

Börsenmonitor Februar 2021



- **Nach einem 2%igen Kursrücksetzer im Januar stehen die US-Börsen und der DAX Mitte Februar abermals auf oder nahe ihrer Rekordstände. Treiber sind die deutlich verbesserte Ertragslage und optimistischere Zukunftsaussagen der Unternehmen und weitere fiskalische Anschubmaßnahmen in den USA.**
- **Kurzfristig sehen besonders US-Aktien technisch überkauft aus, eine Konsolidierungsphase ähnlich der im Januar wäre nicht überraschend. Darüber hinaus ist die zyklische Aufwärtsbewegung seit April 2020 weiter intakt.**
- **Den Trend stützen Fundamentalfaktoren: Beschleunigung der Weltwirtschaft, fortschreitende Impfkampagnen, steigende Unternehmensgewinne und die lockere Geldpolitik. Der öfter herangezogene Vergleich zur 2000er Tech-Blase ist unangebracht. Bei einem damaligen Markt-KGV von 27 lag der US-Zins bei 6,7%, heute bei 1,2%.**

Kurze, aber scharfe Marktkorrektur im Januar: Ja, da war etwas im Januar an den Börsen, das schnell vorüberging und heute schon fast wieder vergessen ist. Der DAX verlor von der Januar-Spitze bei 14.131 Punkten, einem Allzeit-Hoch, immerhin 7,2% bis auf ein Tief bei 13.311 Punkten gegen Ende des Monats. Der Dow Jones hatte in der Zeit ein Minus von 4,4% zu verkraften. Eine kurze, aber scharfe Konsolidierung an den Weltbörsen also, nach einem über zweimonatigen Anstieg seit der vorangegangenen Korrektur im Oktober.

Die Marktschwäche fiel mit einer Zeit verschärfter Lockdowns in Europa, weltweit steigender Infektionszahlen und einer rasanten Ausbreitung der britischen Mutationsvariante des Coronavirus zusammen. Aber, die Hoffnung auf die in einigen Staaten zügig, in der EU leider nur schleppend, angelaufenen Impfkampagnen und unerwartet gute Jahresbilanzen und optimistische Ausblicke von Seiten der Unternehmen sorgten für eine schnelle Stimmungsumkehr. Der Kursrückschlag wurde in wenigen Tagen nicht nur ausgebügelt, sondern

unmittelbar in neue Höchststände transformiert.

Zu der kräftiger als prognostizierten Gewinndynamik der Unternehmen und der Impfstoffhoffnung gesellt sich die Erwartung, dass in den USA unter Joe Biden ein weiteres 1,9 Billionen Dollar schweres Konjunkturprogramm durchgewunken werden könnte. Es soll neben Finanzhilfen für die privaten Haushalte und einem dritten Rettungspaket für die Fluggesellschaften umfangreiche Infrastrukturmaßnahmen und Unterstützungen für die Bundesstaaten enthalten. Auch die Notenbanken in Person von Christine Lagarde für die Europäische Zentralbank (EZB) und Fed-Präsident Jerome Powell versichern die Kapitalmärkte immer wieder eines weiter extrem lockeren monetären Umfelds. All das nährt die Markteinschätzung auf eine bevorstehende Beschleunigung der Weltkonjunktur, die im Augenblick vor allem in Europa einen Durchhänger hat.

Keine Bewertungsblase wie 1999/2000:

In jüngster Zeit liest man häufiger, dass sich besonders die amerikanische Börse in einer exzesshaften Überbewertung, ähnlich wie zu Zeiten der Internet- und Medienblase in den Jahren 1999/2000, befinden würde. Abgesehen von einer Parallele bei den derzeit in einer Vielzahl an die Börse drängenden Unternehmen, die ähnlich wie damals mit ausgereizten Bewertungen gelistet werden ohne überhaupt profitabel zu arbeiten, und am ersten Börsentag von euphorisierten Anlegern in stratosphärische Kurshöhen getrieben werden, gibt es im Kern der Börse bei den Standardwerten substanzielle Unterschiede zur damaligen Marktkonstellation.

