



Insight

Aktienmärkte – Sommerflaute statt frischer Brise

- Starkes erstes Halbjahr an den Aktienmärkten
- Lockere geldpolitische Ausrichtung der Notenbanken treibt die Kurse
- Unternehmensgewinnentwicklung und konjunkturelles Bild bleiben allerdings verhalten
- Seitwärtsbewegung für die Sommermonate erwartet

Starkes erstes Halbjahr

Nach dem schwachen Abschneiden zum Ende des vergangenen Jahres verzeichnen die internationalen Aktienmärkte seit Jahresbeginn einen regelrechten Höhenflug. So konnte der Dax im laufenden Jahr um rd. 16% zulegen. Beim S&P500 sind es sogar 19% (in Euro +21%), während der Nikkei mit +5% (in Euro +9%) deutlicher hinterherhinkt. Als Katalysatoren der Aufwärtsbewegung sind im Wesentlichen zwei Faktoren zu nennen:

1. Geldpolitik der Notenbanken

In den vergangenen Monaten haben nahezu alle bedeutenden Notenbanken klargemacht, dass sie von einer restriktiveren Geldpolitik Abstand nehmen. Doch nicht nur das, sie haben bereits sehr deutlich erneute geldpolitische Lockerungen in Aussicht gestellt. Entsprechend erwarten wir von der EZB eher weitere (Einlagen-)Zinssenkungen oder vielleicht sogar neuerliche Anleiheanleihekäufe.

Die US-Notenbank Fed hatte im Gegensatz zur EZB bereits die Zinswende nach oben vollzogen und dürfte nun wieder senken. Wir erwarten für die kommenden drei Quartale jeweils einen Zinsschritt nach unten.

2. Handelskonflikt USA vs. China

Die Einigung zwischen den USA und China, die Handelsgespräche fortzusetzen, ist ein weiterer Faktor, der bei den Anlegern gut ankam. Zwar wechselt die Nachrichtenlage bei diesem Thema immer wieder schnell, aber das Lobbying diverser Industrievertreter, die rück-

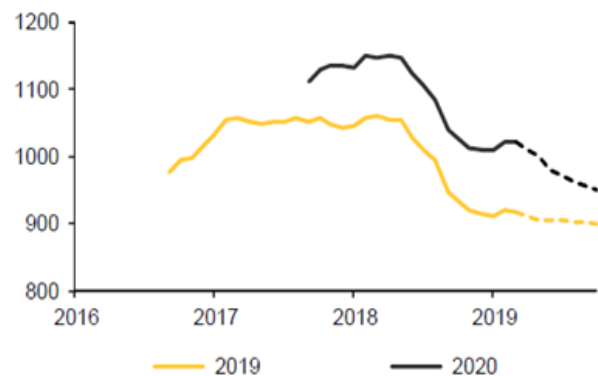
läufige Dynamik an der Konjunkturfront und vielleicht auch die zwischenzeitlich schwächeren Aktienmärkte haben anscheinend dazu geführt, dass Präsident Trump derzeit doch noch nicht bereit ist, die ganz große Eskalation zu riskieren.

Somit gehen wir davon aus, dass China anbietet, strukturelle Reformen (u.a. Zugang ausländischer Unternehmen, Schutz von Patenten und Rechten) anzugehen und die USA die verhängten Strafzölle schrittweise zu reduzieren. Nichtsdesto trotz, Konfliktpotenzial bleibt auch nach einer derartigen Einigung reichlich vorhanden. Dies gilt insbesondere hinsichtlich möglicher Auto-Zölle für die EU und Japan.

Unternehmensgewinne fallen als Kurstreiber aus

Bei der Aufzählung der wichtigsten Kurstreiber fehlen die Unternehmensgewinne. Bisher ließ hier die Dynamik klar zu wünschen übrig; die Gewinnerwartungen wurden z.B. für den Dax seit Mitte 2018 kontinuierlich zurückgenommen.

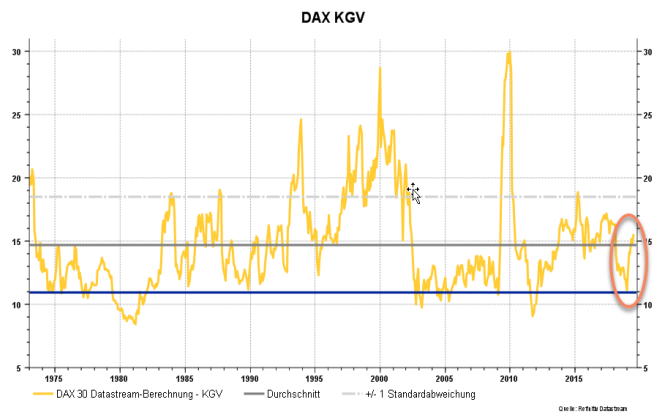
DAX-Gewinnerwartungen: Fallende Gewinnerwartungen im 2. Halbjahr
DAX: Gewinnerwartungen für 2019 und 2020 in Indexpunkten, Prognose ab Juli 2019



Quelle: Factset, Commerzbank Research

Entsprechend mündeten die Kursgewinne in höhere Bewertungen. So hat sich das Kurs-Gewinn-Verhältnis beim Dax

seit Jahresbeginn auch deutlich erhöht und liegt nun wieder über dem langfristigen Durchschnitt. Damit bleibt die Bewertung aus unserer Sicht aber auch weiterhin im fairen Bereich.



