



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

8. April 2021

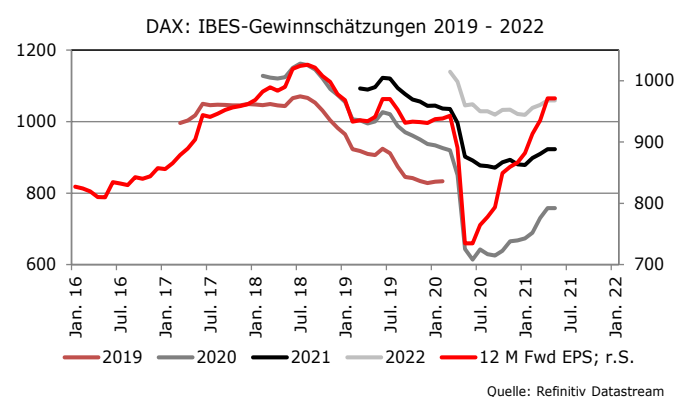
Aktienmärkte: Die Rallye geht weiter!

Seit Jahresbeginn weisen die meisten Aktienmärkte eine beeindruckende Wertentwicklung auf. Der DAX hat Ende März die Hürde von 15.000 Punkten genommen und damit unser Jahresendziel früher als erwartet erreicht. Für viele Anleger überraschend entwickelten sich Aktien aus der Eurozone trotz der anhaltenden oder zum Teil sogar wieder verschärften wirtschaftlichen Beschränkungen und des im Vergleich zu anderen Ländern und Regionen nur langsamen Impffortschritts äußerst robust. Auch in den USA erreichten der Dow Jones und der S&P 500 neue Rekordstände. Dagegen gerieten die Zugpferde des vergangenen Jahres etwas ins Hintertreffen: Sowohl die amerikanische Technologiebörse Nasdaq als auch die meisten Schwellenländerbörsen verzeichneten zwar Kurszuwächse, aber von geringerem Ausmaß.

Ursache für die positive Aktienmarktentwicklung ist vor allem die Erwartung einer starken konjunkturellen Erholung in diesem Jahr. Diese beruht einerseits auf der expansiven Geld- und Fiskalpolitik und andererseits auf der Aussicht auf eine nachhaltige Eindämmung der Corona-Pandemie im weiteren Jahresverlauf. So hat der Internationale Währungsfonds in dieser Woche seine globale Wachstumsprognose für dieses Jahr von 5,5 auf 6,0 Prozent angehoben – dies wäre das mit Abstand stärkste Wirtschaftswachstum der vergangenen vierzig Jahre.

Für Anleger, die die Rallye bisher verpasst haben, stellen sich zwei Fragen: Lohnt sich der Einstieg in den Aktienmarkt noch und wenn ja, welche Aktien und Regionen sind besonders aussichtsreich? Gründe, nicht in Aktien zu investieren finden sich zuhauf – wie fast im-

mer. Seien es die hohen Schwankungen, die die Nerven der Anleger strapazieren oder die hohen Bewertungen, die auch von vielen Medien als Grund aufgegriffen werden, warum ein Crash mit starken Kursverlusten nicht mehr lange auf sich warten lassen könne. Doch genau diese Skepsis ist ein guter Nährboden dafür, dass die Kurse weiter steigen. Solange die „wall of worry“ hoch genug ist, solange gibt es noch ausreichend Liquidität am Markt, die nicht in Aktien investiert ist. Gefährlich wird es erst dann, wenn alle euphorisch sind und glauben, dass die Kurse nur steigen können, denn dann ist oft der Zeitpunkt erreicht, wenn alle Anleger bereits investiert sind.



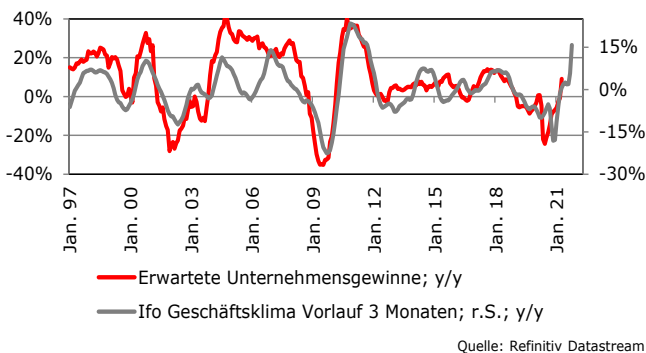
Aber auch unter fundamentalen Gesichtspunkten gibt es aus unserer Sicht gute Gründe, weshalb sich die positive Kursentwicklung fortsetzen sollte. Die besseren Konjunkturperspektiven haben dazu geführt, dass die Unternehmensanalysten ihre Gewinnschätzungen in den vergangenen Monaten angehoben haben. Wurde für die 30 DAX-Unternehmen im Dezember 2020 ein aggregierter Gewinn von 880 Indexpunkten für das Jahr 2021 und

