

von Dr. Jens Ehrhardt, Vorsitzender des Vorstands der DJE Kapital AG

Kapitalmarktausblick 2021: Anleihen und Gold als Sicherheitsanker – Aktien als Gewinnreiber

Pullach im Isartal, 18. November 2020 – Das Jahr 2020 stand primär unter dem Einfluss der Corona-Pandemie. Im 1. Quartal gab es den schnellsten und schärfsten Börseneinbruch weltweit in der Wirtschaftsgeschichte. Der Corona-Schock traf die Welt in einer sehr verletzlichen Situation, in der sich die Konjunktur bereits international deutlich abschwächte, so dass die Pandemie den bestehenden Abwärtstrend noch einmal massiv verstärkte.

Investitionsneigung als Konjunkturindikator

Die US-Zentralbank hatte den Fehler gemacht, die Bilanzsumme viel zu lange (bis September 2019) zu reduzieren und damit die Wirtschaft lange zu bremsen. Mit Verweis auf die sehr niedrige Arbeitslosenquote wollte die Zentralbank lange nicht einsehen, dass massive monetäre Stimulierung notwendig war, um den bereits vor Corona bestehenden Abwärtstrend der US-Konjunktur aufzufangen. Wie von uns immer wieder betont, ist der US-Arbeitsmarkt aber kein Frühindikator und eignet sich in keiner Weise als Barometer für die zukünftige Konjunkturentwicklung. Wir verwiesen darauf, dass die Investitionsneigung der Unternehmen der herausragende Konjunkturindikator ist.

Wegen schwachen Wirtschaftswachstums und ohnehin sehr niedriger Kapazitätsauslastung der US-Unternehmen kam es in der zweiten Jahreshälfte 2019 de facto zu einem Investitionsstillstand. Als aber die Börsen stärker und schneller einbrachen als 1929 oder 1987, schaltete die US-Notenbank schneller auf massive Expansionen als in früheren Rezessionen und versuchte damit den vorangegangenen massiven Steuerungsfehler auszugleichen. Auch die Trump-Regierung schaltete schneller und massiver als die Obama-Regierung in der Finanzkrise 2008 auf massive Stimulierung. Das ohnehin schon vor der Pandemie hohe US-Staatsdefizit – um die schwache

Konjunktur abzufangen – wurde noch einmal vervielfacht: mit Steigerungsraten, die zuletzt 1943 im Zweiten Weltkrieg zu beobachten waren.

Börsen auf Erholungskurs

Durch die massiven monetären fiskalpolitischen Stimulierungen konnten sich Wall Street und die Weltbörsen ungewöhnlich schnell und stark erholen. Von unserem Haus wurde auf dem Tiefstand der Börse eine V-artige Erholung vorausgesagt, während sonst Vergleiche mit dem Anfang der Weltwirtschaftskrise 1929/1932 gezogen wurden und die meisten Beobachter nicht von einer V-artigen, sondern eher von einer W-artigen Erholung mit neuen Tiefstkursen ausgingen. Das Ifo-Institut sprach von bis zu 20 Prozent BIP-Einbruch in Deutschland, während sich gegen Jahresende jetzt wahrscheinlich nur eine Schrumpfung von ca. 5 Prozent abzeichnet. Die meisten Beobachter unterschätzten die Börsenerholungschancen in ihrer Schnelligkeit und ihrem Ausmaß.

Fast das ganze Jahr über wurde darauf hingewiesen, dass sich die Börse mit ihrem Anstieg total von den wirtschaftlichen Realitäten gelöst hätte und entsprechend eine neue Baisse zu erwarten sei. Übersehen wird dabei von den meisten, dass die monetäre Konjunkturstimulierung der Wirtschaftsgeschichte immer einen Zeitvorlauf vor der realen Wirtschaft von etwa einem Jahr hat – so erstmals in den wissenschaftlichen Arbeiten von Dr. Ehrhardt Anfang der 1970er Jahre erarbeitet. Monetäres Knowhow in Bezug auf die Börsenentwicklung hatte uns auch schon während der Internetkrise 2000/2003 und während der Finanzkrise 2008/2009 ein relativ gutes Marktabschneiden ermöglicht.

