



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

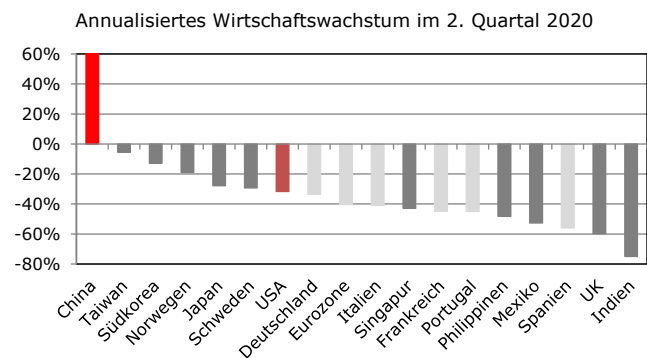
3. September 2020

Goldene 20er Jahre – Wiederholt sich die Geschichte?

Die Goldenen Zwanziger Jahre sind ein geradezu sagenumwobenes Jahrzehnt im letzten Jahrhundert, wobei genau genommen die guten Zeiten für Deutschland erst nach dem Ende der Hyperinflation 1923 und der Einführung der Reichsmark im Sommer 1924 begannen. Der wirtschaftliche Aufschwung nach Ende des 1. Weltkriegs und der Spanischen Grippe, die beide zusammen viele Millionen Menschenleben kosteten, führte unter anderem zu einem langanhaltenden Börsenboom, der erst im Oktober 1929 mit einem gewaltigen Crash endete. In diesem Zeitraum hatte sich der Dow Jones Index rund vervierfacht.

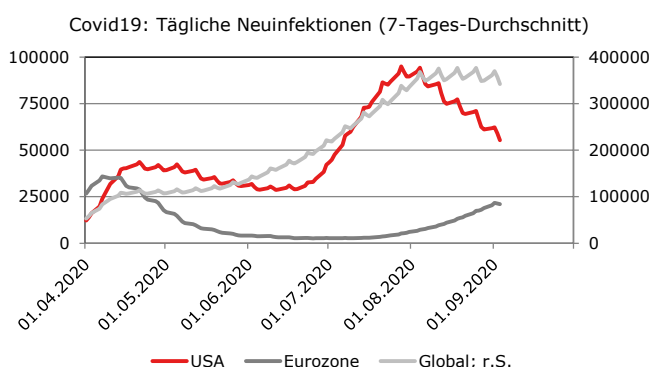
Die Hoffnungen auf eine Wiederholung der Goldenen 20er Jahre in diesem Jahrzehnt wurden durch die sich ausbreitende Corona-Pandemie im Februar und März dieses Jahres zunächst allerdings jäh zerstört. Am 17. Februar stellte der DAX mit knapp 13.800 Punkten einen neuen Rekordwert auf, vier Wochen später fand er sich nur noch bei rund 8.000 Punkten wieder. So oder ähnlich erging es fast allen Aktienindizes. Die im Frühjahr ergriffenen wirtschaftlichen und sozialen Einschränkungen, um die Ausbreitung von Covid-19 zu verhindern, haben im zweiten Quartal in fast allen Ländern (mit Ausnahme Chinas, hier fand der wirtschaftliche Einbruch schon im ersten Quartal statt) zu einem nie dagewesenen Konjunkturreinbruch geführt. Am Schlimmsten traf es die indische Wirtschaft, die zwischen April und Juni einen auf das Gesamtjahr hochgerechneten Rückgang des realen Bruttoinlandsproduktes von 75 Prozent verzeichnete, gefolgt von Großbritannien mit einem Rückgang von 60 Prozent, Spanien mit

56 Prozent und Mexiko mit 53 Prozent. Deutschland kam mit einem Minus von gut 33 Prozent dagegen fast schon glimpflich davon, ähnlich wie die USA mit einem Rückgang von 32 Prozent.



