



## KONJUNKTUR UND STRATEGIE

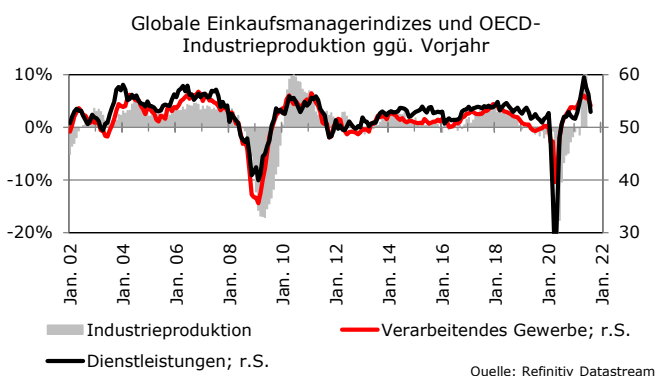
9. September 2021

### Wachstum schwächelt – Aktienkursziele trotzdem angehoben

Nachdem die Weltwirtschaft im zweiten Quartal eine im Vorjahresvergleich rekordverdächtige Wachstumsrate erreichte, stehen die Zeichen für das dritte Quartal auf Abschwächung. Das ist zum einen auf einen Basiseffekt zurückzuführen, zum anderen aber auch darauf, dass die zunehmende Ausbreitung der Deltavariante des Coronavirus in einigen Teilen der Welt zu einer Verlangsamung der wirtschaftlichen Lockerungsmaßnahmen oder sogar zu neuen Beschränkungen geführt hat. Hiervon sind unter anderem die USA und Japan, in erster Linie aber China und andere asiatische Volkswirtschaften betroffen. Wie schon in der Vergangenheit verzeichnete der Dienstleistungssektor den im Vergleich zur Industrie stärkeren wirtschaftlichen Rückgang. Verstärkt wurde der Abschwung in den Industrieländern durch die anhaltenden Lieferprobleme bei wichtigen Vorleistungsgütern sowie den Fachkräftemangel.

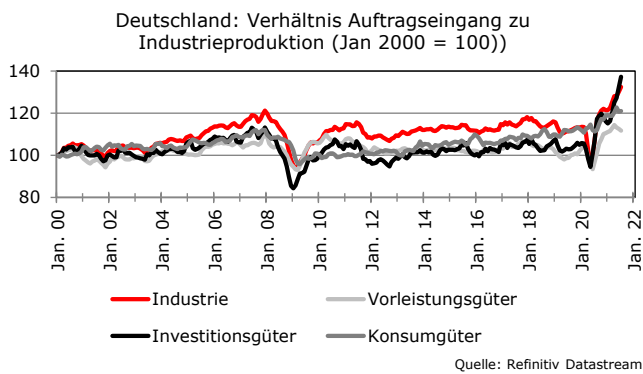
nas zusammen. Die Null-Toleranz-Politik der chinesischen Regierung hat den dortigen Inlandtourismus stark getroffen und zu Schließungen wichtiger Häfen geführt. Die Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor sind deswegen im August erstmals seit über einem Jahr unter die 50-Punkte-Marke gerutscht und markierten damit – abgesehen vom Februar des letzten Jahres – das niedrigste Niveau seit Ende 2008. Nachdem die chinesische Wirtschaft schon im zweiten Quartal gegenüber dem ersten geschrumpft war, nimmt das Risiko zu, dass es in Q3 zu einer erneuten Enttäuschung kommen könnte. Sollte dies der Fall sein, würde das Wachstumsziel der Regierung von sechs Prozent gefährdet sein. Dies wäre eine schlechte Nachricht für alle Handelspartner Chinas, insbesondere für die Nachbarländer in Südostasien.

Doch nicht überall auf der Welt haben sich die Einkaufsmanagerindizes in den letzten Monaten so deutlich abgeschwächt. Eine erfreuliche Ausnahme stellt die Entwicklung in der Eurozone dar. Sowohl in der Industrie als auch bei den Dienstleistern befinden sich die PMIs nach wie vor nahe ihrer historischen Höchstwerte. Großen Optimismus verbreiten auch weiterhin die befragten deutschen Unternehmen. Nachdem die wirtschaftliche Dynamik bereits im zweiten Quartal deutlich zugelegt hat, sollte sich das Wachstum im laufenden dritten Quartal gegenüber dem Vorquartal nochmals beschleunigen. Auf das Gesamtjahr bezogen wird das deutsche Wirtschaftswachstum in diesem Jahr mit gut drei Prozent allerdings hinter unseren ursprünglichen Erwartungen zurückbleiben; dies ist auf den schwachen Jahresstart zurückzuführen. Dennoch sind die Voraussetzungen vorhanden, dass



