



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

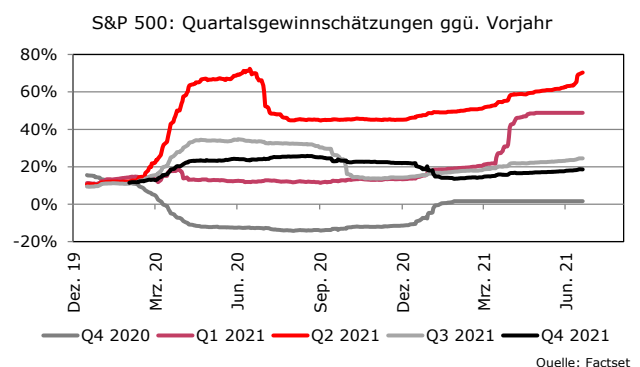
22. Juli 2021

Wachstumshöhepunkt erreicht – ein böses Omen für den Aktienmarkt?

Nach der kurzen, aber heftigen Rezession zu Beginn des letzten Jahres hat sich die Weltwirtschaft in den vergangenen 12 Monaten kontinuierlich erholt. Die geld- und fiskalpolitischen Impulse waren so stark, dass viele Anleger – von der Dynamik der Konjunkturerholung überrascht – den Anteil risikobehafteter Anlagen in ihren Portfolios deutlich erhöht haben. Steigende Aktienkurse und höhere Notierungen bei vielen Unternehmensanleihen waren die Folge. Doch mittlerweile sieht es so aus, als ob der Höhepunkt der wirtschaftlichen Dynamik überschritten wurde. Bedeutet dies, dass die Kapitalmärkte nun in unruhigeres Fahrwasser geraten?

Die Aussage, dass die Wachstumsdynamik im zweiten Quartal ihren Peak erreicht hat, beruht darauf, dass die meisten Volkswirte und Kapitalmarktteilnehmer die Veränderung von Konjunkturdaten im Vergleich zum Vorjahresniveau betrachten. So gehen wir beispielsweise davon aus, dass das US-amerikanische Bruttoinlandsprodukt im zweiten Quartal um rund 12 Prozent über dem Vorjahreswert gelegen hat. Im ersten Quartal lag die Veränderungsrate bei null Prozent, für die Quartale drei und vier rechnen wir mit Wachstumsraten von etwa sechs Prozent. Ähnlich dürfte der Verlauf in Deutschland sein: Während die gesamtwirtschaftliche Wertschöpfung im ersten Quartal 2021 noch ein Minus von drei Prozent gegenüber Q1 2020 aufwies, dürfte im zweiten Quartal ein Plus von fast zehn Prozent erreicht worden sein. Für die folgenden beiden Quartale ist dann eine Abschwächung der Wachstumsrate auf vier bis fünf Prozent zu erwarten. Spiegelbildlich zu den makroökonomischen Daten verhalten sich die Unternehmensgewinne, auch hier wird im

zweiten Quartal der Höhepunkt bei den jährlichen Zuwachsraten erreicht. Für die laufende Berichtssaison wird für die Unternehmen im S&P 500 ein Gewinnzuwachs von 70 Prozent gegenüber dem Vorjahr erwartet (im ersten Quartal verzeichneten die Gewinne ein Plus von knapp 50 Prozent). Da die Gewinnerwartungen aber zu niedrig sind, dürfte die tatsächliche Ertragsverbesserung im zweiten Quartal 2021 eher bei 85 bis 90 Prozent gegenüber dem Vorjahr liegen. Im dritten und vierten Quartal ist dann jedoch mit einer Abschwächung der Zuwachsraten auf etwa 30 Prozent zu rechnen.



Anleger müssen sich also darauf einstellen, dass es von nun an bei der Betrachtung der Jahresveränderungsraten bei den meisten Daten bergab gehen wird. Bedeutet dies nun, dass die Wirtschaft auf schwierigere Zeiten zusteuert und es an den Aktienmärkten ungemütlicher wird? Nicht unbedingt. Wie fast alle Wirtschaftsdaten werden auch die Wachstumsraten des Bruttoinlandsproduktes und der Unternehmensgewinne in diesem Jahr stark von Basiseffekten beeinflusst. Die hohen Veränderungsrate sind nicht allein darauf zurückzuführen, dass es im zweiten Quartal in der Wirtschaft und bei den Unternehmen

