

Eine Rezession wie keine andere?

Warum wir bei Aktien weiterhin vorsichtig zuversichtlich sind – mit der Betonung auf vorsichtig!

- Wir gehen weiterhin davon aus, dass die Rezession nicht zu lange dauert und nicht zu viele dauerhafte Narben hinterlässt.
- Es gibt einige ermutigende Anzeichen, dass die Covid-19-Pandemie in vielen Industrieländern zumindest vorerst wieder abebbt.
- Einzelne Länder und Branchen sind unterschiedlich hart betroffen, sodass eine gezielte Aktienauswahl unerlässlich bleibt.



Dr. Thomas Schübler
Co-Head of Equities



Andre Köttner
Co-Head of Equities

Überall auf der Welt hat die rasche Verbreitung des Coronavirus politische und wirtschaftliche Krisen beispiellosen Ausmaßes ausgelöst und das öffentliche Gesundheitswesen an seine Grenzen gebracht. Aber einem Anleger, der nach einem Mitte Februar begonnenen Tiefschlaf erst jetzt sein Aktienportfolio wieder kontrolliert, würde dies nicht gleich ins Auge springen. Als dieser Beitrag in den letzten Apriltagen verfasst wurde, lag der S&P 500 gerade einmal 15 Prozent unter seinem Spitzenwert vom Februar und etwa da, wo er im Mai 2019 handelte.

Andere Aktienmarktindizes, vor allem in den Schwellenländern, haben stärkere Verluste erlitten. Aber dies wäre auch durch die politische Krise in Brasilien, einbrechende Rohstoffpreise, unter denen Russland und Südafrika leiden, oder einen stärkeren Dollar, der die stark verschuldeten Unternehmen in den Schwellenländern von der Türkei bis Indien schwer belastet, zu erwarten gewesen. Noch dazu befinden sich alle diese Länder erst in der Anfangsphase der Pandemie. China beginnt sich hingegen bereits langsam von dem Schaden durch den Covid-19-Ausbruch im ersten Quartal zu erholen. Der chinesische CSI 300 Index steht nur 5% niedriger als zum Jahresbeginn und hat den Großteil der früheren Verluste wieder wettgemacht.¹

In Europa ringen unterdessen die politisch Verantwortlichen weiterhin um eine gemeinsame Reaktion auf die Pandemie. Zumindest der Brexit wurde im Januar – schließlich – vollzogen.

Aber die künftigen Beziehungen des Vereinigten Königreichs mit seinen wichtigsten Handelspartnern bleiben ungeklärt. Angesichts der Sorgen um die Covid-19-Pandemie, wird es zunehmend schwieriger, sich an die genauen Gründe zu erinnern, warum der Brexit die Märkte so lange in Atem hielt.

Erste Anzeichen geben Anlass zur Hoffnung, dass die ersten Covid-19-Wellen auf beiden Seiten des Ärmelkanals – und nach ersten vorsichtigen Hinweisen auch in einigen der am stärksten betroffenen US-Staaten – ihren Höhepunkt überschritten haben. Eines ist jedoch schon jetzt überdeutlich: Die Eindämmung der Pandemie fordert in allen betroffenen Ländern einen hohen wirtschaftlichen Preis. Die notwendigen Maßnahmen des „Social Distancing“ haben die Weltwirtschaft in eine Rezession gestürzt. Im Jahr 2019 hatten sowohl das globale Wirtschaftswachstum als auch die Unternehmensgewinne geboomt. Die Dauer des wirtschaftlichen „Shutdown“ wird entscheidend den Umfang der negativen wirtschaftlichen Folgen bestimmen.