Konjunktur und Strategie

von 1.020 Indexpunkten für das Jahr 2022 erwartet, sind die Prognosen mittlerweile auf gut 920 bzw. 1.060 Punkte erhöht worden. Damals hatten wir einen kleinen Abschlag vom Kurs-Gewinn-Verhältnis vorgenommen und waren damit zu unserem Kursziel von 15.000 Punkten gekommen. Mit derselben Vorgehensweise käme man jetzt aufgrund der angehobenen Gewinnprognosen zu einem Ziel von 16.100 Punkten.

Und es kommt noch besser: Wir halten es für wahrscheinlich, dass die Erwartungen für die Unternehmensgewinne in diesem und im nächsten Jahr das wahre Ausmaß der wirtschaftlichen Erholung noch gar nicht vollumfänglich widerspiegeln. So ist der DAX ein Aktienindex, in dem sich sehr viele zyklische Unternehmen aus der Industrie befinden, deren Wohl und Wehe stark von der konjunkturellen Entwicklung beeinflusst wird. Doch weder der rekordhohe Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe, noch die deutliche Verbesserung des Ifo Geschäftsklimaindex kommen bislang adäquat in den Ertragsprognosen zum Ausdruck. Dies gilt im Übrigen nicht nur für die DAX-Unternehmen: Auch für die US-Unternehmen, die von einem noch stärkeren Wirtschaftsaufschwung profitieren, sind weitere positive Gewinnrevisionen zu erwarten, die den Aktienkursen weiteren Rückenwind verleihen werden. Die in der nächsten Woche beginnende US-Berichtssaison dürfte dies zeigen.

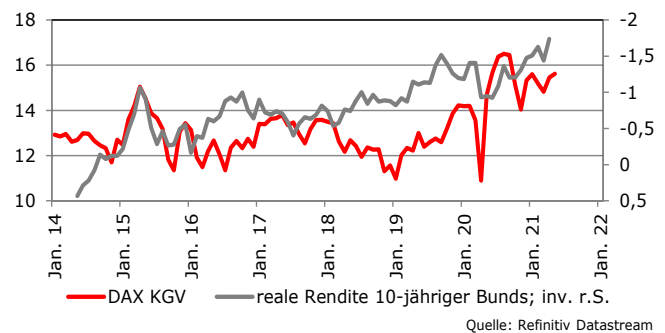
DAX: Unternehmensgewinne und Ifo-Geschäftsklima



Doch was ist von dem Argument einer Kursblase, die sich gebildet hat und die schon bald platzen könnte, zu halten? Zweifelsohne sind Aktien in den vergangenen Monaten teuer geworden und einige Werte und Marktsegmente weisen tatsächlich Anzeichen einer Blasenbildung auf. Es ist viel spekulatives Geld im Umlauf, das von Day-Tradern auf Plattformen wie Robinhood oder Trade Republic, aber auch von Hedge Fonds oder Family Offices wie dem jüngst in Schwierigkeiten geratenen Archegos Capital Management eingesetzt wird – und das teilweise mit einem ordentlichen Hebel, der

dazu führt, dass die Risiken für die Finanzstabilität nicht vernachlässigt werden dürfen. Allerdings ist dies primär ein Ergebnis der sehr expansiven Geldpolitik der Notenbanken. Da aber weder die Federal Reserve in den USA, noch die Europäische Zentralbank in den kommenden Monaten ihre Zinspolitik anpassen werden, wird sich auch an der Tatsache, dass Aktien, aber auch alle anderen Assetklassen hoch bewertet sind, wohl nichts ändern. Das bedeutet aber, dass unser aus Vorsichtsgründen vorgenommener Abschlag vom aktuellen Bewertungsniveau reduziert werden kann. Da im Unterschied zur „normalen“ nominalen Rendite für eine 10-jährige Bundesanleihe, die seit Jahresbeginn von -0,58 auf -0,34 Prozent leicht angestiegen ist, die reale Rendite einer 10-jährigen inflationsgeschützten Anleihe von -1,50 auf -1,75 Prozent (auch ein Rekord!) gesunken ist, erhöht dies sogar den Spielraum aus Bewertungs-sicht. Von daher heben wir unser DAX-Kursziel auf 16.500 Punkte an.

