

Kapitalmarktbericht USA

Nr. 1 Neues Jahr, neue Konjunkturoffnungen!



8. Januar 2021

Konjunktur und Geldpolitik: Mit dem Erringen der beiden Senatssitze in Georgia durch Kandidaten der demokratischen Partei ist der Weg für den designierten US-Präsidenten Joe Biden frei, die Konjunktur bald durch umfassendere Hilfspakete anzufeuern. Eine spürbare Wirtschaftserholung wird vermutlich aber erst dann einsetzen, wenn das bislang sehr hohe Infektionsgeschehen nach Beginn der wärmeren Jahreszeit und durch Impfungen abnimmt. Manche Beobachter befürchten sogar eine Überstimulierung der Wirtschaft, was die Inflationsraten anheizen dürfte. Dennoch ist nicht mit einer Änderung der Geldpolitik zu rechnen. Die Notenbank hat sich für 2021 früh festgelegt, so dass das Leitzinszielband in der Spanne von 0,00 % bis 0,25 % verbleiben wird.

Rentenmarkt: Zum Jahresschluss 2020 stiegen die Renditen von US-Staatsanleihen mit längeren Laufzeiten etwas an, und in den ersten Tagen des Jahres 2021 setzte sich diese Bewegung eindrucksvoll fort. Wir rechnen mit einem Anhalten des Trendes in den kommenden Monaten, wobei Anleihen mit kürzeren Laufzeiten im Zinstief verharren dürften. Insgesamt wird sich die Zinsstrukturkurve somit versteilern.

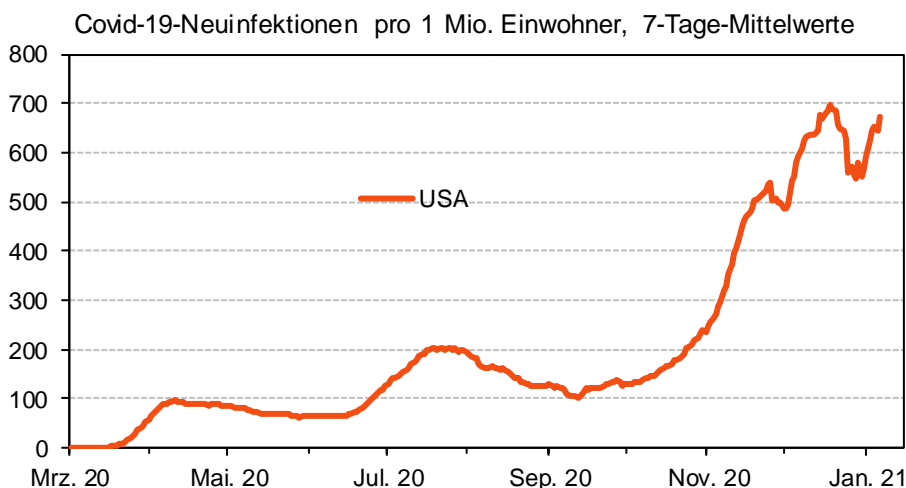
Aktienmarkt: Die Marktteilnehmer nahmen die erwartete Erholung der Wirtschaft bereits im vergangenen Jahr vorweg und sorgten mit ihren Käufen für ein im historischen Vergleich sehr hohes aktuelles Bewertungsniveau des Marktes. Die Gefahr von Rückschlägen hat deshalb zugenommen, auch wenn die Anlage in Aktien vor dem Hintergrund der Niedrigzinspolitik grundsätzlich attraktiv bleibt. In einzelnen Marktsegmenten wie der Internet- und der Umwelttechnologie sind jedoch Überhitzungserscheinungen zu beobachten, die nicht nur an den „Neuen Markt“ um das Jahr 2000 erinnern, sondern darüber hinausgehen.

- Dr. Torsten Gruber
- Dr. Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

Konjunktur und Geldpolitik

Politisch und ökonomisch wandeln die USA derzeit zwischen den Extremen. In Washington verschärft Präsident Donald Trump auf den letzten Metern seiner Amtszeit nochmals den Wirtschaftskrieg mit China, indem er den Zugang chinesischer Unternehmen zu Investoren in den USA erschweren möchte. Auf der anderen Seite wäre es denkbar, dass der in zwei Wochen vereidigte neue Präsident Joe Biden wieder alle Schritte rückgängig machen könnte. Und der Aussicht auf neue umfangreichere Maßnahmen der jungen Regierung zur Stimulierung der Wirtschaft steht die ungebrochene dritte Pandemie-Welle in den USA gegenüber. Sie ging über die Weihnachtsfeiertage mutmaßlich nur durch Meldeverzögerungen und weniger Tests vorübergehend etwas zurück, wie dies schon wenige Wochen vorher anlässlich des Erntedankfestes zu beobachten war (siehe Grafik unten). Mit knapp 700 positiven Tests pro 1 Mio. Einwohner im Durchschnitt der letzten sieben Tage erreichen die USA dabei weiterhin ein Spitzenniveau, welches unter den größeren Industriestaaten derzeit nur von Großbritannien übertroffen wird. Und dabei gehört es gemäß persönlichen Erfahrungsberichten fast zu einem Glücksfall, wenn möglicherweise Infizierte Zugang zu einer Testmöglichkeit erhalten. Die Dunkelziffer dürfte demnach wesentlich höher liegen.

Trumps Dekrete und Corona-Pandemie verunsichern weiterhin die Wirtschaft.



Quelle: Johns Hopkins University, eigene Berechnung und Darstellung

Immerhin sind in den USA bereits 5,3 Mio. Menschen mit einer ersten Dosis geimpft worden und es wurden weitere 12 Mio. Dosen an Impfböden ausgeliefert. Man liegt damit zwar deutlich hinter den ursprünglichen Planungen zurück, doch in Relation zur Bevölkerung wurde in den USA bereits drei Mal so häufig geimpft wie in Deutschland.

Die USA impfen wesentlich schneller als Deutschland.

Eine wichtige politische beziehungsweise wirtschaftspolitische Weichenstellung erfolgte in dieser Woche mit dem Ausgang der Nachwahlen für die zwei Sitze Georgias zum US-Senat, die von den Kandidaten der Demokraten gewonnen wurden. Damit herrscht in der zweiten Kammer des US-Parlaments eine Patt-Situation mit 50 Sitzen für die Republikaner und 50 Sitzen für die Demokraten, welche jedoch durch die designierte Vorsitzende des Senats, Vizepräsidentin Kamala Harris, zu Gunsten der Demokraten entschieden werden kann. Mit einem demokratischen Präsidenten sowie demokratischen Mehrheiten in beiden

Georgia ermöglicht „demokratischen Durchmarsch“.

