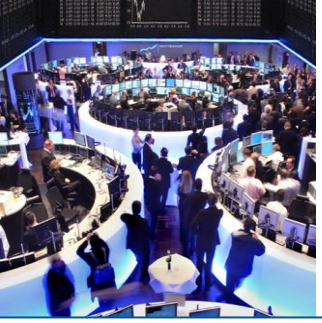


AKTIENMARKT AKTUELL

26. April 2019

An der Börse wird nicht geklingelt

AUTOR
Markus Reinwand, CFA
Telefon: 0 69/91 32-47 23
research@helaba.de

REDAKTION
Patrick Franke

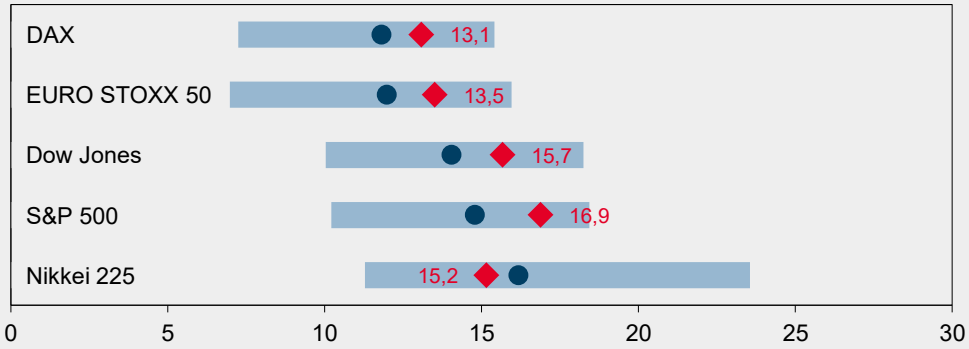
HERAUSGEBER
Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirt/
Leitung Research

Helaba
Landesbank
Hessen-Thüringen
MAIN TOWER
Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Telefon: 0 69/91 32-20 24
Telefax: 0 69/91 32-22 44

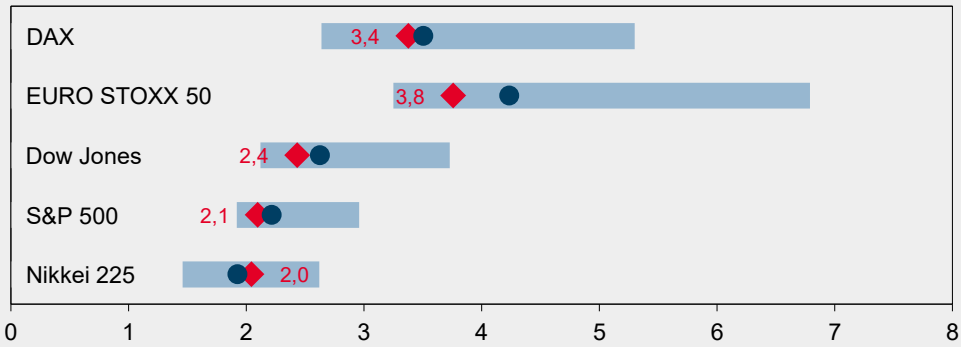
Neue Allzeithochs bei US-Aktien und das obwohl sich die US-Zinskurve extrem abgeflacht hat. Wie passt das zusammen bzw. wie zuverlässig ist die Zinsstruktur als Signalgeber für Aktien überhaupt?

