

## **QI Kapitalmarktentwicklung 1. Halbjahr 2020**

Jürgen Döppeler und Dr. Marcel Malmendier  
Erstellt: 15.02.2020

Liebe Anleger, liebe Investmentfreunde,

das Jahr 2019: Ein großartiges Aktienjahr! Alle bedeutenden Märkte konnten die in der zweiten Jahreshälfte 2018 entstandenen Verluste nicht nur aufholen. Sie schlossen das vergangene Jahr oberhalb der Marken, die sie vor dem Draw-Down im 3. und 4. Quartal 2018 erreicht hatten. In 2019 waren Renditen über 20% keine Seltenheit. Die amerikanischen Aktienmärkte markierten sogar neue Allzeithochs.

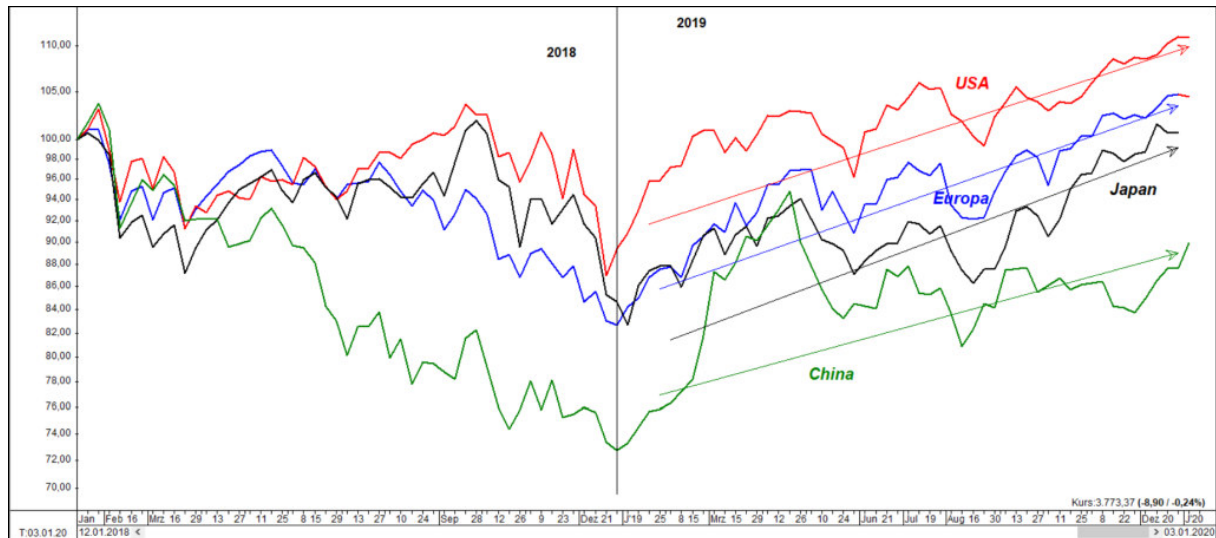
Negative politische Rahmenbedingungen (vor allem der Handelsstreit zwischen USA und China, der Brexit und ein weiterhin lahmender Patient Europa, der Diagnosen und Medizin verweigert) oder realwirtschaftliche Schwächen (nachlassende Weltkonjunktur, nach wie vor hohe und vielerorts steigende Verschuldungsgrade), konnten dieser Hausse an den Aktienmärkten nichts anhaben.

In wieweit sich die Folgen dieser politischen und wirtschaftlichen Entwicklungen auf die Unternehmen auswirken werden, zeigen die Umsatz- und Gewinnzahlen der Unternehmen. Die nächste Berichtssaison wird vor diesem Hintergrund erneut spannend. Wir sehen allerdings für die Kapitalmärkte insgesamt, wenn hier nicht außerordentlich Negatives zu verkünden ist, vorerst keinen Abbruch der guten Aktienkonjunktur. Wir sehen allerdings eine Delle wegen des Corona-Virus. Mehr ist hier nicht zu erwarten, weil solche durch eine Epidemie bedingten Drosselungen der Wirtschaft nach Ende einer solchen Krise nachgeholt werden.

