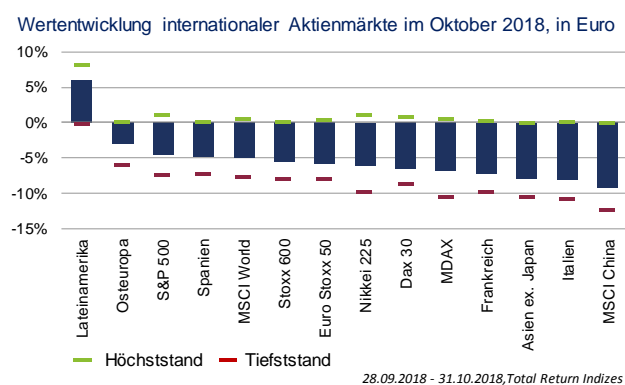


Nach dem roten Oktober an der Wall Street: Kein Bärenmarkt in Sicht.

- Das Kursmuster des S&P 500 einschließlich der beiden Ausverkäufe in diesem Jahr stellt den Normalfall dar.
- Die Furcht vor einem Bärenmarkt bleibt unter fundamentalen Gesichtspunkten derzeit unbegründet.
- Trotz einiger Schwachstellen weist die US-Volkswirtschaft insgesamt geringe Rezessionsrisiken auf.

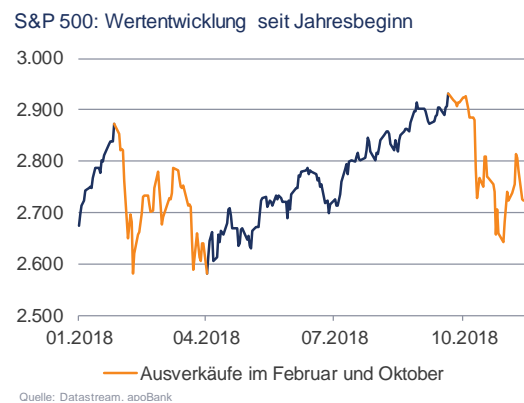
Gedämpfte Stimmung wegen schlechter Performance an den Aktienmärkten

Wieder mal hat der Oktober seinen Ruf als schlechter Börsenmonat bestätigt. An nahezu sämtlichen internationalen Aktienmärkten lag die monatliche Wertentwicklung im negativen Bereich, und das zum Teil sehr deutlich. Im Euroraum ansässige Anleger konnten zwar von der Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar, dem japanischen Yen sowie dem britischen Pfund profitieren. Die günstigen Wechselkurseffekte fielen jedoch im Vergleich zu den insgesamt kräftigen Rücksetzern an den Aktienmärkten zu gering aus, um die Wertentwicklungen in den positiven Bereich umzukehren. Eine nennenswerte Ausnahme stellten Aktien aus Lateinamerika dar, wo in erster Linie der brasilianische Leitindex im Vorfeld der zweiten Runde der dortigen Präsidentschaftswahl deutlich zulegen konnte.



Ausverkauf 2.0 an der Wall Street

Das Epizentrum der weltweiten Verkaufswelle im Oktober lag in den USA. An der Wall Street gab der vielbeachtete, marktweite Aktienindex S&P 500 im Monatsverlauf kräftig nach. Noch stärker unter Verkaufsdruck gerieten die Aktien von Technologieunternehmen an der Nasdaq. Die Rückgänge am US-Aktienmarkt zogen schließlich weitere Verkaufswellen an den internationalen Börsen nach sich. Seit Jahresbeginn ist dies bereits der zweite signifikante Einbruch an der Wall Street. Schon im Februar lösten Zinserhöhungsängste eine kräftige Korrekturbewegung unter einem sprunghaften Anstieg der Volatilität aus. Auch dieses Mal war die Furcht der Anleger vor steigenden US-Leitzinsen und Renditen ein Faktor, der zum Ausverkauf 2.0 an der Wall Street beitrug, allerdings nicht der einzige. Denn neben einer hawkishen Fed-Kommunikation als Reaktion auf abermals überraschend positive Makro-Daten lastete auf den Märkten auch die Nachricht von einem unerwartet rekordhohen Haushaltsdefizit im laufenden Jahr sowie die vereinzelt negativen Zwischentöne im Laufe der Berichtssaison für das dritte Quartal.



