

Keine Alternative zu Aktien

Wenngleich politische Risiken, eine zweite COVID-19-Welle, eine geringere Wirtschaftsaktivität und eine niedrig gehaltene Inflation eine kurzfristige Verkaufswelle auslösen könnten, werden hohe Risikoprämien für Aktien und niedrige Zinsen den Aktienmarkt mittelfristig stützen

Paul Doyle, Head of Europe ex-UK Equities



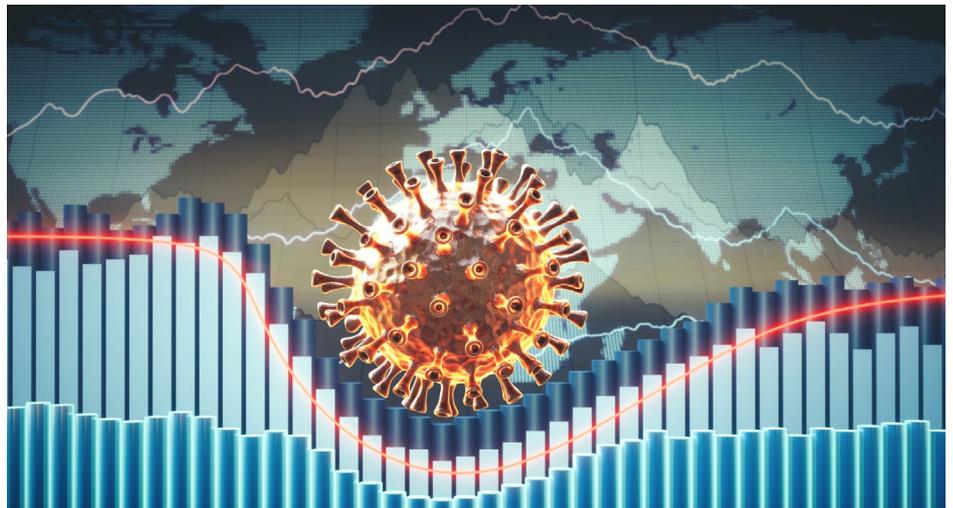
Nach einer sehr kräftigen Erholung von ihren Tiefständen im März erscheinen die Aktienmärkte jetzt ausgereizt. Während dieser zweiten COVID-

19-Welle beginnt sich die Unsicherheit allmählich auf das Gewinnwachstum auszuwirken, und obwohl die US-Präsidentenwahl jetzt hinter uns liegt – wenngleich möglicherweise eine schwierige Übergangsphase folgt – wird der neu gewählte Präsident den Druck auf China voraussichtlich aufrechterhalten.

Die Revisionen der Unternehmensgewinne haben in den USA zugenommen, könnten jetzt aber ihren Gipfel erreicht haben. In Europa blieben sie unverändert.¹

Bei Columbia Threadneedle Investments erwarten wir für das nächste Jahr eine bescheidenere Erholung der Gewinne als viele andere Kommentatoren. Die Konsenszahlen scheinen zu hoch.

Unbestreitbar positiv ist der neue geldpolitische Rahmen der US-Notenbank (Federal Reserve) mit der ausdrücklichen Absicht, eine überschießende Inflation zuzulassen. Selbst wenn die Inflation steigt, wird die US-Notenbank darüber hinwegsehen. Dies wird letztendlich zu einer Versteilerung der Zinsstrukturkurve führen. Der wichtigste bestimmende Faktor für die langfristigen Zinssätze ist jedoch die Richtung der kurzfristigen Zinsen. Wenn die kurzfristigen Zinsen in den nächsten vier bis fünf Jahren auf niedrigem Niveau steckenbleiben, wie können dann die langfristigen Zinsen steigen?



Neue Einschränkungen des Lebensstils aufgrund von COVID-19 werden zusammen mit einer geringeren fiskalischen Unterstützung der Volkswirtschaften zum Ende des Jahres belasten. Zum Zeitpunkt der Abfassung dieses Beitrags ist das US-Notfallpaket des Bundes zur Arbeitslosenunterstützung ausgelaufen und ein neues Haushaltspaket wurde nicht vereinbart. Die Kombination aus den Verzögerungen bei der Verabschiedung eines solchen Anreizpakets und der Verkaufswelle bei US-Technologieaktien erhöhte das kurzfristige Risiko an den Märkten, auch wenn die Meldungen zu den Impfstoffen sehr zu begrüßen sind.

Die kurzfristigen geldpolitischen Anreize erreichten, gemessen an den sechsmonatigen Kreditflüssen, im Sommer ein Allzeithoch, verlieren aber an Kraft. In den USA und China erreichten diese Kreditflüsse im Mai einen Höchststand von 700 Mrd. USD bzw. 800 Mrd. USD.

