

## Wie ein – kluger – Lemming investieren

Ein regelrechter Liquiditäts-Tsunami hat Aktien in die Höhe gewirbelt. Sorgfältige Auswahl wird damit umso wichtiger.

- Das Kurs-Gewinn- und das Kurs-Umsatz-Verhältnis globaler Aktien ist im historischen Vergleich sehr teuer.
- Ganz allgemein sprechen die Risiko-Ertragsaussichten derzeit eher gegen frische Aktieninvestitionen.
- Selektiv zu investieren ergibt immer noch Sinn. Dazu sind derzeit nicht nur traditionelle Aktienstrategien erforderlich, sondern auch Verständnis für eine sich ändernde Marktökologie.



Dr. Thomas Schübler  
Co-Head of Equities



Andre Köttner  
Co-Head of Equities

Warum sollte man sich derzeit überhaupt noch Gedanken um Aktienstrategie machen? Neun Monate nach Beginn der Pandemie ist wohl ein guter Zeitpunkt für das offene Eingeständnis, dass auch sehr erfahrenen Marktteilnehmern beim Blick in die Zukunft Grenzen gesetzt sind. Besonders in Zeiten wie diesen. Die Pandemie traf die Weltwirtschaft ebenso plötzlich wie eine Naturkatastrophe. Aber im Gegensatz zu einem Erdbeben ließ sie die Infrastruktur weitgehend unbeschädigt und löste einen regelrechten Liquiditäts-Tsunami aus. Regierungen und Zentralbanken schnürten sehr effektiv schuldenfinanzierte Rettungspakete für die von Covid-19-Maßnahmen schwer getroffene Wirtschaft, mit deren Hilfe fehlendes Haushalts- und Unternehmenseinkommen vorübergehend durch staatliche Beihilfen ersetzt wurde. Privatanleger leiteten große Teile der zusätzlichen Liquidität in dieselben langfristigen Wachstumswerte. Ablesen ließ sich dies an den weltweit größten Technologieunternehmen, deren Marktkapitalisierung Billionenhöhe erreichte – bis vor kurzem eine noch kaum vorstellbare Größenordnung.

All dies ließ uns an das kürzlich in einer Neuauflage veröffentlichte Buch des US-Ökonomen Andrew Lo denken. „Die Finanzmärkte werden von unseren Interaktionen getrieben – wie wir uns benehmen, lernen und uns aneinander, aber auch

an das gesellschaftliche, kulturelle, politische, wirtschaftliche und natürliche Umfeld anpassen, in dem wir leben“, schreibt Lo.<sup>1</sup> Dieses kollektive Lernen funktioniert gut, solange die Bedingungen gleich bleiben. Aber wenn die Umwelt von einem plötzlichen Schock getroffen wird – wie einer globalen Epidemie, die alle Bereiche des Lebens auf den Kopf stellt – reichen traditionelle Anlageinstrumente und -kennziffern vielleicht nicht mehr aus, um sich vorstellen zu können, was als nächstes passieren wird.

Seit März haben sich die Aktienmärkte wesentlich schneller erholt als von uns erwartet. Trotz einer kleinen Korrektur im September ist das Kurs-Gewinn- und das Kurs-Umsatz-Verhältnis globaler Aktien im historischen Vergleich sehr teuer geworden. Aktuell hat es ein besorgniserregend hohes Niveau erreicht – nur während der Dotcom-Blase (Technologie, Medien und Telekom) war es noch höher. Dass der steigende Pegel nicht alle Boote gleichermaßen nach oben getrieben hat, ist eine weitere Parallele.

So sind zum Beispiel alle 69 Subsektoren des Bloomberg World Index, ebenso wie die meisten Aktienindizes auf der ganzen Welt, seit dem Markttief im März im grünen Bereich. Aber ebenso bemerkenswert sind die Unterschiede. Von den

<sup>1</sup> Lo, Andrew (2019) Adaptive Markets: Financial Evolution at the Speed of Thought, Princeton Univers. Press, 2. Ausgabe, S. 188

erwähnten globalen Subsektoren sind der Telekommunikations-, Banken- und der Öl und Gasindex jeweils um weniger als 20 Prozent gestiegen, während sich Alternative Energie mehr als verdoppelt hat. Während der S&P 500 seit dem 23. März 2020 50 Prozent zugelegt hat, waren es beim europäischen Stoxx 600 nur bescheidenere 30 Prozent. Zu letzterem gehören auch über 20 Unternehmen, die in den letzten sechs Monaten über 20 Prozent verloren haben.<sup>2</sup> Eine klare Aktienstrategie war hier also durchaus nützlich, vor allem bei der Entscheidung, welche Unternehmen und Branchen besser zu meiden sind.