Gravierend wirkt sich die zunehmende Zahl der Corona-Neuinfektionen auf die Schwellenländer aus. Als Region ist Asien dabei stärker betroffen als Lateinamerika oder Osteuropa. Dies hängt vor allem mit der Schwäche Chi-

sich der wirtschaftliche Aufschwung im nächsten Jahr fortsetzt, und das sogar mit einer höheren Wachstumsrate von rund fünf Prozent. Schließlich ist der Auftragsbestand bei den deutschen Unternehmen so hoch wie niemals zuvor. Normalisiert sich die Verfügbarkeit von Vorprodukten, sollte einem ordentlichen Produktionsschub nichts mehr im Wege stehen. Damit könnte Deutschland beim Wachstum im nächsten Jahr die meisten anderen Länder in der Eurozone übertreffen, während man in diesem Jahr der Entwicklung in den Nachbarländern hinterhinkt. So rechnen wir für dieses Jahr mit einem Wirtschaftswachstum in der gesamten Eurozone von 5,5 Prozent, für 2022 prognostizieren wir ein Wachstum von vier Prozent.

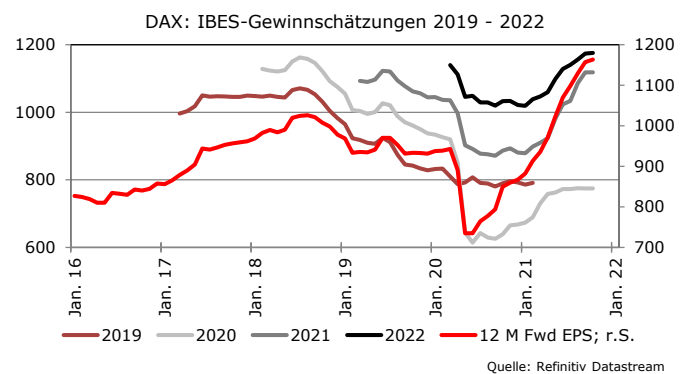


Was bedeutet dies für den Aktienmarkt? Der DAX steckt seit Anfang Mai die meiste Zeit in einer relativ engen Spanne zwischen 15.400 und 16.000 Punkten fest. Auch die überaus positiv verlaufende Berichtssaison für das zweite Quartal konnte dem deutschen Aktienindex – im Unterschied zum S&P 500 und den europäischen Stoxx50-Indizes – keine Impulse verleihen. Dies mag zum einen daran liegen, dass die Konjunkturprognosen für die deutsche Wirtschaft in diesem Zeitraum nach unten revidiert werden mussten, zum anderen könnte dies auf Unsicherheiten im Hinblick auf die bevorstehende Bundestagswahl zurückzuführen sein. Unter der Voraussetzung, dass es nach dem 26. September zu keinem Regierungsbündnis aus SPD, Grünen und der Linkspartei kommt, sollten die direkten Auswirkungen der Wahl auf den DAX gering sein.

Die positiven Konjunkturaussichten spiegeln sich unseres Erachtens nach nur teilweise adäquat in den DAX-Gewinnerwartungen wider. Zwar ist seit Jahresbeginn der erwartete Gewinnzuwachs für das Jahr 2021 von knapp 25 auf fast 60 Prozent nach oben revidiert worden, gleichzeitig ist der prognostizierte Zuwachs für das Jahr 2022 aber von 16 auf vier Prozent gesunken. Damit ist

das erwartete Gewinnwachstum geringer als das erwartete nominale Wirtschaftswachstum. Auch für das Jahr 2023 wird mittlerweile nur noch mit einem Gewinnanstieg von acht statt wie noch zu Jahresbeginn mit 12 Prozent gerechnet. Der gleichgewichtete Mittelwert der Gewinnveränderungen aller DAX30-Werte beläuft sich dagegen auf jeweils acht Prozent in den kommenden beiden Jahren. Nimmt man den neuen DAX40 als Grundlage, sehen die Ertragsprognosen im nächsten Jahr einen durchschnittlichen Zuwachs von zehn und im übernächsten Jahr von elf Prozent vor.

