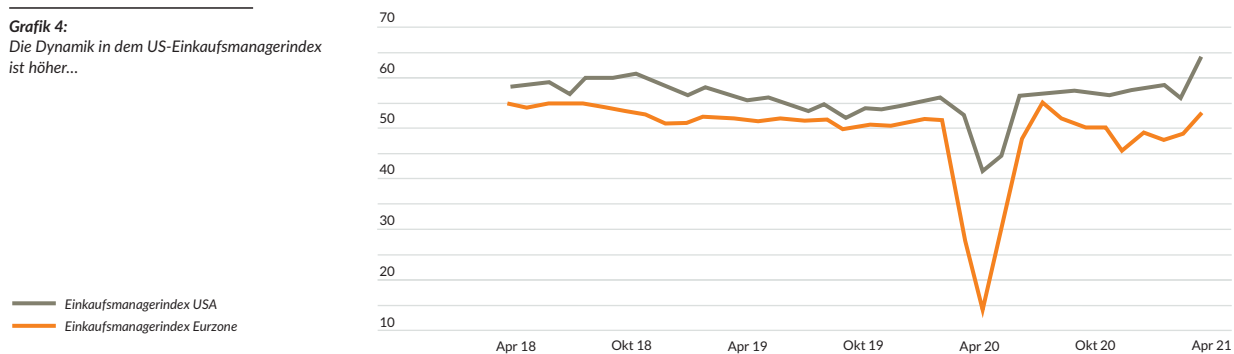


Bremsen steigende  
Renditen die Aktienmarktrally aus?  
Makroperspektiven #36 / 14. April 2021

## „Renditeanstieg ist nicht gleich Renditeanstieg“

Dass eine höhere Realverzinsung eine optimistischere Konjunkturschätzung widerspiegelt und das Fundament für eine verbesserte Ertragsperspektive der Unternehmen legt, zeigt **Grafik 4** exemplarisch anhand der Einkaufsmanagerindizes (jeweils für Industrie und Dienstleistungen zusammen).

**Grafik 4:**  
Die Dynamik in dem US-Einkaufsmanagerindex ist höher...



Ein Wermutstropfen ist allerdings, dass sich zwar die erwartete Inflationsdynamik wieder stabilisiert hat, aber aufgrund der höheren Inputkosten (v.a. Rohstoffe, Energie und zum Teil auch Arbeitskosten) die Produzentenpreise stärker als die Konsumentenpreise steigen. Hinzu kommt die von der US-Regierung geplante Anhebung der Unternehmenssteuern und die globale Einführung eines Mindeststeuersatzes. Vor allem Unternehmen mit wenig Preisgestaltungsspielraum werden sich in diesem Umfeld schwertun und vermutlich Einbußen bei ihrer Gewinnmarge hinnehmen müssen (vgl. **Grafik 5**).

**Grafik 5:**  
Gewinnmargen geraten unter Druck, wenn höhere Inputkosten nicht an die Konsumenten weitergegeben werden können.