Kammern des Parlaments besteht zumindest theoretisch die Möglichkeit, auch solche Gesetzesvorhaben abschließen zu können, die andernfalls am Widerstand der republikanischen Partei gescheitert wären.

In Betracht kommen beispielsweise neue und umfassendere Konjunkturpakete. Noch im Dezember scheiterten sogar die von Donald Trump bevorzugten sehr großzügigen Hilfszahlungen für Langzeitarbeitslose am Widerstand einiger republikanischer Abgeordnete, während der designierte Präsident Biden im Vorfeld der Wahl in Georgia die Auszahlung von 2.000 US-Dollar pro Kopf anstelle der ursprünglich vorgesehenen 600 US-Dollar versprach. Zu den weiteren Gesetzesvorhaben mit umfassenden Auswirkungen gehören verschärfte Umweltvorschriften für Förderer und Verbraucher fossiler Energieträger, die Förderung erneuerbarer Energien und der Atomkraft sowie die stärkere Besteuerung und Regulierung der großen Technologiekonzerne mit marktbeherrschender Stellung.

Sowohl die Durchführung der unter dem Stichwort „Green New Deal“ zusammengefassten Vorhaben wie auch der weitergehende Umbau wichtiger Eckpfeiler der Wirtschaft wie beispielsweise die Einführung der „Modern Monetary Policy“ (siehe hierzu unseren Sonderbericht „Neue geldpolitische Ansätze“ von Juni 2019) dürften jedoch von den knappen Mehrheitsverhältnissen im Kongress beeinträchtigt werden. Letztendlich würde es ausreichen, wenn ein einzelner demokratischer Senator von der Parteilinie abweicht, um diese Projekt zu torpedieren. Hinzu kommt, dass sich die Abgeordneten in den USA sehr stark den Wählern in ihrer Heimat verpflichtet fühlen und im Gegensatz zur Praxis in Deutschland kein Fraktionszwang herrscht. Gesetzesvorhaben der Regierung werden vom US-Kongress nicht einfach nur durchgewunken.

Auch wenn Vieles damit noch im Dunkeln liegt, geht der Trend jedoch eindeutig in Richtung vermehrter Staatsausgaben für Corona-Hilfen und Soziales. Die neue Regierung unter Joe Biden hält sich damit weitgehend an Empfehlungen des bekannten britischen Ökonoms John Maynard Keynes, der angesichts der Weltwirtschaftskrise der 1930er Jahre umfassende staatliche Maßnahmen in vergleichbaren Situationen empfahl. Keynes, dessen Tod sich 2021 zum 75. Mal jährt, hätte vermutlich seine Freude an den Regierungshilfen zur Bekämpfung der wirtschaftlichen Folgen der Pandemie. Woran der Brite jedoch nicht dachte, war die Möglichkeit von zu starken Maßnahmen der Wirtschaft durch seine Jünger. Verschiedene Volkswirte befürchteten in den letzten Tagen bereits eine Überstimulierung der Wirtschaft in den kommenden Monaten.

Angesichts verschiedener Lockdown-Maßnahmen auf Ebene der Bundesstaaten in den letzten Wochen und der Weihnachtsfeiertage sowie des Jahreswechsels sind die in diesen Tagen veröffentlichten Konjunkturindikatoren mit noch mehr Vorsicht zu interpretieren als sonst. Beispielsweise verbesserte sich der ISM-Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe von 57,5 Punkten im November auf 60,7 Punkte für Dezember. Aber unabhängig von dieser jüngsten Bewegung handelte es sich schon vorab um ein deutlich gehobenes Niveau. In der Vergangenheit waren ähnlich hohe Werte Vorboten einer kräftigen Erholung (siehe Grafik nächste Seite).

Demokraten dürften wirtschaftspolitischen Kurs ändern,...

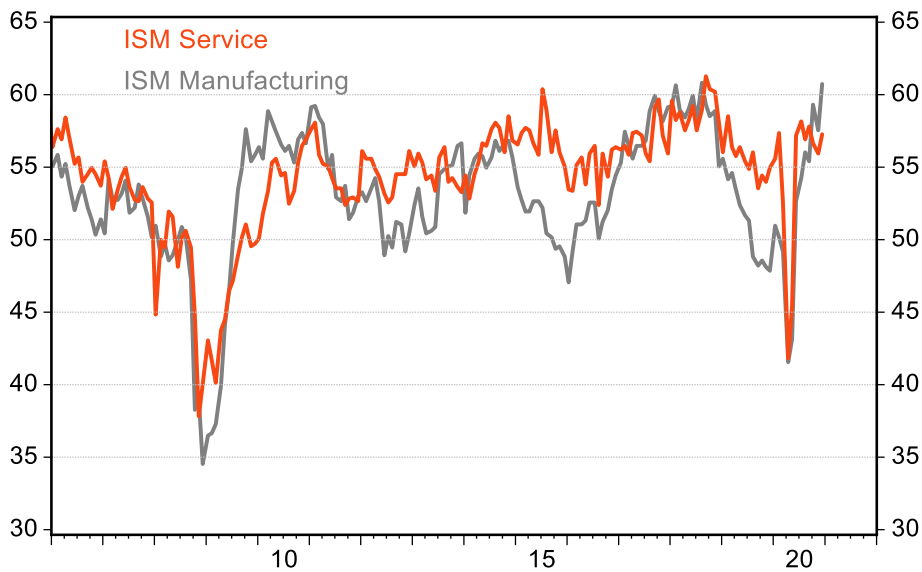
...aber keine Mehrheiten für umfassende Neuerungen finden.

Joe Biden wird Keynesianismus betreiben,...

...doch Risiko der Überstimulierung steigt.

Stimmungsindikatoren sehr positiv.