Der Benchmark-Index der Wall Street, der S&P500, war damals etwa mit dem 27-fachen der erwarteten Jahresgewinne der Unternehmen bewertet. Gleichzeitig befand sich der Zins für zehnjährige US-Staatsanleihen im Januar 2000 bei 6,7%. Die Inflation stand damals bei 2,7%, die Realzinsen erreichten mithin rund 4%. Der Leitzins, die Fed Funds Rate, lag im Januar bei 5,5% und wurde von der Notenbank bis Mai in drei Schritten auf 6,5% angehoben. Bei einem Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV) von 27 lag die Gewinnrendite von Aktien, also der erwirtschaftete Jahresgewinn pro

Aktie eines Unternehmens relativ zum Aktienkurs, bei 3,7%. Die Aktien-Gewinnrendite für den S&P500-Index lag also um 3%-Punkte unter der Verzinsung von Staatsanleihen.

Heute werden die Unternehmen aus dem S&P500-Index im Durchschnitt mit dem 23-fachen des für dieses Jahr erwarteten Gewinnniveaus und für nächstes Jahr mit einem KGV von knapp 20 bewertet. Der zehnjährige Zins für US-Treasuries steht bei 1,2%. Die Aktien-Gewinnrendite von 4% bis 5% liegt also heute beim drei- bis vierfachen der Alternativanlage Staatsanleihen. Der Realzins ist bei einer Inflation von 1,4% (Kernrate ebenfalls 1,4%) mit minus 0,2% leicht negativ.

Bei einer Cashflow-Betrachtung würde der Unterschied zwischen der heutigen und damaligen Marktbewertung noch eklatanter. Konstatieren lässt sich also, dass der US-Aktienmarkt mit einem KGV von 20 anspruchsvoll, aber in Relation zu den Zinsen nicht überbewertet ist. Partielle Marktexzesse wie bei den Börsengängen oder einzelnen illiquiden Aktien, die von Kleinanlegern über konzertierte Aktionen im Internet nach oben getrieben werden, betreffen nicht den Kernbereich der Börse.

Europäische Aktien liegen in der Kursentwicklung, aber auch bei der Gewinndynamik der Unternehmen, hinter den USA zurück. Die Gewinnbewertung (Stoxx600-Index) ist daher mit deutlichem Abstand zu den USA bei einem KGV von 17,6 für dieses und 15,2 für nächstes Jahr sehr viel günstiger und hält Nachholpotenzial bereit. Noch erheblich niedriger sind die 30 DAX-Titel mit Gewinnmultiplikatoren von 15,4 (für 2021) und 13,3 (für 2022) gepreist.

Gewinn- und liquiditätsgetriebener Marktaufschwung:

Die saisonale Berichterstattung, in der die Unternehmen jetzt ihre Jahresbilanzen für 2020 präsentieren und einen Ausblick auf den Geschäftsgang in diesem Jahr geben, hat den Aktien neuen Schub verliehen und die kleine Durststrecke in der Konjunktur etwas nach hinten gedrängt.

Rekordgewinnen folgen Rekordkurse, das gilt zumindest für die großen amerikanischen Technologiekonzerne. Microsoft, Apple, Google und der Internet-Handelsgigant Amazon haben auf der Umsatzseite die Prognosen gleich

um mehrere Milliarden Dollar übertroffen und auch unter dem Strich bei den Gewinnen deutlich stärker zugelegt als prognostiziert. Darüber hinaus sind sie wahre Cash-Maschinen mit milliardenhohen Finanzüberschüssen. Beispielsweise überstiegen im Fiskaljahr 2020 die Einnahmen von Apple die Ausgaben für Investitionen um die Rekordsumme von 71,8 Mrd. USD, bei Alphabet (Google) um 42,9 Mrd., Microsoft um 42,8 Mrd. und Amazon um 31,0 Mrd. USD. Trotz wachsender Dividenden und Aktienrückkaufprogrammen sind sie in der Lage die bilanziellen Liquiditätspolster noch weiter auszubauen.

Auch unter den US-Großbanken hat die eine oder andere wie zum Beispiel JP Morgan dank des florierenden Investmentbanking im vierten Quartal einen Rekordgewinn verbucht. Im Gesamtjahr haben sie aber allesamt wegen hoher Kreditrückstellungen in den Vorquartalen und schwacher Zinsmarge deutliche Einbußen hinnehmen müssen.