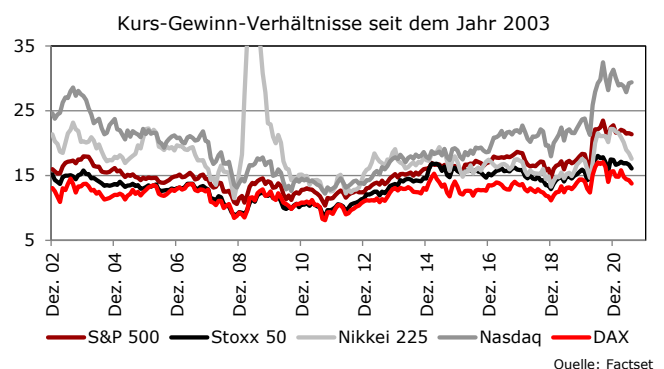
sehr gut lief, sondern vor allem darauf, dass die Vergleichsbasis von vor 12 Monaten Corona-bedingt sehr niedrig ist. Dieser Basiseffekte läuft nun nach und nach aus und macht einer normaleren Entwicklung Platz. Während sich also die quantitative Einschätzung der zukünftigen Daten ohne Zweifel verschlechtern wird, gilt dies nicht notwendigerweise auch für die qualitative Einschätzung. Löst man sich nämlich von der Betrachtung von 12-Monatszeiträumen und schaut stattdessen auf Quartals- oder Monatsveränderungen müssen die guten Zeiten keineswegs vorbei sein. So gehen wir davon aus, dass die Quartalsveränderungsraten beim Bruttoinlandsprodukt in den USA und in Deutschland noch mindestens bis Mitte nächsten Jahres überdurchschnittlich hoch ausfallen werden. Frühestens ab dem Jahr 2023 dürften die positiven Effekte der expansiven Wirtschaftspolitik nachlassen, sodass erst dann wieder eine Rückkehr zu „normalen Zeiten“ bei den Wirtschaftsdaten zu erwarten ist.

Skeptiker mögen einwenden, dass der in den vergangenen Wochen zu beobachtende starke Renditerückgang bei europäischen und US-Staatsanleihen ein Signal ist, dass der Rentenmarkt, dem gemeinhin unterstellt wird, dass er ein besseres Gespür für wirtschaftliche Entwicklungen hat als der Aktienmarkt, ein deutlich negativeres Konjunkturszenario antizipiert. So ist die Rendite für 10-jährige US-Staatsanleihen von 1,75 Prozent im Frühjahr zuletzt auf knapp 1,20 Prozent gesunken, 10-jährige Bundesanleihen rentierten nur noch bei -0,40 Prozent nach -0,10 Prozent im Mai. Angesichts der deutlich gestiegenen Inflationsraten und der Vermutung, die Notenbanken könnten früher als erwartet von ihrer expansiven Geldpolitik abrücken, ist dies auf den ersten Blick eine mehr als überraschende Entwicklung. Allerdings haben sowohl die Federal Reserve in den USA als auch die Europäische Zentralbank immer wieder betont, dass sie die hohen Inflationsraten für ein temporäres Phänomen – Stichwort Basiseffekte – halten, das kein schnelles Umsteuern der Geldpolitik erforderlich macht. Die Zinsen bleiben von daher sowohl diesseits als auch jenseits des Atlantiks auf absehbare Zeit sehr niedrig.

Dass Risiko, dass die Ausbreitung der Deltavariante des Coronavirus erneute wirtschaftlichen Beschränkungen und damit negative wirtschaftliche Implikationen mit sich bringen wird, halten wir für gering. Nach allem, was wir bislang wissen, ist die neue Corona-Variante zwar deutlich ansteckender als das Ursprungsvirus, zugleich fällt die Schutzwirkung der vorhandenen Impfstoffe geringer aus. Allerdings sieht es danach aus, dass Geimpfte

nur verhältnismäßig moderate Krankheitssymptome aufweisen, ähnlich die einer normalen Erkältung. Das deutet darauf hin, dass die Neuinfektionen in der nächsten Zeit zwar weiter ansteigen, die Belegungszahlen der Krankenhaus- und Intensivbetten aber keine kritischen Werte erreichen, die signalisieren, dass die Gesundheitssysteme an die Grenze ihrer Belastbarkeit geraten. Auch wenn wir keine Mediziner sind, scheint es aus unserer Sicht darauf hinauszulaufen, dass das Coronavirus unser dauerhafter Begleiter werden wird, sein wirtschaftlicher und gesellschaftlicher Einfluss wird aber – hoffentlich – abnehmen, je mehr Menschen sich impfen lassen.

All diese Überlegungen bringen uns zu der Schlussfolgerung, dass das Umfeld für Aktien auch in der zweiten Jahreshälfte positiv einzuschätzen ist. Das bedeutet nicht, dass sich die Kursentwicklung der vergangenen 12 Monate so geradlinig und vor allem nicht im selben Tempo fortsetzen wird. Es besteht immer das Risiko, dass Kurse auch einmal den Rückwärtsgang einlegen. Unseres Erachtens nach gibt es aber weiterhin nur wenige Anlagealternativen, die wie Aktien die Chancen auf eine vernünftige Wertsteigerung bieten. Dass höheren Chancen am Kapitalmarkt immer auch höhere Risiken gegenüberstehen, ist nicht nur der obligatorische Risikohinweis für unsere Leser, sondern eine ökonomische Selbstverständlichkeit, der sich jeder Anleger bewusst sein muss. Zudem hat sich die vergleichsweise hohe Bewertung vieler Aktienmärkte dank der guten Entwicklung der Unternehmensgewinne etwas relativiert. So ist das DAX-KGV von über 17 im Juli 2020 auf zuletzt knapp 14 gesunken, womit deutsche Aktien im Vergleich zur eigenen Historie, aber auch im Vergleich zu anderen Indizes mittlerweile wieder günstig bewertet sind. Für US-Aktien gilt diese Aussage noch nicht; auch wenn sich die KGVs des S&P 500 und der Nasdaq seit Jahresbeginn etwas reduziert haben, sind diese immer noch höher als im Durchschnitt der vergangenen Jahre.



Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	22.07.2021 17:23	15.07.2021 -1 Woche	21.06.2021 -1 Monat	21.04.2021 -3 Monate	21.07.2020 -12 Monate	31.12.2020 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	34778	-0,6%	2,7%	1,9%	29,6%	13,6%
S&P 500	4361	0,0%	3,2%	4,5%	33,9%	16,1%
Nasdaq	14668	0,9%	3,7%	5,1%	37,3%	13,8%
Russell 2000	2202	0,5%	-3,7%	-1,7%	48,0%	11,5%
DAX	15508	-0,8%	-0,6%	2,1%	17,7%	13,0%
MDAX	34857	0,9%	1,9%	7,1%	28,0%	13,2%
TecDAX	3647	0,8%	4,6%	4,8%	16,3%	13,5%
EuroStoxx 50	4057	0,0%	-1,3%	2,0%	19,1%	14,2%
Stoxx 50	3512	-0,7%	-1,0%	3,7%	13,3%	13,0%
SMI (Swiss Market Index)	11965	-0,1%	-0,3%	6,7%	14,6%	11,8%
FTSE 100	6962	-0,7%	-1,4%	1,0%	11,0%	7,8%
Nikkei 225	27548	-2,6%	-1,7%	-3,4%	20,4%	0,4%
Brasilien BOVESPA	125530	-1,5%	-2,9%	4,6%	20,3%	5,5%
Russland RTS	1598	-0,9%	-2,7%	9,1%	26,8%	15,2%
Indien BSE 30	52837	-0,6%	0,5%	10,8%	39,3%	10,7%
China CSI 300	5152	0,0%	1,2%	1,0%	9,8%	-1,1%
MSCI Welt (in €)	3037	0,0%	2,8%	5,5%	27,0%	17,6%
MSCI Emerging Markets (in €)	1312	-2,5%	-1,9%	0,0%	17,4%	5,8%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	175,53	95	337	465	-84	-211
Bobl-Future	135,08	46	110	14	26	-10
Schatz-Future	112,27	8	14	16	20	-1
3 Monats Euribor	-0,55	2	2	2	-9	4
3M Euribor Future, Dez 2021	-0,53	0	0	1	-4	0
3 Monats \$ Libor	0,14	0	0	-4	-12	-10
Fed Funds Future, Dez 2021	0,08	0	-2	-1	10	0
10-jährige US Treasuries	1,25	-5	-24	-32	64	33
10-jährige Bunds	-0,42	-4	-20	-12	8	16
10-jährige Staatsanl. Japan	0,02	2	-2	-4	1	0
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,37	-7	-16	-12	8	12
US Treas 10Y Performance	704,18	0,2%	2,0%	3,1%	-3,9%	-1,7%
Bund 10Y Performance	677,70	0,6%	2,1%	1,7%	-0,1%	-1,0%
REX Performance Index	497,62	0,2%	0,8%	1,0%	0,1%	-0,3%
IBOXX AA, €	0,14	-5	-14	-8	-12	12
IBOXX BBB, €	0,51	-5	-17	-14	-59	-4
ML US High Yield	4,61	4	-2	-16	-160	-36
Wandelanleihen Exane 25	8274	0,0%	-1,2%	-0,4%	7,0%	-0,6%
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	525,44	-0,4%	0,0%	7,9%	53,1%	28,3%
MG Base Metal Index	423,95	-1,0%	3,7%	3,7%	42,1%	19,5%
Rohöl Brent	72,74	-1,2%	-3,0%	11,2%	63,8%	40,2%
Gold	1805,24	-1,0%	1,1%	0,7%	-1,8%	-4,9%
Silber	25,23	-4,0%	-3,0%	-4,7%	20,0%	-4,4%
Aluminium	2437,50	-2,5%	2,3%	3,0%	46,8%	23,5%
Kupfer	9318,00	-1,4%	1,8%	-1,5%	42,4%	20,2%
Eisenerz	218,37	-0,1%	2,6%	23,9%	103,0%	40,1%
Frachtraten Baltic Dry Index	3058	-0,5%	-4,1%	12,8%	91,8%	123,9%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1782	-0,2%	-0,9%	-1,9%	3,0%	-4,0%
EUR/ GBP	0,8564	0,5%	0,0%	-0,8%	-5,0%	-4,3%
EUR/ JPY	129,70	-0,2%	-0,9%	-0,1%	5,7%	2,5%
EUR/ CHF	1,0822	-0,1%	-1,2%	-1,9%	0,8%	0,2%
USD/ CNY	6,4699	0,1%	0,0%	-0,3%	-7,3%	-0,9%
USD/ JPY	110,30	0,4%	0,0%	2,1%	3,3%	6,8%
USD/ GBP	0,7270	0,8%	1,1%	1,3%	-7,3%	-0,6%

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.