Bewertung und Stimmung im Überblick

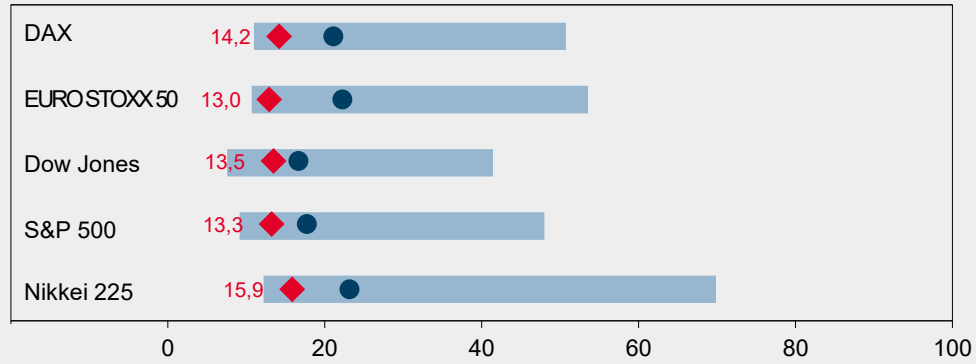
Kurs-Gewinn-Verhältnis*: aktuell (rot), Mittelwert (blau), 10-Jahres-Spanne (hellblau)



Dividendenrendite* (%):aktuell (rot), Mittelwert (blau), 10-Jahres-Spanne (hellblau)



Implizite Aktienvolatilität** (%):aktuell (rot), Mittelwert (blau), 10-Jahres-Spanne (hellblau)



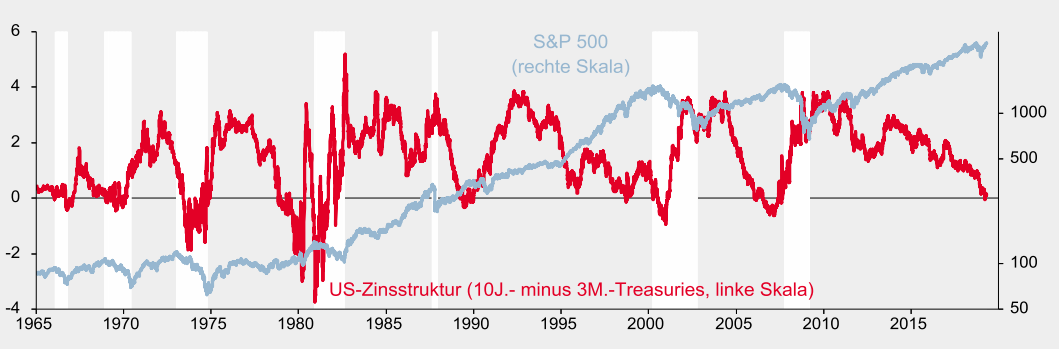
* auf Basis der Konsensschätzungen für die kommenden 12 Monate ** niedriger Wert: Sorglosigkeit; hoher Wert: Panik
Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.

Die US-Indizes S&P 500 und der technologielastige Nasdaq Composite markierten zuletzt neue Allzeithochs. Dabei hatte erst vor vier Wochen die Inversion der US-Zinsstrukturkurve Diskussionen über eine bevorstehende Rezession entfacht.[1] Wie passt das zusammen?

Zinsstruktur als Indikator für den Aktienmarkt?

%-Punkte | Index, log. Skala



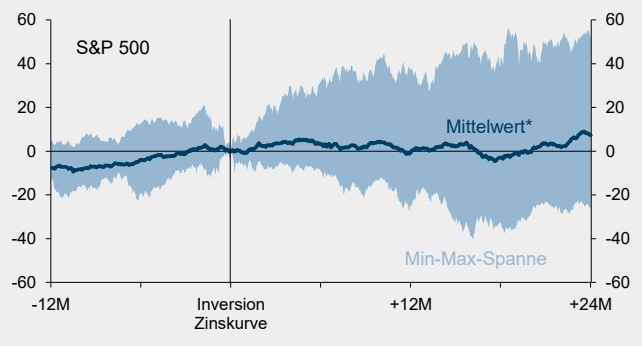
Weiße Balken sind S&P 500-Bärenmärkte
Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Vorlauf gegenüber Aktien stark schwankend