DAX: KGV für die kommenden 12 Monate und Rendite 10-jähriger deutscher inflationsgeschützter Anleihen

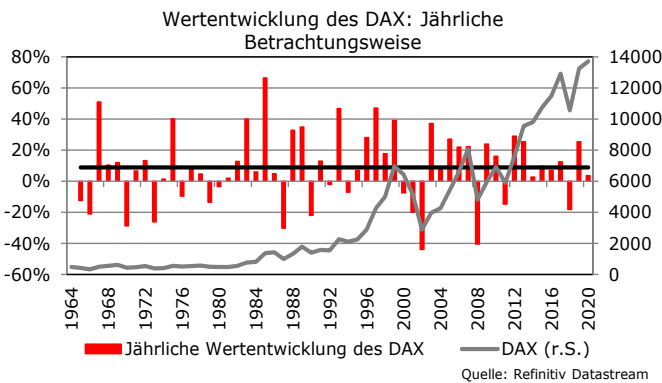


Geht man analog zu dieser Vorgehensweise auch für die anderen von uns prognostizierten Aktienmärkte vor, ergeben sich folgende Kurszielanpassungen: Für den Euro Stoxx 50 erhöhen wir das Kursziel von 4.000 auf 4.350 Punkte, für den Stoxx 50 von 3.450 auf 3.550 Punkte und für den S&P 500 von 4.000 auf 4.400 Punkte.

Der ein oder andere mag sich nun fragen, ob eine DAX Prognose von 16.500 Punkten nicht etwas zu optimistisch ist, trotz eines rekordverdächtigen wirtschaftlichen Umfelds und anhaltend niedriger Zinsen. Schließlich würde dies für den Fall des Eintreffens dieser Prognose bedeuten, dass der DAX im Jahr 2021 ein Plus von 20 Prozent erzielt. Um diese mögliche Wertentwicklung historisch einzuordnen, habe wir uns alle Jahresrenditen des DAX zurückgerechnet bis in das Jahr 1965 angeschaut. Dabei traten folgende Ergebnisse zutage: In den vergangenen 56 Jahren schwankte die jährliche Wertentwicklung des DAX zwischen +66 Prozent (1985)

Konjunktur und Strategie

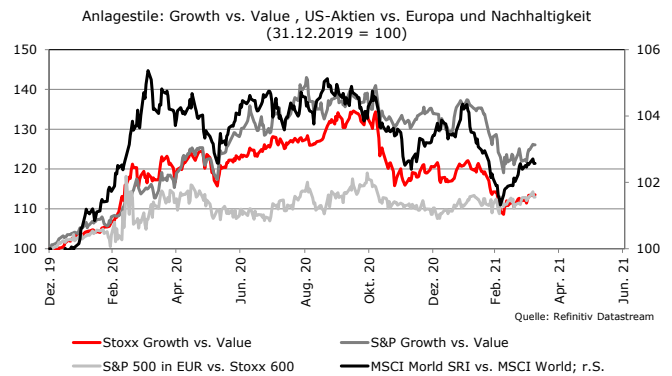
und -44 Prozent (2002). Der einfache arithmetische Mittelwert beträgt +8,9 Prozent, das geometrische Mittel liegt hingegen mit +6,3 Prozent niedriger. In dem Zeitraum zwischen 1965 und 2020 erzielte der DAX in 13 Jahren einen Zuwachs zwischen null und zehn Prozent (entspricht 23 Prozent der Fälle), in fünf Jahren lag die Wertentwicklung zwischen null und minus zehn Prozent (neun Prozent der Fälle) und in 12 Jahren schlechter als minus zehn Prozent (21 Prozent der Fälle). In fast der Hälfte aller Jahre seit 1965 erzielte der DAX jedoch einen Wertzuwachs von mehr als zehn Prozent, in rund einem Drittel der Fälle lag die Wertentwicklung sogar oberhalb von zwanzig Prozent. Insofern wird deutlich, dass eine sehr gute Wertentwicklung keinesfalls unwahrscheinlich ist.



