



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

2. Juli 2020

Aktienmärkte: Mehr als heiße Luft?

Das erste Halbjahr 2020 hat die Anleger viele Nerven gekostet. Niemals zuvor sind die Aktienmärkte so schnell, so tief gefallen, und niemals zuvor haben sie sich von einem derartigen Kurseinbruch so schnell wieder erholt. Diejenigen, die das erste Halbjahr verschlafen haben, würden wohl mit Blick auf die Kurse vom 30. Juni kaum auf die Idee kommen, dass sie einen schwarzen Schwan namens Covid-19 verpasst haben, der zu turbulenten Kursentwicklungen und schweren Marktverwerfungen geführt hat. Dabei begann das Aktienmarktjahr 2020 verheißungsvoll: Mitte Februar erreichten viele Indizes historische Höchststände, der DAX notierte mit 13.800 Punkten so hoch wie niemals zuvor. Doch dann sorgte das Coronavirus dafür, dass sich die Kursgewinne in kürzester Zeit in Luft auflösten – und der längste Bullenmarkt aller Zeiten sein Ende fand. Ausschlaggebend hierfür war die Verbreitung des Virus ausgehend von China nach Südkorea, dem Iran und schließlich nach Italien. Was zunächst als lokales Gesundheitsproblem in der chinesischen Stadt Wuhan begonnen hatte, entwickelte sich zu einer Pandemie. Mittlerweile haben sich mehr als 10 Millionen Menschen mit dem Virus infiziert, 500.000 sind seinetwegen gestorben.

Die Mitte März ergriffenen Maßnahmen, um mittels Einschränkungen des gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Lebens die weitere Ausbreitung von Covid-19 zu verhindern, haben in der Folge zu einem nie dagewesenen Konjunkturinbruch geführt. Der Internationale Währungsfonds geht davon aus, dass die globale Wertschöpfung in diesem Jahr um fast fünf Prozent geringer

ausfällt als im Jahr 2019. Dies wäre der stärkste Rückgang seit der Großen Depression von 1929/30. Erstmals würden alle Regionen gleichzeitig von einer Rezession betroffen sein. Nur die chinesische Wirtschaft wird nach der Prognose des IWF in diesem Jahr ein kleines Wachstum von einem Prozent erzielen, in allen anderen Ländern soll die Wirtschaft dagegen schrumpfen.

Growth Projections

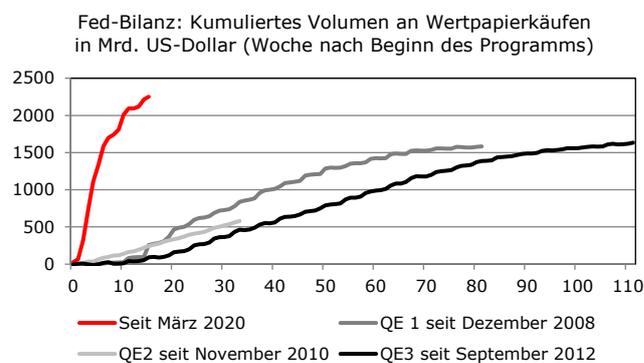
	PROJECTIONS		
(real GDP, annual percent change)	2019	2020	2021
World Output	2.9	-4.9	5.4
Advanced Economies	1.7	-8.0	4.8
United States	2.3	-8.0	4.5
Euro Area	1.3	-10.2	6.0
Germany	0.6	-7.8	5.4
France	1.5	-12.5	7.3
Italy	0.3	-12.8	6.3
Spain	2.0	-12.8	6.3
Japan	0.7	-5.8	2.4
United Kingdom	1.4	-10.2	6.3
Canada	1.7	-8.4	4.9
Other Advanced Economies	1.7	-4.8	4.2
Emerging Markets and Developing Economies	3.7	-3.0	5.9
Emerging and Developing Asia	5.5	-0.8	7.4
China	6.1	1.0	8.2
India	4.2	-4.5	6.0
ASEAN-5	4.9	-2.0	6.2
Emerging and Developing Europe	2.1	-5.8	4.3
Russia	1.3	-6.6	4.1
Latin America and the Caribbean	0.1	-9.4	3.7
Brazil	1.1	-9.1	3.6
Mexico	-0.3	-10.5	3.3
Middle East and Central Asia	1.0	-4.7	3.3
Saudi Arabia	0.3	-6.8	3.1
Sub-Saharan Africa	3.1	-3.2	3.4
Nigeria	2.2	-5.4	2.6
South Africa	0.2	-8.0	3.5
Low-Income Developing Countries	5.2	-1.0	5.2