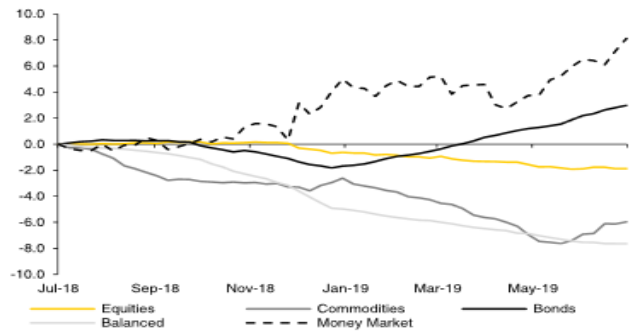
Die Ausweitung der Bewertung dürfte der Wende in der Geldpolitik zuzuschreiben sein. Die recht einseitige Abhängigkeit der Märkte von den Notenbanken ist weiterhin enorm und führt mitunter zu skurrilen Verhaltensmustern, wenn z.B. gute Konjunkturdaten mit Kursverlusten einhergehen, da die Sorge überwiegt, dass die Notenbanken eventuell doch nicht so locker agieren wie eingepreist. Der Spielraum für eine weitere Bewertungsausweitung ist unter dem Blickwinkel der Geldpolitik mittlerweile allerdings begrenzt. So hat der Markt bereits vier weitere Zinssenkungen der Fed eingepreist. Das ist eine Senkung mehr als wir erwarten.

Wenn also die Bewertungsspielräume ausgeschöpft sind, müssen nun die Gewinne die Rolle des Zugpferdes übernehmen. Hier zeichnet sich allerdings noch keine Wende hin zu einer dynamischeren Bewegung ab. Zwar werden die Gewinne der Unternehmen per Saldo auch weiterhin steigen. Allerdings lässt die Dynamik doch deutlich zu wünschen übrig und die laufende Berichtssaison dürfte noch keine Trendwende einleiten.

Keine Euphorie spürbar

Intuitiv würde man erwarten, dass die Kursrally mit einer steigenden Stimmung - wenn nicht sogar Euphorie - unter den Investoren einhergeht und damit die „Hausse die Hausse nährt“. Dem ist aber nicht so. Private wie auch institutionelle Investoren zeigen keine große Neigung, ihre Aktienbestände zu erhöhen. Ablesen kann man dies an den Zu- bzw. Abflüssen bei Aktien, ETFs und Investmentfonds.

52-week cumulative fund flows by asset class (% of AuM)



Während sich Renteninvestments weiterhin großer Beliebtheit erfreuen, kommt die Aktienanlage nicht groß voran. Wir bewerten dieses Verhalten als grundsätzlich positiv für die Märkte. Es sind keine emotionalen Übertreibungen zu erkennen, die früher oder später zu Blasen führen. Gleichzeitig könnte immer noch die – seit langem erwartete, aber noch nicht eingetroffene – Rotation von Renten hin zu Aktien eintreten, sollte es mit den Zinsen doch noch irgendwann nach oben gehen und dies die Anleihenkurse belasten.

Konjunkturelle Hoffnungssignale?

Große Kurseinbrüche gehen üblicherweise mit Rezessionen einher. Nicht ohne Grund ging es mit den Kursen im Herbst 2018 deutlich bergab, als sich die Diskussionen über mögliche Rezessionsgefahren intensivierten.

Die üblichen Verdächtigen, die zu Rezessionen führen könnten, sind derzeit aber nicht präsent. Weder steigt die private Verschuldung stark an, was mit einem überbordenden Konsum einhergehen könnte, noch sorgen unüblich hohe Investitionen bei Unternehmen für Überkapazitäten und auch an der Inflationsfront herrscht Ruhe. Entsprechend haben auch unsere Volkswirte für die kommenden ein bis zwei Jahre keine Rezession auf dem Radar. Das spricht grundsätzlich für Aktien.