Mitte Mai begannen viele Länder damit, ihre wirtschaftlichen Restriktionen wieder zu lockern, seitdem erholen sich sowohl die Frühindikatoren als auch die realwirtschaftlichen Daten. Das Tempo des Aufschwungs ist derzeit hoch, sodass man von einer „V“-förmigen Entwicklung sprechen kann. Allerdings wird sich diese Dynamik zukünftig wohl abschwächen, wobei das Tempo der konjunkturellen Dynamik maßgeblich vom weiteren Infektionsgeschehen abhängig ist. Positiv festzustellen ist, dass sich seit Anfang August die weltweiten Corona-Neuinfektionen bei rund 350.000 Fällen pro Tag stabilisiert haben. In den USA ist die Zahl der täglich neu Erkrankten von in der Spitze fast 100.000 auf zuletzt 55.000 Personen gesunken, während sie in der Eurozone aufgrund der zunehmenden Urlaubsreisen in den Schulferien zuletzt auf mehr als 20.000 Menschen deutlich angestiegen ist. Glücklicherweise geht die Zu-

nahmen der Neuinfektionen hier aber nicht mit einer höheren Zahl von Todesfällen einher. Von daher sind erneute umfangreiche wirtschaftliche und soziale Einschränkungen, die die Konjunktur belasten könnten, unwahrscheinlich. Die wirtschaftliche Erholung in der zweiten Jahreshälfte 2020 und im Jahr 2021 könnte von daher etwas dynamischer ausfallen als allgemein erwartet wird. In den USA ist die Wirtschaft im Laufe des dritten Quartals bislang mit einer annualisierten Wachstumsrate von rund 17 Prozent gewachsen, bis Ende September dürfte die Dynamik noch bis auf gut 20 Prozent zunehmen. Eine ähnliche Entwicklung sehen wir auch für die deutsche Wirtschaft. Je beeindruckender das US-Wirtschaftswachstum ausfällt, das am 29. Oktober veröffentlicht wird, umso mehr Rückenwind könnte es US-Präsident Trump in der Endphase des Wahlkampfs noch geben.



Die Aktienmärkte haben von den besseren Wirtschaftsdaten, der Eindämmung des Virus und der Hoffnung, dass noch in diesem Jahr ein Corona-Impfstoff zugelassen wird, profitiert. Entscheidend dafür, dass die meisten Börsen ihre Verluste weitgehend oder sogar vollumfänglich aufgeholt haben, sind aber nicht die Konjunkturdaten oder die Unternehmensgewinne, sondern ist die Geldpolitik der Notenbanken. Die Abschaffung des Zinses bzw. die sich für die nächsten Jahre abzeichnende Niedrigzinsphase wirkt sich in zweierlei Hinsicht positiv auf Aktien aus: Zum einen ist es immer offensichtlicher, dass mit Anleihen dauerhaft nicht die Renditeziele zu erreichen sind, die für Stiftungen und Pensionskassen notwendig sind, um ihre Anlageziele zu erreichen; dies gilt zumindest in Hinblick auf ordentliche Ausschüttungen und Erträge. So sind in den USA seit Jahresbeginn die Renditen für Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von 10 bzw. von 30 Jahren um mehr als 100 Basispunkte gesunken. Bundesanleihen mit diesen Restlaufzeiten verzeichneten im selben Zeitraum einen

Renditerückgang von rund 30 Basispunkten. Hieran wird deutlich, dass die die Aktienanlage immer alternativer wird.

Zum anderen bedeutet der niedrigere Zins, dass der Diskontierungsfaktor für zukünftige Gewinne sinkt und somit der Gegenwartswert der zukünftigen Zahlungsströme steigt. Dies kann zu dem überraschenden Ergebnis führen, dass trotz sinkender Unternehmensgewinne in diesem Jahr bei vielen Unternehmen der Barwert der in den nächsten Jahren erwarteten Erträge steigt. Von dieser Entwicklung haben insbesondere Growth-Aktien, zu denen in erster Linie Technologiewerte, aber auch Aktien aus dem Gesundheitssektor gehören, überdurchschnittlich stark profitiert. Value-Aktien, die insbesondere aus dem Finanzsektor und Branchen wie Industrie, Energie, Rohstoffe und Versorger stammen, sind dagegen immer stärker ins Hintertreffen geraten. Seit Beginn des Bullenmarktes im März 2009 bis heute haben europäische Value-Aktien gerade einmal einen Wertzuwachs von 42 Prozent erzielt, während Growth-Aktien um gut 180 Prozent zulegen konnten. In den USA haben Value-Aktien von März 2009 bis August 2020 gut 200 Prozent an Wert gewonnen, während Growth-Aktien um fast 500 Prozent angestiegen sind.