Der bedeutendste Erzählstrang der aktuellen Kapitalmarktgeschichte liegt eben nicht in kurzfristigen Schwankungen in den fundamentalen Kenngrößen. Er liegt weiterhin schlicht in den niedrigen Zinsen, die Anlegern auf der Anleienseite wenig Alternativen bieten, und im üppig vorhandenen Kapital, das nach Anlagemöglichkeiten sucht.

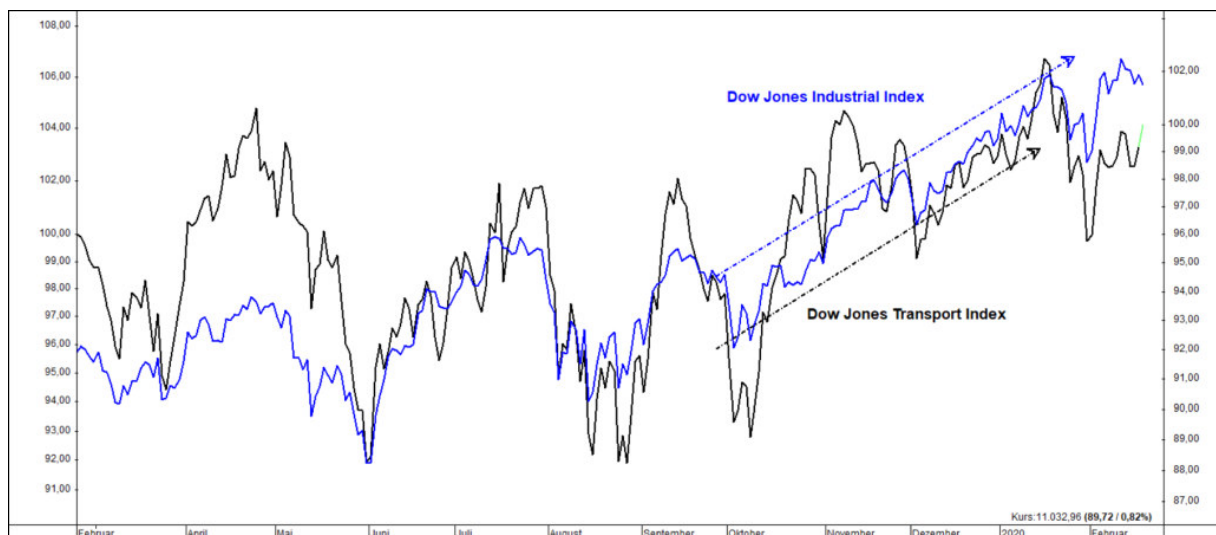
### **Unsere Meinung**

Ein Blick auf die jüngere Entwicklung der großen Aktienmärkte zeigt die zuletzt überaus positiven Entwicklungen. Auch Europa und China – die Hauptbetroffenen des Zollstreits – konnten sich dem Abwärtstrend aus 2018 inzwischen entziehen. Der US-Markt zeigte sich währenddessen deutlich robuster.



**Allgemeine Marktentwicklung (Kursindizes (ohne Dividenden) von 12.01.2018 bis zum 03.01.2020)**

Bei genauerem Hinsehen zeigt sich jedoch auch, dass diese positive US-Markt-Entwicklung stark von großen Unternehmen getragen wird. Breite US-Aktienindizes – wie der Russel 2000 – haben nach wie vor keine neuen Höchststände erreicht. Gleiches gilt für den Dow Jones Transport-Index, der als Vorläufer-Indikator für die US-Wirtschaft gilt.

