



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

25. Juni 2020

Die große Entkopplung

In den letzten Wochen ist viel über die Entkopplung der Märkte von der realen Wirtschaft geschrieben worden. Dabei geht es in erster Linie um die Tatsache, dass viele Aktienmärkte in der Nähe ihrer Allzeithochs notieren, während die Wertschöpfung oder die Industrieproduktion von Volkswirtschaften gerade den größten Absturz seit vielen Jahren oder sogar Jahrzehnten erleben. Gerade erst gestern hat der IWF seine Prognose für 2020 noch einmal deutlich nach unten revidiert, und die Notenbanken wiederholen seit Wochen nahezu gebetsmühlenartig, dass die folgende Erholung mit hoher Wahrscheinlichkeit eher nur moderat und eben nicht stürmisch erfolgen wird. Vor diesem Hintergrund mag es in der Tat irritieren, dass Aktienmärkte mit einer gewissen Nonchalance über diese Herausforderungen hinweg zu sehen scheinen. Ein Teil dieser Diskrepanz kann ohne Zweifel durch die extrem expansive Geld- und Fiskalpolitik erklärt werden; ein anderer Teil möglicherweise durch eine neue Generation von jungen Investoren, die die Corona-Krise als Chance für einen Einstieg in den Aktienmarkt genutzt und damit die Kursentwicklung in der Breite unterstützt haben. Allerdings muss auch klar sein, dass sich die positiven Effekte der expansiven Geld- und Fiskalpolitik nicht endlos fortsetzen werden – dazu müsste die Geld- und Fiskalpolitik immer aufs Neue mit noch expansiveren Maßnahmen überraschen, was eine unrealistische Annahme wäre. Auch die jungen und risikofreudigen Privatanleger verfügen nicht über unendliche Budgets, um den Markt dauerhaft anheizen zu können. Über kurz oder lang wird der Zeitpunkt kommen, an dem sich Märkte doch wieder eher den

Fundamentaldaten zuwenden werden. Doch welche Daten muss man im Blick haben?

Leider liefern die Lehrbücher hier keine eindeutige Antwort. Es wäre aber auch zu schön, wenn es „die“ richtigen Indikatoren gäbe, die immer relevant sind. Der Markt ist letztlich nichts anderes als ein sehr effizienter Such- und Entdeckungsprozess. Und in diesem Prozess geraten immer auch wieder neue Daten in den Fokus. Das spricht dafür, nicht an singulären Erklärungsfaktoren festzuhalten, sondern eine breitere Basis an Erklärungsfaktoren zu verwenden. Auf der Ebene einzelner Aktien oder auch ganzer Märkte verwendet man standardmäßig die Gewinne, um Aussagen zu einer möglichen Fehlbewertung und damit zur realwirtschaftlichen Entkopplung treffen zu können. Das ist einerseits verständlich, da der Wert von Unternehmen langfristig den abgezinsten Gewinnen entsprechen sollte; es ist andererseits aber auch irreführend, da fehlende oder sinkende Gewinne nicht zwangsläufig immer die Folge eines rückläufigen unternehmerischen Erfolges sein müssen. So können sich Unternehmen ganz bewusst dazu entschließen, auf Gewinne zu verzichten, um massiv in die Zukunft zu investieren. Daher sind die Gewinne zuweilen ein recht ungenaues und oft auch ein zu volatiles Maß für die wirtschaftliche Aktivität, die sich in Unternehmen entfaltet und in Aktienkursen ihren Niederschlag finden sollte. Aus diesem Grund haben wir eine Art „Aktivitätsindex“ für Unternehmen entwickelt, der auf mehr als nur einer einzigen Kennzahl beruht und ein umfassenderes Bild über die Entwicklung von Unternehmen liefert: Cash Flow, Gewinn pro Aktie, Eigenka-

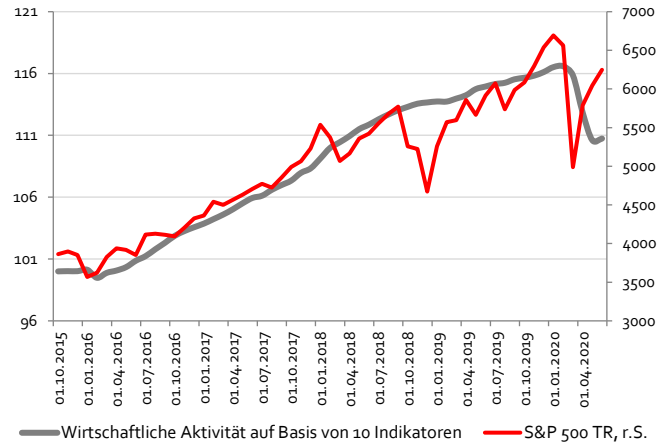
Konjunktur und Strategie

pitalrendite, Umsätze, Buchwert, Dividende, EBIT, EBITDA, Nettoeinkommen und Vorsteuergewinn. Alle diese Kennzahlen haben wir so standardisiert, dass sie zu einem Aktivitätsindex für eine einzelne Aktie zusammengefasst werden können. Der Verlauf dieser Kennzahl ist gegenüber einer singulären und klassischen Gewinnbetrachtung auf Basis der Gewinne pro Aktie deutlich geglätteter und damit weniger anfällig für Sondereffekte und temporäre Verwerfungen.