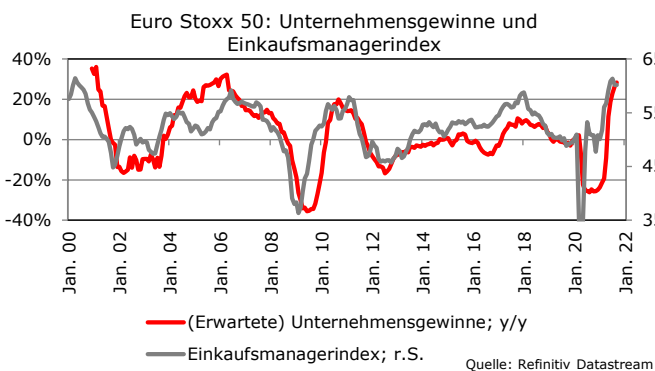
Auch der Vergleich mit den Gewinnprognosen für andere Aktienmärkte zeigt, dass die Unternehmensanalysten für deutsche Aktien besonders vorsichtig sind. Ähnlich geringe oder noch geringere Erwartungen gibt es derzeit nur für die Gewinne der TecDAX-Unternehmen (+2,6 Prozent), den Dow Jones Industrials (+2,9 Prozent) und den Stoxx Europe Large 200 (+4,2 Prozent). Alle anderen von uns verfolgten Indizes (insgesamt 26) weisen dagegen für das nächste Jahr erwartete Ertragssteigerungen von durchschnittlich 14 Prozent auf. Wer glaubt, dass diese vorsichtigen Gewinnannahmen einhergehen mit einer höheren Bewertung des Index (schließlich sollte das Enttäuschungspotenzial tendenziell gering sein), sieht sich getäuscht. So ist das DAX-KGV, das auf den Gewinnerwartungen der folgenden 12 Monate beruht, mit aktuell 13,8 deutlich niedriger als zu Jahresbeginn mit 15,7. Auch im Querschnittsvergleich mit anderen Indizes zeigt sich, dass es kaum andere Börsenplätze mit einer ähnlich günstigen Bewertung gibt.



Unterstellt man, dass sich an der günstigen Bewertung zunächst nichts ändern wird, geht aber davon aus, dass die Unternehmensgewinne im nächsten Jahr nicht nur um vier, sondern um zehn Prozent zulegen, lässt sich daraus ein höheres DAX-Ziel zum Jahresende ableiten als wir es zuvor berechnet hatten: statt 16.500 kommen wir nun auf einen „fairen Wert“ von 17.000 Punkten. Wir gehen allerdings davon aus, dass erst nach der Bundestagswahl

und in Abhängigkeit von der Dauer einer Regierungsbildung sowie der neuen Regierungskonstellation der Knoten plätzen könnte und Anleger erst dann bereit sind, die besseren Konjunktur- und Gewinnaussichten mit höheren Kursen zu honorieren.

Auch für den Euro Stoxx 50 bzw. den Stoxx 50 heben wir unsere bisherigen Kursziele an. Die wirtschaftlichen Perspektiven für den Euroraum sind weiterhin robust. Die täglichen Corona-Neuinfektionen sind von gut 93.000 Fällen per Ende Juli auf zuletzt unter 70.000 Fälle gesunken, und auch die Zahl der auf Covid-19 zurückzuführenden Todesfälle ist glücklicherweise vergleichsweise gering geblieben. Für den Euro Stoxx 50 halten wir zum Jahresende eine Marke von 4.500 Punkten für realistisch (bisher 4.350 Punkte), für den Stoxx 50 erhöhen wir unser Jahresendziel von 3.550 auf 3.800 Punkte. Im Unterschied zum DAX sind beide Stoxx-Indizes höher bewertet (Euro Stoxx 50: 17,2, Stoxx 50: 16,3), dafür weisen beide höhere Gewinnerwartungen für das Jahr 2022 auf (Euro Stoxx 50: +8,9 Prozent, Stoxx 50: +6,2 Prozent). Kombiniert man etwas niedrigere Bewertungen mit etwas höheren Gewinnen, ergeben sich die neuen Kursziele. Nebenbei bemerkt, liegen die erwarteten Unternehmensgewinne im Euro Stoxx 50 bzw. Stoxx 50 immer noch rund 30 Prozent unter ihren historischen Höchstwerten aus dem Jahr 2007, während die prognostizierten DAX-Gewinne so hoch sind wie niemals zuvor.