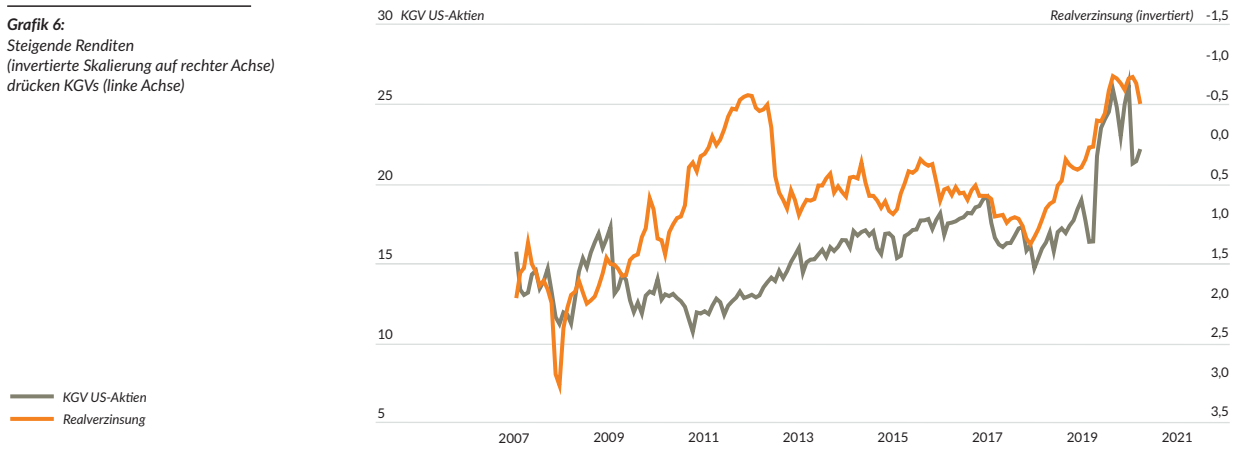
Deshalb schenken wir in unserer Aktienstrategie dem Themen Marktmacht und Preisüberwälzungsspielraum besondere Aufmerksamkeit, d.h. höhere Verkaufszahlen sollen sich auch in einem entsprechenden Gewinnanstieg niederschlagen.



*Bremsen steigende  
Renditen die Aktienmarkttrally aus?  
Makroperspektiven #36 / 14. April 2021*

Das ist umso wichtiger, da höhere reale Anleiherenditen meist Druck auf die Bewertung von Aktien, d.h. niedrigere KGVs, ausüben (vgl. **Grafik 6**). Neuen Schub werden US-Aktien vermutlich nur dann erhalten, wenn die Unternehmensgewinne weiter so sprudeln wie prognostiziert. Im letzten Jahr hingegen waren die Kursgewinne ausschließlich auf einen Anstieg der KGVs von 18 auf 27 zurückzuführen, während die Unternehmensgewinne um **-15%** unter dem Niveau von 2019 lagen. Ein gewisser Trost ist das Ergebnis empirischer Studien, die mehrheitlich zeigen, dass der Wachstums- den Kontraktionseffekt in der Bewertung überkompensiert.

**Grafik 6:**  
Steigende Renditen  
(invertierte Skalierung auf rechter Achse)  
drücken KGVs (linke Achse)



In der Eurozone geht zwar von der rückläufigen Realverzinsung kein Druck auf die Aktienmarktbeurteilung aus, aber dafür sind eben auch die Ertrags- und Gewinnaussichten für Unternehmen nicht ganz so gut. Höhere nominale Anleiherenditen sind also für Europa schädlicher.

### **Die Eurozone ist weniger widerstandsfähig gegenüber steigenden Renditen...**

Um die geringere „Widerstandskraft“ der Eurozone gegenüber einem weiteren Renditeanstieg zu verdeutlichen, hilft auch ein Blick auf die Risikoprämie (RP) von Aktien, d.h. die erwartete Überrendite gegenüber Anleihen in %.

Aus dem Gordon-Growth-Modell, welches eine Berechnungsmethode zur Ermittlung des inneren Wertes einer Aktie darstellt, ergibt sich folgender Zusammenhang:

$$(1) P = \frac{\mu * E}{(RP + r) - g}$$

Mit P: Kursniveau des Aktienindex,  $\mu$ : Ausschüttungsquote, E: Unternehmensgewinne, RP: Risikoprämie, r: Rendite 10-jähriger Staatsanleihe, g: langfristiges Gewinnwachstum.