Um diese Frage zu beantworten, haben wir die Entwicklung der Zinsdifferenz zwischen 10-jährigen und 3-monatigen US-Staatsanleihen mit der des S&P 500 verglichen. Auf den ersten Blick ist eine Inversion tatsächlich häufig Vorbote einer ausgeprägten Schwächephase gewesen. Seit 1965 kam es neun Mal zu einer Inversion der Zinsstruktur. In sechs Fällen fiel der S&P 500 in einen Bärenmarkt, d.h. er gab auf Schlusskursbasis um mehr als 20 % nach. In zwei Fällen (Juli 1990 und November 1998) wurde die 20-Prozent-Grenze nicht gerissen. In insgesamt acht von neun Zyklen wurden im „Umfeld“ inverser Zinskurven spürbare Kursverluste verzeichnet. Dies klingt zunächst nach einer ziemlich guten Trefferquote. Der Teufel steckt allerdings im Detail. So streut der Vorlauf der Zinsstruktur gegenüber Aktien, der im Mittel fünf Monate betrug, in den verschiedenen Zyklen enorm: Während im Januar 1973 der S&P 500 bereits fünf Monate vor der Inversion der Zinskurve sein Hoch ausbildete, erreichte er im Oktober 2007 erst 21 Monate danach seinen Gipfel! Nicht so schlimm? Dazwischen liegen immerhin 22 % Kursanstieg, auf die man nur ungern verzichten möchte.

(Fast) alles ist möglich!

Kursveränderung gegenüber dem Zeitpunkt der Inversion, %



* von neun Zyklen seit 1965
Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Bewertung begrenzt Kurspotenzial bei US-Aktien

Abweichung vom Normalwert in Standardabweichungen

* bestehend aus KGV, KCV, KBV und Kehrwert Dividendenrendite
Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Wir haben die Fähigkeiten des Indikators Zinsstruktur als Signalgeber überprüft und dazu die Kursveränderung des S&P 500 ab dem Zeitpunkt der erstmaligen Inversion gemessen. Auf Sicht von zwölf Monaten verbuchte der S&P 500 viermal Kursgewinne und fünfmal Kursverluste. Die durchschnittliche Kursveränderung betrug -1 % bei einer Streuung von -26 % bis +37 %. 24 Monate nach Inversion notierte der S&P 500 fünfmal im Plus und viermal im Minus. Der Mittelwert betrug 7 % bei einer Streuung von -26 % bis +53 %. Was heißt das nun für den Einsatz als Timing-

[1] Siehe dazu ausführlich USA Aktuell „Zinsstruktur: A minus B = Rezession?“ vom 17.04.2019.

Zinsstruktur nur ein Baustein

Indikator? Angesichts der doch beachtlichen Spreizung der Kursentwicklung von Aktien nach einer Inversion der Zinskurve scheint sich eine alte Börsenweisheit zu bestätigen: An der Börse wird nicht geklingelt, weder zum Einstieg noch zum Ausstieg! Dies bedeutet nicht, dass dieser Indikator irrelevant wäre. Er ist allerdings nur ein Baustein unter vielen wozu u.a. auch Unternehmensgewinne zählen. Derzeit läuft die US-Zwischenberichtsaison auf Hochtouren. Inzwischen haben 44 % der S&P 500-Unternehmen ihre Ergebnisse vorgelegt, die per saldo zwar über den Konsens-Erwartungen der Analysten liegen. Dennoch bewegt sich die Bewertung des S&P 500 nach dem dynamischen Kursanstieg der vergangenen Monate schon wieder leicht oberhalb des langfristigen Normalbereiches. Eine etwas gemächlichere Gangart in den kommenden Wochen würde insbesondere US-Titeln somit gut tun.