USA: Stimmung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungsbereich



Quelle: Institute for Supply Management/Haver Analytics

Weniger positiv sieht es dagegen auf dem US-Arbeitsmarkt aus. Der bereits veröffentlichte ADP-Report für Dezember deutet auf ein vorläufiges Ende des Jobaufbaus hin, was durch die zunehmenden Corona-Restriktionen ausgelöst worden sein könnte. Nähere Einsichten wird der heute Nachmittag zur Bekanntgabe anstehende offizielle Arbeitsmarktreport ermöglichen. Volkswirte rechnen mit einem leichten Anstieg der Arbeitslosenquote von 6,7 % auf 6,8 %. Durch die nun möglich gewordenen umfassenden Regierungshilfen dürften die Konsumenten ihre Funktion zur Stützung der Konjunktur allerdings trotzdem erfüllen können.

Neue Pandemie-Welle beeinträchtigt Jobaufbau.

Sollte sich mit Einzug der wärmeren Jahreszeit und den Impfungen das Infektionsgeschehen im Frühjahr etwas legen, dann ist sogar mit vermehrten Konsumausgaben zu rechnen. Einerseits haben vielen Menschen nach der Durststrecke der letzten Monate Nachholbedarf. Zum anderen führt die durch „Stay at home“-Orders erzwungene Askese mancher Verbraucher zu einer Art Zwangssparen. Die volkswirtschaftliche Sparquote ist vorläufigen Berechnungen zufolge jedenfalls von sonst üblichen Werten zwischen 7 % und 8 % auf zuletzt rund 15 % angestiegen, so dass die Kaufkraft für Konsumausgaben nach der Corona-Krise vorhanden sein sollte. Nicht zu vergessen ist, dass manche Arbeitslose in den USA angesichts üppiger Hilfen aktuell finanziell besser gestellt sind als zu Zeiten mit beruflicher Tätigkeit.

Konsumausgaben dürften 2021 deutlich anziehen.

Sofern sich die Pandemie in den nächsten Monaten nicht noch ausweitet, etwa aufgrund eines gefährlicheren, mutierten Virusstammes, dann dürfte die US-Wirtschaft 2021 eine spürbare Erholung erleben, die zudem von der sehr akkommodierenden Geldpolitik und einer vermutlich ausgesprochen großzügigen Fiskalpolitik angefeuert wird. Wesentliche Treiber dürften der Staatskonsum und der private Konsum sein, wohingegen die Investitionstätigkeit aufgrund der hohen Verschuldung der Unternehmen dieser Entwicklung wahrscheinlich hinterherhinken dürfte. Und auch wenn noch viel Nebel die neue politische Wetterlage in der Hauptstadt Washington verhüllt, zeichnet sich bereits jetzt sehr deutlich ein entschlossenes Handeln der

designierten Regierung ab, nachdem die Demokraten auch im US-Senat eine Stimmenmehrheit errungen haben.

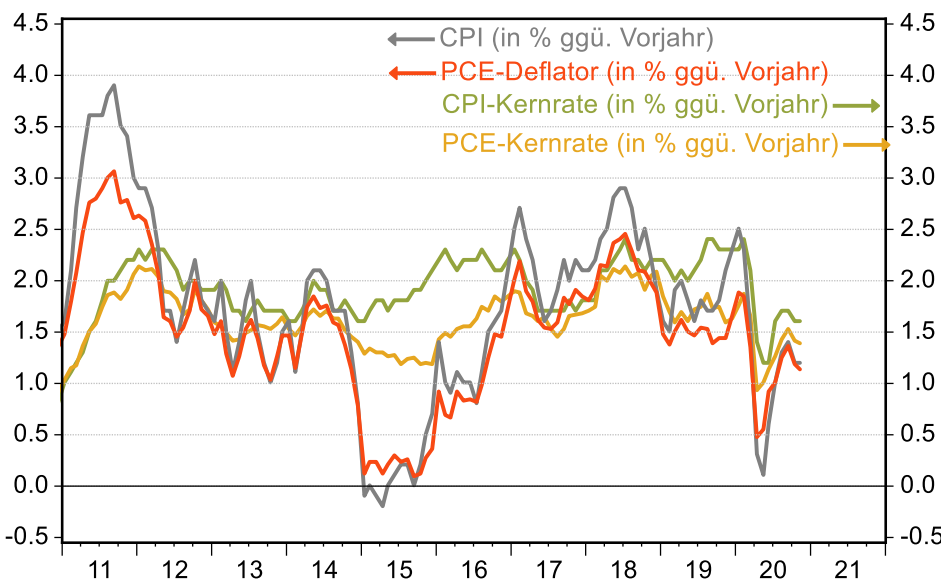
Für Notenbankchef Jerome Powell ist der Ausgang der Nachwahl zum US-Senat in Georgia durchaus erfreulich. Die nun möglichen Konjunkturpakete dürften die Wirtschaft stärker als bislang zu erwarten war stützen. Eine weitere Lockerung der Geldpolitik wird deshalb voraussichtlich nicht nötig sein, und die Mitglieder des Offenmarktausschusses können sich entspannt zurücklehnen und die Entwicklung abwarten. Mehr war ohnehin nicht zu erwarten, da die Fed bereits im letzten Jahr ankündigte, das Zielband für den Geldmarktsatz unverändert bei 0,00 % bis 0,25 % belassen zu wollen. Jegliche Abweichung hiervon in Form einer Zinsabsenkung oder Zinserhöhung würde ihre Glaubwürdigkeit untergraben.

Die Fed wird ihren Kurs 2021 beibehalten,...

Ein mögliches Störfaktor für die Geldpolitik könnte die Entwicklung der Inflationsraten werden, die sich je nach Berechnungsmethode zuletzt zwischen 1,1 % und 1,6 % bewegten (siehe Grafik unten). Allein schon aufgrund des statistischen Basiseffektes ist ein Anstieg in den kommenden Monaten wahrscheinlich, wenn das aktuelle Preisniveau mit dem Tiefstand zum ersten Höhepunkt der Corona-Pandemie im Frühjahr 2020 verglichen wird. So liegt beispielsweise die Notierung für ein Fass amerikanisches Leichtöl der Sorte WTI mit rund 50 US-Dollar derzeit etwa 150 % oberhalb des Wertes von Mitte März bis Anfang Mai, und hierbei sind die Ausreißer von April, als der Terminmarkt kurzfristig auf minus 40 US-Dollar stürzte, noch nicht einmal berücksichtigt. Sollte der Ölpreis weiterhin auf seinem gegenwärtigen Niveau bleiben, dann ist alleine hierdurch ein inflationssteigernder Effekt ab März vorprogrammiert.