Auch die Fiskal- und Geldpolitik befindet sich in den meisten reichen Ländern im Krisenmodus, mit einer ganzen Bandbreite unkonventioneller Maßnahmen zur Abschwächung kurzfristiger wirtschaftlicher Härten. Wie sich die massive Erhöhung der öffentlichen Verschuldung, die hauptsächlich über eine Ausweitung der Zentralbankbilanzen erfolgt, langfristig auswirken wird, ist alles andere als klar. Einige Beobachter ziehen Parallelen zum alten Konzept der Seigniorage, oder der Münzverschlechterung

¹ Bloomberg Finance L.P.; Stand: 28.04.2020

durch einen Souverän, der so seine Kriege oder andere royale Exzesse finanzierte, an deren Ende zumeist eine höhere Inflation stand. Jetzt könnten aber steigende Arbeitslosigkeit und der daraus folgende Konsumrückgang stattdessen deflationären Abwärtsdruck auf die Unternehmensmargen ausüben.

Was die zunehmend beliebtere Idee, sich mit Aktien gegen einen eventuellen Inflationsanstieg abzusichern, betrifft, so sollte vielleicht vorher jemand befragt werden, der sich noch an die 1970er Jahre erinnert. Noch besser wäre es, einen inzwischen zum Klassiker avancierten Artikel von Franco Modigliani und Richard Cohn zu lesen. 1979 tadelten die beiden Volkswirte – nach einem Jahrzehnt hoher Inflation – die Marktteilnehmer, Aktien bei weitem zu streng zu bewerten. „Aufgrund inflationsinduzierter Fehleinschätzungen bewerten Investoren den Aktienmarkt systematisch um 50 Prozent unter seinem Wert.“² Diese Gedankengänge haben wohl für Modigliani 1985 den Weg zum Nobelpreis geebnet. Aber die Marktteilnehmer blieben unbeeindruckt und waren nicht bereit, mehr zu bezahlen, bis die Inflation ab Anfang der 1980er Jahre gezähmt war.

Die Argumente für Aktien gründen daher fest auf der Idee, dass die Welt nach Covid-19 in den wichtigsten Bestandteilen noch der Welt ähneln wird, die wir vor der Krise gekannt haben: niedrige Inflation mit noch niedrigeren Zinsen. Dadurch könnten für noch längere Zeit noch höhere Aktienmarktewertungskennzahlen unterstützt werden, möglicherweise zu Lasten künftiger Portfolioerträge. Die Krise könnte auch den Trend zur Digitalisierung beschleunigen. In unserem Basisszenario werden die Bereiche Technologie und soziale Medien weiterhin ganz vorne dabei sein. Arbeiten von Zuhause, Videokonferenzen und der Online-Lebensmittelhandel könnten ebenfalls neue und dauerhafte Nischenchancen eröffnen.

Die wichtigste unserer positiven Einstellung zu Aktien zugrundeliegende Annahme ist, dass die Rezession nicht zu lange dauert und nicht zu viele dauerhafte Narben hinterlässt. Für ein derartiges Szenario müssten die meisten Länder etwaige weitere Covid-19-Wellen vermeiden oder zumindest begrenzen können, ohne dabei auf erneuten landesweiten Stillstand zu setzen. Innerhalb der nächsten 12 bis 18 Monate müssten Impfstoffe und bessere medizinische Behandlungsmethoden gefunden sein. Und bei der Frage, wer die Kosten der Krise tragen könnte, gibt es bereits mehrere düstere Anzeichen, dass Aktienbesitzer nicht ungeschoren davonkommen dürften und direkt oder indirekt einen Teil der Kosten übernehmen werden müssen.

Viele Dividenden wurden bereits aus wirtschaftlichen oder politischen Gründen gekürzt. Je länger die Krise andauert, umso größer dürfte der Druck werden.

