

## März 2018

---

- **Aktien: Nur eine gesunde Korrektur**
  - Quo vadis Fed und EZB?
  - Anleger haben letzte Kurskorrektur schon fast vergessen
  - Zeit des Goldilock-Szenarios ist vorbei
  - Schon mittelfristig stehen die Zeichen auf Kurserholung

## Team Postbank Research

### **Dr. Marco Bargel**

Chefvolkswirt  
marco.bargel@postbank.de

### **Heinrich Bayer**

heinrich.bayer@postbank.de

### **Dr. Lucas Kramer**

lucas.kramer@postbank.de

### **Heinz-Gerd Sonnenschein**

heinz-gerd.sonnenschein@postbank.de

[www.postbank.de](http://www.postbank.de)

Redaktionsschluss: 23. Februar 2018

Deutsche Postbank AG  
Zentrale  
Friedrich-Ebert-Allee 114-126  
53113 Bonn  
Telefon: (0228)920-0

### **Disclaimer:**

Alle hier veröffentlichten Angaben erfolgen unverbindlich und stellen Informationsmaterial dar, also weder eine Anlageberatung noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf irgendeines Wertpapiers. Die Informationen in diesem Dokument wurden aus Daten erarbeitet, von deren Richtigkeit ausgegangen wurde; die Deutsche Postbank AG garantiert diese jedoch nicht. Die Angaben dienen ausschließlich zur Information, die dem Investor eine selbständige Anlageentscheidung erleichtern soll.

## Aktien: Nur eine gesunde Korrektur

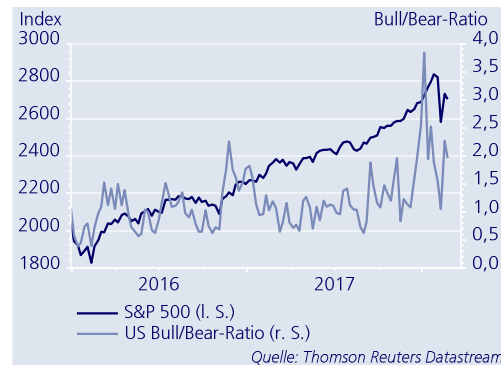
### Quo vadis Fed und EZB?

Sowohl DAX als auch Euro Stoxx 50, Standard & Poor's 500 sowie Topix starteten zunächst freundlich ins neue Jahr. In der vierten Kalenderwoche lagen die genannten Indizes schon zwischen fünf und gut sieben Prozent im Vergleich zu ihren Schlusständen zum Jahreswechsel 2017/18 vorne, bevor dann am 2. Februar eine Schwächephase die Börsen erfasste. In der Folge verloren alle vier Indizes jeweils rd. zehn Prozent an Wert.

Auslöser waren Details aus dem US-Arbeitsmarktbericht für Januar, der am 2. Februar veröffentlicht wurde. Die Lohnkomponente zeigte einen deutlicheren Anstieg, als dies offenbar viele Investoren erwartet hatten. Dies war der Tropfen, der das Fass zum Überlaufen brachte. Sorgen vor einer stärker als erhofft anziehenden Inflation, die die US-Notenbank zu schnelleren Leitzinserhöhungen nötigen könnte, verstärkten sich bei zahlreichen Anlegern. Dies würde steigende Anleiherenditen in allen Laufzeitenbereichen zur Folge haben. Steigende Renditen würden die Attraktivität von Rentenanlagen im Vergleich zu Aktieninvestments erhöhen und Gelder Richtung Rentenmarkt umleiten. Vorsorglich nahmen Investoren aufgelaufene Kursgewinne mit. Stopp-Loss-Orders sowie auf Algorithmen fußende Computerprogrammen verstärkten vorübergehend den Abwärtsdruck.

Den Boden bereitet hatten diverse Faktoren. So zogen die Renditen 10-jähriger US-Treasuries und Bundesanleihen von Mitte Dezember 2017 bis Anfang Februar dieses Jahres um jeweils mehr als 40 Basispunkte an. Äußerungen einzelner EZB-Ratsmitglieder hatten Spekulationen über einen möglicherweise früher als bisher eingepreisten Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik durch die EZB Tür und Tor geöffnet. Außerdem wechselte am 5. Februar 2018 der Vorsitz der US-Notenbank. Nach Janet Yellen ist nun Jerome Powell Präsident der mächtigsten Notenbank der Welt. Er wird zwar als eine ruhige