...auch wenn die Inflation ansteigen dürfte,...

USA: Inflationsmaße



Quelle: BEA, BLS/Haver

Unsere prononcierte Inflationsprognose in Höhe von 2,7 % für das Gesamtjahr berücksichtigt darüber hinaus die vermuteten Effekte der (Über-)Stimulierung der US-Konjunktur durch die Fiskal- und Geldpolitik im Zuge einer ohnehin einsetzenden Konjunkturerholung nach Abflachung der Infektionstätigkeit. Wie oben ausgeführt ist vor allem im Bereich der Freizeit- und Tourismusaktivitäten mit

...was Überstimulierung der Wirtschaft geschuldet sein könnte.

einer vermehrten Nachfrage zu rechnen, der zumindest punktuell auf der Angebotsseite Knappheiten gegenüberstehen dürften.

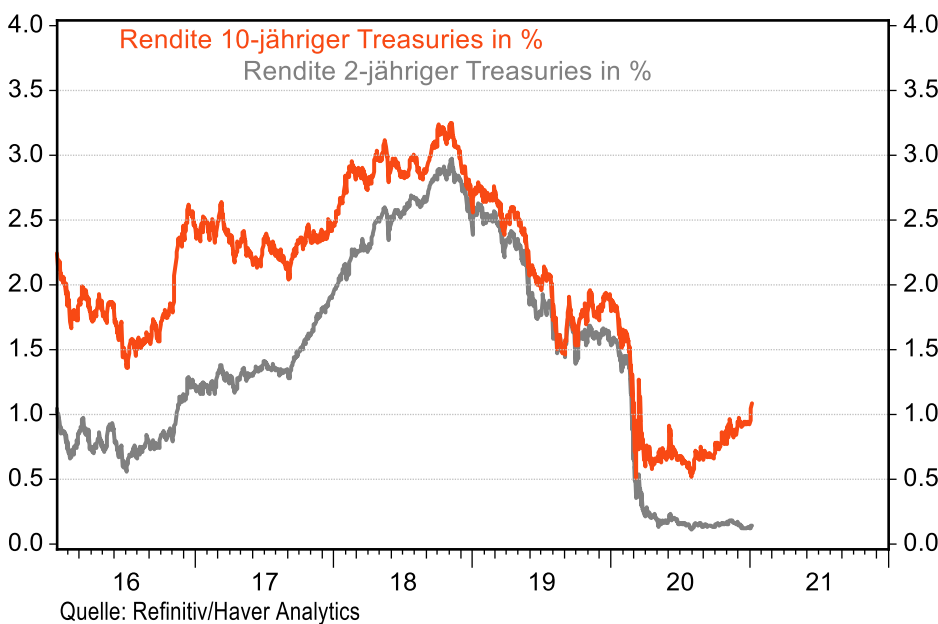
Je nach Stärke des Inflationsschubes in den kommenden Monaten dürften am Markt Diskussionen darüber einsetzen, ob die Fed nicht doch bald zu einer restriktiveren Geldpolitik übergehen könnte. Jerome Powell hat sich aber sowohl hinsichtlich des Leitzinszielbandes wie auch in puncto Anleihekäufe mittelfristig festgelegt, so dass er eine Änderung mit einem massiven Gesichts- und Vertrauensverlust erkaufen müsste, der den zukünftigen Spielraum der Fed einschränken würde. Vermutlich bleibt es deshalb bei Diskussionen, so dass aus geldpolitischer Sicht ein ruhiges Jahr bevorsteht.

Rentenmarkt

Die als internationaler Vergleichsmaßstab geltende Rendite von Treasuries mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren tendierte im November und Dezember leicht nach oben, beziehungsweise auf jenen Stand zurück, der vorübergehend am 9. November im Zuge der Nachricht über den Impfstoffeulerfolg von Biontech und Pfizer erreicht wurde. Zum Jahresschluss betrug die Rendite 0,93 %, und zuletzt sprang sie vor dem Hintergrund der oben bereits erläuterten Nachwahlen in Georgia sogar auf 1,08%. Dagegen hielten die 5-jährige Treasuries ihren Renditeanstieg von Anfang November auf 0,46 % zum Jahresabschluss nicht und tendierten leicht südwärts auf 0,37 % Ende Dezember. Hierbei spielte vor allem die Einsicht eine wichtige Rolle, dass die Impfstoffeuphorie alleine die Pandemie noch nicht beenden würde, und dass viele Regionen in den USA mit der dritten Corona-Welle zu kämpfen hatten. Papiere mit noch kürzerer Restlaufzeit befinden sich dabei unverändert unter dem starken Einfluss der rekordniedrigen Leitzinsen, so dass sich die Zinsstruktur durch den Anstieg am „langen Ende“ etwas „versteilerte“.

10-jährige Papiere rentieren etwas höher.

US-Anleihenmarkt



Im Jahr 2021 wird sich diese Versteilerung wahrscheinlich fortsetzen, wobei das allgemeine Niedrigzinsumfeld weiterhin erhalten bleiben dürfte. Für diese Sichtweise spricht einerseits die Forward Guidance der Notenbank, nach der das Leitzinszielband auf absehbare Zeit auf dem gegenwärtigen Stand von 0,00 % bis 0,25 % bleiben wird. Zweitens dürfte die Fed ähnlich wie die EZB ein Interesse daran haben, die günstigen Finanzierungsbedingungen für Unternehmen zu erhalten, um so einen Beitrag zur Konjunkturerholung zu leisten – und insbesondere im Fall der Fed einen Beitrag zum Abbau der Arbeitslosigkeit. Auf einen zu starken Anstieg des allgemeinen Zinsumfelds könnte der Offenmarktausschuss deshalb mit einer Ausweitung der Anleihekäufe reagieren. Denkbar sind auch Umschichtungen im Kaufprogramm, beispielsweise geringere Erwerbungen von hypothekenbesicherten Wertpapieren zugunsten von höheren Käufen von Staatsanleihen.

Niedrigzinsumfeld dürfte sich 2021 fortsetzen,...

