



Insight

Aktienmärkte im Realitätscheck

- Eskalation im Handelskonflikt Auslöser für Kursverluste
- Expansive Geldpolitik reicht als alleiniger positiver Treiber nicht mehr aus
- Renditerückgang aufgrund der konjunkturellen Wachstumssorgen belastet auch die Aktienmärkte
- Chance-/Risikoverhältnis für Aktien hat sich verbessert, ist aber u.E. angesichts in Summe gestiegener Risiken noch nicht attraktiv genug für einen Wiedereinstieg in der Breite
- Neutrales Regionenranking unverändert

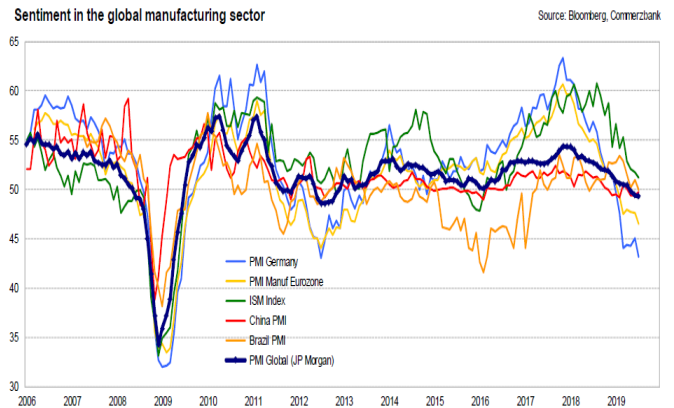
Realitätscheck

Unsere Sorge darüber, dass sich die Aktienmärkte zu stark von der konjunkturellen Realität abgekoppelt hatten, haben wir ja bereits seit längerer Zeit zum Ausdruck gebracht. Trotzdem mussten wir zunächst mit ansehen, wie sich die Schere zwischen Konjunkturerwartungen und Kursen dennoch weiter öffnete.

In den vergangenen Wochen zeichnet sich nun allerdings eine Trendwende in der Wahrnehmung der Investoren ab. Die hohen Erwartungen an das Allheilmittel der expansiven Geldpolitik reichen nicht mehr aus, um die Kurse noch weiter nach oben zu bringen. Im Gegenteil, die Indizes konnten sich nicht länger der Schwerkraft widersetzen und haben im Zuge eines „Realitätschecks“ einen herben Rückschlag erlitten.

Die Ankündigung von US-Präsident Trump vor rd. 2 Wochen, im Handelsstreit mit China weitere Produktgruppen mit Zöllen zu belegen, hat die zuversichtliche Stimmung unter den Anlegern nun doch noch ins Wanken gebracht.

Gerade in einer Phase, als man die Hoffnung haben konnte, dass die Abwärtsdynamik des konjunkturellen Wachstums abebbt, betrieb Präsident Trump eine Eskalation im Handelskrieg. Und fachte damit auch die Sorge an, dass dies die Erholung nach hinten verschiebt. Die konjunkturellen Frühindikatoren (siehe folgende Grafik) sprechen auch hier ein klare Sprache.



Unsere Volkswirte haben sich entsprechend positioniert und die Wachstumsprognosen – die ohnehin bereits unter Konsensus lagen – noch weiter nach unten revidiert. (siehe Insight vom 5. August). Zwar folgte am Montag ein teilweiser Rückzieher, als Trump ankündigte, dass ein Teil der für Anfang September geplanten Strafzölle auf chinesische Warenimporte auf Mitte Dezember verschoben wird. Dies betrifft Produkte im Volumen von 156 Mrd. USD, darunter Handys, Spielwaren und Computer. Für 111 Mrd. USD wird wie ursprünglich geplant ein Importzoll von 10% ab Anfang September fällig.

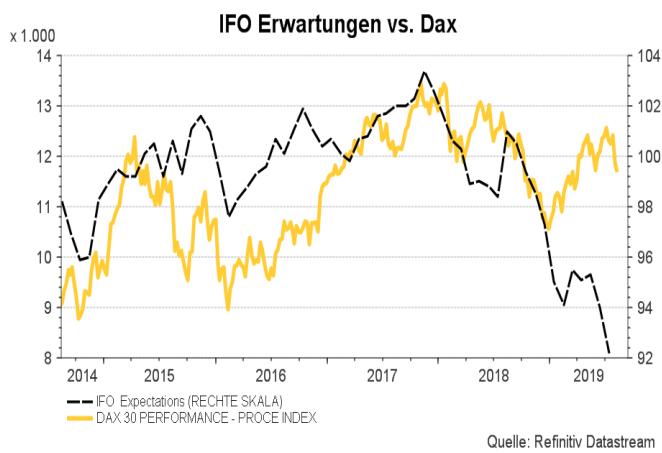
Die zunächst fast schon euphorische Marktreaktion über diesen Schritt hat sich nicht lange halten können. Die Verunsicherung über die weitere Entwicklung im Handelsstreit hält an, was sich auch an sinkenden Renditen und einer inversen Zinsstrukturkurve in den USA widerspiegelt.