„Business as usual“ am US-Aktienmarkt

Das Kursmuster beim S&P 500 im laufenden Jahr stellt gerade wegen (und nicht trotz) der beiden Ausverkäufe im Februar und Oktober bei ansonsten kontinuierlich steigenden Kursen den empirischen Normalfall dar. Die Finanzmarktforschung zählt zu ihren gesicherten Erkenntnissen, dass Aktienkurse über lange Zeiträume graduelle Anstiege verzeichnen, bevor sie innerhalb relativ kurzer Zeitspannen kräftig nachgeben. Aktienkurse fahren also auf einer Rolltreppe nach oben und nehmen den Fahrstuhl nach unten. Und genau dieses Kursmuster ist auch 2018 wieder zu erkennen. Somit ist das Marktgeschehen

an der Wall Street seit Jahresbeginn nur wegen der beiden Ausverkäufe keineswegs außergewöhnlich, sondern stellt vielmehr den Normalfall dar.

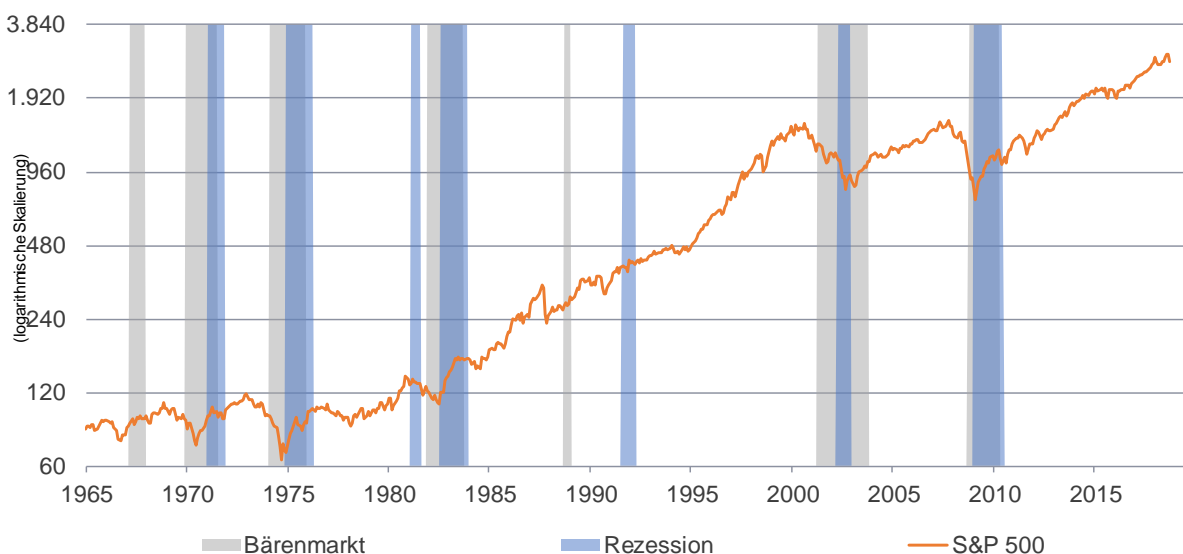
Die Furcht vor einem Bärenmarkt

Von seinem Höchststand am 20. September 2018 gab der S&P 500 in der Spitze um mehr als 9 Prozent nach. Auch wenn nach gängiger Definition weder eine „Korrektur“ (d.h. mehr als 10 Prozent Rückgang vom letzten Höchststand) vorliegt noch sich ein „Bärenmarkt“ (d.h. mindestens 20 Prozent Rückgang vom letzten Höchststand) konkret abzeichnet, wird unter Marktbeobachtern die Frage diskutiert, ob nun ein Bärenmarkt an der Wall Street droht. Die Frage nach dem nächsten Bärenmarkt scheint alleine schon wegen ihrer empirischen Relevanz angebracht, denn die insgesamt 11 Bärenmärkte in den USA seit 1945 brachten nicht nur kräftige Rücksetzer von bis zu 57 % mit sich, sondern erstreckten sich zum Teil auch über lange Zeiträume, wie beispielsweise der zweieinhalbjährige Bärenmarkt, der im Jahr 2000 begann. Dabei lässt sich feststellen, dass mit jedem weiteren Monat im Bärenmarkt die Kursverluste beim S&P 500 in der Vergangenheit im Durchschnitt um rund 1 Prozent anstiegen. Auf die Frage nach der Wahrscheinlichkeit, dass auf eine anfängliche Korrektur dann auch ein Bärenmarkt folgt, lassen sich rasch zwei Antworten geben. Einerseits lässt sich nämlich aus Termingeschäften aktuell eine implizite Wahrscheinlichkeit für einen solchen Bärenmarkt in den nächsten 6 bis 12 Monaten in Höhe von 5 bis 10 % ableiten. Andererseits kann man die Wahrscheinlichkeit auch auf der Grundlage vergangener Korrekturen und Bärenmärkte in den USA mit einfachen statistischen Mitteln auswerten und so auf einen Schätzwert von rund einem Drittel gelangen. Diese geschätzten Wahrscheinlichkeiten sollten allerdings bestenfalls als Orientierungsgröße dienen und keinesfalls für bare Münze genommen werden, denn bei deren Ermittlung wird gänzlich auf die ursächlichen Zusammenhänge zwischen Bärenmärkten und Konjunktur verzichtet.