Auf der anderen Seite gibt es für eine Fortsetzung der leichten Aufwärtstendenz der Rendite von Papieren mit längeren Laufzeiten gleich mehrere Argumente. Erstens steht die neue US-Regierung von Joe Biden wie oben ausgeführt nicht im Verdacht, ihre Amtszeit mit einer knausrigen Haushaltskonsolidierung beginnen zu wollen. Wahrscheinlich ist auch angesichts der negativen Effekte der Corona-Krise eher eine Reihe von neuen Ausgaben, welche aus Mangel an entsprechenden Steuereinnahmen durch neue Schulden gedeckt werden müssen. Die vermutlich erhöhte Neuemission von Staatstiteln hat das Potenzial, die Renditen lehrbuchmäßig etwas anzuheben.

...doch am langen Ende ist mit weiteren Zinsanstiegen zu rechnen,...

Zweitens spricht auch die im vorangegangenen Kapitel thematisierte Inflationsentwicklung für leicht höhere Renditen. Wenn die Geldentwertung wie von uns erwartet im Jahresverlauf etwas zunimmt, dann ist zu erwarten, dass die Anleger hierfür einen Ausgleich in Form einer höheren Rendite einfordern. Eine zu niedrige Rendite würde demnach so lange Verkäufe von Staatspapieren auslösen, bis sich über den hierdurch entstehenden Kursdruck automatisch ein Renditeanstieg ergibt. Selbstverständlich steht dieser mechanistischen Erwartung der Umstand entgegen, dass viele institutionelle Anleger, die aufgrund der Bedingungen der „Financial Repression“ gezwungen sind, Staatspapiere zu halten, nicht so einfach verkaufen können. Und in frei-disponiblen Depots ist der Anteil von Treasuries dagegen vermutlich ohnehin schon niedrig. Insofern dürften sich die von John Maynard Keynes als „Animal Spirits“ bezeichneten Lebensgeister des Marktes vermutlich nur gedämpft zeigen.

...nicht zuletzt aufgrund höherer Inflationsraten.

Die Erwartung einer Normalisierung des wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Lebens in den USA sowie von höheren Staatsausgaben unter dem neuen Präsidenten Biden sorgten in den vergangenen Wochen für einen leichten Renditeanstieg im Bereich der längeren Restlaufzeiten. Wir rechnen auch angesichts unserer Erwartung höherer Inflationsraten mit einer Fortsetzung des Renditeanstiegs beziehungsweise mit einer Versteilerung der Zinskurve. Für Inhaber von Anleihen würden sich demnach Kursverluste ergeben. Die umgekehrte Entwicklung eines nachgebenden Renditeniveaus wäre dagegen im Nebenszenario von stark steigenden Neuinfektionen mit dem ansteckenderen britischen Virusstamm oder einer anderen gefährlichen Variante denkbar. In diesem Fall könnte die Konjunkturerholung auf sich warten lassen, was wiederum die Notenbank zur Ausweitung der Anleihekäufe bewegen könnte.

Aktienmarkt

Die von manchen Beobachtern erwartete Jahresendrallye 2020 fiel für den breiten Aktienmarkt eher verhalten aus. Nach den üppigen Kursgewinnen rund um den 9. November, als Biontech und Pfizer positive Phase-III-Resultate für ihren Corona-Impfstoff veröffentlichten, legten die Standardwerte nur wenig zu. So stieg der Dow Jones von Mitte November bis Ende Dezember um lediglich 2,2 %, und der S&P 500 gewann um 3,6 % hinzu. Dies sind vergleichsweise geringe Bewegungen, wenn berücksichtigt wird, dass beide Indizes ausgehend von ihren Corona-bedingten tiefsten Tagesschlussständen am 20. März um 59,6 % beziehungsweise um 63,0 % zulegten. Unabhängig von dieser heftigen Tal- und Bergfahrt verlief das Gesamtjahr 2020 für Aktienanleger übrigens durchaus positiv mit einem Anstieg des Dow Jones um per Saldo 7,2 % und des S&P 500 um 16,3 %. Und in diesen Zahlen sind – wie in den USA üblich – die Dividenden noch nicht einmal berücksichtigt.

2020 war ein gutes Aktienjahr,...

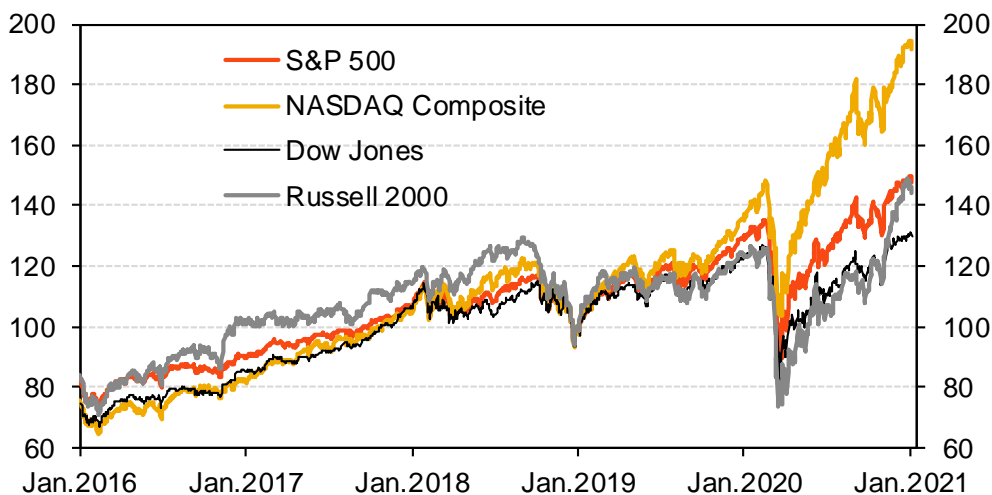
Deutlichere Ansätze zu einer Jahresendrallye waren dagegen in diversen Teilbereichen des Marktes zu beobachten. So stiegen die im Russell 2000-Index zusammengefassten Aktien kleiner und mittelgroßer Unternehmen von Mitte November bis Ende Dezember um 5,1 % an (siehe Grafik unten). Hier entlud sich offenbar ein größerer Nachholbedarf der Anleger, der sich mit der Tätigkeit vieler dieser Betriebe im althergebrachten stationären Dienstleistungsbereich erklären lässt. Jene Branchen dürften von einer Normalisierung des wirtschaftlichen Lebens nach Massenimpfungen vermutlich besonders profitieren. Dementsprechend ist es auch wenig überraschend, dass der Zuwachs des Russell 2000 seit dem Krisentief im März 2020 mit 69,7 % höher ausfällt als bei den Indizes der großen Unternehmen. Als Achtungserfolg zu werten ist allerdings der Umstand, dass die überdurchschnittliche Entwicklung des Nebenwerteindex auch für das Gesamtjahr (+18,8 %) gilt.