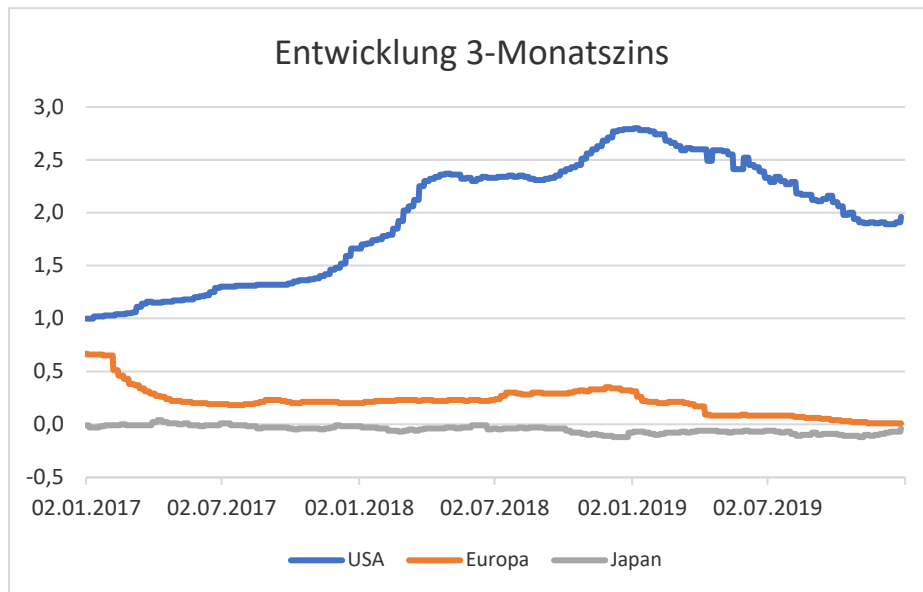


**Entwicklung Dow Jones Industrial Index (blau) und Dow Jones Transport Index (schwarz)**

Insofern macht es Sinn, einen häufig anzutreffenden US-Bias weltweiter Aktieninvestments, derzeit kritisch zu beobachten. Andere Regionen sollten ebenfalls im Blick bleiben. Ein weiteres Indiz dafür, dass der US-Markt, in der näheren Zukunft nicht blind Übergewichtet werden sollte, wie dies in vielen Indizes geschieht, gibt uns die Zinsentwicklung.

### **Die Zins-Entwicklung: US-Aktien unter Beobachtung.**

Der 3-Monats-Zins in den USA hat in den vergangenen Monaten nach längerem Anstieg wieder nachgegeben. Er liegt aktuell bei etwa 2,0%, während er in Japan und im Euro-Land seit Monaten im Null- bis Minus-Bereich liegt. Die Zinsschere zwischen diesen Regionen hat sich leicht entschärft.



Entwicklung 3-Monatszins USA, Japan, Europa (Quelle: Tai-Pan, Eigene Darstellung)

Zudem haben sich die Zinsen in den USA mit unterschiedlichen Laufzeiten zuletzt angenähert, sodass zweitweise sogar eine inverse Zinsstruktur vorlag. Aktuell erhält man für eine Laufzeit von 2 Jahren in etwa den gleichen Zins wie für eine Anleihe über 10 Jahre (siehe Chart „Zins-Entwicklung“). Das ist untypisch. Normalerweise erzielt man für Anleihen mit kurzer Laufzeit eine geringere Rendite als für lange Laufzeiten.



US-Zins-Entwicklung 2 und 10 Jahre Laufzeit

Zwar passt es ins übliche Bild, dass die Zinsen in den USA gestiegen sind, also dort wo das Wirtschaftswachstum stärker war als in anderen Regionen. Aber das gleichhohe Zinsniveau für unterschiedliche Laufzeiten indiziert häufig, dass sich die Tendenz zu steigenden Zinsen umkehren wird, indem Anleger einen vor allem kurzfristigen Blickwinkel einnehmen. Ein solcher Blickwinkel spricht grundsätzlich gegen neue Investments in US-Aktien. Aufgrund der bedeutenden Rolle der US-Aktienmärkte ist diese Entwicklung dann auch im weltweiten Maßstab im Auge zu behalten.