In der Eurozone betrug der Spitzenwert im Juli mehr als 1 Billion USD. Diese Kreditflüsse waren zusammengenommen sogar höher als während der globalen Finanzkrise. In den USA und China sind die sechsmonatigen Kreditflüsse kürzlich auf jeweils ca. 200 Mrd. USD gesunken.² Obwohl die jüngsten Zahlen für Europa noch nicht bekannt sind, dürfte sich dort ein ähnliches Bild ergeben. In diesem Fall werden fiskalische Anreize eine wichtigere Rolle spielen.

Achten Sie auf die Risikoprämie für Aktien

Abgesehen von sehr kurzfristigen Zeiträumen gibt es keine Alternative zu Aktien, da die globale Aktienrisikoprämie – die Differenz zwischen der Gewinnrendite von Aktien und der Realrendite von Staatsanleihen – so groß bleibt. Die Dividendenrendite für den S&P 500 Index liegt derzeit bei 1,6 %, unter ihrem langfristigen Durchschnitt von 4,3 %

► aber weit über der Rendite von 0,7 % für zehnjährige US-Schatzanleihen. Wenn die gezahlten Dividenden für die nächsten 10 Jahre auf dem aktuellen Niveau bleiben, müsste der S&P 500 um 9 % sinken, um der Rendite der zehnjährigen US-Schatzanleihen zu entsprechen. Würde die Inflation im selben 10-Jahres-Zeitraum durchschnittlich 2 % betragen, müsste der S&P 500 um 25 % sinken, um das Niveau der zehnjährigen US-Schatzanleihen zu erreichen.³

Dieses Szenario ist außerhalb der USA sogar noch dramatischer: Aktien der Eurozone müssten real um 30 % und britische Aktien um 50 % sinken, um den Renditen von Anleihen gleichzukommen.⁴ Keines dieser Szenarien ist wahrscheinlich. Während die US-Gewinnrendite erheblich unter dem Durchschnitt liegt, ist die Risikoprämie für Aktien noch immer hoch, weil die realen Anleihenrenditen deutlich im negativen Bereich liegen.

Tatsächlich bleibt die Aktienrisikoprämie etwa auf ihrem Niveau vom März, als die Aktienkurse ihre Tiefststände erreichten. Auch wenn sich die Aktienkurse erholt haben und die Dividendenrenditen gesunken sind, verlief der Rückgang der realen Anleihenrenditen ähnlich. Ebenso wie der Markt den vorübergehenden Rückgang der Unternehmensgewinne im Zusammenhang mit COVID-19, die sich schließlich erholen werden, eingepreist hat, hat er auch den Rückgang der risikofreien Rendite 30-jähriger Anleihen um 94 Bp. seit Jahresbeginn in den Preisen berücksichtigt.⁵ Während die Auswirkungen auf die Gewinne vorübergehender Natur sind, hat der Abzinsungseffekt dauerhaften Charakter. Trotz kurzfristiger Sorgen sollten die Aktienkurse also tatsächlich höher sein.

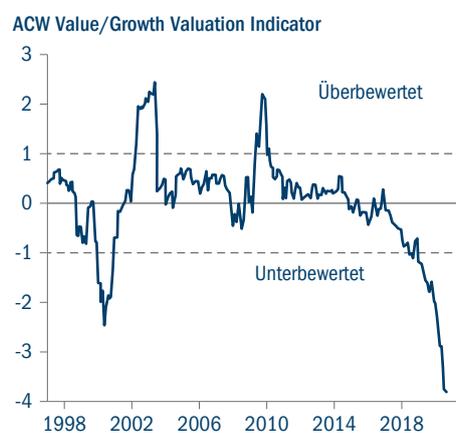
Indessen ist die Geldpolitik außergewöhnlich locker. Die US-Notenbank hat versprochen, die Zinsen so lange auf ihrem gegenwärtigen Stand zu belassen, bis die Wirtschaft die „maximale Beschäftigung“ erreicht hat und die Inflation „auf Kurs ist, um die Marke von 2 % für eine gewisse Zeit zu übersteigen“. Eine Mehrheit im Offenmarktausschuss der US-Notenbank rechnet zumindest bis Ende 2023 nicht mit einer Änderung der Zinssätze. Während die Anleihenrenditen mangels Inflation in den nächsten paar Jahren wahrscheinlich nicht steigen werden, dürften sie angesichts ihres bereits ziemlich niedrigen Niveaus auch nicht weiter sinken. Die Risikoprämie für Aktien ist hoch genug, um einen weiteren Anstieg von Aktien zu ermöglichen – auch wenn die Anleihenrenditen etwas steigen.

Wachstum oder Substanz

Diese längere Phase niedriger Zinsen weist Parallelen zur „Nifty-Fifty“-Ära der 1960er- und 1970er-Jahre auf, als 50 hochwertige Wachstumsaktien die Performance des US-Aktienmarkts dominierten.