Geld- und fiskalpolitische Stimulierung bestimmen Börsenjahr 2021

Die Konjunktur- und Börsenentwicklung 2021 sollte ganz wesentlich im Zeichen der anhaltenden monetären Stimulierung stehen. Da die Federal Reserve und die Europäische Zentralbank ihre Quantitative-Easing-Bemühungen in der zweiten Jahreshälfte 2020 noch einmal massiv verstärkt haben, ist mit entsprechend positiven Börsen- und Konjunktorentwicklungen im Jahre 2021 zu rechnen. Im Hinblick auf die monetären Zeitverzögerungseffekte (Lags) sollten wir daher im 1. Halbjahr 2021 eine günstige Börsenentwicklung beobachten können. Die Börsenentwicklung des 2.

Halbjahres dürfte ganz wesentlich davon abhängen, ob die US-Zentralbank an ihrer Stimulierungspolitik festhält oder eine überraschend gute US-Konjunktorentwicklung und eine anziehende US-Inflation die Zentralbank zurückrudern lässt. Der Zeitverzögerungseffekt monetärer Maßnahmen auf die Börse liegt bei etwa sechs Monaten, so dass darüber hinausgehende Börsenprognosen schwierig sind.

Viel dürfte auch davon abhängen, inwieweit die von der US-Regierung versprochenen fiskalpolitischen Stimulierungen tatsächlich umgesetzt werden können. Dazu ist die Zusammensetzung des US-Senats wichtig. Da sich erst im Januar 2021 entscheidet, wer hier die Mehrheit kontrolliert, sind auch in Sachen Fiskalpolitik genaue Prognosen noch nicht möglich. Einer von republikanischer Seite gesteuerter Senat dürfte die in Aussicht gestellten Fiskalstimulierungen in Billionen-Höhe wahrscheinlich stark zusammenstreichen. Ein demokratischer Senat würde wahrscheinlich mit Beträgen von 2-5 Bio. US-Dollar stimulieren. Nicht unterschätzt werden sollte, dass bei solchen drastischen Ankurbelungen auch die Inflationsgefahren wieder wachsen können. Eigentlich sind Rezessionszeiten oder Perioden mit schwachem Wirtschaftswachstum, wie schon in den vergangenen zehn Jahren, durch niedrige Inflationsraten gekennzeichnet. Eine Überstimulierung auch mit Helikoptergeld könnte die Nachfrage an den Warenmärkten aber so steigern, dass die Teuerungsrate überraschend anzieht. In einem solchen Falle müsste man im Jahresverlauf 2021 die heute positiven Börsenprognosen überdenken.

US-Inflation als zentraler Faktor für Notenbankpolitik

Generell ist die Entwicklung der US-Inflation äußerst wichtig für die zukünftige FED-Politik. Zwar hat man schon heute ein Festhalten an den rekordniedrigen Zinssätzen in den nächsten drei Jahren in Aussicht gestellt. Dies dürfte aber von der Notenbank korrigiert werden, wenn sich überraschend massive Teuerungsrate durchsetzen würden. Zunächst dürfte die Zentralbank aber relativ großzügig sein und die Zügel noch nicht anziehen, auch wenn die Teuerungsrate deutlich über 2 Prozent steigt. Man spricht von symmetrischer Inflationssteuerung. Das heißt, für die längere Periode mit

Teuerungsraten unter 2 Prozent will man auch längere Perioden von über 2 Prozent zulassen. Das dürfte aber kaum gelten, wenn sich die Teuerungsrate mehr als verdoppelt.

Ohne wesentlich höhere US-Löhne, deutliches Herabfahren der Sparquote, kräftige Ausdehnung der Konsumkredite und Beschleunigung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes ist allerdings eine starke Ausdehnung der US-Inflation eher unrealistisch. Wegen ihrer Bedeutung für die Zentralbankpolitik muss die US-Inflation genauestens beobachtet werden – besonders im Immobilienbereich, der sehr hoch bei Mieten und Eigennutzung gewichtet ist. Allerdings ist durchaus möglich, dass Befürchtungen in Sachen Inflation und daran gekoppelten US-Zinsanstieg 2021 genauso falsch sind wie in den vergangenen zehn Jahren – wo regelmäßig von den Notenbanken eine deutliche Erhöhung dieser Schlüsselgrößen jeder volkswirtschaftlichen Entwicklung erwartet wurden.