Viel hängt auch vom Ergebnis der Präsidentschaftswahlen in den USA im November ab. Wie von uns erwartet, haben die Demokraten einen Kandidaten aus dem gemäßigten Lager nominiert, den ehemaligen Vizepräsidenten Joe Biden. Im Gegensatz zu den im Vorwahlkampf angetretenen eher links orientierten Kandidaten dürfte Joe Biden weniger geneigt sein, die Arzneimittelpreise auf den Prüfstand zu stellen oder Maßnahmen zur stärkeren Besteuerung von Kapitalgewinnen oder Vermögen zu ergreifen. Knappe Rennen um die Senatssitze dürften den Handlungsspielraum jeder neuen US-Regierung ebenfalls einschränken. Wenn man die starken Schwankungen in der US-Politik in den letzten Jahren bedenkt, lässt sich aber eine Umkehr der 2017 beschlossenen US-Unternehmenssteuerkürzungen nicht gänzlich ausschließen.

Insgesamt steht unser optimistisches Basisszenario also auf tönernen Füßen und ist ziemlich zerbrechlich. Zu offensichtlich sind die Abwärtsrisiken für Aktien, sollte sich die Krise als schwerwiegender als erwartet erweisen. Marktmultiplikatoren sind ein psychologischer Seismograph des Anlegervertrauens. Es könnte noch etwas länger dauern, bis sie sich ihren früheren Spitzenwerten wieder nähern. Wie auch immer das längerfristige Marktergebnis aussehen wird, die kurzfristige Volatilität dürfte sehr hoch bleiben, und die Märkte könnten frühere Tiefstände testen.

Inzwischen wirkt sich die Krise auf praktisch alle Branchen negativ aus. Die Finanzvorstände der Unternehmen werden über alle Branchen hinweg versuchen, durch Kürzungen diskretionärer Ausgaben, Verschiebungen von Investitionen und letzten Endes möglicherweise auch Entlassungen liquide zu bleiben. Aber nicht alle wurden gleich hart getroffen, sodass eine gezielte Aktienausswahl Chancen eröffnen kann. Tourismus, Fluggesellschaften und Gastronomie stehen vor einer existenziellen Bedrohung, während der Ölsektor vor der doppelten Herausforderung eines Überangebots bei gleichzeitig sinkender Nachfrage steht. Global aufgestellte Banken sind in wesentlich besserer Verfassung als 2008, müssen aber bereits ihre Wertberichtigungen für notleidende Kredite erhöhen. Unternehmen mit hoher Fremdverschuldung dürften sich weniger gut entwickeln. Für uns steht Qualität weiterhin im Mittelpunkt, also Unternehmen mit starken Bilanzen und relativ stabilen Cashflows.

² Franco Modigliani and Richard A. Cohn (1979), "Inflation, Rational Valuation and the Market", in: Financial Analysts Journal, Vol. 35, Issue 2, S. 24-4428.04.2020

Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. DWS hat nicht die Absicht, bei den anstehenden Wahlen für ein bestimmtes Ergebnis zu werben. DWS Investment GmbH; 28.04.2020

KRISE? WELCHE KRISE?

Nach der jüngsten Erholung handelt der S&P 500 beim 18,5-Fachen des nachlaufenden Gewinns und damit über seiner durchschnittlichen Bewertung der letzten 20 Jahre.



* Kurs-Gewinn-Verhältnis

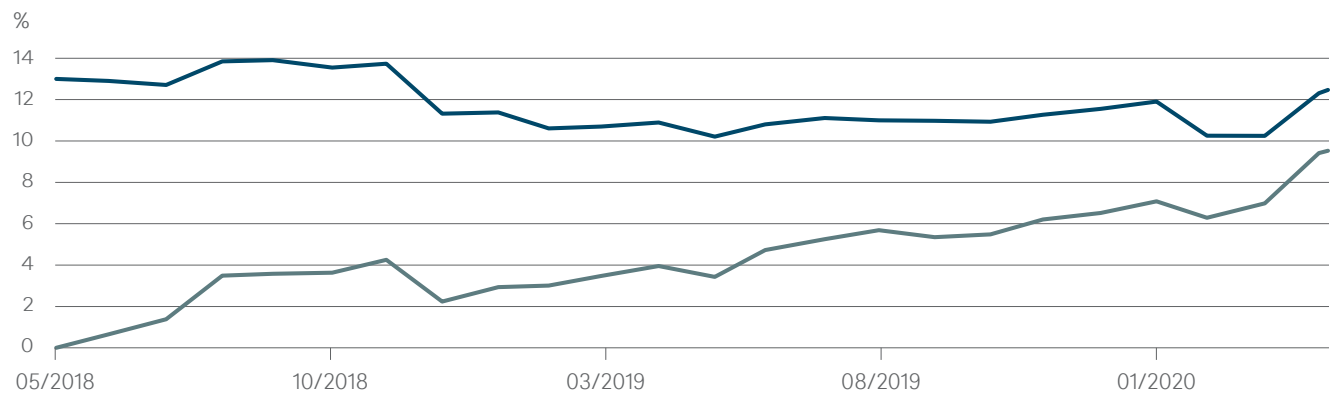
Quellen: Refinitiv, DWS Investment GmbH Stand: 28.04.2020