Auch wir halten eine Kehrtwende der US-Administration für eher unwahrscheinlich und rechnen nicht mit schnellen Verhandlungserfolgen. Entsprechend erscheint uns die neue Regelung eher als taktisches Manöver, um die Negativfolgen für den US-amerikanischen Durchschnittsbürger im Weihnachtsgeschäft in Grenzen zu halten, nicht aber als ein Signal einer länger anhaltenden Entspannung. Entsprechend wird der Handelsstreit auch weiterhin für Verunsicherung

Bitte beachten Sie die wichtigen Hinweise am Ende des Dokuments.

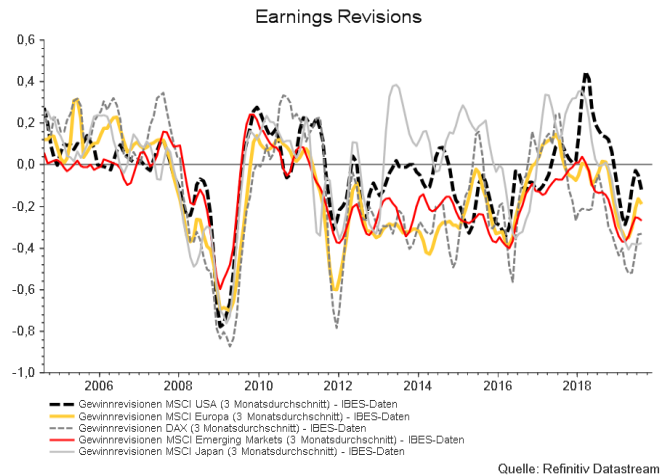
sorgen und damit die weltwirtschaftliche Wachstumsdynamik bremsen. Die gestrigen eher enttäuschend ausgefallenen Makrodaten aus China unterstreichen diese Einschätzung. Bisher ging die Mehrzahl der Investoren von einer neuerlichen Beschleunigung der konjunkturellen Dynamik im zweiten Halbjahr aus. Diese Sichtweise wird derzeit einmal mehr auf die Probe gestellt. Die (globale) Rezessionsgefahr hat sich mit den jüngsten Ereignissen zwar weiter erhöht, gleichwohl ist dies auch weiterhin nicht unser Basisszenario. Auf Sicht der kommenden 12 Monate sollten die Aktienmärkte eine volatile Phase durchlaufen und unterm Strich eine positive Performance erreichen.

Die jüngsten Kursverluste haben das Chance-/Risikoverhältnis für einen Einstieg in den Aktienmarkt zwar verbessert, dies aber noch nicht in dem Maße, dass wir unsere vorsichtigeren Haltung bereits jetzt über Bord werfen. So sehen wir nach der Übertreibung nach oben derzeit noch keine Übertreibung nach unten. Die Märkte haben sich in fundamentaler Hinsicht einem faireren Niveau (s. Graphik mit dem Beispiel des DAX) angenähert. Da noch keine klare Wende bei den konjunkturellen Frühindikatoren zu sehen ist, gehen wir eher von einer Fortsetzung des Abwärtstrends der Indikatoren aus.



Gleiches gilt für die Unternehmensgewinne. Zwar fällt die laufende Berichtssaison „optisch“ gar nicht schlecht aus und die Unternehmen übertreffen per Saldo die Erwartungen. Da dies aber auch stark an den zuvor deutlich nach unten genommenen Prognosen liegt, wollen wir das nicht überbewerten.

