

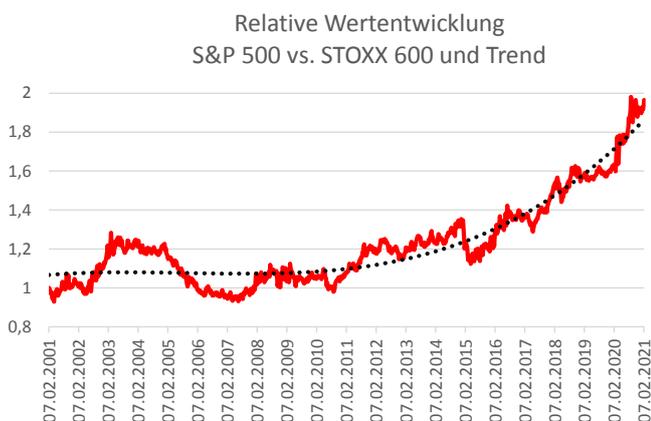


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

11. Februar 2021

USA oder doch Europa? – Warum (schon wieder) alles für US-Aktien spricht

Für einen europäischen Investor ist es üblich, einen Schwerpunkt bei europäischen Aktien zu setzen. Dafür gibt es mehrere Gründe: So scheuen Investoren zu einem gewissen Grad das Währungsrisiko und weisen in ihrer Aktienausswahl zudem nicht selten einen sogenannten Homebias auf. Trotzdem wäre man in den letzten Jahren gut beraten gewesen, Wechselkursrisiken zu negieren und den Homebias so klein wie möglich zu halten, denn US-amerikanische Aktien weisen seit vielen Jahren eine deutlich bessere Wertentwicklung auf als europäische Aktien. Das gilt insbesondere für die letzten zehn Jahre, in denen der S&P 500 in etwa die doppelte Performance wie der STOXX 600 erzielen konnte, wie auch die folgende Abbildung zeigt.

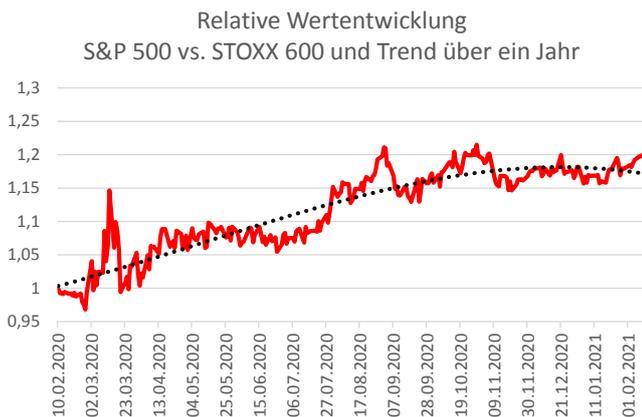


In den letzten zehn Jahren haben die Aktien im S&P 500 die Werte im STOXX 600 tatsächlich in über 55% der Wochen in der Wertentwicklung geschlagen. Betrachtet man rollierende Monatsabschnitte, steigt der Wert auf fast 60%. Über rollierende Quartale lag der Wert bei 65%

und über rollierende Jahresabschnitte lag die Wahrscheinlichkeit der Outperformance sogar bei 80%! Dar- aus lassen sich gleich mehrere Schlussfolgerungen zie- hen: So konnte man über eine taktische Veränderung der Gewichtung von Aktien aus den USA und Europa nur dann einen Vorteil ziehen, wenn man immer wieder über vergleichsweise kurze Anlagezeiträume von einigen Wo- chen europäische Aktien gegenüber den US-Werten übergewichtet hat und dabei eine vergleichsweise hohe Trefferquote bei den taktischen Entscheidungen erzielen konnte. In letzter Konsequenz wäre man aber letztlich gut beraten gewesen, einfach ein strukturelles Übergewicht in US-Aktien beizubehalten und kurzfristige Phasen ei- ner Underperformance einfach auszusitzen.

Wenn sich eine Region derart systematisch besser entwi- ckelt als eine andere Region, ist das selten ein Zufall. Auch im direkten Vergleich der USA mit Europa ist re- lativ eindeutig, warum sich US-Aktien so gut entwickelt haben: Die Gewinne wiesen eine höhere Wachstumsrate auf, und die ständigen Aktienrückkäufe von US-Unter- nehmen haben tendenziell für steigende Kurs-Gewinn- verhältnisse gesorgt. Doch sollte man nun auch für die nächsten zehn Jahre einfach auf die strukturelle Outper- formance von US-Aktien setzen und dementsprechend auf jegliche taktische Veränderung verzichten? Immer- hin zeigen die Jahre von 2001 bis 2011, dass eine struk- turelle Outperformance nicht für jeden beliebigen Zeit- raum gilt – so konnten sich in diesem Zeitraum von im- merhin zehn Jahren US-Aktien nicht nachhaltig von eu- ropäischen Aktien entkoppeln. Zumindest vor einigen Monaten hatten wir kurzzeitig das Gefühl, dass nun ein Zeitpunkt gekommen sein könnte, zumindest temporär

wieder mehr auf europäische Aktien zu setzen. Der Grund für diesen Optimismus lag in der absehbaren Zulassung der ersten Impfstoffe. Unsere damalige Überlegung war wie folgt: Wenn durch die Verfügbarkeit von Impfstoffen zunehmend die wirtschaftliche Normalität zurückkehrt, sollte die Konjunktur massiv davon profitieren. Da vor allem in Europa viele zyklische Werte zu finden sind, spräche das für eine temporäre Outperformance europäischer Aktien.