Bewertungen im Überblick

USA: NEUTRAL (NEUTRAL)*

Aufgrund äußerst umfangreicher US-Fiskalmaßnahmen dürfte die Rezession in den Vereinigten Staaten flacher und kürzer ausfallen als in der Eurozone. Die US-Märkte haben ihre ursprüngliche Panik jedenfalls schnell überwunden. Vorerst scheinen Investoren entschlossen, durch die Krise hindurchzuschauen.

Das könnte zu gelegentlichen Enttäuschungen mit entsprechenden Kursrückgängen führen. Immerhin handeln die US-Aktienmärkte wieder auf Bewertungen, die vor nicht allzu langer Zeit, noch ohne eine Pandemie, eher teuer erschienen wären.



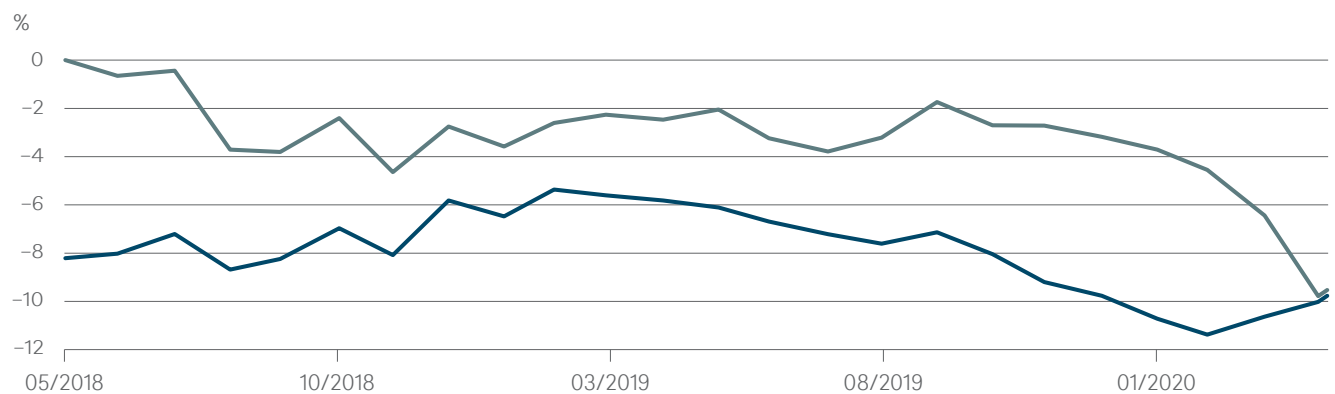
■ Relative Bewertung (KGV): S&P 500* vs. MSCI AC World Index**

■ Relative Wertentwicklung: S&P 500 (in Dollar) vs. MSCI AC World Index (in lokaler Währung)