Helaba-Prognosen Basisszenario

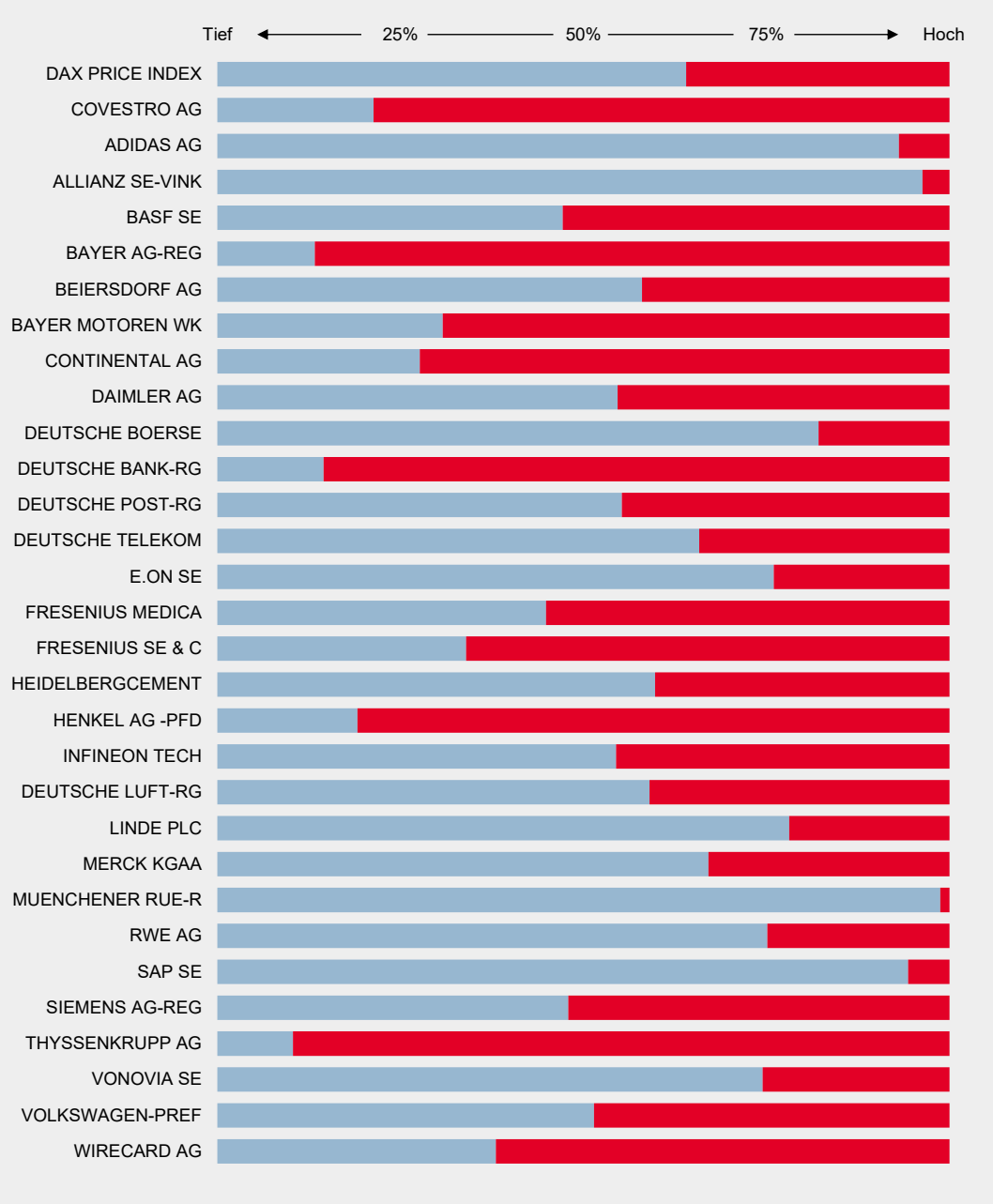
	Veränderung seit ...		aktueller				
	Jahresultimo	Vormonat	Stand*	Q2/2019	Q3/2019	Q4/2019	Q1/2020
	(in Landeswährung, %)		(Index)				
DAX	16,3	7,6	12.283	12.700	13.000	13.200	13.500
Euro Stoxx 50	16,3	5,1	3.492	3.550	3.600	3.650	3.700
Dow Jones	13,4	3,3	26.462	26.800	26.800	27.000	27.300
S&P 500	16,7	4,3	2.926	2.930	2.950	2.975	3.000
Nikkei 225	11,5	4,3	22.308	23.000	23.500	24.000	24.500