Im Verlauf der Berichtssaison wurden die Gewinnerwartungen in den USA kräftig nach oben angepasst. Bis jetzt liegen die tatsächlichen Ergebnisse der Unternehmen um 14% über der ursprünglichen Markterwartung, für das vierte Quartal dürfte im Vorjahresvergleich sogar ein geringfügiges Plus stehen. Die stärksten Gewinnüberraschungen gab es neben der Technologiebranche im Finanzsektor und Pharma- und Gesundheitswesen. Die größten Gewinnenttäuschungen lieferten der Energiesektor mit den großen Ölkonzernen, die Versorger und die am stärksten unter den Lockdowns leidenden Handels- und Restaurantketten, Touristikunternehmen und Airlines.

Für 2021 wird jetzt für den S&P500-Index ein Gewinnanstieg um 24% kalkuliert, nach einem Einbruch von 14% im Pandemiejahr 2020. Die stärkste Dynamik im Jahresverlauf dürfte basisbedingt das zweite Quartal mit einem Plus von 48% zum Vorjahr bringen, anschließend sollte sich das Gewinnmomentum bis zum vierten Quartal auf plus 13% nivellieren.

In Europa fallen die Gewinnrevisionen verhaltener aus: Ähnliches wie für die US-Banken gilt in Europa für die deutschen Autohersteller. Sie konnten beflügelt vom Nachfrageboom in China ihre Ergebnisse im vierten

Quartal deutlich steigern und die gestutzten Erwartungen schlagen, liegen aber im Gesamtjahr pandemiebedingt weit unter den Ergebnissen von 2019. Über 60% aller vorgelegten Berichte in Europa übertreffen die Markterwartungen, die Gewinne des vierten Quartals werden entsprechend auch für den paneuropäischen – Großbritannien bleibt in dieser Abgrenzung weiter dabei - Benchmark-Index Stoxx600 nach oben revidiert. Allerdings hierzulande nur um 5,5% seit Jahresbeginn und damit um Einiges weniger als jenseits des Atlantiks. Der schwächere Dollar und festere Euro bedeutet Gegenwind für die Profitabilität europäischer Firmen und Rückenwind für die US-Konzerne.

Für den Stoxx600 ergibt sich damit, im Trend auch anders als in den USA, für das vierte Quartal 2020 nochmal ein Gewinnrückgang von 10,7%. Im November lag die Prognose allerdings noch bei einem Einbruch von mehr als 20%. Die besten Berichte in Relation zu den Erwartungen lieferten die Banken, Telekom-Konzerne und Grundstoffproduzenten ab, die größten Erwartungsverfehlungen gab es bei den Energiewerten (Ölaktien) und Versorgern.

Für die wichtigere Zukunftseinschätzung bedeutet das, für die Stoxx600-Indexunternehmen wird 2021 jetzt eine 41%ige Gewinnzunahme erwartet, nach einem Rückschlag von einem Drittel im Vorjahr. Also bei einer niedrigeren Basis zumindest etwas mehr Aufholynamik als in den USA.

Im nächsten Jahr sollen die Gewinne dann bei einer weiteren Konjunkturbelebung um 16% zulegen, woraus sich eine Gewinnbewertung des Marktes (KGV) von 15,2 ergibt. Besonders niedrige KGVs weisen mit 7,8 die zyklische und im Umbruch befindliche Automobilbranche und der Finanzsektor mit 8,7 (Banken) bzw. 9,7 (Versicherungen) vor den ölpreisabhängigen Energieaktien mit 11,2 aus. Unter den zyklischen Branchen erscheint mit einem KGV von 20,6 der Chemiesektor im Vergleich zu den Autos und der Baubranche (KGV 16,1) eher teuer. Europas Technologiewerte sind mit einem Gewinnmultiplikator von 27,1 ähnlich bewertet wie US-Titel aus dem Sektor. Mit einem KGV über 21 sind in der Reise- und Freizeitbranche bereits eine Öffnung von Grenzen und Flughäfen vorweggenommen und praktisch die

volle Wiederherstellung der Bewegungsfreiheit eingepreist. Demgegenüber weist der Pharma- und Gesundheitssektor mit einer 16,8fachen Gewinnbewertung noch etwas Luft nach oben auf.