EUROPA: NEUTRAL (NEUTRAL)*

Europäische Aktien haben sich insgesamt, da es unter ihnen nur wenige Technologieaktien und relativ wenige Wachstumsaktien gibt, im ganzen letzten Jahrzehnt relativ schwach entwickelt. Covid-19 dürfte dies kaum ändern. Die starke Gewichtung von Ölkartien in einigen Länderindizes könnte deren Erholung noch

weiter hinauszögern. Jede Vorhersage, wie Investoren extrem volatile Gewinnströme in den kommenden zwölf Monaten bewerten werden, ist äußerst spekulativ. Erneute Marktturbulenzen könnten Chancen durch gezielte Aktienausswahl eröffnen



■ Relative Bewertung (KGV): Stoxx Europe 600* vs. MSCI AC World Index**

■ Relative Wertentwicklung: Stoxx Europe 600 (in Euro) vs. MSCI AC World Index (in lokaler Währung)

* Als Bezugspunkt unserer Einschätzung dient der MSCI AC World Index, die Einschätzung aus dem Vorquartal steht in Klammern.

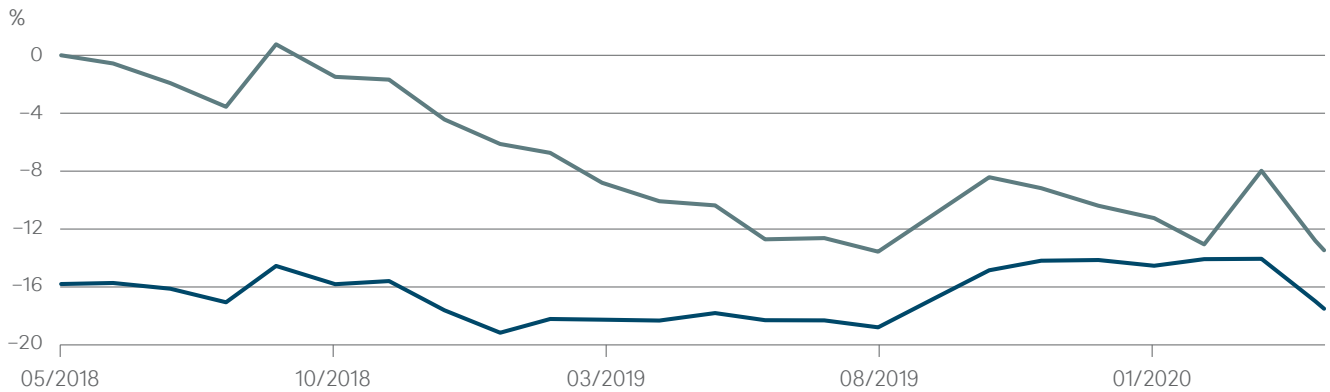
Quellen: FactSet Research Systems Inc., DWS Investment GmbH; Stand: 30.04.2020

Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. DWS hat nicht die Absicht, bei den anstehenden Wahlen für ein bestimmtes Ergebnis zu werben. DWS Investment GmbH; 28.04.2020

JAPAN: NEUTRAL (NEUTRAL)*

Theoretisch sollte das exportabhängige Japan von jedem Anzeichen einer weltwirtschaftlichen Erholung profitieren. Die Bilanzen sind solide und das politische Umfeld ist stabil. Unternehmensführung und Eigenkapitalrendite haben sich seit der letzten Finanzkrise gebessert. Somit bieten japanische Aktien

eine gute Möglichkeit, von einem weltweiten Aufschwung zu profitieren, wenn es soweit ist. Allerdings könnten bis dahin ein sich verschlechterndes wirtschaftliches Umfeld oder erneut aufflammende Spannungen zwischen den USA und China den Enthusiasmus der Investoren dämpfen.