Selbst wenn die Anleihenrenditen sich nur stabilisierten anstatt zu steigen, wäre damit ein großes Hindernis für die Banken aus dem Weg geräumt. Substanzwerte sind jetzt im Vergleich zu Wachstumswerten günstiger als je zuvor – sogar günstiger als auf dem Höhepunkt der Dotcom-Blase im Jahr 2000 (Abbildung 1).⁶ Sie benötigen jedoch einen Katalysator, der eine Erholung auslöst. Eine neue haushaltspolitische Einigung und ein erfolgreicher, vollständig genehmigter und schnell verteilter Impfstoff könnten dies ermöglichen, aber beides haben wir noch nicht ganz erreicht. Es gibt eine Reihe von Impfstoffkandidaten, die sich in Phase-III-Studien befinden, und drei, die bislang erfolgreich zu sein scheinen – wir benötigen jedoch noch etwas Zeit für die endgültige Zulassung, die Herstellung und die weltweite Verteilung.

Abbildung 1: Substanzwerte sind im Vergleich zu Wachstumswerten extrem günstig



Quelle: BCA Research Inc, September 2020. Auf der Basis der relativen Kurs-Buchwert- und Kurs-Gewinn-Verhältnisse und Dividendenrenditen, IBES, Thomson Reuters und MSCI Inc.

Substanzwerte tendieren dazu, die Performance von Wachstumstiteln zu übertreffen, wenn der US-Dollar schwächer wird und das globale Wachstum sich beschleunigt. Wachstumswerte entwickelten sich in den späten 1990er-Jahren gut, als der Dollar stark war, wogegen Substanzwerte von 2001 bis 2007, als der Dollar schwach war, eine bessere Performance erzielten. Wenn sich der US-Dollar in den kommenden Monaten abschwächt, könnte dies all denjenigen Substanzwerten Auftrieb verleihen, die gegenwärtig in der Flaute stecken.

Unterstützung für Risikoanlagen

Jetzt, da die US-Präsidentenwahl hinter uns liegt, dürften Impfstoffe die Konjunkturerholung beschleunigen. Es ist unwahrscheinlich, dass sich die derzeitige politische Unterstützung ändern wird, da die Entscheidungsträger wollen, dass die Wirtschaft unter Volldampf läuft, um die Konjunkturerholung zu unterstützen. Dies wird die Aktienkurse in die Höhe treiben.

“ Substanzwerte sind jetzt im Vergleich zu Wachstumswerten günstiger als je zuvor – sogar günstiger als auf dem Höhepunkt der Dotcom-Blase im Jahr 2000.

Bisher herrschte große Unsicherheit über das langfristige Wachstum, was die positiven Auswirkungen niedriger Zinssätze zunichtemachte. Darin spiegelten sich auch deflationäre Extremrisiken und Sorgen um die Zukunft der EU und des Euro wider. Jetzt, da wir uns am Beginn eines neuen Zyklus mit moderatem Wachstum aber geringer Inflation und niedrigen Zinssätzen befinden, dürfte die politische Unterstützung helfen, das Risiko einer weiteren Rezession zu mindern.

Die Rückkehr zu einer Nullzinspolitik wird Risikoanlagen in absehbarer Zeit unterstützen. Kurzfristig können der aktuelle Anstieg der COVID-19-Infektionen, die anhaltenden Lockdowns, die geringere Wirtschaftstätigkeit und die gedrückten Inflationserwartungen (d. h. höhere Realzinsen) eine erneute Verkaufswelle bei Aktien herbeiführen.

¹ Analyse von Columbia Threadneedle, September 2020.

² BCA Research Inc, September 2020.

³ Analyse von Bloomberg/Columbia Threadneedle, September 2020.

⁴ Analyse von Bloomberg/Columbia Threadneedle, September 2020.

⁵ BCA Research Inc, September 2020.

⁶ BCA Research Inc, September 2020.