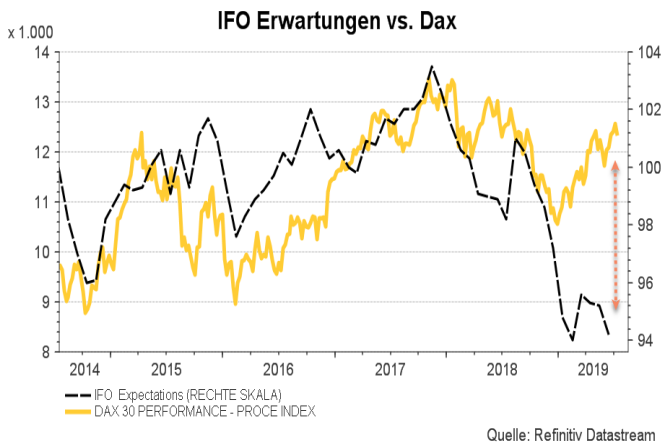
Kurzfristig sieht es an der konjunkturellen Front dennoch fragil aus. Die konjunkturellen Frühindikatoren fallen seit Monaten und haben sich inzwischen Niveaus angenähert, die ein deutlich geringeres zukünftiges Wirtschaftswachstum andeuten.

Dies dürfte zum einen den - immer mit einer zeitlichen Verzögerung wirksam werdenden - geldpolitischen Straffungen der Fed aus 2018 geschuldet sein; aber auch der Handelsstreit zwischen den USA und dem Rest der Welt drückt auf die Stimmung und führt zu Zurückhaltung.

In Europa kommen noch politische Themen wie der Brexit belastend hinzu.

Die erneute bzw. wieder verstärkte Ausrichtung der Notenbanken hin zu einer geldpolitisch lockeren Haltung liegt auch darin begründet. So dürfte die beim nächsten Fed-Meeting anstehende Leitzinssenkung „vorsorglicher“ Natur sein. Auch hier zeigt der Blick in die Historie, dass Aktien in den zwölf Monaten nach einer derartig motivierten Senkung mit Kursgewinnen in der Größenordnung von rd. 20% reagierten. Die Emerging Markets und Europa gehörten in dieser Phase zu den sich am besten entwickelnden Märkten.

Auch dies also ein eher gutes Omen für die Märkte. Dass es diesmal ähnlich gut kommt, wagen wir allerdings stark zu bezweifeln. Zu viel ist bereits vorweggenommen, so dass das Enttäuschungspotenzial gestiegen ist.



Bis sich die eingepreiste konjunkturelle Erholung - hier wird es davon abhängen, ob es China schafft mit seinen stimulierenden fiskal- und geldpolitischen Maßnahmen sein Wachstum anzukurbeln - tatsächlich etwas klarer abzeichnet, dürfte entsprechend auch das Kurspotenzial gering sein. Es fällt uns schwer, große Kursgewinne für Aktien zu propagieren, solange die Frühindikatoren und die Gewinnrevisionstrends klar abwärts gerichtet und wichtige Themen wie der Handelsstreit oder der Brexit nicht geklärt sind.

Fazit

Ein klassischer Bärenmarkt ist aus unserer Sicht nicht zu befürchten, so dass trotz der hohen bisher aufgelaufenen Kursgewinne in diesem Jahr ein Abschied von der Aktienanlage falsch wäre. Aktien bleiben ein wichtiger Performancefaktor für das Depot. Gleichwohl dürfte der Spielraum für weitere Kursgewinne kurzfristig begrenzt sein und wir erwarten für die Sommermonate eine – durchaus volatilere – Seitwärtsbewegung. Sollte sich dann unser konjunkturelles Basisszenario einstellen, würden wir die Gewichtung von europäischen Titeln und den Emerging Markets erhöhen. Dafür ist es aktuell aber noch zu früh, so dass wir eine ausgewogene regionale Streuung bevorzugen.

Impressum

Herausgeber:
Commerzbank Aktiengesellschaft, Kaiserplatz, 60261 Frankfurt am Main.
Diese Ausarbeitung oder Teile von ihr dürfen ohne Erlaubnis der
Commerzbank weder reproduziert, noch weitergegeben werden, ©2019.

Verantwortlich: Chris-Oliver Schickentanz, CEFA
Autor: Andreas Wex, CEFA

Detailinformationen zu den Chancen und Risiken der genannten Produkte hält Ihr Berater für Sie bereit.

Wichtige Hinweise

Kein Angebot; keine Beratung

Diese Information dient ausschließlich Informationszwecken und stellt weder eine individuelle Anlageempfehlung noch ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Diese Ausarbeitung allein ersetzt nicht eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung.

Darstellung von Wertentwicklungen

Angaben zur bisherigen Wertentwicklung erlauben keine verlässliche Prognose für die Zukunft. Die Wertentwicklung kann durch Währungsschwankungen beeinflusst werden, wenn die Basiswährung des Wertpapiers/Index von EURO abweicht.

Bitte beachten Sie die wichtigen Hinweise am Ende des Dokuments.