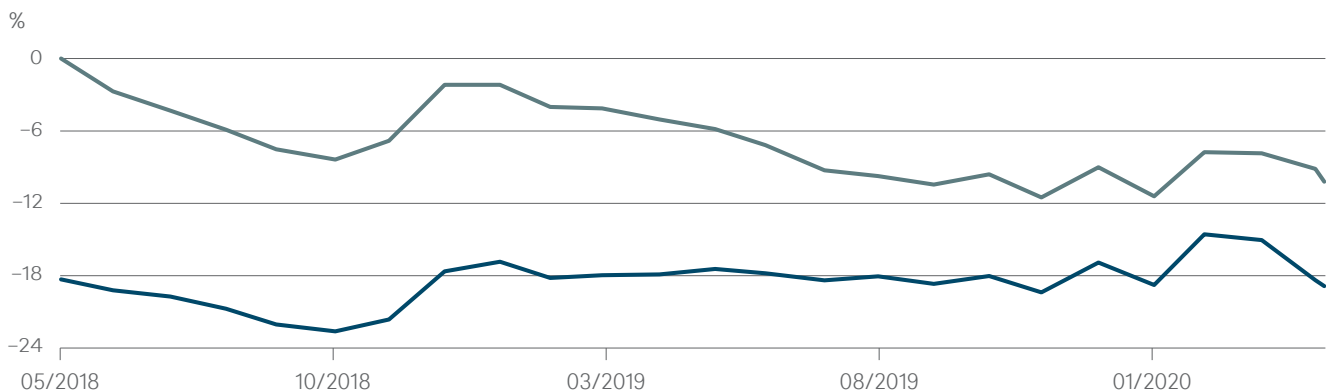
■ Relative Bewertung (KGV): MSCI Japan Index* vs. MSCI AC World Index**

■ Relative Wertentwicklung: MSCI Japan Index (in Yen) vs. MSCI AC World Index (in lokaler Währung)

SCHWELLENLÄNDER: NEUTRAL (NEUTRAL)*

Aufgrund verschiedener Handelskonflikte gingen viele Schwellenländer geschwächt in die 2020er Jahre. Anstatt des erhofften Aufschwungs offenbart jetzt Covid-19 unbarmherzig viele bereits bestehende Schwächen, besonders in der Türkei, Südafrika und Mexiko, aber auch in Brasilien, Indien und Russland.

Viele der Risiken scheinen allerdings bereits eingepreist. In China, das zuerst vom Coronavirus getroffen wurde, erholen sich die Aktienmärkte schon wieder. Eine gezielte Auswahl auf Branchen- und Länderebene ist weiterhin ausschlaggebend.



■ Relative Bewertung (KGV): MSCI Emerging Markets Index* vs. MSCI AC World Index**

■ Relative Wertentwicklung: MSCI Emerging Markets Index (in Dollar) vs. MSCI AC World Index (in lokaler Währung)

* Als Bezugspunkt unserer Einschätzung dient der MSCI AC World Index, die Einschätzung aus dem Vorquartal steht in Klammern.
Quellen: FactSet Research Systems Inc., DWS Investment GmbH; Stand: 30.04.2020

Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. DWS hat nicht die Absicht, bei den anstehenden Wahlen für ein bestimmtes Ergebnis zu werben. DWS Investment GmbH; 28.04.2020

GLOSSAR

Brexit – Kunstwort bestehend aus "Britain" und "Exit" zur Beschreibung des Ausscheidens Großbritanniens aus der EU

Cashflow – Mittelzu- und abflüsse eines Unternehmens, die durch dessen wirtschaftliche Tätigkeiten entstehen

CSI 300 Index – Index von 300 Unternehmen, die an der Shanghai und der Shenzhen Stock Exchange notiert sind (A-Shares)

Deflation – Nachhaltiger Rückgang des Preisniveaus in einer Volkswirtschaft

Euroraum (Eurozone) – Umfasst die 19 Staaten der EU, in denen der Euro gesetzliches Zahlungsmittel ist: Belgien, Deutschland, Estland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, Lettland, Litauen, Luxemburg, Malta, Niederlande, Österreich, Portugal, Slowakei, Slowenien

Fiskalpolitik – Alle wirtschaftspolitischen Maßnahmen, die ein Staat ergreift, um seine volkswirtschaftlichen Ziele zu verwirklichen

