

Frankfurt am Main, den 12. Februar 2018

Kommentar zur aktuellen Marktentwicklung

Jüngste Entwicklungen

- Die vergangene Woche war geprägt von einem markanten Einbruch der Aktienkurse. Der US-amerikanische S&P 500-Index notierte mit 2.581 Punkten am 8. Februar bei mehr als 10% unter seinem jüngsten Höchststand vom 26. Januar (2.872) und erfüllte damit das technische Kriterium einer Korrektur. Der US-amerikanische Dow Jones verzeichnete am 5. Februar mit 1.600 Punkten den größten Rückgang im Tagesverlauf in seiner Geschichte. Diese Kursbewegungen beendeten die historisch bisher längste Phase stabiler Aktienkurse in den USA, nämlich 404 Handelstage ohne einen Rückgang von mindestens 5%.
- Die Korrektur beschränkte sich nicht auf die USA, sondern erfasste die Aktienmärkte weltweit und verzehrte die Buchgewinne der ersten Wochen des Jahres: Mit einem Wochenverlust von -5,3% verzeichnete der deutsche DAX seit Jahresbeginn eine Wertentwicklung von -6,3%; der Schweizer SMI von -7,5% (nach Wochenverlust -5,8%), der europäische Euro Stoxx 50 von -5,1% (nach Wochenverlust von -5,6%), der Weltaktienmarkt MSCI World (in EUR) von -4,3% (nach Wochenverlust von -4,1) und die Aktienmärkte der Schwellenländer *MSCI Emerging Markets* (in EUR) von -3,1% (nach Wochenverlust von -5,7%). Nicht nur geographisch, sondern auch im Hinblick auf einzelne Sektoren gab es keine nennenswerten Segmente, die sich dieser Entwicklung entzogen hätten.
- Als Erklärung für diese Entwicklung verweisen viele Marktbeobachter und Kommentatoren auf die jüngsten Daten der US-amerikanischen Wirtschaft – insbesondere auf die Bekanntgabe des Arbeitsministeriums am 2. Februar, dass die Löhne mit 2,9% stärker als erwartet im Jahresvergleich gestiegen seien. Dies war der höchste Lohnanstieg seit 2009. Damit einher ging ein Anstieg der Renditen der zehnjährigen US-amerikanischen Staatsanleihen. Mit 2,84% erreichten sie ein Niveau wie zuletzt vor vier Jahren. Der damit verbundene abrupte Renditeanstieg vom Jahresbeginn um 0,43% entsprach einem Kursrückgang von zehnjährigen *US-Treasuries* von ca. 4%. Getrieben von anziehenden Löhnen, so eine gängige Erklärung, steigen die Inflationserwartungen und die Möglichkeit eines unerwarteten strafferen geldpolitischen Kurses der US-amerikanischen Notenbank.
- Relevant in diesem Zusammenhang erscheinen zunächst einige Sonderfaktoren, die die Marktentwicklung beeinflusst haben dürften. So fiel die Veröffentlichung der Lohndaten in eine sogenannte *blackout period*, eine Phase, in der börsennotierten Unternehmen wegen der bevorstehenden Berichtssaison Rückkäufe ihrer Aktien nicht erlaubt sind; zudem trat der neue Chairman der US-amerikanischen Fed, Jerome Powell, am 5. Februar sein Amt an. Solche Phase von Amtsübergaben sind typischerweise besonders schwankungsanfällig.
- Bestärkend dürfte zudem die Rolle von quantitativ und regelbasiert gesteuerten Handelsstrategien gewirkt haben. (Dies gilt zum Beispiel für die Leerverkäufe von Volatilitäts-Optionen, Konzepte mit Ziel-Risikobudgets und sogenannte Trendfolge-Strategien.) Einige dieser Strategien beziehen sich auf den Volatilitätsindex (VIX) des US-amerikanischen Aktienmarktes. Der abrupte Anstieg der Volatilität zwang sie zum Glattstellen ihrer Positionen und verstärkte die Dynamik fallender Kurse im Aktienmarkt. Der sogenannte VIX, der Indikator von Volatilität, verzeichnete am 5. Februar den größten Anstieg in seiner Geschichte (von 17,3 um 20 Punkte auf 37,3 - s. *Graphik der Woche*).
- Ähnlich wie in den USA erhöhten sich die Renditen von 10-jährigen Bundesanleihen seit Jahresbeginn von 0,42% auf 0,75%. Beachtung verdient im Vergleich mit früheren Phasen ähnlich abrupte Kursrückgänge allerdings, dass sich die Verwerfungen der vergangenen

Woche auf die Aktienmärkte beschränkten. Zwar erhöhten sich die Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen sowohl in den USA als auch im Euroraum, doch eher marginal und von sehr niedrigem Niveau (für US-Unternehmensanleihen im Wochenverlauf von 1,15% auf 1,22%). Der Außenwert des Euro sank geringfügig gegenüber dem US-Dollar (um 1,6%, seit Jahresbeginn allerdings leicht steigend um 2,0%). Als stabilisierend erwies sich Gold.