Source: IMF, World Economic Outlook Update, June 2020

Trotz der schweren wirtschaftlichen Krise haben sich die Aktien- und Anleihemärkte von dem Coronaschock nach und nach wieder erholt. Die US-Technologiebörse Nasdaq hat mittlerweile all ihre Verluste wieder aufgeholt und zuletzt sogar ein neues Rekordhoch erklommen. Viele Technologieunternehmen haben davon profitiert, dass sich ihre Geschäftsmodelle auch in der Krise bewährt haben und Umsätze und Gewinne weiter angestiegen sind. Fünf Aktien haben seit Jahresbeginn besonders stark zugelegt: Facebook, Apple, Amazon, Microsoft und Alphabet haben mittlerweile einen Anteil von rund einem Viertel an der gesamten Marktkapitalisierung des S&P 500. Rund 70 Prozent der übrigen im Index enthaltenen Aktien weisen dagegen eine negative Gesamtjahresentwicklung auf. Für den DAX sehen die Zahlen ähnlich aus, zwanzig der dreißig Unternehmen liegen am 30. Juni im Vergleich zum Beginn des Jahres im Minus.

Ausschlaggebend für die starke Kurserholung im zweiten Quartal war die expansive Geld- und Fiskalpolitik. Die US Federal Reserve und die Europäische Zentralbank haben eine nie dagewesene expansive Geldpolitik implementiert und die Märkte mit Liquidität geflutet. Die globalen Notenbanken (erstmalig auch die aus den Schwellenländern) haben nicht nur die Zinsen gesenkt, sondern auch umfangreiche und vom Volumen her nie zuvor gesehene Wertpapierkäufe initiiert. So hat die US-Notenbank seit Mitte März ihre Bilanz massiv ausgeweitet, in dem sie nicht nur Staatsanleihen sondern erstmals auch Unternehmensanleihen gekauft hat. Aber auch die EZB hat seit Mitte März mit ihren verschiedenen Kaufprogrammen Anleihen für fast 500 Milliarden Euro erworben. Alles in allem summieren sich die Wertpapierkäufe der G10-Notenbanken im letzten halben Jahr auf rund sechs Billionen US-Dollar. Das ist mehr als doppelt so viel wie während der zwei Jahre dauernden Finanzkrise, die Ende 2007 begann. „Whatever it takes“, im Juli 2012 von Mario Draghi zur Handlungsmaxime erhoben, ist mittlerweile rund um den Globus das Maß aller Dinge von Notenbanken und von Regierungen. Staatliche Hilfs- und Konjunkturprogramme, zu denen unter anderem die Einführung oder die Ausweitung von Kurzarbeiterregelungen nach deutschem Vorbild sowie direkte Unterstützungszahlungen in Form von Schecks und Überweisungen an private Haushalte und Liquiditätshilfen für in Bedrängnis geratene Unternehmen gehören, summieren sich auf rund 11

Billionen US-Dollar. Dies hat zur Folge, dass sich die Staatsverschuldung deutlich erhöht. Marktteilnehmer ließen sich davon aber nicht beirren und haben diese Maßnahmen so interpretiert, dass vor allem die Notenbanken mit aller Macht die Kurse an den Aktien- und Anleihenmärkten stabilisieren wollen, um eine neue Finanzkrise abzuwenden. Hiermit wurde im Endeffekt wohl der größte Put aller Zeiten geschaffen. Dies hat zu einer Abkopplung der Kapitalmärkte von der Realwirtschaft beigetragen. Negative wirtschaftliche Konsequenzen, die die Coronakrise mit sich bringen wird, wie die hohe Verschuldung von Staaten und Unternehmen, eine geringere Produktivität und davon ausgehend eine weitere Verlangsamung des Potenzialwachstums sowie zunehmende Verteilungsungleichgewichte werden dagegen im Moment ausgeblendet.

