

Wann kommt die nächste Korrektur?

In den vergangenen Jahren fand der Ausverkauf an den Börsen immer im Frühjahr statt

Von Jens Hoffmann

Ein Ausverkauf an den Börsen im Frühjahr scheint in den letzten Jahren zu einem Ritual geworden zu sein. Seit 2004 gab es jeweils in den ersten Monaten des Jahres einen Kursrutsch, der sich allerdings regelmäßig als Korrektur in einem übergeordneten Aufwärtstrend entpuppte. Im Jahr 2004 waren der Beginn des Zinserhöhungszyklus in den USA und Befürchtungen über Kreditausfälle in China für den Kursrückgang verantwortlich. 2005 trennten sich die Investoren vor allem von wachstumssensiblen Anlagen aus Furcht vor einem Einbruch der Weltkonjunktur.

Der Grund der Börsenkorrektur im Frühjahr 2006 war schließlich der weltweite Anstieg der Inflation, der nicht zuletzt durch kräftige Preiserhöhungen bei den Rohstoffen verursacht wurde. Die Renditen an den Anleihemärkten stiegen kräftig, was vor allem zu Verkäufen bei Assets aus den Emerging Markets führte.

In diesem Jahr ist die Konsolidierung Ende Februar fast schon wieder vergessen. Sie wurde durch eine Veränderung der Risikoeinschätzung der Anleger ausgelöst. Gründe dafür waren der sich verschärfende Konflikt mit dem Iran, schwache US-Konjunkturdaten und eine zunehmende Besorgnis über Ausfälle von Hypothekenkrediten in den USA.

Der Kursrutsch an Chinas Börsen war

dann letztlich der Auslöser dafür, dass die Anleger weltweit Gewinne mitnahmen. Dabei wurden vor allem die Anlagen verkauft, die zuvor hohe Erträge gebracht hatten oder die mit einem hohen Risiko behaftet sind. Der Kursrückschlag in China, der wiederum Schockwellen rund um den Globus schickte, wurde von Chinas Regierung initiiert, um die aus ihrer Sicht übertriebene Hausse zu bremsen. Unabhängig von der Frage, ob die Aktien in China überbewertet sind oder nicht, sprechen die fundamentalen Rahmenbedingungen für anhaltend hohes Wirtschaftswachstum bei niedriger Inflation.

Eine Abkühlung der Konjunkturdynamik ist im Sinne einer kontinuierlichen Entwicklung sogar förderlich und kein Vorbote eines Wachstumseinbruchs. Für eine dauerhafte Wende am chinesischen Aktienmarkt gibt es keinen fundamentalen Grund. Die Korrektur in China war daher für viele Anleger lediglich der Anlass, um auch in anderen Märkten, die von den meisten Experten nicht als überbewertet angesehen werden, Gewinne mitzunehmen. Für die Entwicklung der Weltwirtschaft komme es vor allem auch auf die Wachstumslokomotive Asien an. Die Wirtschaftsdynamik Asiens dürfte der Weltwirtschaft auch dann Impulse verleihen, wenn sich die US-Konjunktur zeitweise

abschwächen sollte.

Allerdings sind weitere Kursrückgänge nicht ganz ausgeschlossen, wenn sich einer der genannten Risikofaktoren zuspitzt. Eine solche Zuspitzung wäre ein Einbruch der US-Konjunktur. In dieser Frage wird derzeit zwischen dem Vorsitzenden der US-Notenbank Ben Bernanke und seinem Vorgänger Alan Greenspan heiß diskutiert. Greenspan bezifferte die Wahrscheinlichkeit für eine Rezession in den USA im vierten Quartal 2007 auf immerhin ein Drittel. Als Grund nannte er die Wende bei Unternehmen mit hohen Gewinnmargen. Den Prognosen der Analysten zufolge dürfte sich das Wachstum der Gewinne der Unternehmen im S&P 500 von 16,6 Prozent 2006 auf 6,7 Prozent 2007 verringern.

Allerdings ist dies zum großen Teil auf den Energiesektor zurückzuführen. Die Analysten rechnen hier 2007 mit einem Rückgang von 4,6 Prozent, nachdem die Gewinne 2006 in dieser Branche um 21,1 Prozent stiegen.

Die entscheidende Frage ist also, ob die aktuelle Marktberuhigung zu einem Einbruch der gesamten US-Konjunktur führen wird. Hierüber sind die Meinungen der Experten geteilt. In jedem Fall wird aber der Immobilienmarkt 2007 weiter unter Druck bleiben und das gesamtwirtschaftliche Wachstum beeinträchti-

gen. Dennoch stehen die Chancen gut, dass die US-Konjunktur dies verdaut und der Immobilienmarkt 2008 den Tiefpunkt überwindet. Dafür sprechen die fundamentalen Rahmenbedingungen. Im Gegensatz z.B. zum letzten Einbruch am Immobilienmarkt Anfang der 90er Jahre ist das Zinsniveau weiterhin relativ niedrig, die Arbeitslosenquote ist auf dem niedrigsten Stand seit fünf Jahren, Arbeitsproduktivität und Löhne steigen und das Verbrauchervertrauen ist weiterhin hoch.

Eine typische Korrektur in einem Bullenmarkt dauerte in den letzten Jahren rund zwei bis drei Monate. Der S&P 500 verlor in einer solchen Phase rund sechs bis neun Prozent. Die konjunktursensitiven Emerging Markets verloren in diesen Phasen rund 15 bis 20 Prozent.

Die Emerging Markets haben wirtschaftlich zwar an Stabilität gewonnen, doch der jüngste Rückschlag zeigt, dass alte Verhaltensmuster der Investoren weiter intakt sind. Sie zogen Kapital aus den Emerging Markets ab, was zu einem kräftigen Rückschlag führte. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) der Aktienmärkte in den USA, Japan und Europa liegt weit unter dem KGV zehnjähriger Staatsanleihen angesiedelt. Für die meisten Analysten gelten daher Aktien als moderat bewertet.

Der Autor ist Portfoliomanager der Performance IMC Vermögensverwaltung, Mannheim

Aktien gelten als moderat bewertet