Geopolitische Spannungen bleiben ein Risikofaktor

Neben der Pandemie spielte 2020 und in den Vorjahren auch der beginnende neue Kalte Krieg zwischen West und Ost eine Rolle. Es gab nicht nur Beschränkungen des Welthandels in Richtung China, sondern auch Richtung Europa. Es ist zu hoffen, dass die USA ihre geopolitische Aggression 2021 zurücknimmt. Sicher ist dies allerdings nicht, wie die Auseinandersetzungen über die Subventionen der Flugzeugbauer oder die Sanktionen gegen Deutschland wegen Nord Stream 2 zeigen. Geopolitik ist also ein Risiko für 2021. Dazu zählt auch die zukünftige Entwicklung in Weißrussland – dem letzten Pufferstaat zwischen NATO und Russland nach dem Fall der Ukraine an den Westen. Auch die chinesischen Territorialansprüche im Südchinesischen Meer könnten für vorübergehende Unruhe sorgen. Solche politischen Einflüsse überdecken den zugrunde liegenden positiven monetären Gesamtbörsentrend aber in der Regel nur kurzfristig.

US-Dollar als geopolitische Waffe gegen China

Eine weitere wichtige Rolle dürfte die Währungsentwicklung bei den Börsenaussichten 2021 spielen. Ein schwacher Dollar war in der Vergangenheit positiv für die Weltbörsen, da er mit einer Liquiditätsentspannung einherging. In der Vergangenheit fiel der Dollar

regelmäßig nach Überwindung einer Rezession – und die zuvor in den sicheren Hafen Dollar geströmten Gelder flossen zurück in die Heimatländer. Besonders China litt in einer Rezession wegen seiner hohen Dollarkredite überdurchschnittlich. Ein starker Dollar wäre also auch eine geopolitische Waffe gegen China. Genauso wie die von den USA ausgesprochenen Exportverbote modernster Halbleiter an China. Ein Faktor, der die chinesische Wirtschaftsentwicklung äußerst empfindlich bremsen könnte.

Trotzdem werden sich die Chinesen bemühen, spätestens bis 2025 in allen Schlüsselindustrien der Welt führend zu sein. Soziale Unruhen, wie wir sie in den USA gesehen haben, sind in China nicht zu erwarten. Die Bevölkerung steht hinter der Regierung und nationale Interessen stehen hoch im Kurs. Das Land ist stolz auf seine gegenüber dem Westen überlegene Steuerung der Pandemie-Krise. Nicht nur in China, auch in ganz Asien hat man die Pandemie bzw. die Begrenzung der Opferzahlen unvergleichlich erfolgreicher gesteuert als in Europa oder Nord- und Südamerika. Am schlechtesten verlief die Entwicklung in Großbritannien, USA und Frankreich.

Europa abgehängt in der Schuldenunion

Europa zeichnete sich – wahrscheinlich primär Euro-bedingt – schon in den vergangenen zwei Jahrzehnten durch eine besonders schwache Wirtschaftsentwicklung gegenüber Asien und den USA aus. Im Zuge der Pandemie hat sich Europa überraschend deutlich in Richtung Verschuldungsgemeinschaft entwickelt. Auf Druck primär Frankreichs wurde ein Hilfsfonds in Höhe von 750 Mrd. Euro aufgelegt – insbesondere zur Unterstützung der Corona-geschädigten Mittelmeerländer. Dadurch wurden zusammen mit dem neuen 5-Jahres-Haushalt erstmals europäische Gemeinschaftsschulden in Höhe von über 1,8 Bio. Euro beschlossen. Bisher konnte die EU aufgrund des Maastrichter Vertrags keine eigenen Schulden aufnehmen. Der EU-Haushalt wurde durch Beiträge von den Mitgliedsländern finanziert. Nach dem Ausscheiden Großbritanniens fiel der nach Deutschland zweitwichtigste Zahler weg. Die dadurch notwendigerweise fällig gewordenen höheren Beiträge der einzelnen Länder hätte man wahrscheinlich schwer von der EU erheben können und bevorzugt jetzt die neue Schuldenunion.