Und tatsächlich haben sich europäische Aktien im Spätsommer und dann nochmal im Herbst für einige Wochen besser entwickelt als US-Aktien; eine systematische Trendumkehr ist aber nicht zu erkennen, wie auch die obige Grafik zeigt. Ist also das Feuerwerk schon abgebrannt? Aus unserer Sicht könnte dies der Fall sein. Denn es gibt nun einen weiteren Punkt, der beim Blick nach vorne berücksichtigt werden muss. Im Spätsommer und Herbst des letzten Jahres bestand eine diffuse Hoffnung auf Impfstoffe, doch nun zeigt sich, dass Länder und Regionen sehr große Unterschiede im Impffortschritt erzielen. Während in den USA schon knapp 14% der Bevölkerung geimpft sind, liegt der Wert für Deutschland noch unter 5%. Andere große europäische Länder wie Frankreich liegen noch weiter zurück. Dieser Trend wird sich in den kommenden Monaten nicht ändern, so dass man davon ausgehen kann, dass im Sommer in den USA große Teile der Bevölkerung einen Impfschutz aufweisen werden, während das in Europa vermutlich erst Anfang 2022 der Fall ist.

Damit weisen die USA einen geradezu dramatischen Vorteil gegenüber Europa auf. Denn während für Europa zumindest die theoretische Gefahr besteht, dass im Herbst 2021 ein weiterer Lockdown notwendig sein könnte, hat sich dieses Thema für die USA vermutlich erledigt. Zudem existiert noch ein weiterer Punkt, der für die USA spricht. Denn es gibt mehrere Hinweise darauf, dass in Europa die UK-Mutation des Corona-Virus die

dominante Variante werden könnte, während in den USA durch die begrenzten Reisemöglichkeiten nach wie vor die „klassische“ Variante zu dominieren scheint. Wir haben schon vor einigen Wochen anhand von Mobilitätsdaten und dem daraus abgeleiteten Infektionsgeschehen aufzeigen können, dass die UK-Variante unzweifelhaft ein höheres Ansteckungspotenzial aufweist. Nun wird ausgerechnet der Kontinent von der Mutation heimgesucht, der auch noch besonders langsam beim Impfen ist – das ist keine gute Kombination.

Neben Corona-bedingten Argumenten existieren aber noch weitere Gründe, warum man als aktiver Investor wieder verstärkt auf US-Aktien setzen sollte, ohne selbstredend auf internationale Diversifikation zu verzichten. So haben die USA in den letzten Jahrzehnten immer wieder bewiesen, dass sie aus Krisen schneller und dynamischer herausfinden als Europa. In der Vergangenheit wurde diese Dynamik allerdings zuweilen von der US-Notenbank wieder eingebremst, die im Zuge steigender BIP-Wachstumsraten auch die Leitzinsen angehoben hat. Genau dies wird aber nun nicht passieren. Erst gestern hat der Notenbankchef Jerome Powell zum wiederholten Male klargestellt, dass die (nicht leicht zu erreichende) Rückkehr zur Vollbeschäftigung absolute Priorität habe und von der Fed mit allen Mitteln unterstützt werde. Mit anderen Worten: Auch, wenn durch die expansive Geldpolitik sowie den steigenden Auslastungsgrad und ansteigender Beschäftigungszahlen die Inflationsrate steigen sollte, wird die Fed die Priorität weiter auf die Bekämpfung der Arbeitslosigkeit legen und nicht auf die Bekämpfung der Inflation.

Das muss nun nicht bedeuten, dass die Fed jede kleine Erhöhung der Renditen von US-Staatsanleihen mit Argusaugen betrachtet und sofort gegensteuert. Aber es bedeutet, dass die Fed ein grundsätzliches und strukturelles Interesse an niedrigen Zinsen und Renditen hat und zumindest eine implizite Obergrenze für Renditen zu bestehen scheint, ab der die Fed verstärkt in das Marktgeschehen eingreifen wird. Damit sollte der Aktienmarkt von einer Sorge befreit sein: Nämlich der Sorge, dass zu stark steigende Renditen und Zinsen vor dem Hintergrund steigender Inflationsraten das Kurspotenzial von US-Aktien schmälern. Stattdessen steuern die USA schon fast wieder auf ein Goldilocks-Szenario zu: Insbesondere Growth-Aktien profitieren von weiterhin niedrigen Zinsen, während eine erhöhte Inflationsrate Gewinnen einen zusätzlichen Schub verleiht – und das mit Aussicht auf einen Corona-freien Herbst. Es spricht einfach wieder einmal alles für eine Übergewichtung von US-Aktien!