Löst man Formel (1) nach RP auf erhält man

$$(2) RP = \frac{\mu}{P/E} + g - r$$



Bremsen steigende  
Renditen die Aktienmarkttrally aus?  
Makroperspektiven #36 / 14. April 2021

Setzt man die aktuellen Werte ein, erhält man für die USA (bezogen auf den S&P 500)

$$(3a) \quad RP = \frac{40\%}{22} + 5,25\% - 1,7\% = 5,4\%$$

Im Durchschnitt der letzten 25 Jahre hatte die Risikoprämie einen Wert von 4,2%; d.h. wenn die anderen Größen unverändert bleiben, kann der US-Aktienmarkt einen Renditeanstieg auf knapp 3% „verkräften“. In der Eurozone liegt RP aktuell bei 5,0%, der Durchschnitt der letzten 25 Jahre war ca. 4%; d.h. ab einem Wert der Rendite 10-jähriger Bundesanleihen von mehr als 0,5% (aktuell bei -0,3%) könnte es für Aktien im Euroraum allmählich kritisch werden.

$$(3b) \quad RP = \frac{45\%}{18} + 2,25\% - (-0,3\%) = 5,0\%$$

### ...allerdings ist ein weiterer Renditeanstieg auch weniger wahrscheinlich als in den USA

Andererseits ist ein „Überschießen“ der Inflation im Euroraum angesichts der geringeren Wachstumsdynamik weniger wahrscheinlich in den USA. Außerdem gibt es Anzeichen, dass die EZB im Rahmen ihrer angekündigten „Strategy Review“ zwar nicht das von der FED favorisierte AIT (Average Inflation Targeting) übernehmen wird. Trotzdem wird auch die EZB nicht umhinkönnen, das langjährige Unterschließen des Inflationsziels in Form eines „Memory Effekts“ zu berücksichtigen und den Leitzins erst deutlich später als die FED, d.h. nicht vor 2024, erhöhen. Vor diesem Hintergrund wird die Renditedifferenz gegenüber den USA eher größer als kleiner werden. Auch wenn die Wertentwicklung europäischer Aktien bereits seit dem 4. Quartal besser war (vgl. Grafik 7), wird die die Zunahme der Renditedifferenz (d.h. diese geht in Grafik 7 wegen der invertierten rechten Achsenbeschriftung nach oben) tendenziell den bisherigen Trend verlängern und sogar kurzfristig verstärken.

Grafik 7:  
Outperformance europäischer Aktien  
könnte mit zunehmender Renditedifferenz  
anhalten



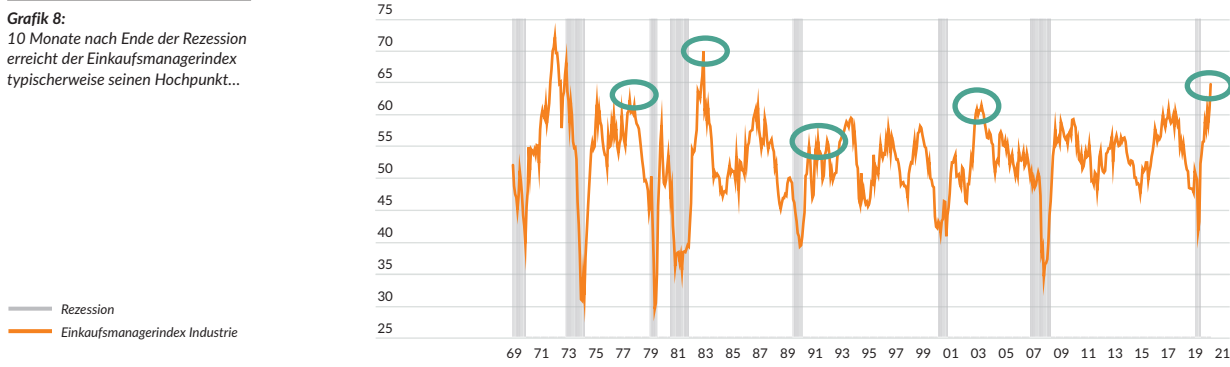


Bremsen steigende  
Renditen die Aktienmarkttrally aus?  
Makroperspektiven #36 / 14. April 2021