### Überbordender Optimismus kurz vor dem Beginn der Korrektur



und besonnen handelnde Person eingestuft, die die Politik der ruhigen Hand seiner Vorgängerin fortführen dürfte. Allerdings geht jeder Chefwechsel mit einer gewissen Unsicherheit einher und der Neue muss sich erst beweisen. Er wird an seinen Taten gemessen werden. Insgesamt entwickelte sich diese Ungewissheit über die weitere Vorgehensweise von EZB und Fed in den Augen vieler Investoren zum potenziellen Belastungsfaktor für den Aktienmarkt. Dort herrschte gerade Partylaune und die Sektkorken knallten sprichwörtlich. Denn die Bullen hatten mehr als deutlich die Oberhand. Es gab nahezu viermal so viele Bullen wie Bären an der Wall Street, eine ungesunde Mischung. Sie ist vergleichbar mit der Situation auf einem Boot, wenn 80 Prozent der Passagiere an einer Reling und lediglich 20 Prozent an der anderen Reling stehen. In der Folge bekommt das Boot Schlagseite und die Gefahr des Kenterns ist groß. Für den Aktienmarkt bedeutet dieses Missverhältnis: Dass rd. 80 Prozent der Marktteilnehmer in Aktien investiert sein dürften. Von ihnen sollte nun nur noch ein kleiner Teil für neuerliche Käufe bereitstehen.

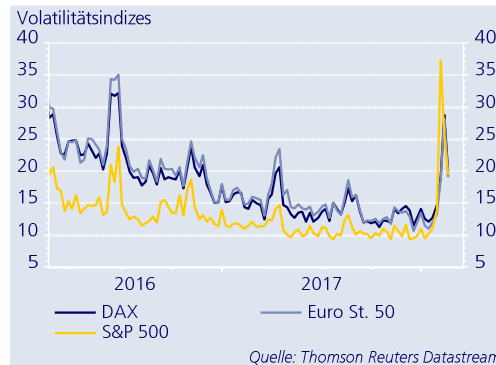
Es war eine Verkettung mehrerer Faktoren, die am 2. Februar unter dem Eindruck der überraschend deutlich ausgefallenen, aber nach unserer Ansicht auch über interpretierten Lohnsteigerungen die Korrektur an der Wall Street sowie auch an den Börsen rund um den Globus einleiteten. Oder

einfach gesagt, die Investoren haben die rosarote Brille abgesetzt, die sie für eine sehr lange Zeit trugen und hinter der sie alle Probleme einfach ausblenden konnten. So sorgten beispielsweise das Brexit-Votum der Briten oder die Atom- und Raketen-tests Nordkoreas 2017 jeweils nur für eine sehr kurze Zeit für Verunsicherung. Dann galt wieder business as usual, d.h. Aktien kaufen.

### Anleger haben letzte Kurskorrektur schon fast vergessen

Die Rally an den Aktienmärkten währt nun schon seit sechs bzw. sogar neun Jahren. Weder DAX noch Euro Stoxx 50 verzeichneten von 2012 bis 2017 in einem Kalenderjahr einen Kursrückgang. Dies gilt mit einer kleinen Ausnahme auch für den Topix. Der japanische Leitindex verbuchte lediglich 2016 einen Kursrückgang, der mit 1,9% aber überschaubar ausfiel. Mit Ausnahme von 2015, als der S&P 500 nur unwesentlich um 0,7% nachgab, begann dessen Aufwärtstrend schon 2009. Selbst eine mit der aktuellen Kurskorrektur vergleichbare Marktsituation liegt schon rd. zwei Jahre zurück. Unter dem Eindruck globaler Konjunkturängste gaben die genannten Indizes im Januar/Februar 2016 in einem vergleichbaren Ausmaß nach. Die Durststrecke währte damals bis Ende Juni 2016. Danach legten die Notierungen in der zweiten Jahreshälfte deutlich zu. Nach unserer Ansicht werden die Investoren dieses Mal kein halbes Jahr brauchen, um den Schock zu verarbeiten und als Käufer an den Markt zurückzukehren. Denn anders als 2016 wartet Ende Juni kein Brexit-Votum, das damals eine gewisse Zurückhaltung unter den Anlegern schürte. Wir erwarten, dass die Indizes im späteren Frühjahr wieder in den Aufwärtsmodus schalten werden. Dann sollte zum einen erkennbar werden, dass Jerome Powell die ruhige und bedachte Notenbankpolitik seiner Vorgängerin Janet Yellen fortzusetzen gewillt ist. Zum anderen dürften sich die Sorgen vor einem zu schnellen Ausstieg der EZB aus ihrer ultralockeren Geldpolitik verringert haben, wenn nicht sogar verschwunden sein. Wir erwarten den ersten Zinsschritt der EZB Mitte 2019.