Sollte diese Verengung des Fokus auf einen kurzfristigen Horizont eintreten, werden die US-Aktienmärkte auch Rücksetzer und Schwächephasen erleben. Denn sollten die Zinsen fallen, erzielen Anleiher-Anleger nicht nur Zinseinnahmen für ihre Anleihen, sondern können zusätzliche Kursgewinne verbuchen. In diesem Moment werden Anleihen zumindest auf kurze Sicht

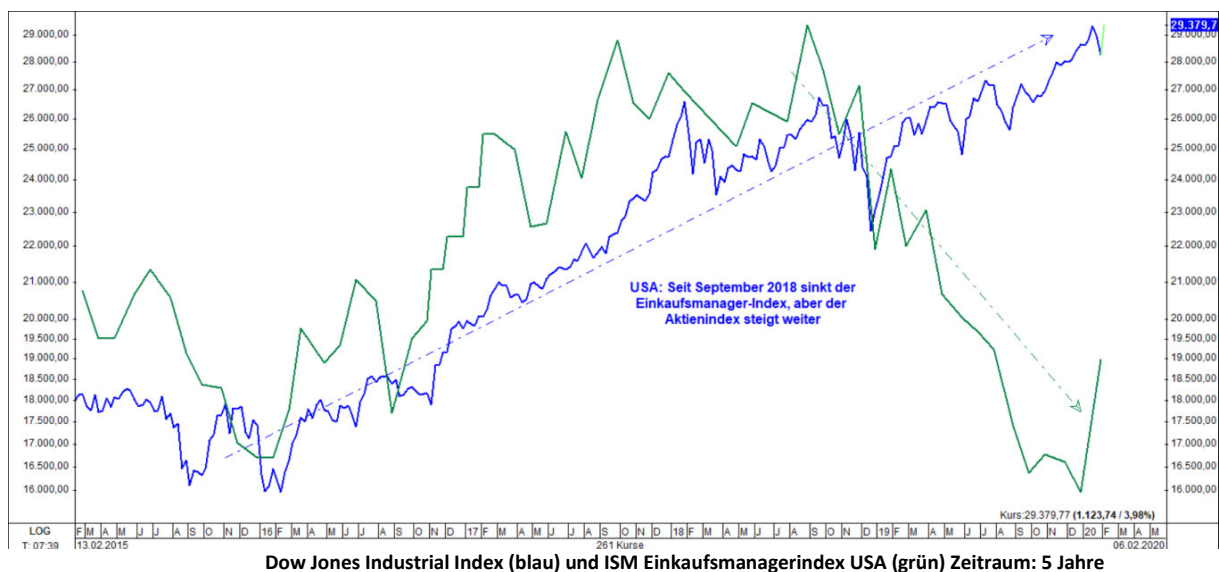
konkurrenzfähige Anlagen im Vergleich zu Aktien. Ein kurzfristiger Fokus blendet mittelfristige Chancen am Aktienmarkt dann tendenziell aus. Wie schnell der Aktienmarkt bei sinkenden Zinsen ‚drehen‘ kann, zeigt der nachfolgende Chart (Jahre 2000 – 2011). Aber noch ist es nicht soweit. Wir haben hierauf ein besonderes Augenmerk.



### Einkaufsmanagerindizes: Entkopplung bemerkenswert

Spannend waren zuletzt die Stimmungsindikatoren der Unternehmen im Vergleich zu den Aktienmärkten. Seit Anfang 2019 haben sich die Aktienmärkte von der kurzfristigen Erwartung der Realwirtschaft ein gutes Stück abgekoppelt (unten in der Grafik am Beispiel des US-Einkaufsmanagerindex ISM). In Deutschland finden wir ein vergleichbares Bild.