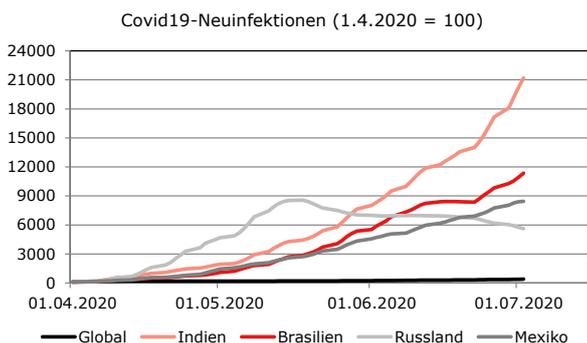
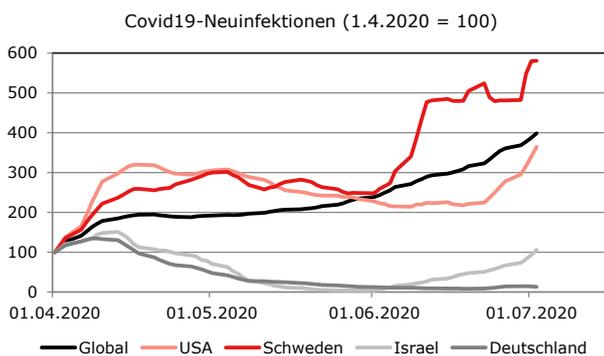


Unterstützung bekommen die Aktienkurse mittlerweile aber auch von den Frühindikatoren. Diese zeigen, dass der wirtschaftliche Tiefpunkt im Mai durchschritten worden ist. Die seitdem erfolgte schrittweise Lockerung der wirtschaftlichen Einschränkungen spiegelt sich beispielsweise in der Verbesserung der Einkaufsmanagerindizes oder auch im Ifo-Geschäftsklimaindex wider. Auch realwirtschaftliche Daten, wie beispielsweise die Einzelhandelsumsätze, zeigen, dass die erste Phase der konjunkturellen Erholung „v“-förmig verlaufen ist. Von daher halten wir die Prognosen des IWF auch für etwas zu pessimistisch, sodass unsere Einschätzungen für Deutschland (-5,5 Prozent), den Euroraum (-7,2 Prozent) und die USA (-3,7 Prozent) im Moment deutlich von denen des Währungsfonds abweichen. Allerdings kann man für das zu erwartende Wirtschaftswachstum in diesem Jahr immer noch nur grobe Schätzungen abgeben, weil noch nicht klar ist, wie schnell sich die Realwirtschaft wieder erholen wird oder ob es vielleicht eine zweite Infektionswelle geben wird,

Konjunktur und Strategie

die eine erneute Schließung der Wirtschaft nach sich ziehen könnte.

Während die Ausbreitung des Coronavirus in vielen Ländern in Europa und in Asien weitgehend unter Kontrolle gebracht werden konnte, nimmt die Zahl der Neuinfektionen in den USA wieder zu. Besonders betroffen sind die Bundesstaaten Texas, Florida, Georgia, Arizona und Kalifornien. Konjunkturelle Echtzeitindikatoren, wie die von Apple veröffentlichten Mobilitätstrends zeigen, dass das Risiko besteht, dass sich die begonnene Erholung deutlich abschwächt. Ähnliches könnte in anderen Ländern geschehen. Schweden und Israel sind ebenfalls Länder mit prozentual zweistelligen Zuwachsraten pro Tag bei den Neuinfektionen. Daneben breitet sich das Virus auch in vielen Schwellenländern weiterhin stark aus. Das neue Epizentrum der Pandemie stellt allerdings Lateinamerika dar, vor allem in Brasilien erkranken und sterben viele Menschen. Auch in Indien ist das Virus immer noch nicht unter Kontrolle. Solange es kein wirksames Medikament oder einen Impfstoff gibt, die in ausreichenden Mengen produziert werden, dürfte eine Rückkehr zur gewohnten Normalität schwierig werden. Dies spricht dafür, dass sich an die erste Phase der „v“-förmigen Erholung eine zweite, länger anhaltende Phase mit geringerer Konjunktur­dynamik anschließen wird, sodass es bis zu zwei Jahre dauern könnte, bis die entstandenen wirtschaftlichen Schäden wieder vollständig aufgeholt sind.