* 25.04.2019

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

DAX-Monitor

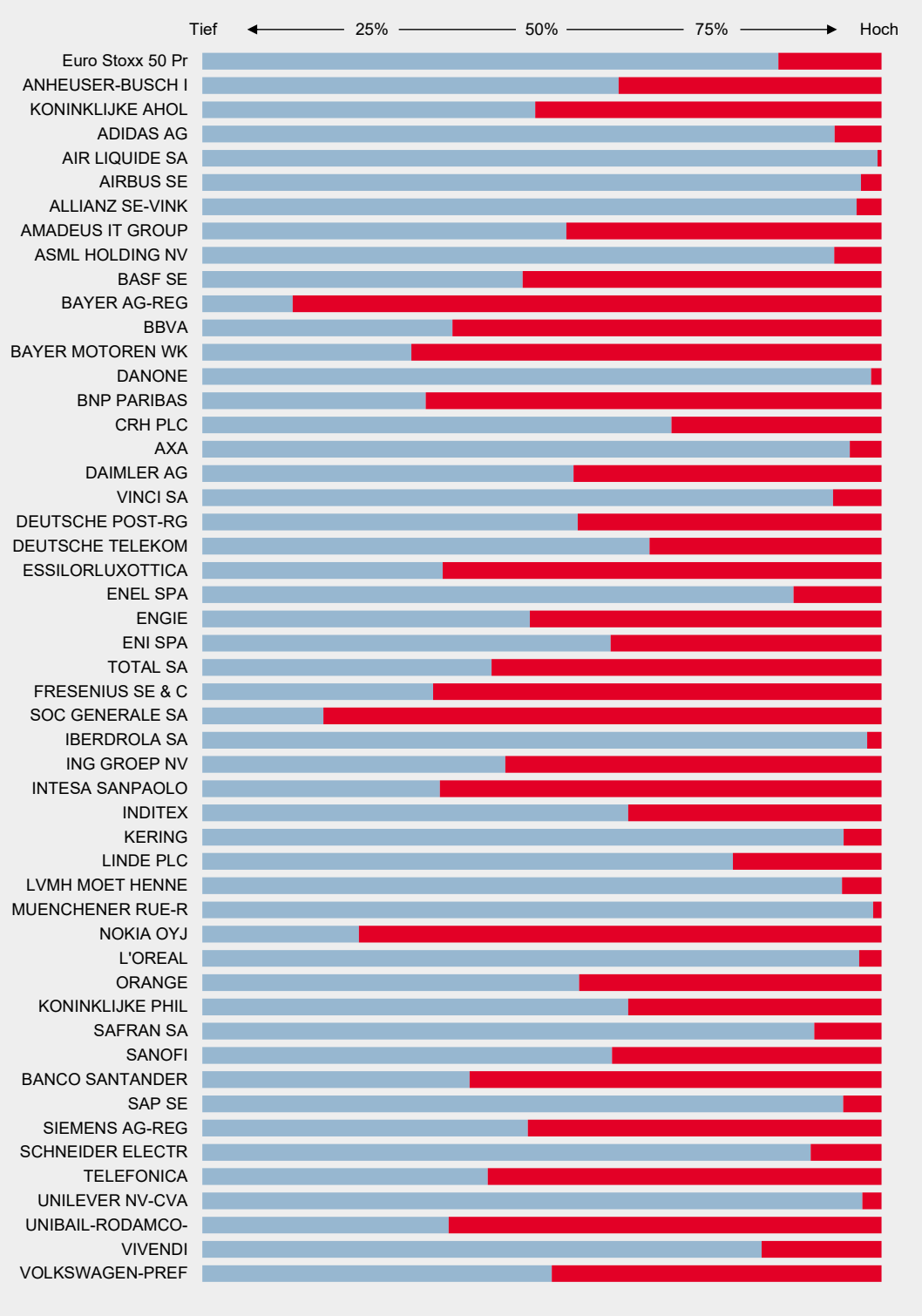
Aktueller Kurs in Relation zur 52-Wochen Hoch-Tief-Spanne