...in dem sich Nebenwerte besser entwickelten,...

Der Spitzenplatz auf dem Siegertreppchen des Jahres 2020 gehört dagegen einmal mehr den Technologiewerten. Der NASDAQ-Composite-Index verzeichnete von Mitte November bis Ende Dezember mit 8,1 % den größten Anstieg, ebenso wie seit dem Krisentief (+87,3 %) und per Saldo im Gesamtjahr (+43,6 %).

...und die NASDAQ an der Spitze stand.

US-Aktienindizes (umbasiert 01.01.2019=100)



Quelle: Haver Analytics, eigene Darstellung

Wie die obige Grafik verdeutlicht, entwickelten sich die Technologieaktien bereits 2019 überdurchschnittlich und auch in der Zeit davor etwas besser als die anderen Aktienindizes. Dabei ist es grundsätzlich nicht zu beanstanden, wenn sich der Erfolg schnell wachsender Firmen aus jungen Branchen in einer überproportionalen Aktienkursentwicklung widerspiegelt. Der zuletzt recht steile Anstieg des NASDAQ-Index wirft jedoch unweigerlich die Frage auf, inwieweit in diesem Segment Übertreibungen stattfinden, die zukünftig möglicherweise in einem Crash enden. Dies könnte unter unglücklichen Umständen die Kurse der Standardwerte bis hin zu volkswirtschaftlichen Größen belasten, beispielsweise die Anschaffungsneigung der Konsumenten. Sowohl hinsichtlich der Entwicklung des Index wie auch einzelner Aktienkurse stechen die Parallelen zum legendären Neuen Markt vor 21 Jahren jedenfalls ins Auge. Gerade in den letzten Monaten wiesen manche Papiere teilweise deutlich zweistellige prozentuale Zuwachsraten pro Tag (!) auf. Dies gilt nicht zuletzt auch für Unternehmen aus dem Bereich der umweltschonenden Technologien wie der Photovoltaik und der Nutzbarmachung von Wasserstoff über die Hersteller von Elektrofahrzeugen bis hin zur Speicherung von Kohlenstoffdioxid. Der US-Aktienmarkt bildet damit eine internationale Entwicklung ab, zumal in den New Yorker Indizes auch viele Unternehmen mit Hauptsitz außerhalb der USA berücksichtigt sind.

Kursanstiege wie am „Neuen Markt“.

Hinsichtlich der oben aufgeworfenen Frage ist die stark divergierende Sichtweise der Beobachter in den Banken, in den Analysehäusern und den Medien auffällig. Auf der einen Seite werden die warnenden Rufe der Skeptiker immer lauter. Mit einem Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV) von rund 25 ist der Dow Jones nicht nur absolut betrachtet, sondern auch im Vergleich zu seiner eigenen Historie ausgesprochen teuer bewertet. In den vergangenen 25 Jahren erreichte die Maßzahl durchschnittlich einen Wert von rund 17. Werden dagegen nur die letzten zehn Jahre betrachtet, dann fällt das KGV mit 16,5 kaum geringer aus. Im Fall des S&P 500 ist die Abweichung zwischen aktuellem Stand (rund 30) und dem Durchschnitt der letzten zehn Jahre (etwa 18,5) sogar noch stärker. Und der NASDAQ-Composite liegt mit einem KGV von etwa 67 sogar erheblich über diesen Werten und über seinem Zehn-Jahres-Durchschnitt (32).

Aktien sind hoch bewertet,...

Die Kritik an der hohen Bewertung der Aktien ist zwar grundsätzlich berechtigt. Es fällt jedoch auf, wie vehement sich manche Skeptiker auf jenes Argument versteifen und keine dynamische Betrachtung zulassen. Angesichts der Corona-bedingten Rezession ist es kein Wunder, wenn die Gewinne aktuell etwas gedrückt und die KGVs spiegelbildlich etwas höher ausfallen. An der Börse wird allerdings stets die Zukunft gehandelt, und mit der erhofften wirtschaftlichen Normalisierung 2021 dürften vermutlich steigende Profite auch wieder für etwas niedrigere KGVs sorgen. Dies ist beispielsweise im Fall der kleinen und mittelgroßen im Russell 2000-Index enthaltenen Unternehmen zu erwarten, der zumindest rechnerisch aktuell auf ein KGV von 9.500 (!) kommt. Zweitens muss selbst das KGV eines durchschnittlichen NASDAQ-Wertes von 67 nicht als besonders hoch betrachtet werden. Wenn das betroffene Unternehmen den Gewinn beispielsweise um 30 % pro Jahr steigert – im Technologiebereich ist dies nicht selten der Fall – dann ergibt sich nach nur sieben Jahren bei unverändertem Kurs bereits ein Rückgang des KGV auf den vergleichsweise niedrigen Wert von 11.

...doch simple Kennzahlen verdecken Wachstumsperspektiven...

Auf der Seite der positiv gestimmten Marktbeobachter wird üblicherweise eine ganze Reihe von Argumenten ins Feld geführt, warum es sich am Aktienmarkt aktuell nicht um eine Übertreibung handeln würde: Die heutigen Technologieunternehmen verfügen im Gegensatz zur ihren Vorgängern vom Neuen Markt und

...und Unterschiede zum „Neuen Markt“.