Unsere Einschätzung

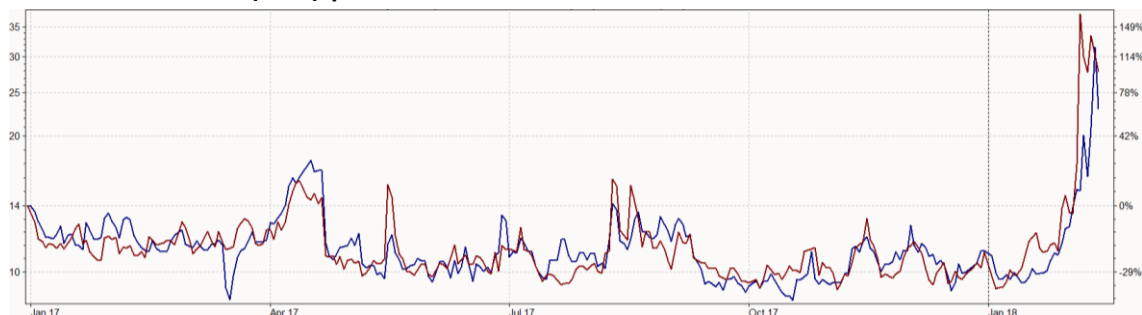
- Die jüngste Entwicklung betrachten wir nicht als Trendwende im Zuge eines Konjunkturzyklus, sondern als eine technische Korrektur in einem insgesamt intakten Marktumfeld. In diesem Sinne bieten die gesunkenen Kurse tendenziell attraktive Einstiegspreise. Dies entspricht der Richtung der Arbeitsmarktdaten, die auf eine insgesamt robuste konjunkturelle Verfassung der US-Wirtschaft schließen lassen.
- Vor diesem Hintergrund halten wir weiterhin an den Einschätzungen fest, die unsere Strategie in diesem Jahr leiten, nämlich
 - bis auf weiteres keine Trübung der konjunkturell robusten weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen (jüngst bestätigt durch die Erhöhung der Prognose des IWF für globales Wachstum von 3,7% auf 3,9%);
 - geringes Risiko eines Bärenmarktes trotz hoher Bewertung der Aktienmärkte, wachsender Beschäftigung und robuster Wachstumsdynamik, bedingt vor allem durch die nach wie vor günstigen Finanzierungsbedingungen;
 - weiterhin geringe Wahrscheinlichkeit eines deutlichen Anstiegs der Inflation und, damit verbunden, unerwartet abrupten Erhöhungen der Leitzinsen in den USA oder Europa.
- Das Risiko einer Trendwende würde deutlich steigen, sollte sich der inflationäre Druck in den USA erhöhen und in steigenden Leit- und Marktzinsen niederschlagen. Gefördert werden könnte diese Entwicklung durch sinkende Nachfrage von bisher bedeutenden Käufern amerikanischer Staatsanleihen, vor allem der US-Notenbank und dem chinesischen Staat. Angesichts der hohen Bedeutung von (fremdfinanzierten) Aktien-Rückkaufprogrammen der Unternehmen für den US-amerikanischen Aktienmarkt stünden auch hier deutliche Verkaufsschübe zu erwarten. Erhöht würde dieses Risiko zudem durch Missverständnisse oder Unklarheiten in der künftigen Kommunikation der US-Notenbank. Neben geopolitischen Risiken betrachten wir geldpolitische Maßnahmen als die wahrscheinlichste Ursache für weitere kurzfristige Schwankungen.
- Hervorzuheben gilt, dass die jüngste Zinsentwicklung in den USA die relative Attraktivität einzelner Vermögensklassen grundlegend ändert. Zum ersten Mal seit vielen Jahren übertrifft die Rendite der zweijährigen US-Staatsanleihe die Dividendenrendite der im S&P 500 enthaltenen Aktien. Wir erwarten, dass es einiger Zeit bedarf, bis sich Kurse stabilisieren und dass die Schwankungsanfälligkeit tendenziell steigen wird.

Positionierung

- Trotz zum Teil anspruchsvoller Bewertungen erwarten wir weiterhin den höchsten Renditebeitrag von Engagements in Aktien, getragen von den robusten Konjunkturdaten in allen Wirtschaftsräumen. Aktien bilden weiterhin den Sockel unserer Vermögensstrategie, global diversifiziert mit ausdrücklicher Berücksichtigung von Marktsegmenten, die wir für relativ unabhängig von internationalen Kapitalströmen halten, sowohl bei Nebenwerten als auch im Bereich der Schwellenländer. Sogenannte Passive Konzepte ergänzen wir durch ausgewählte aktive und eigenwillige Manager.

- Renten gewichten wir weiterhin gering, begründet in der Kombination von vergleichsweise hohen Bewertungen, dem jüngst gestiegenen Zinsänderungsrisiko und einem aus unserer Sicht eher unterschätzten Liquiditätsrisiko, wofür wir die zu erwartenden Renditen nur für moderat attraktiv halten.
- Jüngste Anpassungen:
 - Im Aktiensegment höhere Selektivität (insbesondere bzgl. der Anfälligkeit einzelner Geschäftsmodelle gegenüber steigenden Zinsen und Lohnkosten);
 - Nutzen von Volatilität (über steigende Optionsprämien);
 - Rotation von breiten Aktienengagements in einzelne Sektoren wie Grundstoffe und Industriegüter.

Graphik der Woche: Entwicklung Volatilitätsindizes für den US-amerikanischen S&P 500 (rot) und den deutschen Dax (blau) | 1.1.2017 – 12.2.2018



Zum Vergleich:

Kursentwicklung Weltaktienmarkt MSCI World (rot) und Dax (blau) | 1.1.2017 – 12.2.2018



Quelle: vwd portfolio manager

Wichtige Hinweise:

Marktberichte dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Vermögensgegenständen dar. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung. Im Marktcommentar zum Ausdruck gebrachte Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu historischen Wertentwicklungen erlauben keine Rückschlüsse auf Wertentwicklungen in der Zukunft. Der Verfasser oder dessen Gesellschaft übernimmt keinerlei Haftung für die Verwendung dieses Marktcommentars oder deren Inhalt. Die Weitergabe oder Änderungen des Marktcommentars oder seines Inhalts bedürfen der ausdrücklichen Erlaubnis des Verfassers oder der Gesellschaft.