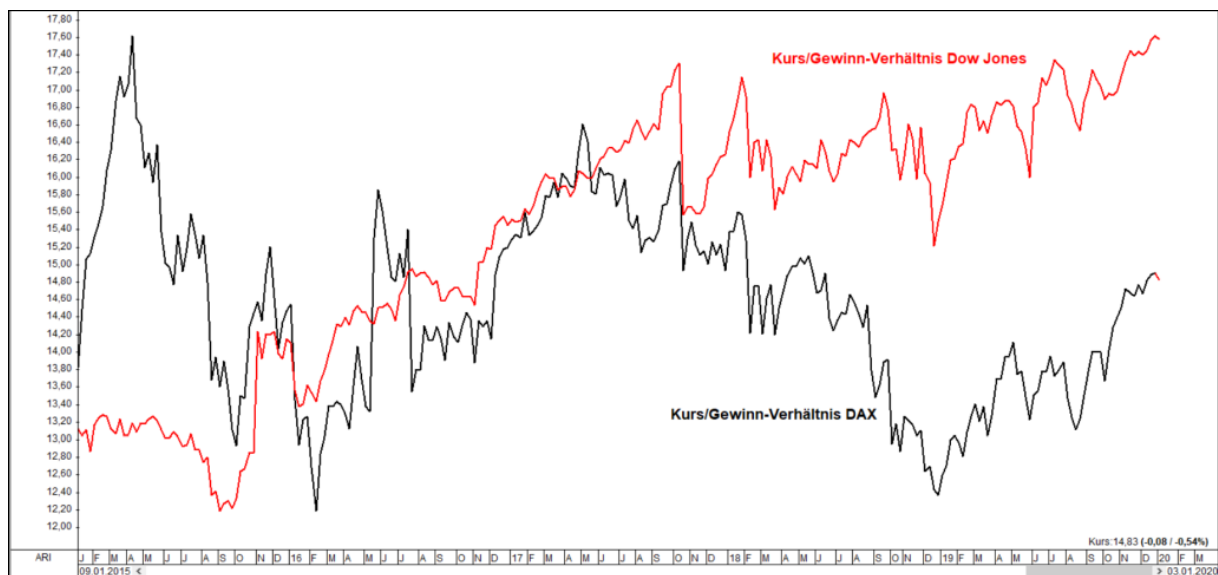
Diese Stimmungsindikatoren, die uns Einblicke in die nahe Zukunft der Realwirtschaft gewähren, haben sich erst in jüngster Zeit wieder leicht erholt. Einkaufsmanagerindizes werden als Frühindikatoren für die konjunkturelle Entwicklung gesehen, da sie die bestehenden Auftragsbestände- und Eingänge, Lagerbestände usw. erfassen. Sie haben typischerweise einen Vorlauf vor der eigentlichen Produktion von durchschnittlich 3 bis 6 Monaten.



Wie lässt sich eine solche temporäre Abkopplung deuten? Auch hier zeigt sich die eingangs geschilderte, übergeordnete Story: Bei mäßigem wirtschaftlichem Gesamtoptimismus trübt nicht einmal ein mehrmonatiger Dip von solchen wichtigen Indikatoren das Bild am Kapitalmarkt. Alternativen zum Aktienmarkt sind weiterhin rar gesät, sodass viel Liquidität in diese Assetklasse fließt.