in anderen entsprechenden Segmenten der damaligen Zeit unbestreitbar über funktionierende Geschäftsmodelle. Sie erwirtschaften nicht nur Gewinne, sondern verdrängen mit ihren disruptiven Geschäftsmodellen althergebrachte Betriebe, deren Umsätze sie mittel- bis langfristig übernehmen. Die aktuelle Corona-Krise beschleunigt diese Prozesse, beispielsweise im Bereich Digitalisierung. Daneben führt der staatlich verordnete Umbau zu einer CO₂-freien Wirtschaft zu einer großen Nachfrage nach alternativen Energien und Antriebskonzepten, so dass sich hohe Wachstumschancen für jene Unternehmen ergeben. Dies gilt nicht zuletzt aufgrund des neuen politischen Windes, der mit der Amtsübergabe im Weißen Haus in ein paar Tagen wehen dürfte. Im Vergleich zu Staatsanleihen sind Aktien übrigens nicht teuer bewertet. Das (Renten-)KGV von 10-jährigeren Treasuries beträgt aktuell knapp 93 und liegt damit weit über dem (Aktien-)KGV der NASDAQ-Papiere, wobei noch berücksichtigt werden muss, dass die Gewinne im erstgenannten Fall bei einem Erwerb bis zur Endfälligkeit festgeschrieben sind, im zweitgenannten aber weiter steigen können. Weiterhin lockt bei Aktien eine attraktive Dividendenrendite im Gegensatz zu niedrigen Renditen im Fall von US-Anleihen. Und darüber hinaus überzeugen die positiv gestimmten Marktbeobachter ihrer Leser mit einem weiteren wichtigen Argument: Die geradezu historisch anmutende Geldschwemme der Notenbanken und die Niedrigzinsen enteignen die Inhaber von Nominalforderungen wie Staatsanleihen, weshalb den Anlegern letztendlich nur die Flucht in Sachwerte und in Aktien bleibt. Wie bereits vor der Coronakrise würde demnach das TINA-Motto gelten („There is no alternative“).

*Aktien scheinen eine
alternativlose Anlage
zu sein,...*

Auch wenn die Pro-Argumente ebenfalls grundsätzlich stimmig sind, überzeugt die damit verbundene Sichtweise nicht in vollem Umfang. Der Vergleich mit dem Rentenmarkt (KGV, Renditen) ist trügerisch. Er gehört zum typischen Repertoire der althergebrachten Aktienmarktanalyse und ermöglichte in den vergangenen Jahrzehnten Aussagen über das allgemeine Bewertungsniveau. Heute besteht das Problem allerdings darin, dass die Anleiherenditen durch die ultralockere Geldpolitik ein vollkommen verzerrtes Vergleichsmaß darstellen. Außerdem kaufen viele Notenbanken weiterhin Anleihen, aber nur in seltenen Fällen Aktien. Die Transmission zwischen beiden Märkten ist damit ein Stück weit beeinträchtigt.

*...doch manche
Argumente sind zu
hinterfragen,...*

Zweitens gilt, dass es trotz guter und langfristig für Aktien sprechender Argumente immer wieder ausgeprägte Rückschläge geben kann, zum Beispiel nach einer Überspekulation. Dies musste übrigens auch John Maynard Keynes erfahren, der nach dem Ersten Weltkrieg unter dem Einsatz von Termingeschäften auf einen Verfall der deutschen Papiermark setzte. Wie die Hyperinflation 1923 zeigte, behielt der Ökonom letztendlich Recht. Doch eine mehrmonatige Erholungsphase der Mark nach wichtigen Finanzreformen im Jahr 1920 brachte Keynes, der mit geliehenem Geld spekulierte, einen beträchtlichen Verlust ein und veranlasste ihn zu der Aussage, „Der Markt kann sich länger irrational verhalten, als man selbst zahlungsfähig bleibt“.

*...und die Märkte sind
nicht immer rational.*

Drittens verdeckt der Blick auf den Gesamtmarkt die Entwicklung in einzelnen Segmenten. Wie bereits beschrieben, vollzogen insbesondere Werte aus den Bereichen der Internet- und Umwelttechnologien in den letzten Wochen teilweise exorbitante Kurssteigerungen, die sich nicht einmal bei wohlwollenden Zukunftsprognosen für Umsatz und Gewinn als vertretbar rechtfertigen lassen. Für die irrational erscheinenden Kursexplosionen können bislang zwei wichtige Treiber ausgemacht werden. Einerseits zwingt der vermehrte Wunsch, in „grüne“ Aktien zu investieren, manche Fondsmanager dazu, diese Papiere ohne Berücksichtigung der Fundamentalkennzahlen zu kaufen. Hier wiederholt sich die Geschichte der

*Übertreibungen im
Bereich der „grünen“
Aktien.*

großen Neue Medien-Fonds Ende der 1990er Jahre. Wann diese Welle bricht, lässt sich aber kaum abschätzen, zumal das Verkaufsargument, wonach „grüne“ Anlagen besser rentieren würden, aktuell zu einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung wird.

Daneben sorgen neue, internetbasierte Billig-Broker vor allem in den USA für eine zweite wichtige Zutat spekulativer Übertreibungen, nämlich eine große Masse an zumeist jungen, unerfahrenen, aber gierigen Kleinanlegern. Der stark wachsende Prototyp dieser Anbieter, Robinhood aus Kalifornien, bedient derzeit rund zehn Mio. Kunden mit einer an Computerspiele angelehnten App. Sie ermöglicht den Handel von Aktien-Bruchteilen, womit Taschengeldebeträge investiert werden können, aber auch von hochgehebelten Papieren ohne die eigentlich nötigen Vorkenntnisse. Von diesem Angebot scheinen vor allem Neuanleger angezogen zu werden, die aufgrund der Corona-Restriktionen ihren üblichen Freizeitbeschäftigungen oder ihrer regulären Arbeit nicht nachgehen können. Sie scheinen sich, angespornt durch entsprechende Tippgeber, vor allem für volatile Werte aus den genannten Branchen zu interessieren, in denen schnelle Spekulationsgewinne möglich sind.

Nachdem der Technologiebereich in den letzten Monaten den Gesamtmarkt deutlich hinter sich ließ, mehren sich unter professionellen Beobachtern die Stimmen, welche 2021 von einer Branchenrotation und einem stärkeren Anstieg der Value-Werte ausgehen, also der althergebrachten Unternehmen mit solidem Geschäftsmodell und vergleichsweise moderaten Bewertungen. Die große Schere, die sich zwischen Indizes wie dem NASDAQ Composite auf der einen Seite und dem Dow Jones beziehungsweise Russell 2000 auf der anderen Seite geöffnet hat, würde sich nach dieser Sichtweise vor allem von unten schließen. John Maynard Keynes hätte vermutlich seine Freude daran. Er wandelte sich nach seinen spekulativen Engagements in jungen Jahren zu einem frühen Protagonisten des Value-Ansatzes und erwirtschaftete für das von ihm verwaltete Stiftungsvermögen des King's College in Cambridge ansehnliche Überrenditen.