Auch für den S&P 500 haben wir unser bisheriges Kursziel (4.400 Punkte) überarbeitet. Die US-Wirtschaft ist im ersten Halbjahr sehr stark gewachsen, doch sind zuletzt einige dunklere Wolken am Konjunkturhorizont aufgezogen. Der deutliche Anstieg der Corona-Zahlen verunsichert Unternehmen und Verbraucher, die sich über erneute Maskenpflichten, Reisebeschränkungen und Veranstaltungsabsagen sorgen. Der jüngste Arbeitsmarktbericht fiel überraschend schwach aus, die Konsumentenstimmung verschlechterte sich und die Einzelhandelsumsätze legten den Rückwärtsgang ein. Allerdings

ist Schwarzmalerei nicht angebracht. Zwar signalisiert der Wachstumstracker der Atlanta Fed für das dritte Quartal nur noch eine Wachstumsrate von 3,7 Prozent gegenüber dem Vorjahresquartal, sodass das reale Bruttoinlandsprodukt gegenüber dem zweiten Quartal sogar um 0,5 Prozent geschrumpft wäre, doch ist dies aus unserer Sicht wenig wahrscheinlich. In der Vergangenheit war der „Weekly Economic Index“ der New Yorker Fed der meist zuverlässigere Indikator. Im Moment signalisiert dieser eine Wachstumsrate von knapp acht Prozent gegenüber dem Vorjahr und somit auch ein ordentliches Quartalswachstum.

Trotz der aus unserer Sicht weiterhin guten Fundamentaldaten könnte der Aktienmarkt rein saisonal betrachtet zunächst in unruhigeres Fahrwasser geraten, da September und Oktober in der Vergangenheit oftmals schwierige Börsenmonate waren. Dennoch heben wir aus zwei Gründen unsere Indexprognose für den S&P 500 zum Jahresende von bislang 4.400 auf nun 4.800 Punkte an: Zum einen sieht es so aus, als ob auch in den USA der Höhepunkt der Corona-Neuerkrankungen erreicht sein könnte. Zum anderen – und das ist der wichtigere Aspekt – sind auch für den S&P 500 die Gewinnerwartungen zu niedrig. Diese Schlussfolgerung lässt sich ableiten, wenn man die Quartalsgewinnschätzungen genauer unter die Lupe nimmt. So wird für das dritte Quartal gegenüber dem zweiten ein Gewinnrückgang von sieben Prozent unterstellt, was uns unrealistisch erscheint, wenn die Wirtschaft wie erwartet wächst. Ähnlich verhielt es sich mit den Ertragsschätzungen im Vorfeld der Q2-Berichtssaison. So wurde im Juni ein Gewinnrückgang gegenüber dem ersten Quartal von acht Prozent erwartet. Herausgekommen ist stattdessen ein Gewinnanstieg von acht Prozent. Geht man von einer ähnlichen Entwicklung im dritten und im vierten Quartal aus (die derzeitigen Gewinnerwartungen liegen unter denen des zweiten Quartals), müssen die Gewinne für das Gesamtjahr 2021 und 2022 nach oben revidiert werden. Unter der Voraussetzung eines unveränderten Bewertungsmultiplikators errechnet sich dann das neue Kursziel von 4.800 Punkten.

Als Investor ist man wohl dennoch gut beraten, nicht sofort Vollgas zu geben und seine Aktienquote jetzt aufzustoocken. Saisonale Gründe sowie die etwas schlechtere Konjunkturdynamik lassen kurzfristig etwas mehr Volatilität erwarten. Sollte es zu größeren Korrekturen kommen, ist das aber eher eine Chance und weniger ein Risiko. Denn mittelfristig dürften weiterhin die positiven Gewinn- und Wirtschaftsaussichten die Richtung an den Aktienmärkten bestimmen.

## Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	09.09.2021 16:33	02.09.2021 -1 Woche	06.08.2021 -1 Monat	08.06.2021 -3 Monate	08.09.2020 -12 Monate	31.12.2020 YTD
<b>Aktienmärkte</b>						
Dow Jones	35190	-0,7%	-0,1%	1,7%	28,0%	15,0%
S&P 500	4526	-0,2%	2,0%	7,1%	35,8%	20,5%
Nasdaq	15329	0,0%	3,3%	10,1%	41,3%	18,9%
Russell 2000	2262	-1,8%	0,6%	-3,5%	50,3%	14,5%
DAX	15681	-1,0%	-0,5%	0,3%	20,9%	14,3%
MDAX	36160	-0,3%	1,7%	7,0%	32,9%	17,4%
TecDAX	3949	-0,2%	4,2%	16,5%	30,6%	22,9%
EuroStoxx 50	4188	-1,0%	0,3%	2,2%	28,2%	17,9%
Stoxx 50	3583	-1,4%	-0,8%	2,5%	21,7%	15,3%
SMI (Swiss Market Index)	12183	-2,0%	0,1%	4,5%	18,9%	13,8%
FTSE 100	7033	-1,8%	-1,3%	-0,9%	18,6%	8,9%
Nikkei 225	30008	5,1%	7,9%	3,6%	28,9%	9,3%
Brasilien BOVESPA	113572	-2,7%	-7,5%	-12,5%	13,5%	-4,6%
Russland RTS	1729	0,1%	5,9%	4,4%	45,3%	24,6%
Indien BSE 30	58305	0,8%	7,4%	11,5%	52,0%	22,1%
China CSI 300	4970	2,1%	1,0%	-5,0%	5,9%	-4,6%
MSCI Welt (in €)	3147	-0,1%	1,6%	8,2%	33,4%	21,6%
MSCI Emerging Markets (in €)	1314	0,5%	1,6%	-1,6%	20,6%	5,7%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>						
Bund-Future	171,69	-378	-481	146	-524	-595
Bobl-Future	135,60	57	31	69	62	42
Schatz-Future	112,26	-2	-8	23	21	-2
3 Monats Euribor	-0,54	3	3	2	-5	4
3M Euribor Future, Dez 2021	-0,54	0	0	-2	-1	0
3 Monats \$ Libor	0,12	0	-1	-1	-13	-12
Fed Funds Future, Dez 2021	0,08	0	-1	0	5	0
10-jährige US Treasuries	1,33	4	4	-19	65	42
10-jährige Bunds	-0,36	3	14	-13	14	22
10-jährige Staatsanl. Japan	0,04	1	3	-4	0	2
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,30	4	9	-16	17	19
US Treas 10Y Performance	704,40	-0,2%	0,0%	2,5%	-3,4%	-1,6%
Bund 10Y Performance	672,12	-0,6%	-1,3%	1,2%	-1,2%	-1,8%
REX Performance Index	494,88	-0,3%	-0,8%	0,4%	-0,9%	-0,9%
IBOXX AA, €	0,24	5	13	-4	9	22
IBOXX BBB, €	0,60	4	13	-9	-32	4
ML US High Yield	4,60	1	-7	-9	-137	-38
Wandelanleihen Exane 25	8301	0,0%	-0,6%	-0,9%	6,4%	-0,3%
<b>Rohstoffmärkte</b>						
S&P Commodity Spot Index	528,84	-0,7%	1,2%	-0,7%	57,6%	29,2%
MG Base Metal Index	439,68	0,6%	0,0%	1,2%	39,3%	24,0%
Rohöl Brent	72,49	-0,9%	2,6%	0,2%	81,9%	39,7%
Gold	1787,16	-1,4%	1,3%	-5,6%	-7,2%	-5,8%
Silber	23,99	0,5%	-1,4%	-13,2%	-9,4%	-9,1%
Aluminium	2777,35	3,3%	8,1%	13,2%	58,4%	40,7%
Kupfer	9226,50	-1,5%	-2,3%	-7,2%	37,8%	19,1%
Eisenerz	135,56	-3,5%	-21,2%	-34,8%	5,9%	-13,0%
Frachtraten Baltic Dry Index	3618	-9,6%	7,3%	49,5%	172,4%	164,9%
<b>Devisenmärkte</b>						
EUR/ USD	1,1806	-0,3%	0,0%	-3,1%	0,2%	-3,8%
EUR/ GBP	0,8527	-0,6%	0,5%	-1,0%	-5,8%	-4,7%
EUR/ JPY	129,67	-0,5%	0,0%	-2,7%	3,6%	2,5%
EUR/ CHF	1,0851	0,0%	1,2%	-0,6%	0,3%	0,5%
USD/ CNY	6,4533	-0,1%	-0,5%	0,8%	-5,8%	-1,2%
USD/ JPY	110,25	0,3%	0,0%	0,7%	4,0%	6,8%
USD/ GBP	0,7225	-0,1%	0,2%	2,2%	-5,9%	-1,2%

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.