Derzeit gehen wir davon aus, dass die Unternehmensgewinne in den Vereinigten Staaten und Asien bis zum Jahresende 2021 wieder das Niveau vor der Pandemie erreichen, wobei vor allem Unternehmen, die von der beschleunigten Digitalisierung profitieren, die treibenden Kräfte sein dürften. Dazu gehören die größten US-Technologieunternehmen, gemeinsam mit einigen asiatischen Akteuren. Allerdings lassen hohe Arbeitslosigkeit, die weiterhin spürbaren Auswirkungen der Pandemie und die anstehende US-Präsidentenwahl unsere unter Konsens liegenden Erwartungen sehr unsicher erscheinen.

Für den S&P nehmen wir das 20-Fache (d.h. 5 Prozent reale Kapitalkosten) der „normalisierten“ Gewinne 2022. Bei Diskontierung bis September 2021 liegt das 12-Monatsziel für den S&P bei 3.300, für den Dax bei 12.700. Nur bei asiatischen Aktien („First in, first out“ bei der Covid-Pandemie) sehen wir ein – wenn auch bescheidenes – Renditepotenzial. Anderswo gibt es keinen fundamentalen Spielraum nach oben, was bedeutet, dass die Risiko-Ertragsaussichten derzeit eher gegen frische Aktieninvestitionen sprechen.

Könnten wir uns hier irren? Könnten die Märkte noch weiter nach oben klettern? Sicher. Nichts scheint die Lemminge gerade jetzt aufhalten zu können, und auch wir empfehlen unverändert, den IT-Bereich, der sich bereits jetzt aufgrund der beeindruckenden Geschäftsdynamik (ganz anders als 2000!) einer schwindelerregenden Beliebtheit erfreut, taktisch überzugewichten. Wir bringen übrigens an dieser Stelle absichtlich Lemminge ins Spiel, ohne jemanden beleidigen zu wollen, am allerwenigsten die arktischen Nager selbst. Zoologen sprechen bei lokalen Lemmingpopulationen von

„Boom-und-Bust-Zyklen“, die mit dem Winterwetter und den Schneeverhältnissen zusammenhängen könnten. Stellt man ihre Populationszahlen grafisch dar, so erinnert das Bild stark an die Muster der Kurse spekulativer Finanzanlagen.<sup>3</sup>

Vielleicht können Anleger, die immer noch die Heilsbotschaften von TINA („There is no alternative“, zu Deutsch „es gibt keine Alternative“) und FOMO („Fear of missing out“, zu Deutsch „die Angst, etwas zu verpassen“) predigen, hier etwas lernen. Ganz allgemein ist eines der Schlüsselargumente von Andrew Lo, dass sich Investoren in Zeiten erhöhter Unsicherheit auf ihren Instinkt verlassen. So können Ineffizienzen entstehen, die andere nutzen können, aber dafür müssen sie Veränderungen in der Marktökologie vorhersehen – und traditionelle Aktienstrategie beherrschen. Oder anders gesagt: Mit dem Auftreten von risikofreudigen Privatanlegern als Folge der während der Covid-19-Pandemie aufgelegten Hilfsprogramme hatten auch wir nicht gerechnet.

Natürlich verstehen wir auch das Dilemma, in dem sich Anleger befinden, nachdem die US-Notenbank (Fed) praktisch auf Jahre hinaus eine Zinsumgebung nahe bei null festgeschrieben hat. Wir würden allerdings sagen, dass Anleger auch in einer Zeit negativer realer Zinsen eine deutliche Aktienprämie fordern sollten. Sie sollten sich nicht auf eine weitere Verschlechterung des Risiko-Ertragsverhältnisses einlassen, weil Aktien grundsätzlich riskante Anlagen bleiben. Der Rückgang der Unternehmensgewinne im zweiten Quartal 2020 um etwa 35 Prozent unterstreicht dies.