Besonders eklatant sind die unterschiedlichen Wertentwicklungen in diesem Jahr: Der US-Technologieindex Nasdaq Composite hat in diesem Jahr schon einen Wertzuwachs von 34 Prozent erzielt. Zwar kamen auch die Technologieaktien im Frühjahr unter die Räder, doch konnten sie sich wesentlich schneller vom Kurseinbruch erholen als der übrige Markt. Schon Anfang Juni wurde ein neues Allzeithoch erreicht, seitdem folgten 26 neue Rekorde! Getragen wird diese Entwicklung vor allem von Unternehmen aus dem Biotech-Sektor. Fünf der zehn Top-Performer stammen aus dieser Branche, angeführt von Novavax (+2.485 Prozent) und Vaxart (+1.475 Prozent). Insgesamt gibt es fast 200 Unternehmen im Index, deren Kurs sich in diesem Jahr mehr als verdoppelt hat. Allerdings sollte dabei nicht übersehen werden, dass es trotz der hervorragenden Index-Performance im Nasdaq Composite in diesem Jahr mehr Verlierer als Gewinner gibt.

Die positive Börsenentwicklung seit Ende März hat dazu geführt, dass die Bewertungsmultiplikatoren vieler Aktien und Indizes mittlerweile Niveaus erreicht haben, die so zuletzt während der Dot-Com-Blase Ende der

Konjunktur und Strategie

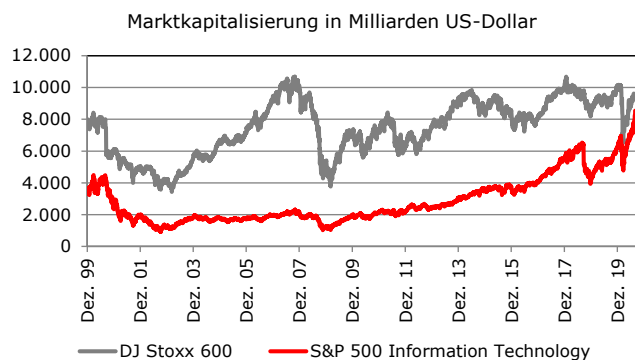
1990er Jahre/ Anfang 2000 zu beobachten waren. Auch hier stechen die Technologieaktien wieder heraus, die in den vergangenen Monaten sehr teuer geworden sind. Mittlerweile liegt das Kurs-Gewinn-Verhältnis des Nasdaq Composite Index auf Basis der in 12 Monaten erwarteten Gewinne bei knapp 40, ein Wert, der während des Börsenbooms der 1990er Jahre erstmals im Sommer 1999 erreicht wurde. Allerdings sind der DAX und der S&P500 heute ebenfalls ähnlich hoch bewertet wie vor 21 Jahren. Relativ gesehen ist die Outperformance der Tech-Werte zum Gesamtmarkt also keinesfalls ein neues Phänomen.

Muss man nun befürchten, dass die Börsenhausse der letzten Monate angesichts der mittlerweile erreichten Bewertungen bald zu Ende geht? Bewertungsmultiplikatoren eignen sich zwar in der Regel, um die längerfristigen Ertragsaussichten einer Assetklasse zu beurteilen (überdurchschnittliche Bewertungen heute deuten auf eine unterdurchschnittliche Wertentwicklung in der Zukunft hin), kurzfristiges Markettiming ist mit ihnen aber nicht möglich. Was teuer ist, kann eine ganze Zeit lang noch teurer werden, genauso wie Billiges zukünftig noch günstiger werden kann. Als die Luft aus der Aktienmarktblase im Frühjahr 2000 zu entweichen begann, wies die Nasdaq ein KGV von 60 auf, DAX und S&P 500 waren jeweils mit dem 30-fachen der erwarteten Gewinne bewertet. So gesehen besteht aus heutiger Sicht noch deutliches Kurspotenzial ehe die Multiplikatorstände von damals wieder erreicht werden.