Damit wurde auch das von der deutschen Regierung immer wieder klar abgelehnte Konzept sogenannter Euro-Bonds erstmals de facto durchgesetzt. Die Schuldenunion hat für die Mittelmeerländer inklusive Frankreich den Vorteil, dass sie weitgehend in den Genuss der deutschen Niedrigstzinsen kommen können. Damit ist die Angleichung der Zinsen in Europa wahrscheinlich nur noch eine Frage kurzer Zeit. Die extremen Niedrigstzinsen bzw. Negativ-Zinsen und die unter EZB-Zins liegenden LTRO-Unternehmenskredite, die mit zusätzlichen Prämien versehen sind, dürften die europäische Konjunktur 2021 genauso stimulieren wie die für Europa extrem hohen Budgetdefizite. Die dürften in den meisten europäischen Ländern um 20 Prozent für 2020 liegen.

Auch 2021 ist erneut mit solcher Extrem-Neuverschuldung zu rechnen. Dies führt dazu, dass die europäische Konjunktur nicht mehr wie seit 2009 durch das von Deutschland angestrebte Prinzip des schrittweisen Erreichens des Haushaltsausgleichs gebremst wird. Stattdessen wird, ähnlich wie in den USA und Asien, kräftig fiskalpolitisch Gas gegeben, nachdem man zehn Jahre lang die Konjunktur in Europa mit dem Bestreben nach Haushaltsüberschüssen à la Deutschland extrem geschwächt hatte.

Weltweit günstige Konjunkturaussichten – besonders in Europa

Die Konjunkturaussichten dürften also nicht nur für die USA und Asien, sondern auch oder sogar besonders in Europa für 2021 sehr günstig sein – immer unter der Voraussetzung, dass die Pandemie-Probleme entweder durch ein Abklingen der Virusbelastungen oder durch Impferfolge stattfinden. Mit besserer Konjunktur sollten auch die Unternehmensgewinne in Europa ihre gegenüber USA und Asien in den vergangenen zehn Jahren fiskalpolitisch bedingten Rückstände aufholen können. Das einzige Land, das sich in den vergangenen Jahren einer Maastricht-konformen fiskalpolitischen Bremsung entzogen hatte, war Frankreich.

Nach Japan hat Frankreich die weltweit höchste Gesamtverschuldung, wenn man Staat, private Haushalte und vor allen Dingen Unternehmen – dort die höchste Verschuldung weltweit – zusammenrechnet. Auch in absoluten Zahlen sind die französischen

Staatsschulden in Europa größer als in Deutschland oder Italien. Bei gemeinsamer Währung ist es sinnvoll, sich im nationalen Interesse konjunkturstimulierend maximal zu verschulden. Mögliche Negativ-Folgen müsste die Gemeinschaft tragen – und nicht der Schuldenverursacher allein. Frankreich könnte also konjunkturell und am Aktienmarkt 2021 im Hinblick auf anhaltende Maximalverschuldung und von Emmanuel Macron à la Gerhard Schröder durchgesetzte Reformen in Europa besonders gut abschneiden.

Asiatische Börsen mit niedrigen Bewertungen und hohem Wachstum

Weltweit ist ein erneut gutes Abschneiden der asiatischen Börsen inklusive Japan realistisch. Dort sind die Bewertungen im internationalen Vergleich niedrig und das Wachstum hoch. Positiv ist auch der neue Wirtschaftspakt der asiatischen Länder inklusive Australien – mit China als Führungsmacht. In den USA ist zwar eine Überbewertung und ungesunde Konzentration der Anlegergelder in Internet-Gesellschaften zu beobachten – aber viel spricht dafür, dass die Amerikaner ihren Internet-Vorsprung international sogar ausbauen können. Dem entgegen könnten allerdings US-amerikanische Anti-Monopol-Interessen stehen, weil zur Förderung des Wettbewerbs die Internet-Giganten aufgeteilt werden könnten. Bei den Demokraten herrscht hier eine noch größere Abneigung gegen die Internet-Giganten als bei den Republikanern, die bereits zu Trump-Zeiten mit Initiativen in dieser Richtung begonnen hatten.

Überbewertet: US-Wachstumswerte

Im Grunde wäre es nur gesund, wenn die Aktienmärkte international auch auf breiterer Front steigen könnten. Mangels weltweiten Wachstums wurden die Anlegergelder bisher fast ausschließlich in die US-Wachstumswerte von institutionellen und privaten Anlegern investiert. So sind fünf Internet-Giganten in den USA dreimal so hoch bewertet wie alle Aktien in Deutschland und Großbritannien zusammengenommen. Wie ungesund die Verhältnisse bei den Bewertungen teilweise zuletzt waren, zeigt ein aktueller Vergleich: Die größte Aktiengesellschaft zur Vermittlung von Digitalkonferenzen war etwa zwei Drittel so viel wert wie alle europäischen Telekommunikationsgesellschaften

zusammengenommen. Solche Vergleiche erinnern bereits an die Überbewertungen des Jahres 2000.