Bärenmärkte und Rezessionen: Koinzidenz der Ereignisse

Um die Wahrscheinlichkeit eines drohenden Bärenmarktes an der Wall Street genauer bestimmen zu können, muss letztlich die Frage nach der nächsten US-Rezession beantwortet werden. Denn der Blick auf die Daten zeigt, dass in der Vergangenheit Bärenmärkte und Rezessionen nahezu immer zeitlich zusammen auftraten. Ausnahmen bestehen zwar, wie beispielsweise der Crash im Oktober 1987. Dennoch bilden das Auffinden von Rezessionsrisiken und die frühzeitige Bestimmung des nächsten Konjunkturabschwungs den vielversprechendsten Ansatz zur Früherkennung eines Bärenmarktes.

S&P 500: Wertentwicklung in Bärenmärkten und Rezessionen seit 1965



Quelle: Datastream, apoBank

Schwäche zyklischer Aktien als Ausdruck gesteigerter Konjunktursorgen

Neben dem gemeinsamen Auftreten von Bärenmärkten und Rezessionen lassen sich noch zwei Gründe für die Untersuchung aktueller Konjunkturrisiken für die US-Wirtschaft anführen. So zeigten in dem jüngsten Ausverkauf an der Wall Street die Aktien aus konjunktursensitiven Branchen, also zyklische Werte, eine schwächere Wertentwicklung als die Aktien aus weniger konjunktursensitiven Branchen, also defensiven Werten. Dies lässt sich als Ausdruck gesteigerter Sorgen vor einem Abschwung der US-Konjunktur interpretieren. Darüber hinaus hält der derzeitige konjunkturelle Aufschwung in den USA bereits seit dem Frühjahr 2009 an und rangiert in der Liste der längsten Aufschwünge mittlerweile auf dem zweiten Platz. Auch wenn sich kein statistischer Zusammenhang zwischen der Länge eines konjunkturellen Aufschwungs und dem Risiko einer Rezession nachweisen lässt, unter Marktbeobachtern wird immer wieder diskutiert, ob der derzeitige Aufschwung nicht bald reif für die nächste Rezession sei.

Gängige Rezessionsindikatoren signalisieren geringes US-Rezessionsrisiko

Hält man sich die insgesamt mehr als robusten Konjunkturmeldungen aus den USA der vergangenen Wochen und Monate vor Augen, dann erscheint das Risiko einer baldigen Rezession gering. Genau zu diesem Schluss gelangt man auch, wenn man einen Blick auf die gängigen Rezessionsindikatoren und die daraus abgeleiteten Rezessionswahrscheinlichkeiten wirft. Sowohl die Steilheit der Treasury-Kurve als auch das sogenannte Excess Bond Premium und der Leading Economic Index beziffern das derzeitige Rezessionsrisiko in den nächsten 12 Monaten auf lediglich 10 bis 15 %. Diese Schätzungen stehen unseres Erachtens durchaus im Einklang mit der nach wie vor dynamischen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung bei gleichzeitig geringen makroökonomischen Ungleichgewichten in den USA.

Wo lauern unterschätzte Konjunkturrisiken?

Das positive Gesamtbild für die USA schließt nicht aus, dass nennenswerte Konjunkturrisiken bestehen, diese aber von den Beobachtern derzeit nicht erkannt bzw. unterschätzt werden. Ein solches Risiko könnte potenziell vom US-Immobilienmarkt ausgehen, genau dort also, wo schon die letzte große Krise entstand. Denn schwächere Makro-Daten kamen zuletzt vorwiegend vom US-Immobilienmarkt, was sich beispielsweise in stagnierenden Wohnungsbauinvestitionen seit Anfang 2017 ausdrückt. Für die jüngste Abschwächung ist allerdings neben gestiegenen Baumaterialkosten sowie höheren Hypothekenzinsen auch der Wegfall steuerlicher Privilegien durch Trumps Steuerreform als Ursachen zu nennen. Das Platzen einer kreditfinanzierten Immobilienblase liegt jedoch nicht vor und von einer neuerlichen Immobilienmarktkrise wie noch vor 10 Jahren kann erst recht nicht die Rede sein. Ähnlich wie der US-Immobilienmarkt stellt auch die gestiegene Verschuldung von US-Unternehmen eine aktuelle Schwachstelle dar, die aber als Auslöser der nächsten Rezession nicht in Frage zu kommen scheint. Das gilt analog auch für die höhere Verschuldung des US-Zentralstaates, wo Trumps Steuerreform vor allem zu hohen Ausfällen bei den Steuereinnahmen führte und den fiskalpolitischen Spielraum zukünftiger Regierungen deutlich einschränken wird. Die nächste Rezession wird sie aber nicht lostreten.