Bei einem auf erhöhtem Niveau handelnden CBOE Volatility Index (Vix) scheint in den kommenden Monaten ein deutliches Risikopotenzial zu bestehen. Auch gibt es genügend mögliche Auslöser, einschließlich eines ungeordneten US-Wahlprozesses, einer beschleunigten Ausbreitung von Covid-19 im Winter und positiver – oder negativer – Daten zum Verlauf der Phase 3 möglicher Impfstoffe in den kommenden Wochen. Positive Daten und somit ein Durchbruch bei der Impfstoffentwicklung könnten schwer angeschlagenen Aktien zum Beispiel aus der Reisebranche, dem zivilen Flugzeugbau oder Lieferanten des „Außer-Haus-Konsums“ wie Getränken Auftrieb geben.

Trotz der Versuchung, die Herde vorzeitig zu verlassen und die Positionierung in Richtung „Substanzwerte“ zu verschieben,

<sup>2</sup> Alle Zahlen vom 07.10.2020

<sup>3</sup> Kausrud, K., Mysterud, A., Steen, H. et al. (2008) Linking climate change to lemming cycles. Nature 456, 93–97. <https://doi.org/10.1038/nature07442>

ziehen wir es dennoch vor, bei der Positionierung in Richtung Wachstumsaktien zu bleiben und konzentrieren uns vorerst auf eine gezielte Aktienauswahl. Etwaige Erholungsphasen von Substanzwerten dürften unserer Einschätzung nach nur von kurzer Dauer sein. Die Geschäftsmodelle von Sektoren wie fossile Brennstoffe und Finanzunternehmen stehen vor großen strukturellen Herausforderungen, ausgelöst durch die Digitalisierung und die Verlagerung auf erneuerbare Energiequellen, obwohl vieles davon bereits eingepreist ist.

Wir behalten das Übergewicht im Gesundheitssektor bei, sehen aber auch, dass diese Branche in der Regel im Umfeld von US-Wahlen sehr volatil handelt. Wir stehen bei Versorgern aufgrund möglicher Wachstumsaussichten in Zusammenhang mit dem „Green New Deal“<sup>4</sup> in den Startlöchern, auch wenn wir sie noch nicht auf neutral hochgestuft haben. Beim börsengehandelten Immobiliensektor bleiben wir aufgrund deutlicher Gegenwinde durch E-Commerce und Home-Office vorerst an der Seitenlinie.

## GLOSSAR

**Bloomberg World Index** – ein nach Marktkapitalisierung gewichteter Index aller in der Bloomberg World Index Series enthaltenen Aktien. Die Aktien in der Serie gehören zu den oberen 85% der Marktkapitalisierung ihres jeweiligen Bloomberg-Klassifizierungssektors.

**CBOE Volatility Index (Vix)** – Index, der die erwartete Volatilität des S&P 500 anhand der implizierten Volatilitäten kurzlaufender Optionen auf den S&P 500 wiedergibt.

**Dax** – Marktkapitalisierungsgewichteter Index, der sich aus den 30 wichtigsten notierten Unternehmen Deutschlands zusammensetzt; im Gegensatz zu den meisten anderen Indizes ist der Dax ein Performanceindex, der Dividendenzahlungen beinhaltet

**Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)** – Aktienkurs dividiert durch den Gewinn pro Aktie; bei Aktienindizes: Marktkapitalisierung des Index dividiert durch die Summe der Unternehmensgewinne

**Kurs-Umsatz-Verhältnis (KUV)** – setzt die aktuelle Marktkapitalisierung eines Unternehmens ins Verhältnis zu dessen (Jahres)-Umsatz.

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

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

**Substanzwerte** – Aktien von Unternehmen, die nah an ihrem Buchwert notieren

**US Federal Reserve (Fed)** – Zentralbank der USA

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

**Wachstumsaktien** – Wachstumsaktien sind Aktien von Unternehmen, die voraussichtlich für einen bestimmten Zeitraum deutlich stärker als der Marktdurchschnitt wachsen werden

<sup>4</sup> Gesetzesvorschlag einiger demokratischer US-Kongressabgeordneter, der darauf abzielt, Lösungen für den Klimawandel und Einkommensungleichheit zu erarbeiten

## WERTENTWICKLUNGEN / Überblick

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

	09/15 - 09/16	09/16 - 09/17	09/17 - 09/18	09/18 - 09/19	09/19 - 09/20
Bloomberg World Index	9,2%	22,5%	8,0%	-0,2%	12,5%
S&P 500	15,4%	18,6%	17,9%	4,3%	15,1%
Stoxx Europe 600	2,4%	17,1%	2,2%	6,6%	-5,6%

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

Quellen: Bloomberg Finance L.P., DWS Investment GmbH; Stand: 30.09.2020

### 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 078893 (10/2020)