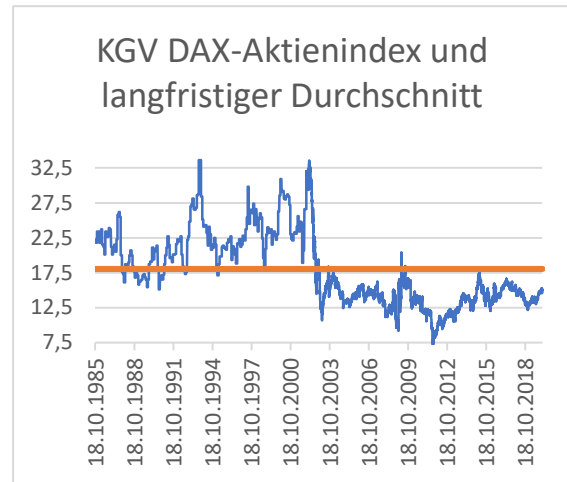
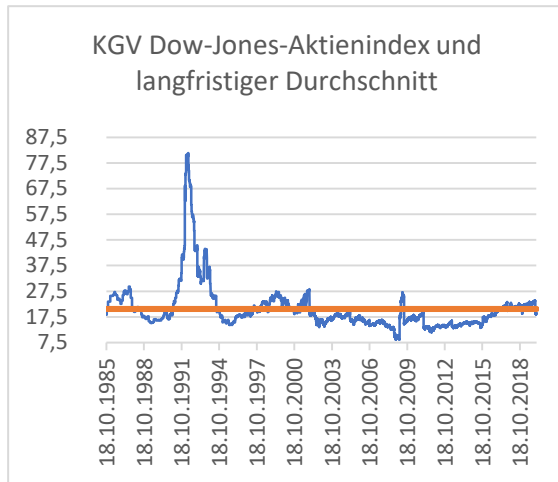
### Fundamentale Situation: Märkte-KGV gibt Rückenwind für Aktien

Das Kurs-Gewinn-Verhältnis der wichtigen Aktienmärkte zeigt keine Überhitzung. Außerhalb der US-Märkte findet man zum Beispiel auch in Deutschland ein vernünftiges Bewertungsniveau, dass Phantasien nach oben durchaus zulässt. Der folgende Chart stellt die KGVs des US Dow Jones Index (rote Linie) den KGVs des Dax (schwarze Linie) gegenüber.



Märkte-KGV DAX und Dow Jones

Die Gründe für den robusten US-Aktienmarkt sehen wir vor allem darin, dass viele Amerikaner derzeit von einem hohen Optimismus getragen sind. Sie glauben unter anderem, ihren Handelskrieg zu gewinnen - und dann höhere Erträge erzielen zu können. Diese Wirkung mentaler kollektiver Stärke in den USA ist immer wieder beeindruckend. Dies ist Europa in seiner gegenwärtigen Verfassung nicht gegeben. Aber hier finden wir reelle Bewertungen, die ein gutes Fundament für die Zukunft bieten.



Von einer Anlageblase kann derzeit keine Rede sein. Während der Dotcom-Blase um die Jahrtausendwende lag das durchschnittliche KGV der DAX30-Unternehmen bei über 30. Aktuell liegt das KGV bei 14, sogar unter dem langfristigen Durchschnitt von 17,6. In den US-Märkten liegt das KGV zwar ungleich höher. Aber auch hier haben wir historisch noch keine Werte deutlich über dem langfristigen Durchschnitt.

## Fazit

Insgesamt ist die aktuelle Kapitalmarktsituation – man darf es so deutlich sagen – positiv. Während auf der einen Seite die politischen Entwicklungen zu negativen wirtschaftlichen Auswirkungen führen können (Stichwort vor allem der Handelsstreit) und die fundamentalen Rahmenbedingungen kurzfristig immer wieder auch Anlass zu Sorgen gaben (Stichwort zuletzt Einkaufsmanagerindizes) sehen wir aufgrund der Alternativlosigkeit zu Aktieninvestments weiterhin einen guten Boden für weitere Kurssteigerungen in diesem Bereich. Die generellen Bewertungsniveaus im Aktienmarkt sind angemessen und alles andere als überhitzt. Bei US-Aktien sind wir für die nächste Aktienphase zurückhaltender, wobei auch hier der gerade aus den USA getriebene Megatrend der Digitalisierung ungebrochen ist.

Alternativanlagen wie Immobilien- und Rohstoffe sind in den vergangenen Jahren und Monaten bereits stark gestiegen.