Lockdown führt zu Konjunkturdämpfer in Europa:

Vor einigen Tagen hat der IWF (Internationaler Währungsfonds) seine Jahresprognose für das Wirtschaftswachstum in den USA und China angehoben. Für die Weltwirtschaft wird jetzt 2021 ein Plus von 5,5% erwartet, 0,3% mehr als in der Oktober-Prognose. Damit wäre das Minus von 3,5% aus dem Rezessionsjahr 2020 komplett kompensiert. In den Vereinigten Staaten soll sich die Konjunkturdynamik auf plus 5,1% und damit ganze 2%-Punkte stärker beschleunigen als zunächst gedacht. China bleibt die stärkste Lokomotive mit 8,1% Wachstum. Und Europa?

Für die Europäische Union ist die Wachstumsrate um 1,0% auf 4,2% nach unten korrigiert worden. Und für Deutschland lautet die Prognose jetzt nur noch plus 3,5%, 0,7% weniger als zuvor. Immer wieder verlängerte Lockdowns für den Einzelhandel, Grenzschließungen und Beschränkungen im Personenverkehr sowie der verzögerte Anlauf der Impfungen begleitet von der Besorgnis vor einer schnellen Ausbreitung der mutierten Versionen des Corona-Virus sind die Gründe. Die Konjunkturerholung scheint in Europa zumindest vorübergehend zum Stillstand gekommen zu sein. Der GfK-Konsumklimaindex ist abgesackt und der Ifo-Umfrageindex bei den deutschen Unternehmen befand sich im Januar ebenfalls im Rückwärtsgang. Ein wenig Hoffnung auf bessere Konjunkturperspektiven ab dem Frühjahr machen rückläufige Infektionszahlen und die weiter umfangreichen staatlichen Zuwendungen für die Wirtschaft.

Zinsmärkte: Der Risikoaufschlag italienischer Staatsanleihen zu Bundesanleihen ist auf ein historisches Tief abgesunken. Zehnjährige Regierungspapiere Italiens rentieren nur noch mit 0,5% und damit auf einem Rekordtief. Der Renditeabstand zu Bundesanleihen hat sich zeitweise auf unter ein Prozent eingengt. Im August 2018 lag der Spread noch bei drei Prozent. Der Grund ist „Super-Mario“ Draghi, der in Italien als Retter des Euro verehrte frühere

EZB-Chef, der nun zum Retter Italiens und seiner Staatsfinanzen werden soll. Er erhält an den Kapitalmärkten gewaltige Vorschusslorbeeren und hat zum Auftakt schon mal erfolgreich eine Mehrparteienkoalition zusammengebracht nachdem er mit der Regierungsbildung beauftragt wurde.

In den USA erreicht die zehnjährige Rendite mit 1,2% einen neuen Höchststand in der noch jungen Biden-Präsidentschaft. Wegen der geplanten schuldenfinanzierten Konjunkturprogramme – avisiert sind bis zu 1,9 Billionen USD – nehmen die Inflationsbefürchtungen zu. Mit 2,1% haben sich die von der St. Louis Federal Reserve Bank ermittelten Inflationserwartungen seit dem Tief im letzten Frühjahr kontinuierlich verstärkt und weiter von den tatsächlichen Daten entfernt. Im Januar ist die Teuerung in den USA auf eine Jahresrate von 1,3% gesunken, im Dezember waren es noch 1,4%. Aber steigende Rohstoff- und Energiepreise und Vorschläge für eine kräftige Anhebung des Mindestlohns befeuern Inflationsbefürchtungen.

Fazit: Mit der Erwartung einer Beschleunigung der Weltwirtschaft im zweiten Halbjahr, unter Mithilfe der Impfstoffkampagnen, und einer Öffnung des Einzelhandels und des gesamten Dienstleistungssektors inklusive der Touristik, der viel besser als gedachten Profitabilität der Unternehmen und der weiter liquiditätstreibenden Geldpolitik der Zentralbanken sehen die Perspektiven für Aktien weiter günstig aus. Der im April 2020 eingesetzte Aufwärtszyklus an den Weltbörsen ist wohl noch nicht zu Ende. Im Moment sind die Aktienmärkte nach den immer wieder in kurzen Zeitabständen neuen Allzeithochs technisch überkauft. Zeitweilige Rücksetzer wie im Januar dürften die überkaufte Lage wieder normalisieren und auf leicht ermäßigtem Niveau zu Anschlusskäufen institutioneller Investoren führen. Liquidität ist ausreichend vorhanden, die Zinsmärkte bieten keine Alternative.

FIDUKA, 12. Februar 2021