Was bedeutet dies für die Aktienmärkte? Nach der starken Kurserholung in den vergangenen drei Monaten käme eine Konsolidierung im traditionell schwächeren dritten Quartal nicht überraschend. Eine weiter zunehmende Zahl an Neuinfektionen, begleitet von neuen wirtschaftlichen Einschränkungen sowie ein verringertes Tempo bei den konjunkturellen Aufholeffekten könnte den Risikoappetit der Anleger bremsen. Hinzu kommen politische Unsicherheiten, die von der anstehenden US-Präsidentenwahl am 3. November ausgehen könnten. Sollte der Demokrat Joe Biden die Wahl gewinnen, könnten zumindest Teile der von Donald Trump beschlossenen Steuerreform rückgängig gemacht werden.

Trotz der für Anleger weiterhin geringen Visibilität und der hohen Unsicherheit bleiben jedoch die Geld- und Fiskalpolitik das Fundament des Aufschwungs. Wir fühlen uns in gewisser Weise an das Jahr 1998 erinnert, als die US-Notenbank unter Alan Greenspan im Herbst drei Zinssenkungen beschloss, nachdem der Hedgefonds LTCM Pleite gegangen war und dies zu erheblichen Kursverwerfungen an den Aktien- und Anleihenmärkten geführt hatte. Spätestens seit dieser Zeit spricht man vom „Greenspan-Put“, also einer Serie von Zinssenkungen, mit denen der damalige Notenbankpräsident einen Absturz der Aktienmärkte verhindert hat. Als sich die Konjunktur danach wieder erholte, versäumte es die Notenbank jedoch, rechtzeitig wieder die Zinsen zu erhöhen. Aufgrund der Sorge vor möglichen Computer-Problemen („Y2K“) aufgrund des Jahrtausendwechsels versorgte man die Märkte weiterhin mit üppiger Liquidität – und schuf damit die bislang größte Börsenblase aller Zeiten. Das DAX-KGV stieg in der Zeit zwischen Oktober 1998 und Februar 2000 von 20 auf 30, das des S&P 500 legte von 20 auf 25 zu, und das KGV für US-Technologiewerte erhöhte sich sogar von 25 auf 45. Nimmt man diese Bewertungsausweitung von damals als Maßstab, könnten die Kurse in den nächsten eineinhalb Jahren noch deutlich ansteigen. Blasenbildungen können nämlich sehr lange anhalten. In der Vergangenheit sind sie oft erst dann geplatzt, wenn die Notenbanken die Zinsen erhöht haben – und damit ist für eine ganze Weile nicht zu rechnen.

Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	02.07.2020 16:30	25.06.2020 -1 Woche	01.06.2020 -1 Monat	01.04.2020 -3 Monate	01.07.2019 -12 Monate	31.12.2019 YTD
Dow Jones	25984	0,9%	2,0%	24,1%	-2,7%	-9,0%
S&P 500	3157	2,4%	3,3%	27,8%	6,5%	-2,3%
Nasdaq	10286	2,7%	7,7%	39,7%	27,1%	14,6%
Value Line Arithmetic	5965	2,5%	2,7%	39,7%	-4,7%	-10,4%
DAX	12586	3,4%	8,6%	31,9%	0,5%	-5,0%
MDAX	26595	2,8%	4,7%	30,2%	3,2%	-6,1%
TecDAX	2986	1,9%	-6,3%	17,7%	2,3%	-1,0%
EuroStoxx 50	3328	3,4%	8,1%	24,2%	-4,8%	-11,1%
Stoxx 50	3052	1,8%	4,5%	14,6%	-4,7%	-10,3%
SMI (Swiss Market Index)	10148	0,6%	3,2%	10,7%	1,8%	-4,4%
FTSE 100	6247	1,6%	1,3%	14,5%	-16,7%	-17,2%
Nikkei 225	22146	-0,5%	0,4%	22,6%	1,9%	-6,4%
Brasilien BOVESPA	97518	1,6%	10,0%	37,4%	-3,8%	-15,7%
Russland RTS	1245	-0,9%	-0,2%	26,1%	-11,1%	-19,6%
Indien BSE 30	35844	2,9%	7,6%	26,8%	-9,7%	-13,1%
China Shanghai Composite	3091	3,7%	6,0%	13,0%	1,5%	1,3%
MSCI Welt (in €)	2211	0,3%	0,9%	20,6%	1,7%	-6,4%
MSCI Emerging Markets (in €)	1001	-0,8%	3,9%	17,6%	-5,1%	-10,3%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	175,29	-126	364	272	199	480
Bobl-Future	134,80	-20	-16	-30	18	117
Schatz-Future	112,10	-6	5	-3	-20	19
3 Monats Euribor	-0,42	-2	-9	-7	-7	-3
3M Euribor Future, Dez 2020	-0,45	-1	-5	-5	4	0
3 Monats \$ Libor	0,30	-1	-4	-114	-203	-161
Fed Funds Future, Dez 2020	0,04	-1	1	-3	-134	-1
10-jährige US Treasuries	0,68	0	1	8	-135	-124
10-jährige Bunds	-0,43	7	-4	4	-7	-24
10-jährige Staatsanl. Japan	0,04	3	3	3	19	6
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,40	3	6	-6	15	7
US Treas 10Y Performance	726,92	-0,1%	0,0%	-0,6%	16,7%	14,3%
Bund 10Y Performance	674,66	-0,7%	0,4%	-0,5%	1,0%	2,5%
REX Performance Index	496,16	-0,2%	0,2%	-0,4%	-0,4%	0,6%
IBOXX AA, €	0,41	11	-8	-73	19	11
IBOXX BBB, €	1,38	7	-24	-102	39	47
ML US High Yield	6,91	2	-19	-269	50	87
Wandelanleihen Exane 25	7568	0,0%	1,3%	8,5%	2,3%	-1,1%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	362,83	0,2%	-1,3%	-0,6%	-10,7%	-9,6%
MG Base Metal Index	279,61	1,8%	7,6%	16,4%	-5,5%	-6,8%
Rohöl Brent	42,64	3,6%	10,9%	71,2%	-34,4%	-35,7%
Gold	1777,65	1,0%	2,3%	12,0%	27,6%	16,9%
Silber	17,99	1,4%	-1,7%	28,3%	18,2%	0,4%
Aluminium	1600,00	3,2%	6,0%	9,2%	-9,6%	-10,2%
Kupfer	6050,75	2,8%	10,9%	26,4%	1,9%	-1,6%
Eisenerz	98,01	-4,9%	-1,2%	22,0%	-17,9%	7,1%
Frachtraten Baltic Dry Index	1803	3,7%	246,7%	188,9%	30,6%	65,4%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1254	0,5%	1,2%	2,9%	-0,8%	0,2%
EUR/ GBP	0,9009	-0,3%	1,0%	2,5%	0,6%	6,3%
EUR/ JPY	120,92	0,6%	1,0%	2,9%	-1,6%	-0,8%
EUR/ CHF	1,0626	-0,1%	-0,6%	0,6%	-4,6%	-2,1%
USD/ CNY	7,0660	-0,2%	-0,9%	-0,5%	3,1%	1,5%
USD/ JPY	107,48	0,3%	-0,1%	0,3%	-0,9%	-1,1%
USD/ GBP	0,8008	-0,7%	0,0%	-0,5%	1,3%	6,1%

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.