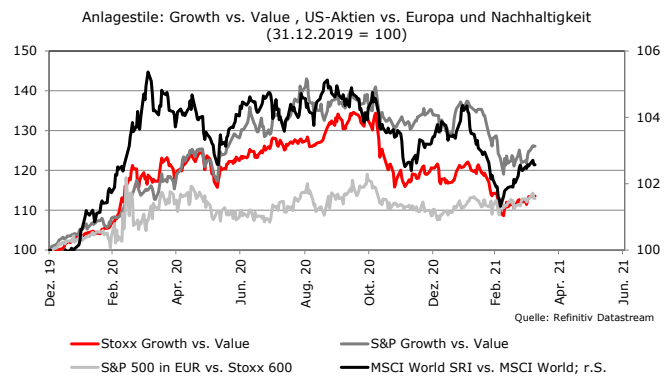
Unter der Oberfläche der steigenden Aktienindizes haben sich seit Jahresbeginn deutliche Veränderungen ergeben. So machte im ersten Quartal ein mehrfacher Favoritenwechsel Anlegern das Leben schwer. Bis Mitte Februar konnten Technologieunternehmen ihre bereits im vergangenen Jahr erzielten überdurchschnittlichen Kursgewinne weiter ausbauen. Die Aussicht auf eine sehr starke wirtschaftliche Erholung sowie aufkeimende Inflationssorgen, die vor allem in den USA für steigende Zinsen sorgten, lösten dann eine scharfe Korrektur bei Growth-Aktien aus, zu denen vor allem Technologiewerte gehören. Profiteure dieser Entwicklung waren von Mitte Februar bis Mitte März Value-Aktien, die in Sektoren wie Industrie, Rohstoffe und Finanzwerten zu finden sind. Als Ende März die Schiefelage des großen US-Family-Offices Archegos bekannt wurde, gerieten dann defensive Sektoren wie Nahrungsmittel und Versorger stärker in den Fokus der Anleger.

Klare und anhaltende Trends sind in diesem Jahr bislang Fehlanzeige, sodass aktives Handeln und eine regelmäßige Anpassung der Anlagestrategie erforderlich war und ist. Dass in europäischen Indizes mehr Value-

Aktien als in US-Indizes enthalten sind, erklärt, warum in diesem Jahr erstmals seit langer Zeit viele europäische Aktien eine bessere Wertentwicklung aufweisen als US-Werte.



Nachdem in den letzten Jahren vor allem die Technologiewerte für eine positive Börsenentwicklung gesorgt haben, dürfte sich auch in den kommenden Monaten die relativ bessere Wertentwicklung der eher zyklischen Unternehmen und Sektoren fortsetzen. Allerdings ist dieser Trend schon voll im Gange, und es ist kaum zu prognostizieren, wie lange er anhalten wird. Von daher halten wir es für sinnvoll, momentan eine ausgewogene Mischung aus Growth und Value-Aktien zu halten.