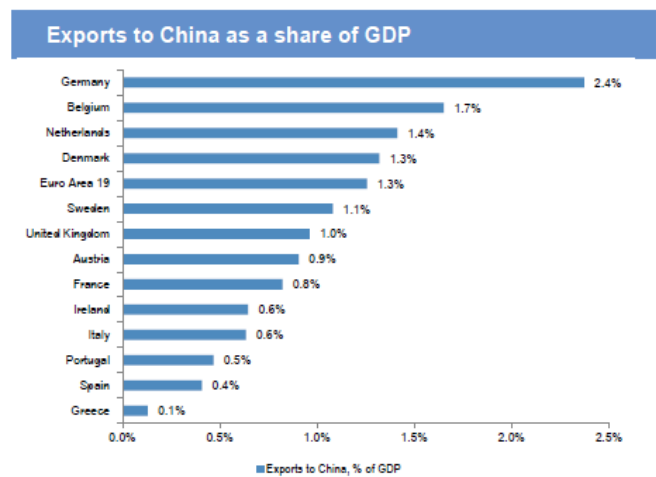
Die Gewinndynamik (siehe Graphik – Gewinnrevisionen unter der Marke von 50 bedeutet, dass es mehr Revisionen nach unten als nach oben gibt) befindet sich weiter im Abwärtstrend und stellt somit ebenfalls noch kein positives Signal für die Märkte dar.



Wir haben somit keine Eile für eine positivere Sicht auf die Märkte und warten eine Stabilisierung in der Handelsthematik genauso ab, wie die Entwicklung der Konjunkturdaten in den kommenden Wochen. Dass wir damit nicht den Tiefpunkt an den Aktienmärkten treffen werden, ist uns natürlich klar. Derzeit geben wir allerdings der Vorsicht den Vorrang.

Keine starke regionale Präferenz

Wenn wir positiver werden, dann bei den EM und Europa. Das sind aber die Regionen, die derzeit allerdings noch am stärksten unter der Eskalation leiden. Dabei steht innerhalb Europas auch der DAX negativ im Fokus. So ist Deutschland zum einen auf der volkswirtschaftlichen Seite stark mit China verknüpft.

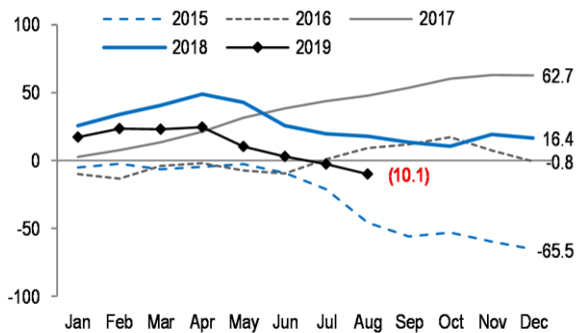


Zum anderen hat der Dax einen hohen Anteil an zyklischen Sektoren. Beides Aspekte, die eine stärkere Aufstockung des Gewichts aktuell nicht sinnvoll erscheinen lassen. Die potenziellen Gefahrenherde Brexit und Italien kommen noch belastend hinzu.

Emerging Markets: Stimmung belastet

EM: Die Eskalation im Handelskonflikt zwischen den USA und China hat der Stimmung der Investoren nicht gerade gut getan. Ein weiterer Handelskonflikt zwischen Japan und Südkorea sowie die politisch sehr brisante Lage in Hongkong führten in der Tendenz zu weiteren Verkäufen in den EM. Somit hat sich der negative Trend bestätigt.

Figure 2: Annual cumulative EM equity flows



Source: EPFR Global. *Excludes onshore funds

Auf der konjunkturellen Seite zeigen die jüngsten schwächeren Makrodaten vor allem auch in China, dass das Umfeld vor dem Hintergrund des Handelsstreits eingetrübt bleibt. Auch was die Unterstützung von Seiten der chinesischen Regierung und der Notenbank angeht, erwarten unsere Volkswirte bei weitem nicht das Ausmaß, welches in vorherigen Krisen angestoßen wurde. Es spricht viel dafür, dass China ein wegen des Protektionismus niedrigeres Wachstum akzeptiert und auf ein massives Aufstocken des bislang kaum wirksamen Konjunkturprogramms verzichtet:

- Die chinesische Regierung akzeptiert geringere Zuwachsraten, weil die Folgen für sie politisch beherrschbar sind. So kann sie die Schuld an dem niedrigeren Wachstum für die Bürger nachvollziehbar auf US-Präsident Trump schieben. Außerdem ist das politische Klima in China zunehmend patriotisch geprägt, so dass viele Bürger bereit sind, einen wirtschaftlichen Preis dafür zu zahlen, gegenüber Trump standhaft zu bleiben. Schließlich kann die Regierung kritische Bürger mit einer massiv ausgebauten Überwachungstechnik in Schach halten.
- Die zurückliegenden Konjunkturprogramme und die damit verbundene lockere Kreditvergabe der Staatsbanken haben die Schulden der chinesischen Unternehmen in die Höhe schießen lassen. Sie betragen zuletzt 152% des jährlichen Bruttoinlandsprodukts, während die Quote vor der großen Finanzkrise bei nur 100% lag. Die Regierung hat längst öffentlich eingeräumt, dass die hohen