Im Immobilienbereich wird zurecht bereits von einer Blase gesprochen. Das niedrige Zinsniveau und die dadurch entstandene Nachfrage nach Immobilienvermögen hat zu starken Preissteigerungen in diesem Segment geführt. Nicht zuletzt auch die starke Hebelwirkung durch einen geringen Eigen- und hohen Fremdmiteinsatz beim Kauf haben die hohe Nachfrage unterstützt.

Der Rohstoffbereich hat seine ganz eigene volatile Dynamik und ist durchaus als Beimischung geeignet, wenn man diesen Bereich professionell betreuen lässt oder wie Gold als Element der Absicherung mitberücksichtigt. Hier ist immer zu beachten, dass in diesem Bereich nur Preise relevant sind. Erträge werden hier nicht erwirtschaftet.

Für Aktien als Beteiligung an der realen Wirtschaft sehen wir auf Sicht weiter positive Rahmenbedingungen. Vor allem die größten heutigen Megatrends, IT und Nachhaltigkeit, werden unserer Meinung nach mittelfristig zu überdurchschnittlichen Erträgen führen.

**Kontakt:**

Qualitates GmbH / Qualitates Institutional  
Donnersbergring 42  
64295 Darmstadt

Qualitates GmbH / Qualitates Institutional  
Lothringer Str. 36  
44805 Bochum

Jürgen Döppeler  
Mobil: 0170-4585331  
Email: jd@fairefonds.de)

Dr. Marcel Malmendier  
Mobil: 0177-6502554  
Email: marcel.malmendier@ikrr.de

**Disclaimer:****Kein Angebot**

Die in dieser Publikation veröffentlichten Informationen und Meinungen sind weder als Aufforderung, Empfehlung oder Angebot zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten zu verstehen, noch fordern sie zur Inanspruchnahme anderer Dienstleistungen auf, noch sind sie eine Aufforderung oder Empfehlung, sonstige Transaktionen in irgendeiner Form zu veranlassen. Sie richten sich nicht an Personen in Gerichtsbarkeiten, in denen ihre Bereitstellung örtlichem Recht und vor Ort geltenden Vorschriften widerspricht.

**Keine Gewährleistung**

Diese Publikation stützt sich auf Quellen, die als richtig und zuverlässig angesehen werden. Ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit wird jedoch nicht garantiert. Die hier veröffentlichten Angaben und Informationen werden unbesehen, ohne explizit oder implizit übernommene Gewährleistung, verfügbar gemacht. Qualitates Institutional lehnt ausdrücklich jegliche implizit oder explizit vorhandene Gewährleistung ab, darunter u. a. auch allfällige Gewährleistungen in Bezug auf die Marktfähigkeit oder Eignung zu einem bestimmten Zweck. Die in dieser Publikation vertretenen Meinungen und Ansichten reflektieren die aktuelle Einschätzung der Autoren und können jederzeit unangekündigt verändert werden. Es obliegt der Verantwortung des Lesers, die jeweilige Richtigkeit, Vollständigkeit und Nützlichkeit der dargestellten Meinungen, Leistungen und sonstigen Informationen zu bewerten.

**Haftungsbeschränkung**

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen verstehen sich nicht als rechtliche, buchhalterische oder sonstige professionelle Empfehlung oder Beratung der Autoren, Verleger oder Vertreiber zu bestimmten Fakten oder Themen. Besagte Autoren, Verleger oder Vertreiber übernehmen daher auch keinerlei Haftung in Bezug auf ihre Anwendung. Qualitates Institutional haftet keinesfalls für allfällige direkt, indirekt, speziell, zufällig oder als Folge aus der Nutzung der explizit oder implizit in dieser Publikation verbreiteten Informationen und Meinungen erwachsenden Schäden.

**Copyright / Urheberrecht**

Sofern nicht anders angegeben, sind Text, Bild und Layout dieser Publikation ausschliessliches Eigentum von Qualitates Institutional. Kopien der Publikation oder von Teilen derselben bedürften der ausdrücklichen schriftlichen Genehmigung durch Qualitates Institutional.