## Implikationen für die Anlagestrategie

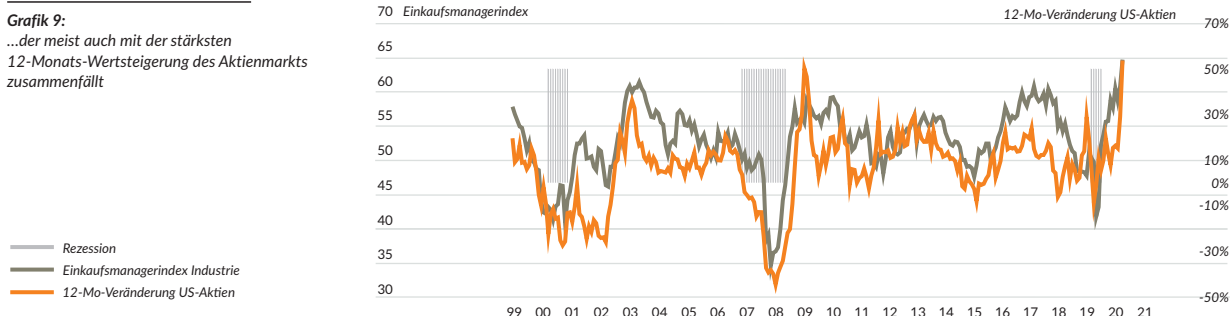
Wie wir gesehen haben, stellt der jüngste Renditeanstieg noch keine Gefahr für eine Trendumkehr an den Aktienmärkten dar. Es ist also noch zu früh, um die Aktienallokation deutlich herunterzufahren. Gleichwohl haben höhere Renditen ihre Spuren bei vielen Herausforderern, v.a. aus dem Technologiebereich, hinterlassen. Hierauf haben wir bereits durch die Verminderung der Gewichtungen zugunsten von Qualitätstiteln und Monopolisten reagiert. Die Chancen für die Fortsetzung des positiven Trends in Europa sind so gut wie schon lange nicht mehr. Deshalb werden wir unser Hauptaugenmerk verstärkt auf europäische Qualitätstitel, aber auch Herausforderer richten, die gleichwohl unsere Schumpeter-Kriterien erfüllen müssen.

**Grafik 8:**  
10 Monate nach Ende der Rezession  
erreicht der Einkaufsmanagerindex  
typischerweise seinen Hochpunkt...



Zum Abschluss stellt sich noch die Frage der Aussichten für die nächsten Monate und das wahrscheinliche Verlaufsmuster. Dass global und vor allem in den USA der Konjunkturoptimismus stetig zugenommen hat, ist mittlerweile in den Aktienkursen eingepreist. Typischerweise erreichte der US-Einkaufsmanagerindex für die Industrie seinen jeweiligen Hochpunkt ca. 10 Monate nach Ende der vorangegangenen Rezession (*vgl. Grafik 8*).

**Grafik 9:**  
...der meist auch mit der stärksten  
12-Monats-Wertsteigerung des Aktienmarkts  
zusammenfällt



Gleichzeitig ist auch der Anstieg der Aktienkurse über die zurückliegenden 12 Monate am größten (*vgl. Grafik 9*). Da wir über die nächsten Monate angesichts des zunehmenden Kostendrucks wieder einen moderaten Rückgang des Einkaufsmanagerindex erwarten, trüben sich die Chancen auf weitere Aktienkurssteigerungen erst einmal ein. Es ist allerdings noch zu früh, um die Aktienquote zu senken, da (noch) Alternativen im festverzinslichen Bereich fehlen.



*Bremsen steigende  
Renditen die Aktienmarktrally aus?*

*Makroperspektiven #36 / 14. April 2021*

---

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 ist kein Anlagevorschlag 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 Quelle für die Grafiken ist, soweit nicht anders vermerkt, Bloomberg.

---