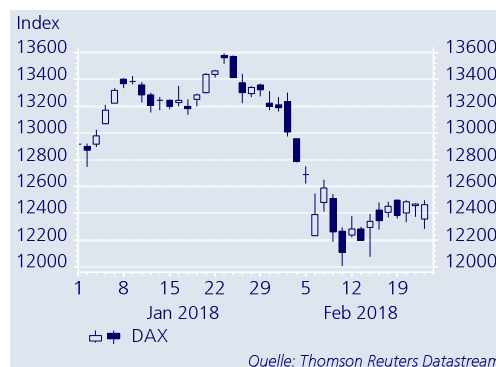
### Angstindizes sind deutlich angesprungen



### Zeit des Goldilock-Szenarios ist vorbei

Auch wenn wir der Ansicht sind, dass die Börsen dieses Mal rascher als 2016 wieder Tritt fassen werden, müssen sich die Investoren bewusst sein, dass die Zeit des Goldilock-Szenarios vorbei ist. Die rosarote Brille ist abgelegt. Risiken werden nun von den Investoren wieder wahrgenommen und lösen adäquate Marktreaktionen aus. Die Kursreaktion, die die Volatilitätsindizes im Februar dieses Jahres gezeigt haben, werden nach unserer Einschätzung nicht die Ausnahme bleiben. Anders als 2017 dürfte 2018 von zahlreichen Ausschlägen der Angstbarometer gekennzeichnet werden. Gleichwohl sollten Niveaus von 50 Punkten oder mehr, die der Vix, der Volatilitätsindex des S&P 500, beispielsweise am 6. Februar intraday erreichte, die Ausnahme bleiben. An den Höhen der einzelnen Kerzen in der Candle Stick-Darstellung des DAX ist erkennbar, in welchem Aus-

### Candle Stick-Chart zeigt die hohen Intraday-Bewegungen



maß der deutsche Leitindex innerhalb eines einzelnen Handelstages während der direkten Korrekturphase schwankte. Dies verdeutlicht die Nervosität der Marktteilnehmer. Am aktuellen Rand wiederum werden die einzelnen Kerzen langsam wieder kleiner. Zudem hat sich der Index schon wieder von seinem bisherigen Tief gelöst und tendiert aktuell per saldo seitwärts. Dies bedeutet aber nicht, dass die Korrekturphase nun für beendet erklärt werden kann. Eine zweite Welle ist nicht auszuschließen. Denn weder die künftige Geldpolitik der Fed noch die der EZB liegen offen und für alle einsehbar auf dem Tisch. Allerdings stufen wir das Rückschlagpotenzial als begrenzt ein. Der DAX dürfte in solch einem Intermezzo beispielsweise maximal bis in den Bereich von 12.000 Punkten korrigieren.

### Schon mittelfristig stehen die Zeichen auf Kurserholung

Doch warum sind wir augenscheinlich so optimistisch? Erstens haben wir dieses Jahr kein mit dem Brexit-Votum der Briten vergleichbares Event vor der Brust, das den Börsenfrieden stören könnte. Zweitens werden sowohl Fed als auch EZB ihre behutsame Politik fortführen. Drittens stehen die Zeichen global für 2018 und 2019 klar auf weiteres konjunkturelles Wachstum. Viertens werden die Unternehmen mehrheitlich dieses dynamische fundamentale Umfeld zu weiteren Gewinn- und auch Umsatzsteigerungen nutzen. Nach unseren Berechnungen dürften die im DAX, Euro Stoxx und Topix gelisteten Unternehmen auf aggregierter Basis für den jeweiligen Leitindex im laufenden Jahr einen Gewinnzuwachs zwischen sieben und zehn Prozent im Vergleich zu 2017 erwirtschaften. Aufgrund der Entlastung durch die Ende 2017 verabschiedete Steuerreform sollten die S&P 500-Mitglieder in 2018 einen positiven Einmaleffekt verbuchen können. Im Vergleich zum Vorjahr ist ein Gewinnanstieg von annähernd zwanzig Prozent durchaus erreichbar. Auch für das kommende Jahr gehen wir von weiteren Steigerungen der Firmengewinne aus. Alle vier Indizes dürften dann Zuwächse im

### Standard & Poor's 500 hat sich schon vom Tief gelöst



hohen einstelligen Prozentbereich aufweisen. Fünftens ist die Bewertung von DAX, Euro Stoxx 50 sowie Topix gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis weiterhin uneingeschränkt als attraktiv zu bezeichnen. Der S&P 500 ist nach diesem Kriterium zwar höher als diese Indizes bewertet. In der Historie hat der US-Leitindex aber oft eine höhere Bewertung als seine europäischen Pendanten aufgewiesen. Daher erachten wir den aktuellen Aufschlag noch als vertretbar. Eine weitere Ausweitung sollte aber nicht erfolgen.

Nach dieser gesunden, moderaten Korrektur stehen die Zeichen im weiteren Jahresverlauf wieder auf Kurserholung und wir erwarten unverändert, dass DAX & Co. zum Jahreswechsel 18/19 deutlich über den aktuellen Niveaus notieren.

Heinz-Gerd Sonnenschein

### Prognosen Postbank

	22.02.	in 3 M	in 12 M
DAX	12.462	12900-13100	13900-14100
Euro St. 50	3.432	3450-3650	3750-3950
S&P 500	2.704	2750-2850	2900-3000
Topix	1.746	1775-1875	1900-2000

Quelle: Bloomberg Finance LP