Die übliche Verdächtige

Ein größeres und potenziell unterschätztes Risiko für die US-Konjunktur und die Finanzmärkte könnte hingegen von der US-Notenbank Fed ausgehen. Das mag zunächst überraschen, denn die graduellen Leitzinserhöhungen in den letzten drei Jahren wurden gerade deshalb von der Fed so behutsam durchgeführt, um einerseits bloß nicht die Konjunktur abzuwürgen und andererseits die Märkte nicht zu verschrecken. Doch zunächst spricht die Empirie klar gegen die Fed, denn rückblickend lassen sich im Vorfeld von US-Rezessionen in aller Regel Phasen der geldpolitischen Straffung durch die Fed ausmachen. Darüber hinaus birgt gerade ihr allzu vorsichtiger Zinserhöhungskurs seit Ende 2015 die Gefahr, dass die Fed hinter die Kurve geraten ist und bei unerwartet höherer Inflationsdynamik die Leitzinsen kräftiger anheben müsste als von ihr vorgesehen und als von den Märkten erwartet. Für das nächste Jahr gehen die Mitglieder des Offenmarktausschusses im Mittel von lediglich drei zusätzlichen Zinsschritten aus, also etwas weniger als einer Erhöhung pro Quartal. Noch vorsichti-

ger fällt die Erwartung der Marktteilnehmer aus, die lediglich zwei Zinsschritte abbildet. Nachdem die Markterwartung in den Jahren nach Ausbruch der globalen Finanzkrise deutlich zu hawkish ausfiel, scheint nun also der umgekehrte Fall vorzuliegen: Die Märkte trauen der Fed ganz offensichtlich keine Leitzinserhöhung über 3 Prozent zu. Das könnte sich angesichts der robusten US-Konjunktur und der bestimmten Fed als Fehleinschätzung herausstellen. Aber selbst wenn die Fed die Leitzinsen stärker anheben sollte, könnte dies zwar US-Anleihen und US-Aktien unter Druck setzen. Eine Rezession müsste aber nicht zwangsläufig folgen. Denn die jüngsten Studien legen nahe, dass die Geldpolitik der Fed trotz der Zinserhöhungen in den letzten drei Jahren noch keine nennenswerten Bremswirkungen in der Realwirtschaft hinterlassen haben dürften. Auf dem aktuellen Leitzinsniveau wirkt die Geldpolitik wohl eher noch stimulierend auf die Konjunktur. Daraus folgt, dass die Fed die Leitzinsen noch weiter anheben kann, ohne dadurch das Risiko einer Rezession selbstverschuldet zu erhöhen.

Fazit

Trotz geringer Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den USA in den nächsten 12 Monaten erwarten wir dort ein schwierigeres gesamtwirtschaftliches Umfeld als noch 2017 und 2018. Während die bislang anhaltend hohe konjunkturelle Dynamik in der zweiten Jahreshälfte 2019 nachlassen dürfte, gehen wir aufgrund von Verzögerungseffekten von weiter anziehendem Lohnwachstum und einer höherer Inflation aus. Von der Fed erwarten wir deshalb zunächst eine Fortsetzung der graduellen Leitzinserhöhungen. Allerdings dürfte sie nach zwei Zinsanhebungen in der ersten Jahreshälfte eine Verschnaufpause einlegen, wenn erkennbar wird, dass die Wirtschaft bereits an Schwung verloren hat. Für Aktienanleger in den USA heißt dies zunächst, dass die aktuellen Rücksetzer an der Wall Street keine Vorboten der nächsten Rezession bzw. des nächsten Bärenmarktes sind. Dennoch ist nicht auszuschließen, dass die Lage am Aktienmarkt weiter angespannt bleiben und von erhöhter Volatilität gekennzeichnet sein wird. Weitere kräftige Rücksetzer können nicht ausgeschlossen werden. Am Anleihenmarkt gehen wir von nicht weiter steigenden Renditen aus, weil die von uns erwarteten Leitzinserhöhungen bereits vollständig eingepreist sind und die wirtschaftliche Abschwächung ab Sommer 2019 Druck von der Fed nehmen wird, die Leitzinsen weiter zu erhöhen. Aber auch hier lassen sich Risiken identifizieren, falls die Fed zu einer aggressiveren geldpolitischen Straffung gezwungen sein sollte. Nicht außer Acht lassen sollte man als Anleger bei der Kapitalanlage in den USA letztlich das Wechselkursrisiko. Das haben die beiden letzten Jahre im Guten wie im Schlechten eindrucksvoll gezeigt.