Wir gehen davon aus, dass die Bewertungsblase, die sich im Moment bildet, noch eine ganze Zeit lang weiter wachsen wird. Grund für unsere Annahme ist die Beobachtung, dass Blasen in der Vergangenheit meistens durch geldpolitische Interventionen der Notenbanken zum Platzen gebracht wurden. So war es beispielsweise im Jahr 2000, als die US-Notenbank trotz einer schon zuvor hervorragenden Konjunktorentwicklung erst im Sommer 1999 begann, vorsichtig die Zinsen zu erhöhen. Sie blieb dann auf diesem restriktiveren Kurs im Jahr 2000 und erhöhte den Leitzins im Februar, im März und schließlich im Mai sogar noch in einem letzten großen Schritt von 50 Basispunkten auf 6,5 Prozent, woraufhin die Aktienkurse dann drei Jahre lang in Folge in die Knie gingen.

Ähnlich verhielt sich die Geldpolitik vor dem Platzen der Immobilienblase 2007/2008. Von 2004 an erhöhte

die Fed die Zinsen zunächst nur in sehr kleinen Schritten bis dann im Sommer 2006 die finale Zinserhöhung auf 5,25 Prozent erfolgte. Da die Hypothekenzinsen auch danach noch weiter anstiegen, konnten viele Immobilienbesitzer ihre zunehmende Zinslast nicht mehr bedienen, sodass 2007 erst der US-Häusermarkt zu kollabieren begann und kurz darauf die Aktienmärkte. Da aber die US-Notenbank mit ihrem jüngsten Strategiewechsel klar gemacht hat, dass die Niedrigzinsphase noch lange anhalten wird, fehlt die potenzielle „Nadel“, die für das Platzen einer Blase notwendig ist. Von daher spricht für uns vieles dafür, dass die derzeitigen Trends am Kapitalmarkt stabil bleiben. Das bedeutet zum einen, dass Growth-Aktien gegenüber Value-Aktien zu bevorzugen sind. Zum anderen spricht dies dafür, dass US-Aktien attraktiver bleiben als europäische Werte. Diese Entwicklung hat beispielsweise dazu geführt, dass die 71 im S&P 500 enthaltenen US-amerikanischen Technologiewerte mittlerweile fast eine Marktkapitalisierung aufweisen, die dem breiten europäischen Aktienmarkt gemessen am Stoxx 600 Index entspricht.



Stellt sich die Einschätzung, dass die Geldpolitik der entscheidende Schlüssel für die zukünftige Kursentwicklung am Aktienmarkt ist, als zutreffend heraus, könnten die 2020er Jahre in der Retrospektive vielleicht ähnlich „golden“ werden, wie die 1920er Jahre heute von uns beurteilt werden – nur vielleicht in umgekehrter Reihenfolge. Was im 20. Jahrhundert aus deutscher Sicht mit einem Inflationsschock begann und mit einem Aktienmarktcrash endete, könnte im 21. Jahrhundert möglicherweise genau andersherum passieren. Die Börsenturbulenzen haben schon stattgefunden, denkbar ist, dass wir bis Ende dieses Jahrzehnts die Quittung für eine nie zuvor dagewesene expansive Geldpolitik in Form hoher Inflationsraten bekommen. Auch wenn sich Geschichte normalerweise nicht wiederholt, manchmal ähnelt sie sich zumindest.

Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	03.09.2020 17:34	27.08.2020 -1 Woche	31.07.2020 -1 Monat	02.06.2020 -3 Monate	02.09.2019 -12 Monate	31.12.2019 YTD
Dow Jones	28450	-0,1%	7,7%	10,5%	7,8%	-0,3%
S&P 500	3464	-0,6%	5,9%	12,4%	18,4%	7,2%
Nasdaq	11484	-1,2%	6,9%	19,5%	44,2%	28,0%
Value Line Arithmetic	6467	-0,4%	4,9%	9,8%	8,6%	-2,9%
DAX	13039	-0,4%	5,9%	8,5%	9,1%	-1,6%
MDAX	27218	-1,6%	3,9%	4,4%	5,9%	-3,9%
TecDAX	3043	-2,8%	1,3%	-5,2%	9,5%	0,9%
EuroStoxx 50	3299	-1,0%	3,9%	4,4%	-3,9%	-11,9%
Stoxx 50	2966	-1,0%	1,8%	0,2%	-5,8%	-12,8%
SMI (Swiss Market Index)	10219	-0,2%	2,1%	2,7%	3,0%	-3,8%
FTSE 100	5855	-2,4%	-0,7%	-5,9%	-19,6%	-22,4%
Nikkei 225	23466	1,1%	8,1%	5,1%	13,8%	-0,8%
Brasilien BOVESPA	100874	0,2%	-2,0%	10,8%	0,2%	-12,8%
Russland RTS	1220	-3,6%	-1,2%	-4,6%	-6,8%	-21,3%
Indien BSE 30	38991	-0,3%	3,7%	15,3%	4,4%	-5,5%
China Shanghai Composite	3385	1,0%	2,3%	15,9%	15,8%	11,0%
MSCI Welt (in €)	2494	2,0%	8,4%	7,8%	8,3%	0,5%
MSCI Emerging Markets (in €)	1119	0,0%	3,9%	9,3%	5,5%	-4,6%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	176,67	123	-85	481	-229	618
Bobl-Future	135,08	49	-16	10	-114	145
Schatz-Future	112,13	13	-4	11	-45	22
3 Monats Euribor	-0,48	0	-2	-15	-4	-10
3M Euribor Future, Dez 2020	-0,48	-2	-2	-7	22	0
3 Monats \$ Libor	0,25	1	0	-8	-188	-166
Fed Funds Future, Dez 2020	0,06	-1	1	3	-94	-1
10-jährige US Treasuries	0,63	-11	9	-5	-88	-129
10-jährige Bunds	-0,49	-5	8	-8	21	-30
10-jährige Staatsanl. Japan	0,04	0	2	3	31	6
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,49	-8	5	-7	51	-2
US Treas 10Y Performance	731,45	0,9%	-0,9%	0,8%	11,4%	15,0%
Bund 10Y Performance	679,12	0,7%	-0,6%	0,8%	-2,1%	3,2%
REX Performance Index	498,93	0,0%	-0,1%	0,7%	-1,4%	1,2%
IBOXX AA, €	0,16	-7	-2	-29	22	-14
IBOXX BBB, €	0,93	-6	-10	-64	29	2
ML US High Yield	5,77	-9	-27	-115	-61	-27
Wandelanleihen Exane 25	7904	0,0%	3,7%	5,2%	3,9%	3,2%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	396,10	1,3%	4,9%	7,3%	2,3%	-1,4%
MG Base Metal Index	319,07	2,2%	6,0%	21,4%	9,3%	6,4%
Rohöl Brent	43,20	-4,3%	0,1%	8,8%	-25,9%	-34,9%
Gold	1925,03	0,4%	-2,5%	10,7%	26,1%	26,6%
Silber	27,46	1,4%	13,9%	53,3%	49,3%	53,2%
Aluminium	1749,00	0,3%	4,4%	15,1%	1,6%	-1,8%
Kupfer	6709,75	1,0%	4,5%	21,8%	20,0%	9,1%
Eisenerz	126,06	3,0%	15,8%	25,2%	38,7%	37,7%
Frachtraten Baltic Dry Index	1445	-3,9%	7,0%	164,7%	-40,8%	32,6%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1822	0,1%	-0,2%	5,8%	7,8%	5,2%
EUR/ GBP	0,8913	-0,3%	-1,1%	0,1%	-2,0%	5,2%
EUR/ JPY	125,49	0,1%	0,9%	3,9%	7,6%	2,9%
EUR/ CHF	1,0769	0,2%	0,0%	0,3%	-1,0%	-0,8%
USD/ CNY	6,8435	-0,7%	-1,9%	-3,7%	-4,6%	-1,7%
USD/ JPY	106,19	-0,4%	0,3%	-2,3%	0,0%	-2,2%
USD/ GBP	0,7541	-0,5%	-1,0%	-5,3%	-9,0%	-0,1%

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.