Schlusskurse 25.04.2019
Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

EURO STOXX 50-Monitor

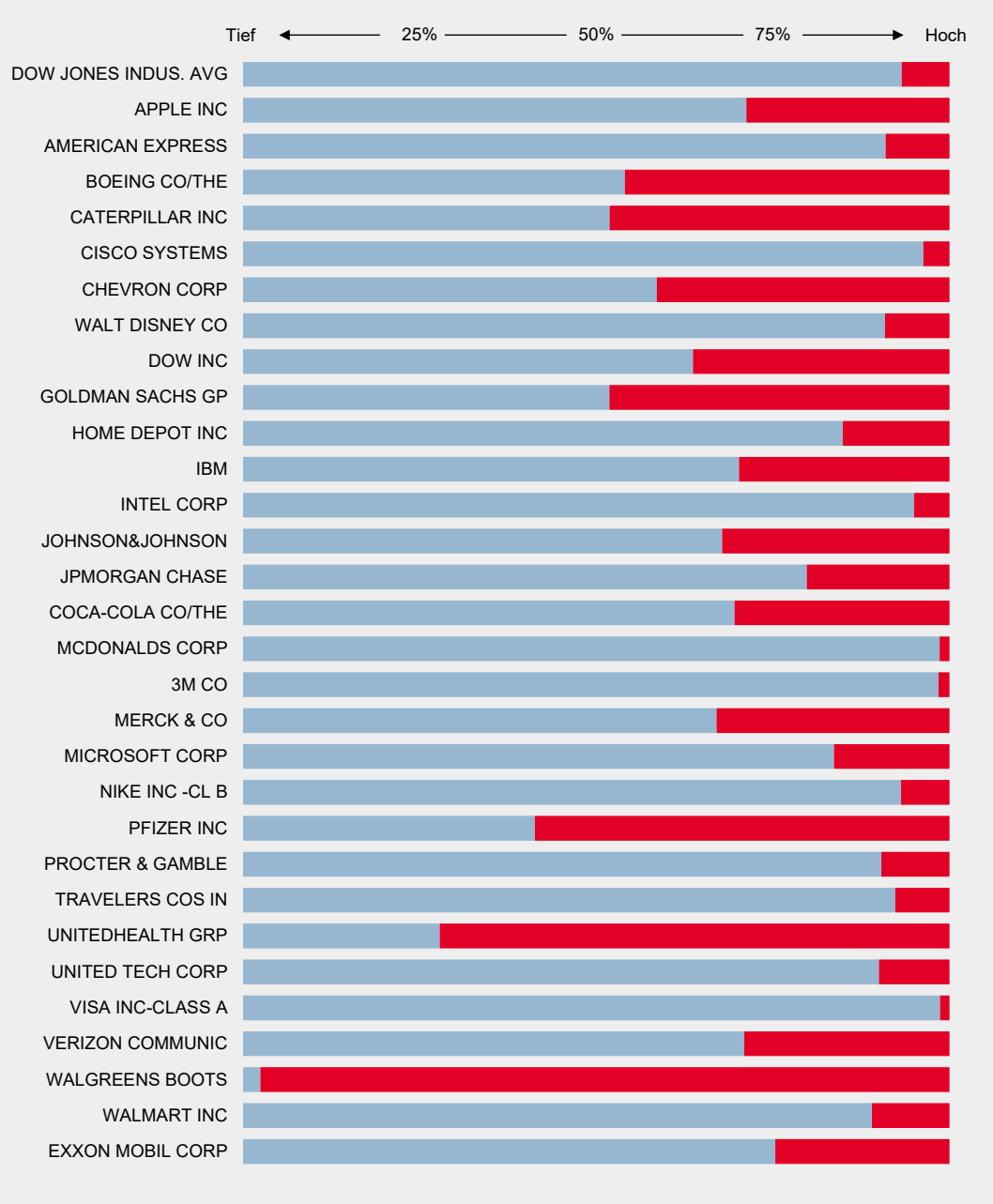
Aktueller Kurs in Relation zur 52-Wochen Hoch-Tief-Spanne



Schlusskurse 25.04.2019
Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Dow Jones Industrials-Monitor

Aktueller Kurs in Relation zur 52-Wochen Hoch-Tief-Spanne



Schlusskurse 25.04.2019
Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research ■