Value-Aktien mit erheblichem Nachholpotenzial

Obwohl der Vergleich mit 2000 aus mehreren Gründen nicht genau vollzogen werden kann, muss bei erfolgreicher Aktienanlage auch im Sektor der Wachstumsaktien genau differenziert werden. Sogenannte Value-Aktien, die von einer allgemeinen Wirtschaftsbesserung profitieren dürften, sollten erhebliches Nachholpotenzial haben. Die Aktienindizes spiegeln zwar deutliche Gewinne in den letzten drei Jahren wider. Ungewichtet liegt die überwiegende Mehrzahl der Aktienkurse heute aber immer noch unter den Hochs vom Januar 2018. Der Deutsche Aktienindex liegt – verglichen mit internationalen Maßstäben wie dem S&P 500 – heute immer noch wesentlich unter seinem historischen Höchststand aus dem Jahre 2000. Das zeigt, dass Aktien heute keineswegs überbewertet sind – vor allen Dingen nicht vor dem Hintergrund der rekordniedrigen Zinssätze, die aus konjunkturellen Gründen von den Notenbanken länger tief gehalten werden müssen. Sonst dürften die nach wie vor international drückend hohen Schulden ein Problem werden.

Im Fokus: Gold und Anleihen bei Rezession – Aktien bei Wirtschaftserholung

Gold war lange neben langlaufenden Staatsanleihen die Favoritenanlage des Jahres 2020. Erst als die Zinsen, besonders bei Langläufern, Richtung Jahresende anzogen und der Realzins wieder zunahm, kam die Goldanlage unter Druck. Hinzu kam, dass aus markttechnischer Sicht besonders amerikanische Hedge-Fonds extrem einseitig in der Goldanlage überinvestiert waren, während die traditionellen Käufer aus China und Indien in 2020 ausblieben. Gold und Staatsanleihen sind ein Optimum bei einer schweren Rezession. Bei besserer Wirtschaftsentwicklung – was man für 2021 annehmen kann – sollte sich der Aktienmarkt auf breiter Front positiv entwickeln, zumindest im 1. Halbjahr.

Über die Dr. Jens Ehrhardt Gruppe

Die DJE Kapital AG ist seit 45 Jahren als unabhängige Vermögensverwaltung am Kapitalmarkt aktiv. Das Unternehmen aus Pullach bei München verwaltet mit über 150 Mitarbeitern (davon rund 25 Fondsmanager und Analysten) aktuell über 13,4 Milliarden Euro (Stand: 30.09.2020) in den Bereichen individuelle Vermögensverwaltung, institutionelles Asset Management sowie Publikumsfonds. Zudem bietet die DJE Kapital AG seit 2017 mit Solidvest eine einzeltitelbasierte Online-Vermögensverwaltung an – als digitale Lösung im Rahmen aktiv gemanagter Depots. Das Online-Konzept basiert auf den breiten Kompetenzen in Vermögensverwaltung und Anlagestrategie der DJE Kapital AG – und ermöglicht ein diversifiziertes Portfolio nach individuellem Rendite-Risiko-Profil mit persönlichen Themenschwerpunkten im Aktienbereich. Vorstandsvorsitzender ist Dr. Jens Ehrhardt, sein Stellvertreter Dr. Jan Ehrhardt. Kern des Anlageprozesses und aller Investmententscheidungen ist die FMM-Methode (fundamental, monetär, markttechnisch), welche auf dem hauseigenen, unabhängigen Research basiert. Der Anspruch der DJE Kapital AG ist, ihren Kunden weitsichtige Kapitalmarktexpertise in allen Marktphasen zu bieten.

Unternehmenskontakt

Simone Ausfelder
+49 (0)89 790453-661
simone.ausfelder@dje.de

Pressekontakt

Instinctif Partners
Johannes Zenner // Selina Pappers
+49 (0)69 133 896-21 // +49 (0)69 133 896-17
johannes.zenner@instinctif.com // selina.pappers@instinctif.com