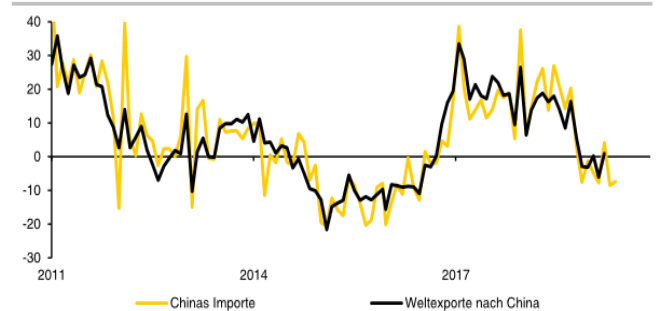
Schulden vor allem der staatlichen Großkonzerne ein Problem sind, weil mit ihnen oft Überkapazitäten aufgebaut wurden. Deshalb startete die Regierung vor einigen Jahren eine Kampagne zur Entschuldung. Insofern ist es unwahrscheinlich, dass sie die Staatsbanken im Rahmen eines Konjunkturprogramms noch einmal anweist, ihre Kredite in großem Stil auszuweiten.

Kleines Konjunkturprogramm soll nur Unterschießen verhindern

Die Regierung dürfe das gegenwärtige, moderate Konjunkturprogramm nicht massiv aufstocken. Die Staatsbanken werden ihre Kreditvergabe weiterhin nur moderat steigern, die Gebietskörperschaften erhöhen ihre Infrastrukturausgaben maßvoll, und sie fachen den Immobilienpreisboom nicht mit einer deutlichen Lockerung der Regulierung an. Mit diesem moderaten Konjunkturprogramm will die Regierung lediglich ein Unterschießen des Wachstums verbinden - mehr nicht.

Grafik 1: Chinas Nachfrage nach ausländischen Gütern wird nicht nennenswert steigen

Importe Chinas aus dem Rest der Welt, Exporte des Rests der Welt nach China, Veränderung gegenüber Vorjahr in %



Quellen: Chinesisches Statistikamt, IWF, Commerzbank-Research

USA als sicherer Hafen?

Der US-Markt gilt traditionell als sicherer Hafen. Die defensivere Branchenstruktur und eine üblicherweise schnell und unterstützend agierende Notenbank sorgen für defensive Elemente. Dennoch haben die vergangenen Tage gezeigt, dass angesichts der hohen Bewertung und der bereits hohen Gewichtung des US-Marktes in den institutionellen Portfolios der Markt ebenfalls mit deutlichen Kursverlusten zu kämpfen hat.

Die Wall Street hatte in den vergangenen Monaten dadurch gegläntzt, dass die großen Indizes immer wieder neue „All time highs“ erreichten. Dabei wurde übersehen, dass dies meist nur marginale Steigerungen waren und zum Großteil von der massiven Kursperformance der IT-Titel getrieben wurde. So konnte der im S&P 500 hoch gewichtete IT-Sektor, ähnlich der Entwicklung im Jahr 2017, auch 2019 den Index deutlich outperformen (+23,8% ggü 13,3%) und so diese positive Tendenz wesentlich bestimmen. Hier baut sich aller-

dings auch das Risiko größerer Gewinnmitnahmen auf, wie wir es bereits im letzten Quartal des Vorjahres erlebt hatten.

Branchenstrategie

Angesichts der beschriebenen Marktentwicklung werden wir die ohnehin bereits sehr defensive Ausrichtung unserer Branchenstrategie noch weiter intensivieren. Dabei zielen wir vor allem aus taktischen Gründen auf eine Sicherung der bestehenden Gewinne im IT-Sektor (ungeachtet unserer langfristig weiter sehr positiven Einschätzung der Branche). Die Über-

gewichtung der lange Zeit schwierigen Gesundheitsbranche beginnt sich hingegen inzwischen auszuzahlen.

Fazit

Auch wenn sich mit den jüngsten Kursverlusten die Attraktivität von Aktien grundsätzlich erhöht hat, bleiben wir bei unserer vorsichtigen Haltung, bis sich klarere Trends im Handelsstreit, den politischen Gefahrenherden und in der Konjunktur zeigen.

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
Autoren: Dr. Jörg Krämer, Chefvolkswirt
Andreas Wex, CEFA
Hans-Jürgen Delp, CEFA
Andre Sadowsky, 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.