

KW 39 / 2023

# Börsen-Monitor

## Die Märkte im Rückblick

### Keine guten Nachrichten für Wachstumsaktien

Die langfristigen Renditen sind in dieser Woche sowohl in den USA als auch in der Eurozone auf neue temporäre Höchststände gestiegen. In den USA erreichte die Rendite mit knapp 4,7% den höchsten Stand seit September 2007, während in der Eurozone mit fast 3% die höchste 10-Jahres-Staatsanleihenrendite seit 12 Jahren verzeichnet wurde. Der Anstieg der Renditen in den USA lässt sich durch den drohenden Regierungsstillstand, das rekordhohe Angebot an neuen Staatsanleihen, die Ausbreitung einer bevorstehenden Rezession und die (auch saisonal bedingte) schwache Nachfrage nach Staatspapieren erklären. Dies alles führt dazu, dass die Staatspapiere attraktiver werden. Da es vor allem Private und Fonds sind, die im vierten Quartal das Extra-Angebot aufnehmen müssen, fragen sich diese, warum sie eine Rendite von 4,x% für eine lange Laufzeit akzeptieren sollten, wenn sie für eine zweijährige Laufzeit einen halben Prozentpunkt Aufschlag bekommen. Dieses Spiel funktioniert nur, wenn in Kürze eine Rezession erwartet wird, die über eine verstärkte Nachfrage nach Langläufern die Renditen am langen Ende drückt.

Während oder kurz vor einer Rezession ist es nicht ungewöhnlich, dass die Zinsstrukturkurve steiler wird – nur passiert das in der Regel dadurch, dass die kurzfristigen Zinsen in Erwartung einer expansiveren Geldpolitik sinken. Diesmal passen sich jedoch die langen Zinsen (von unten kommend) an. Die Rezessionswahrscheinlichkeit ist aus Anlegersicht trotz in dieser Woche schwächerer Daten vom US-Immobilienmarkt (Neubauverkäufe, schwebende Hausverkäufe) und mauem Konsumentenvertrauen (v.a. durch pessimistischere Zukunftserwartungen) gesunken. Die Federal Reserve hat keine Pläne, die Aussicht auf baldige Zinssenkungen zu unterstützen, und ist damit erfolgreich. Im Juli erwartete der Markt noch mit fast 90%iger Wahrscheinlichkeit, dass die US-Notenbank ihren Leitzins in der ersten Jahreshälfte 2024 gesenkt haben würde. Aktuell gehen Händler nur noch mit einer 50%igen Wahrscheinlichkeit von einem niedrigeren Leitzins bis zum Halbjahresschluss aus. Kurzum: Die Realität, dass die US-Wirtschaft einen höheren Leitzins verkraften kann, hat sich durchgesetzt.

Für Wachstumsaktien sind steigende Renditen keine guten Nachrichten, da der Barwert der zukünftigen Erträge sinkt, wenn die „sichere“ Rendite steigt. In den letzten zehn Jahren galten Aktien als alternativlos aufgrund der niedrigen Zinsen, aber mittlerweile gibt es außerhalb der Aktienmärkte reichlich Renditechancen mit geringem Abwärtspotenzial. Selbst weltweit betrachtet liegen die Gewinnrendite des MSCI World und die Rendite globaler Unternehmensanleihen guter Qualität gleichauf. Die Risikoprämie ist so stark gesunken, dass es außergewöhnlich attraktive Aussichten braucht, um nicht-spekulativ angehauchte Anleger für Aktienengagements zu gewinnen. Die Begeisterung für Künstliche Intelligenz hat den amerikanischen Leitindex im Frühjahr in einen neuen Bullenmarkt geführt. Viele Investoren haben jedoch nicht vergessen, dass solche Hype-Bewegungen selten von langer Dauer sind und es in der jüngeren Vergangenheit immer wieder Phasen der Ernüchterung mit besseren Einstiegspunkten gab. Das zeigt sich vor allem am Chartverlauf vieler (noch) nicht profitabler KI-Unternehmen (beispielhaft die Firma C3.AI, die Softwarelösungen für KI-Applikationen entwickelt und von ihrem Hochpunkt im Juni nun 45% abgegeben hat). Mit dem Abflauen der KI-Welle, den steigenden Zinsen und der für viele Investoren überraschend starken Wertentwicklung der großen Technologieindizes (NASDAQ-100 +34% seit Jahresbeginn) steigt das Risiko von Gewinnmitnahmen (wie wir sie in den letzten Tagen gesehen haben).

Der Anstieg der Renditen in der Eurozone ist schwieriger zu erklären. Die Konsumenteninflation ist stärker gesunken als erwartet, insbesondere in Deutschland. Die gesamtwirtschaftliche Situation in der Eurozone hat sich nicht verbessert und die Nachrichten aus China tragen nicht dazu bei, dass die Rezessionswahrscheinlichkeit für die Eurozone sinkt. Die chinesische Regierung erwägt, die Preisuntergrenzen für bestehende Häuser abzuschaffen. Dies könnte für Immobilienentwickler eine Chance sein, ihre unverkauften Wohnungen zu reduzieren und ihre Schulden zurückzuzahlen, aber für chinesische Hausbesitzer könnte es fatal sein. Die Preise für Bestandsimmobilien sind in China im Jahresvergleich nur um 2,5% gesunken, während sie in den USA zwischen

2006 und 2008 um 20% und in Deutschland aktuell um 9% zurückgegangen sind. Ein heftigerer Immobilienpreiseverfall in China dürfte das Verbrauchervertrauen beschädigen. Die Schwäche der Binnennachfrage könnte sich deutlich verschärfen und das Finanzsystem destabilisieren. Dies ist ein gefährliches Umfeld für Europas Industrie. Insgesamt sind die Aussichten für weiter steigende Zinsen in der Eurozone nicht besonders vielversprechend. Es scheint, als würde man dem globalen Bild und insbesondere den US-Märkten ohne Differenzierung folgen.

Wir halten es daher für sehr wahrscheinlich, dass die langen Zinsen in der Eurozone wieder nachgeben werden, was dann die Stärke des US-Dollars in den letzten vier Wochen erklären würde. In den USA ist hingegen eine steilere Zinsstrukturkurve (in diesem Fall ein geringerer Inversionsgrad) nachvollziehbar, und wir können uns vorstellen, dass die zehnjährigen Staatsanleiherenditen nach einer Gegenbewegung wieder in Richtung 5% steigen werden.



**Adrian Roestel**

Leiter Portfoliomanagement