Marktdaten

| Aktienmärkte | Stand | Veränderung zum | | | | |
|--------------------------------|---------------------|------------------------|------------------------|-------------------------|--------------------------|-------------------|
| | 08.04.2021 17:57 | 01.04.2021 -1 Woche | 05.03.2021 -1 Monat | 07.01.2021 -3 Monate | 07.04.2020 -12 Monate | 31.12.2020 YTD |
| Dow Jones | 33422 | 0,8% | 6,1% | 7,7% | 47,5% | 9,2% |
| S&P 500 | 4091 | 1,8% | 6,5% | 7,6% | 53,8% | 8,9% |
| Nasdaq | 13804 | 2,4% | 6,8% | 5,6% | 75,0% | 7,1% |
| Russell 2000 | 2230 | -1,0% | 1,7% | 6,4% | 95,8% | 12,9% |
| DAX | 15203 | 0,6% | 9,2% | 8,8% | 46,8% | 10,8% |
| MDAX | 32632 | 1,1% | 6,2% | 4,5% | 51,5% | 6,0% |
| TecDAX | 3475 | 0,9% | 7,9% | 6,9% | 28,8% | 8,2% |
| EuroStoxx 50 | 3977 | 0,8% | 8,4% | 9,8% | 39,2% | 11,9% |
| Stoxx 50 | 3371 | 1,1% | 6,6% | 6,3% | 21,5% | 8,5% |
| SMI (Swiss Market Index) | 11207 | 0,8% | 5,6% | 4,0% | 17,8% | 4,7% |
| FTSE 100 | 6942 | 3,0% | 4,7% | 1,2% | 21,7% | 7,5% |
| Nikkei 225 | 29709 | 1,1% | 2,9% | 8,1% | 56,8% | 8,3% |
| Brasilien BOVESPA | 118201 | 2,6% | 2,6% | -3,4% | 54,8% | -0,7% |
| Russland RTS | 1440 | -1,2% | -0,5% | 0,3% | 31,0% | 3,8% |
| Indien BSE 30 | 49746 | -0,6% | -1,3% | 3,4% | 65,5% | 4,2% |
| China Shanghai Composite | 3483 | 0,5% | -0,6% | -2,6% | 23,5% | 0,3% |
| MSCI Welt (in €) | 2881 | 0,1% | 5,9% | 8,7% | 39,0% | 10,4% |
| MSCI Emerging Markets (in €) | 1339 | -1,1% | 0,3% | 4,4% | 39,4% | 6,9% |
| Zinsen und Rentenmärkte | | | | | | |
| Bund-Future | 171,67 | -16 | -233 | -558 | 118 | -597 |
| Bobl-Future | 135,31 | 4 | 78 | 19 | 79 | 13 |
| Schatz-Future | 112,14 | 0 | -5 | -13 | 11 | -14 |
| 3 Monats Euribor | -0,54 | 2 | 2 | 2 | -25 | 4 |
| 3M Euribor Future, Dez 2021 | -0,56 | 0 | -3 | 0 | -23 | 0 |
| 3 Monats \$ Libor | 0,19 | -1 | 1 | -3 | -113 | -4 |
| Fed Funds Future, Dez 2021 | 0,08 | 0 | 0 | 0 | -7 | 0 |
| 10-jährige US Treasuries | 1,64 | -4 | 8 | 57 | 90 | 73 |
| 10-jährige Bunds | -0,34 | 3 | 0 | 21 | -2 | 24 |
| 10-jährige Staatsanl. Japan | 0,10 | -1 | 2 | 8 | 11 | 8 |
| 10-jährige Staatsanl. Schweiz | -0,29 | 2 | -3 | 20 | -4 | 21 |
| US Treas 10Y Performance | 676,81 | 0,7% | -0,4% | -4,1% | -6,4% | -5,5% |
| Bund 10Y Performance | 669,91 | -0,1% | 0,2% | -1,9% | 0,4% | -2,2% |
| REX Performance Index | 494,60 | 0,0% | 0,2% | -1,0% | -0,1% | -0,9% |
| IBOXX AA, € | 0,19 | -1 | -2 | 15 | -93 | 17 |
| IBOXX BBB, € | 0,63 | -2 | -6 | 11 | -180 | 7 |
| ML US High Yield | 4,78 | -9 | -17 | -17 | -470 | -19 |
| Wandelanleihen Exane 25 | 8307 | 0,0% | 3,3% | -0,9% | 18,2% | -0,2% |
| Rohstoffmärkte | | | | | | |
| S&P Commodity Spot Index | 469,95 | -0,9% | -4,4% | 11,0% | 73,7% | 14,8% |
| MG Base Metal Index | 397,01 | 1,4% | 1,0% | 7,9% | 59,8% | 11,9% |
| Rohöl Brent | 63,30 | -2,6% | -8,9% | 16,3% | 98,1% | 22,0% |
| Gold | 1755,77 | 1,5% | 3,5% | -8,4% | 6,3% | -7,5% |
| Silber | 25,18 | 1,6% | 0,9% | -7,2% | 65,8% | -4,5% |
| Aluminium | 2240,25 | 1,7% | 2,9% | 10,5% | 55,6% | 13,5% |
| Kupfer | 8919,00 | 1,4% | 0,1% | 9,2% | 77,7% | 15,1% |
| Eisenerz | 169,24 | 3,4% | -2,2% | 0,0% | 106,6% | 8,6% |
| Frachtraten Baltic Dry Index | 2127 | 2,7% | 16,3% | 46,9% | 256,9% | 55,7% |
| Devisenmärkte | | | | | | |
| EUR/ USD | 1,1903 | 1,3% | -0,3% | -3,0% | 9,4% | -3,0% |
| EUR/ GBP | 0,8663 | 1,8% | 0,5% | -4,3% | -2,0% | -3,2% |
| EUR/ JPY | 130,08 | 0,0% | 0,6% | 2,3% | 9,7% | 2,8% |
| EUR/ CHF | 1,1010 | -0,8% | -0,5% | 1,6% | 4,0% | 1,9% |
| USD/ CNY | 6,5505 | -0,2% | 0,8% | 1,1% | -7,1% | 0,3% |
| USD/ JPY | 109,86 | -0,7% | 1,4% | 5,8% | 1,0% | 6,4% |
| USD/ GBP | 0,7279 | 0,6% | 0,6% | -1,4% | -10,4% | -0,5% |

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 herein 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.