Überblick über Marktdaten

	Stand 11.02.2021 17:12	Veränderung zum				
		28.01.2021 -1 Woche	01.01.2021 -1 Monat	03.11.2020 -3 Monate	03.02.2020 -12 Monate	31.12.2020 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	31413	2,6%	2,6%	14,3%	10,6%	2,6%
S&P 500	3920	3,5%	4,4%	16,3%	20,7%	4,4%
Nasdaq	14048	5,3%	9,0%	25,9%	51,5%	9,0%
Russell 2000	2302	9,3%	16,5%	42,6%	41,0%	16,5%
DAX	14029	2,7%	2,3%	16,0%	7,5%	2,3%
MDAX	32550	3,5%	5,7%	22,5%	16,1%	5,7%
TecDAX	3537	3,7%	10,1%	22,6%	15,4%	10,1%
EuroStoxx 50	3672	3,2%	3,4%	18,5%	0,3%	3,4%
Stoxx 50	3186	1,1%	2,5%	12,9%	-5,4%	2,5%
SMI (Swiss Market Index)	10861	0,1%	1,5%	8,6%	1,8%	1,5%
FTSE 100	6533	0,1%	1,1%	12,9%	-10,8%	1,1%
Nikkei 225	29563	4,8%	7,7%	26,9%	28,7%	7,7%
Brasilien BOVESPA	119796	0,8%	0,7%	24,8%	4,5%	0,7%
Russland RTS	1461	5,5%	5,3%	31,9%	-3,9%	5,3%
Indien BSE 30	51532	9,9%	7,7%	28,0%	29,2%	7,9%
China Shanghai Composite	3655	4,3%	5,2%	11,7%	33,1%	5,2%
MSCI Welt (in €)	2801	3,0%	5,3%	14,1%	8,7%	5,3%
MSCI Emerging Markets (in €)	1423	5,0%	11,5%	22,5%	22,4%	11,5%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	176,10	-167	-154	8	122	-154
Bobl-Future	135,08	-33	-10	-73	17	-10
Schatz-Future	112,28	-8	0	-18	20	0
3 Monats Euribor	-0,54	2	4	1	-15	4
3M Euribor Future, Dez 2021	-0,56	2	0	-3	-11	0
3 Monats \$ Libor	0,20	-1	-4	-3	-155	-4
Fed Funds Future, Dez 2021	0,08	0	0	0	-109	0
10-jährige US Treasuries	1,15	9	24	27	-37	24
10-jährige Bunds	-0,46	11	12	16	-3	12
10-jährige Staatsanl. Japan	0,08	6	6	4	15	6
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,36	10	13	15	41	13
US Treas 10Y Performance	702,12	-0,7%	-1,9%	-2,0%	6,4%	-1,9%
Bund 10Y Performance	679,36	-0,7%	-0,8%	-1,3%	0,5%	-0,8%
REX Performance Index	497,73	-0,3%	-0,3%	-0,7%	0,0%	-0,3%
IBOXX AA, C	0,09	3	7	2	-2	7
IBOXX BBB, C	0,56	0	1	-24	-14	1
ML US High Yield	4,86	-1	-12	-107	-126	-12
Wandelanleihen Exane 25	8335	-0,5%	0,1%	6,3%	7,4%	0,1%
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	445,62	3,5%	8,8%	27,9%	16,9%	8,8%
MG Base Metal Index	357,31	0,3%	0,7%	11,1%	28,7%	0,7%
Rohöl Brent	61,31	10,3%	18,2%	54,2%	11,8%	18,2%
Gold	1836,46	-1,0%	-3,2%	-3,6%	16,5%	-3,2%
Silber	26,95	2,8%	2,2%	11,3%	52,5%	2,2%
Aluminium	1973,25	-0,5%	0,0%	3,5%	18,8%	0,0%
Kupfer	7851,50	-0,4%	1,3%	15,3%	42,7%	1,3%
Eisenerz	159,74	-5,3%	2,5%	37,2%	103,9%	2,5%
Frachtraten Baltic Dry Index	1303	-11,4%	-4,6%	3,2%	179,6%	-4,6%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,2128	0,3%	-1,2%	3,6%	9,6%	-1,2%
EUR/ GBP	0,8779	-0,6%	-1,9%	-2,2%	3,3%	-1,9%
EUR/ JPY	127,02	0,6%	0,4%	3,6%	5,8%	0,4%
EUR/ CHF	1,0799	0,1%	0,0%	0,8%	1,2%	0,0%
USD/ CNY	6,4542	0,1%	-1,2%	-3,4%	-8,1%	-1,2%
USD/ JPY	105,03	0,8%	1,8%	0,5%	-3,4%	1,7%
USD/ GBP	0,7240	-0,7%	-1,0%	-5,4%	-5,8%	-1,0%

Quelle: Refinitiv Datastream

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.