Weitere Informationen finden Sie auf **COLUMBIATHREADNEEDLE.COM**



Wichtiger Hinweis: Nur zur Verwendung durch professionelle und/oder qualifizierte Anleger (Nutzung durch oder Weitergabe an Privatkunden verboten). Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken und ist nicht repräsentativ für eine bestimmte Anlage. Es beinhaltet kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten und stellt keine Anlageempfehlung oder Dienstleistung dar. **Anlagen sind mit Risiken verbunden, unter anderem dem Risiko eines Kapitalverlusts. Ihr Kapital unterliegt einem Risiko.** Marktrisiken können einzelne Emittenten, Wirtschaftssektoren, Branchen oder den gesamten Markt betreffen. Der Wert von Anlagen ist nicht garantiert, und Anleger erhalten den ursprünglich investierten Betrag unter Umständen nicht zurück. **Anlagen im Ausland** können aufgrund politischer und wirtschaftlicher Instabilität, schwankender Wechselkurse sowie abweichender Finanz- und Rechnungslegungsstandards bestimmte Risiken beinhalten und volatil sein. **Die in diesem Dokument genannten Wertpapiere dienen nur der Veranschaulichung und können sich ändern. Ihre Nennung ist nicht als Kauf- oder Verkaufsempfehlung zu verstehen. Die beschriebenen Wertpapiere können sich als rentabel oder unrentabel erweisen.** Die zum Ausdruck gebrachten Ansichten entsprechen dem Stand zum angegebenen Zeitpunkt und können sich ändern, wenn sich die Marktbedingungen oder andere Bedingungen verändern. Darüber hinaus können sie sich von Ansichten anderer Geschäftspartner oder Tochtergesellschaften von Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle) unterscheiden.

Tatsächliche Anlagen oder Anlageentscheidungen, die von Columbia Threadneedle und ihren Tochtergesellschaften auf eigene Rechnung oder im Namen von Kunden getätigt oder getroffen werden, spiegeln die zum Ausdruck gebrachten Ansichten unter Umständen nicht wider. Die Angaben in diesem Dokument stellen keine Anlageberatung dar und die individuelle Situation einzelner Anleger wird darin nicht berücksichtigt.

Anlageentscheidungen sollten stets auf Grundlage des besonderen finanziellen Bedarfs, der Ziele, des Zeithorizonts und der Risikotoleranz eines Anlegers getroffen werden. Die beschriebenen Anlageklassen sind unter Umständen nicht für alle Anleger geeignet. **Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für zukünftige Ergebnisse, und Prognosen stellen keine Garantie dar.** Von Dritten bereitgestellte Informationen und Einschätzungen stammen aus Quellen, die als zuverlässig angesehen werden, ihre Genauigkeit oder Vollständigkeit kann jedoch nicht garantiert werden. Dieses Dokument und seine Inhalte wurden von keiner Aufsichtsbehörde geprüft.

In Australien: Herausgegeben von Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited („TIS“), ARBN 600 027 414. TIS ist von der Vorschrift befreit, eine australische Finanzdienstleistungslizenz gemäß dem Corporations Act zu besitzen, und stützt sich bei der Vermarktung und Erbringung von Finanzdienstleistungen für australische Wholesale-Kunden im Sinne von Section 761G des Corporations Act 2001 auf Class Order 03/1102. TIS unterliegt in Singapur (Registrierungsnummer: 201101559W) der Bankenaufsicht der Monetary Authority of Singapore gemäß Securities and Futures Act (Chapter 289), der von australischem Recht abweicht.

In Singapur: Herausgegeben von Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited, 3 Killiney Road, #07-07, Winsland House 1, Singapur 239519, reguliert in Singapur von der Monetary Authority of Singapore im Rahmen des Securities and Futures Act (Chapter 289). Registrierungsnummer: 201101559W. Dieses Dokument wurde nicht von der Monetary Authority of Singapore geprüft.

In Hongkong: Herausgegeben von Threadneedle Portfolio Services Hong Kong Limited 天利投资管理香港有限公司. Unit 3004, Two Exchange Square, 8 Connaught Place, Hongkong, von der Securities and Futures Commission („SFC“) für die Ausführung regulierter Tätigkeiten vom Typ 1 lizenziert (CE:AQA779). Eingetragen in Hongkong unter der Companies Ordinance (Chapter 622), Nr. 1173058.

Im EMEA-Raum: Herausgegeben von Threadneedle Asset Management Limited. Eingetragen in England und Wales, Registernummer 573204, Cannon Place, 78 Cannon Street, London EC4N 6AG, Vereinigtes Königreich. Von der Financial Conduct Authority im Vereinigten Königreich zugelassen und reguliert. Dieses Dokument wird von Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited verteilt, die von der Dubai Financial Services Authority (DFSA) reguliert wird. Für Vertriebsstellen: Dieses Dokument dient dazu, Vertriebsstellen Informationen über die Produkte und Dienstleistungen der Gruppe bereitzustellen, und ist nicht zur Weitergabe bestimmt. Für institutionelle Kunden: Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen keine Finanzberatung dar und sind ausschließlich für Personen mit entsprechenden Anlagekenntnissen bestimmt, welche die aufsichtsrechtlichen Kriterien für professionelle Anleger oder Marktkontrahenten erfüllen, und dürfen von keiner anderen Person als Entscheidungsgrundlage verwendet werden. **Columbia Threadneedle Investments ist der globale Markenname der Columbia- und Threadneedle-Unternehmensgruppe.**
columbiathreadneedle.com
Herausgegeben im November 2020 | Gültig bis Juni 2021 | J31073 | 3333854