Denkbar wäre allerdings auch, dass die Demokraten ihre Pläne zur Besteuerung, Regulierung oder Zerschlagung der größeren Tech-Firmen nach dem Gewinn der Senatssitze für Georgia in die Tat umzusetzen versuchen. Dies könnte den Beginn einer Korrektur an der NASDAQ einläuten, aber dieses Vorhaben wäre angesichts der knappen Mehrheitsverhältnisse in den beiden Häusern des Kongresses wahrscheinlich schwierig zu realisieren.

Am US-Aktienmarkt wurde eine weitgehende Normalisierung der Konjunktur bereits vorweggenommen, und auch trotz der weiterhin bestehenden Treiber wie der ultralockeren Geldpolitik ist das Kursniveau vieler Standardwerte bereits als sehr hoch zu bezeichnen. Die Gefahr von substanziellen Rückschlägen im Jahresverlauf 2021 hat nach unserer Einschätzung zugenommen. Vor diesem Hintergrund bietet es sich an, über die zeitliche Zurückstellung von Neuengagements nachzudenken. Deutliche Überhitzungserscheinungen weisen viele Werte aus den Branchen Internet-technologie, alternative Antriebe und Umwelttechniken auf, wobei es ähnlich wie im Fall der New Economy um das Jahr 2000 schwierig ist, abzuschätzen, wann sich diese Börsenparty dem Ende zuneigt.

Am Aktienmarkt sind derzeit viele unerfahrene Privatanleger aktiv.

Kommt 2021 die Zeit der „Value“-Aktien,...

...wenn die Regierung die Tech-Unternehmen stärker reguliert?

Prognoseübersicht

G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

	Reales BIP Wachstum (%)					Inflation (CPI) ¹					Arbeitslosenquote (%) ¹				
	2017	2018	2019	2020e	2021e	2017	2018	2019	2020e	2021e	2017	2018	2019	2020e	2021e
EWU	2,7	1,9	1,3	-7,3	5,0	1,5	1,8	1,2	0,4	1,0	9,1	8,2	7,6	7,8	8,7
- Deutschland	2,9	1,3	0,6	-5,5	4,5	1,5	1,7	1,4	0,6	1,5	5,7	5,2	5,0	6,0	6,5
UK	1,7	1,3	1,3	-11,0	5,0	2,7	2,5	1,8	0,9	1,5	4,4	4,1	3,8	4,3	5,5
USA	2,3	3,0	2,1	-3,8	3,8	2,1	2,4	1,8	1,3	2,7	4,4	3,9	3,7	8,1	6,5
Japan	1,7	0,6	0,3	-5,5	4,0	0,5	1,0	0,5	0,1	0,0	2,8	2,4	2,4	2,9	3,0

	Leistungsbilanz (% des BIP)					Budgetsaldo (% des BIP)					Wechselkurs (US\$) ²				
	2017	2018	2019	2020e	2021e	2017	2018	2019	2020e	2021e	2017	2018	2019	2020e	2021e
EWU	3,1	3,1	2,7	1,9	2,4	-1,0	-0,5	-0,6	-10,1	-5,0	1,20	1,15	1,12	1,22	1,18
- Deutschland	7,8	7,4	7,1	5,8	6,8	1,2	1,8	1,5	-8,2	-3,2	-	-	-	-	-
UK	-3,5	-3,9	-4,0	-2,0	-3,8	-1,8	-2,3	-2,2	-16,5	-9,2	1,35	1,28	1,30	1,37	1,24
USA	-2,3	-2,2	-2,2	-2,1	-2,1	-4,5	-5,8	-6,3	-18,7	-8,7	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Japan	4,2	3,6	3,6	2,9	3,2	-3,2	-2,5	-3,3	-14,2	-6,4	113	110	110	103	100

¹ Jahresdurchschnitt

² US\$ gg. Währung, Japan: JP¥ gegen US\$, jeweils zum Jahresende

Quelle: Daten für Leistungsbilanz und Budgetsaldo vom IWF (einschließlich der Prognosewerte), bezogen über Haver. Sonstige Prognosen von W&W Asset Management GmbH, historische Daten werden über Haver bezogen.

G3 (+UK) Zinsen

	Leitzinsen ¹					10 Y (Government)				
	2017	2018	2019	2020	2021e	2017	2018	2019	2020	2021e
EWU	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	0,4	0,24	-0,19	-0,26	-0,25
UK	0,5	0,75	0,75	0,1	0,25	1,2	1,28	0,82	0,20	0,60
USA	1,25-1,5	2,25-2,5	1,5-1,75	0,0-0,25	0,0-0,25	2,4	2,68	1,92	0,91	1,35
Japan	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0	0,03	0,0	0,04	0,0

Angaben jeweils zum Jahresende

¹ EWU: Main Refinancing Operation; UK: Official Bank Rate; USA: Fed Funds Target Rate; Japan: Policy Rate.

Quelle: Für historische Daten Haver und Bloomberg. Prognosen von W&W Asset Management GmbH.

Rohstoffe

	Q2 18	Q3 18	Q4 18	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20
CRB-Index**	200,4	195,2	169,8	183,8	181,0	173,9	185,8	121,8	138,0	148,5	167,8
Ölpreis (Brent)*	79,4	82,7	53,8	68,4	66,6	60,8	66,0	22,8	41,2	41,0	51,8

Angaben jeweils zum Periodenende

¹ Oil Brent Physical Del, US\$/Barrel

** Excess Return

Quelle: Bloomberg, Haver

Diese Publikation dient ausschließlich Ihrer Information und stellt keine Anlageempfehlung dar. Sie soll Ihnen lediglich Ihre selbstständige Anlageentscheidung erleichtern. Auch kann sie ein individuelles Beratungsgespräch nicht ersetzen. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die der Herausgeber für vertrauenswürdig erachtet. Die hierin enthaltenen Einschätzungen entsprechen der bestmöglichen Beurteilung zum jeweiligen Zeitpunkt. Auch können sie sich – ohne Mitteilung hierüber – ändern. Für die Richtigkeit, Aktualität und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Daten/Informationen übernehmen wir keine Haftung oder Garantie. Die W&W Asset Management behält sich auch das Recht vor, Änderungen oder Ergänzungen der bereitgestellten Informationen vorzunehmen.