Geldpolitik – Alle wirtschaftspolitischen Maßnahmen, die eine Zentralbank ergreift, um ihre Ziele zu verwirklichen

Gewinnmarge – Gewinn in Relation zum Umsatz in Prozent

Inflation – Nachhaltiger Anstieg des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus

MSCI AC World Index – Aktienindex, der Unternehmen mit großer und mittlerer Marktkapitalisierung aus 23 Industrie- und 24 Schwellenländern enthält

MSCI Emerging Markets Index – Aktienindex, der große und mittelgroße notierte Unternehmen aus 23 Schwellenländern abbildet

MSCI Japan Index – Aktienindex, der große und mittelgroße notierte Unternehmen Japans abbildet

Multiple – Multiplikator; finanzieller Quotient zur Analyse von Aktien (z.B. KGV)

Rezession – Phase, in der die Wirtschaftsleistung zwei Quartale hintereinander im Vergleich zu den Vorquartalen nicht wächst oder zurückgeht

S&P 500 – Marktkapitalisierungsgewichteter Index, der die 500 führenden börsennotierten Unternehmen der USA abbildet

Schwellenländer (Schwellenmärkte) – Länder auf dem Weg zur Industrialisierung

Stoxx Europe 600 – Aktienindex europäischer Unternehmen aus dem Large-, Mid- und Small-Cap-Segment

Volatilität – Statistisches Schwankungsmaß, welches, auf Indizes angewendet, häufig herangezogen wird, um das in Kapitalmärkten inhärente oder angenommene Risiko zu quantifizieren

WERTENTWICKLUNG / Überblick

Wertentwicklung in den vergangenen 12-Monats-Perioden (in %)

	04/15 – 04/16	04/16 – 04/17	04/17 – 04/18	04/18 – 04/19	04/19 – 04/20
CSI 300 Index	-32,5%	11,4%	11,4%	6,6%	2,2%
Dax	-12,4%	23,9%	1,4%	-2,1%	-12,0%
MSCI AC World Index	-7,6%	12,9%	12,0%	3,0%	-6,8%
MSCI Emerging Market Index	-17,9%	19,1%	21,7%	-5,0%	-12,0%
MSCI Japan Index	-6,1%	10,5%	19,2%	-7,2%	-3,0%
S&P 500	1,2%	17,9%	13,3%	13,5%	0,9%
Stoxx Europe 600	-10,8%	17,2%	2,9%	5,2%	-10,2%

Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Quelle: Bloomberg Finance L.P., DWS Investment GmbH, Stand: 30.04.2020

Wichtige Hinweise

Bei dem vorliegenden Dokument handelt es sich um eine Werbemitteilung.

DWS ist der Markenname unter dem die DWS Group GmbH & Co. KGaA und ihre Tochtergesellschaften ihre Geschäfte betreiben. Die jeweils verantwortlichen rechtlichen Einheiten, die Kunden Produkte oder Dienstleistungen der DWS anbieten, werden in den entsprechenden Verträgen, Verkaufsunterlagen oder sonstigen Produktinformationen benannt.

Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen keine Anlageberatung dar.

Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung von DWS Investment GmbH wieder, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können.

Wertentwicklungen der Vergangenheit, simuliert oder tatsächlich realisiert, sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen genügen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegen keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung solcher Empfehlungen. Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.

Dieses Dokument und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in solchen Staaten verbreitet oder veröffentlicht werden, in denen dies nach den jeweils anwendbaren Rechtsvorschriften zulässig ist. Der direkte oder indirekte Vertrieb dieses Dokuments in den USA sowie dessen Übermittlung an oder für Rechnung von US-Personen oder an in den USA ansässige Personen sind untersagt.

DWS Investment GmbH 2020

Herausgeber: DWS Investment GmbH, Mainzer Landstraße 11-17, 60329 Frankfurt am Main, Deutschland

CRC 075647 (05/2020), CRC 075648 (05/2020)