Wir haben nun diese Informationen genutzt, um sie auf Indexebene zu einem wirtschaftlichen Aktivitätsindex für ganze Volkswirtschaften zu verdichten. In Europa ist dieser Index beispielsweise seit 2016 deutlich angestiegen, um dann im Laufe der Jahre 2018 und 2019 etwas abzuflachen, bevor dann Corona-bedingt der große Abriss stattfand. Anhand dieses Indexes ließe sich argumentieren, dass die wirtschaftliche Aktivität der großen börsennotierten Unternehmen in etwa auf das Niveau des Jahres 2016 zurückgefallen ist. Aber während das Aktivitätsniveau noch keinen unteren Wendepunkt gefunden zu haben scheint, hat der Aktienmarkt einen Teil seiner Verluste schon wieder aufgeholt.

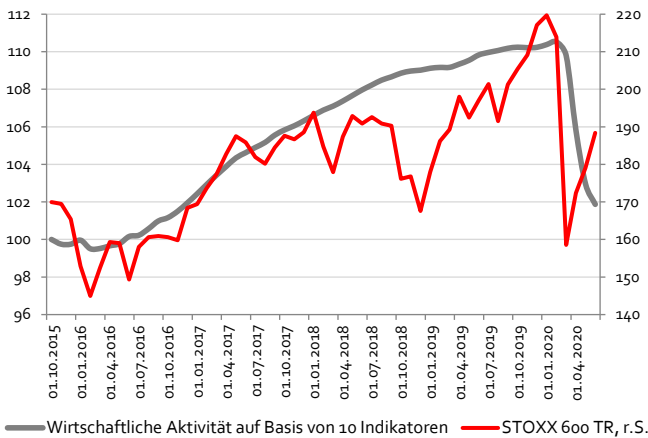
dem Umstand geschuldet, dass sich die wirtschaftliche Aktivität in der Summe signifikant besser als in Europa entwickelt hat.

Wirtschaftliche Aktivität von Unternehmen im S&P 500 und der S&P 500 Total Return Index

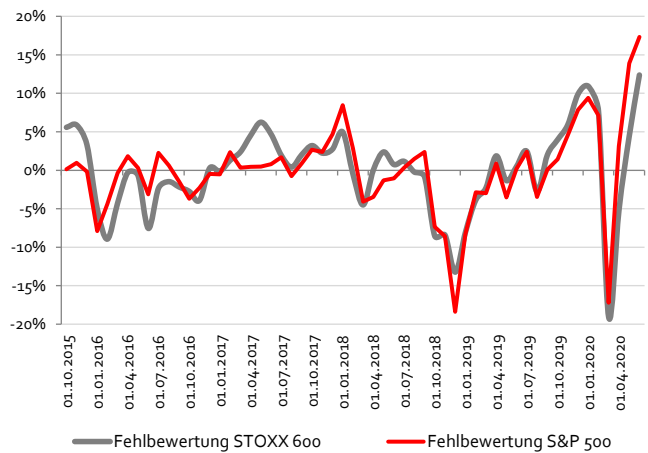


Doch in welchem Umfang liegt nun aktuell eine Fehlbewertung vor? Diese Frage lässt sich letztlich nur ökonomisch klären.

Wirtschaftliche Aktivität von Unternehmen im STOXX 600 Europa und STOXX 600 Total Return Index



Abweichung des Aktienmarktes vom fairen Wert auf Basis der wirtschaftlichen Aktivität in Europa und den USA



Etwas anders ist die Sache in den USA gelagert; dort hat die Corona-Pandemie ebenfalls zu einem signifikanten Abriss der wirtschaftlichen Aktivität geführt, jedoch ist dort der Rückgang weniger scharf ausgefallen. Die wirtschaftliche Aktivität liegt dort in etwa auf dem Niveau von Anfang 2018 und zeigt nun – im Gegensatz zu Europa – erste Besserungstendenzen. Damit lässt sich vermutlich auch erklären, warum der Aktienmarkt in den USA zuletzt eine noch bessere Wertentwicklung als der Markt in Europa aufgewiesen hat. Auch die kumuliert bessere Wertentwicklung des US-Marktes gegenüber dem europäischen Markt ist in den letzten Jahren

Unser Regressionsmodell kommt hier zu der Aussage, dass auf Basis unseres Aktivitätsindicators sowohl der europäische als auch der US-Aktienmarkt überteuert sind. In beiden Fällen hat es in den letzten Jahren keinen Zeitpunkt gegeben, in dem die Abweichung vom vermeintlich fairen Wert größer war als aktuell. Dabei erscheint die Fehlbewertung in den USA noch größer zu sein als in Europa, obwohl dort zuletzt ein unterer Wendepunkt in der wirtschaftlichen Aktivität ausgelotet wurde. Damit zeigt auch diese Analyse, dass ohne Zweifel eine Entkopplung der Märkte von der Realwirtschaft vorliegt. Solange aber die Notenbanken für eine überbordende Liquidität sorgen, erscheint die Wahrscheinlichkeit massiver Rückschläge jedoch begrenzt.

Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	25.06.2020 13:16	12.06.2020 -1 Woche	18.05.2020 -1 Monat	18.03.2020 -3 Monate	18.06.2019 -12 Monate	31.12.2019 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	25446	-0,6%	3,4%	27,9%	-3,9%	-10,8%
S&P 500	3050	0,3%	3,3%	27,2%	4,5%	-5,6%
Nasdaq	9909	3,3%	7,3%	41,8%	24,6%	10,4%
Value Line Arithmetic	5758	-2,0%	6,4%	49,4%	-6,2%	-13,5%
DAX	12137	1,6%	9,8%	43,8%	-1,6%	-8,4%
MDAX	25740	1,0%	6,9%	43,7%	0,5%	-9,1%
TecDAX	2920	-4,9%	-3,8%	32,6%	2,7%	-3,2%
EuroStoxx 50	3211	1,8%	10,3%	34,6%	-7,0%	-14,3%
Stoxx 50	2992	2,0%	4,4%	25,6%	-5,9%	-12,1%
SMI (Swiss Market Index)	10041	2,5%	3,1%	20,4%	0,5%	-5,4%
FTSE 100	6123	0,3%	1,2%	20,5%	-17,7%	-18,8%
Nikkei 225	22260	-0,2%	10,6%	33,1%	6,1%	-5,9%
Brasilien BOVESPA	94377	1,7%	16,2%	41,1%	-5,1%	-18,4%
Russland RTS	1250	0,9%	7,0%	50,1%	-8,1%	-19,3%
Indien BSE 30	34842	3,1%	16,0%	20,7%	-10,8%	-15,5%
China Shanghai Composite	2980	2,0%	3,6%	9,2%	3,1%	-2,3%
MSCI Welt (in €)	2180	1,6%	1,8%	26,4%	1,2%	-7,4%
MSCI Emerging Markets (in €)	1011	3,3%	7,0%	25,2%	-1,5%	-9,1%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	176,01	44	285	722	315	552
Bobl-Future	134,96	25	-55	84	33	133
Schatz-Future	112,15	4	-3	-17	-16	24
3 Monats Euribor	-0,40	-3	-12	1	-8	-2
3M Euribor Future, Dez 2020	-0,45	-3	-6	-2	3	0
3 Monats \$ Libor	0,32	0	-6	-80	-207	-159
Fed Funds Future, Dez 2020	0,05	-1	0	-8	-138	-1
10-jährige US Treasuries	0,67	-3	-7	-59	-139	-125
10-jährige Bunds	-0,47	-2	1	-24	-15	-28
10-jährige Staatsanl. Japan	0,02	1	3	-4	15	4
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,41	3	11	-9	12	6
US Treas 10Y Performance	724,70	0,0%	0,4%	6,1%	16,7%	14,0%
Bund 10Y Performance	675,34	0,0%	-0,4%	2,0%	1,4%	2,6%
REX Performance Index	497,14	0,4%	-0,3%	0,6%	-0,1%	0,8%
IBOXX AA, €	0,30	0	-35	-96	1	0
IBOXX BBB, €	1,30	-4	-59	-107	16	39
ML US High Yield	6,68	-21	-136	-337	9	64
Wandelanleihen Exane 25	7541	-0,4%	2,8%	7,1%	2,6%	-1,5%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	363,52	-0,7%	-0,5%	-2,5%	-11,8%	-9,5%
MG Base Metal Index	276,05	0,9%	9,0%	11,9%	-4,6%	-8,0%
Rohöl Brent	40,07	3,1%	14,8%	57,1%	-35,9%	-39,6%
Gold	1762,10	1,6%	1,5%	18,2%	30,7%	15,9%
Silber	17,37	-1,0%	1,6%	43,2%	15,9%	-3,1%
Aluminium	1589,50	1,8%	8,7%	-2,3%	-9,3%	-10,8%
Kupfer	5783,50	0,4%	9,3%	22,3%	-2,4%	-5,9%
Eisenerz	103,12	-0,5%	12,7%	14,0%	-2,5%	12,7%
Frachtraten Baltic Dry Index	1705	84,7%	299,3%	171,1%	50,2%	56,4%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1209	-0,8%	3,5%	2,5%	0,2%	-0,2%
EUR/ GBP	0,9005	0,4%	1,1%	-2,2%	1,0%	6,3%
EUR/ JPY	120,22	-0,9%	3,4%	2,1%	-0,7%	-1,4%
EUR/ CHF	1,0642	-0,5%	1,2%	0,9%	-4,8%	-2,0%
USD/ CNY	7,0770	-0,1%	-0,5%	0,4%	2,5%	1,6%
USD/ JPY	106,98	-0,4%	-0,3%	-1,0%	-1,4%	-1,5%
USD/ GBP	0,8036	0,8%	-2,0%	-5,5%	0,8%	6,5%

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

Bente Lorenzen
+49 40 3282-2409
blorenzen@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.