

Börsenmonitor Januar 2021



- **Nach unentschlossenem Beginn legten die Börsen im Dezember nochmal einen Gang zu und erreichten nach dem späten Brexit-Handelsabkommen und dem US-Konjunkturprogramm neue Rekordhöhen. Schrittmacher sind die US-Märkte und in Europa der DAX-Index. Schon der November bekam kräftigen Vorschub vom US-Wahlausgang und positiven Impfstoffmeldungen.**
- **Die neue zyklische Aufwärtsbewegung an den Börsen seit April ist damit weiter intakt. Die korrektive Unterbrechung im September und Oktober war ein gesundes Atemholen.**
- **Wie erwartet haben die Notenbanken in den USA und der Eurozone im Dezember weitere monetäre Lockerungsmaßnahmen beschlossen. Damit bleibt die Liquiditätszufuhr für die Kapitalmärkte auf absehbare Zeit ungebremst erhalten.**

Die „Goldilocks“-Verheißung: Die Börsianer wännen sich einmal mehr in der besten aller Welten und sehen zumindest für das nächste Jahr goldene Zeiten voraus („Goldilocks“): moderates Wirtschaftswachstum bei niedriger Inflation, expansive Notenbanken, niedrige Zinsen, reichlich Liquidität und wachsende Unternehmenserträge. Die Chancen auf ein solches Szenario im nächsten Jahr sind vor dem Hintergrund von immer mehr Corona-Impfstoffzulassungen tatsächlich gut. Aber wieviel von Alldem ist in den Kursen jetzt eingepreist, denn mittlerweile rechnen die meisten Marktteilnehmer für kommendes Jahr mit dem besagten günstigen Umfeld.

Die nach den gängigen Gewinnkriterien erreichte Marktbewertung spricht dafür, dass sehr viel Positives bereits in den Kursen vorweggenommen ist. Trotzdem kann der kräftige monetäre Rückenwind der bis zum Anschlag geöffneten Geldschleusen die Kurse noch weiter nach oben treiben. Die Zinsmärkte stellen keine wirkliche Alternative zu Aktien dar. Vieles spricht also dafür, dass 2021 ein gutes Börsenjahr werden sollte.

Größtes Risiko wäre wohl eine wider Erwarten kräftiger ansteigende Inflation, denn sie würde die Notenbanken in eine Dilemma-Situation bringen. Die ultralockere Geldpolitik müsste bei Teuerungsraten von mehr als drei Prozent und zunehmenden Inflationserwartungen erstmals seit vielen Jahren tatsächlich hinterfragt werden. Bei einem restriktiven Schwenk der Geldpolitik wäre der Liquiditätsmotor der Kapitalmärkte plötzlich und für die meisten Marktteilnehmer unerwartet abgewürgt. Auf der anderen Seite spricht gegen eine dauerhaft über die Notenbankziele hinausschießende Inflation neben den unterausgelasteten Produktionskapazitäten („Output-Lücke“) vor allem die Situation am Arbeitsmarkt, die auf absehbare Zeit keine extensiven Lohnsteigerungen zulassen wird.

Nochmal Börsenrekorde in den letzten Handelstagen: In den letzten Handelstagen des Jahres starteten die Börsen noch einmal richtig durch und neben den US-Indizes konnte auch der DAX endlich sein Vor-Pandemiehoch aus dem Februar überschreiten (neues Allzeithoch bei 13.903 Punkten). Die ebenso wie das Konjunkturpaket in den USA doch noch in letzter Sekunde zustande gekommenen Brexit-Handelsvereinbarungen zwischen der EU und Großbritannien sorgten noch einmal für Rückenwind. Der „Melt-up“ an den Märkten zum Jahresende zieht weiter viel institutionelles Kapital in Aktienanlagen, denn jeder Geldmanager will am Jahresende ein Portfolio mit hoher Aktienquote und den „richtigen“, also überdurchschnittlich gut gelaufenen Titeln präsentieren.

US-Aktien liegen 2020 in heimischer Währung weit vorne, Europa liegt zurück: Mit der erst nach einigem Zögern erfolgten Zustimmung Donald Trumps zum vom Kongress ausgehandelten 900 Mrd. USD schweren Konjunkturpaket, und zusätzlich einem Haushaltsbudget bis Ende September 2021 von 1,4 Bill. USD, werden von fiskalischer Seite in den Vereinigten Staaten immense Beträge in Bewegung gesetzt. Auch die US-Notenbank hat am 16. Dezember noch einmal ihre uneingeschränkte Unterstützung der Konjunktur zum Ausdruck gebracht und die Nullzinspolitik praktisch bis in das Jahr 2023 festgeschrieben.

Das US-Konjunkturpaket beinhaltet neben Hilfgeldern für Arbeitslose und Kleingewerbe auch direkte finanzielle Unterstützung für besonders pandemiegeschädigte Branchen wie die Airlines und für Kulturschaffende. Die doppelte Bescherung aus umfangreichem Fiskalprogramm und monetärem Stimulus der Fed treibt vor allem amerikanische Aktien an, die 2020 an den Weltbörsen klar die Nase vorne haben.

Der umfassende Benchmark-Index S&P500 mit 16,3% Kursplus, der Dow Jones Industrial mit 7,2% und vorneweg der von den großen Technologiewerten dominierte NASDAQ-Index mit einem satten Plus von 43,6% setzten den Trend für das Jahr und konnten vor dem Hintergrund der beschleunigten Digitalisierung und der explosionsartigen Zunahme des Datenverkehrs im Internet den pandemiebedingten Rückschlag im Februar und März am schnellsten überwinden. Leider mussten Anleger aus dem Euroraum einige Performance-Abstriche bei ihren US-Investments in Kauf nehmen, weil der US-Dollar zum Euro um 9,5% abgewertet hat. Mit einer durchschnittlichen Aktie aus dem Dow Jones hat sich ein europäischer Investor also sogar eine negative Jahresrendite von etwas über 2% eingehandelt.

Gegenüber den US-Indizes fällt der europäische Leitindex Stoxx600 mit einem Minus von 4,0% spürbar ab. Einige unserer europäischen Nachbarbörsen wie London (-14,7%, in Euro -18,9%), Madrid (-15,5%), Paris (-7,1%) oder Mailand (-5,4%) erlitten zum Teil zweistellige Einbußen. Die unsäglichen Brexit-Querelen, höhere COVID19-Infektionszahlen und härtere Lockdowns forderten ihren Tribut. Lichtblick unter den europäischen Hauptbörsen waren somit deutsche Aktien. Der DAX, als Performance-Index einschließlich Dividenden, legte um 3,5% zu (davon etwa 2,9% Dividenden, MDAX und TecDAX stiegen sogar noch stärker.

Viele Marktteilnehmer gehen mit gleichgerichteten Erwartungen ins Jahr 2021: Die Wirtschaft erholt sich, die Unternehmensgewinne wachsen wieder, die Liquiditätsversorgung der Notenbanken ist üppiger denn je, die US-Wahlen liegen hinter uns und den steigenden Corona-Infektionszahlen steht das

Versprechen gleich mehrerer, in Kürze in größeren Mengen verfügbarer Impfstoffe entgegen. Die Inflation ist in einem deflationären Umfeld gebändigt. Und die überquellende Liquidität hält den dynamischen Aufwärtstrend an den Aktienmärkten am Laufen. Eine Rezeptur für allgemeine Sorglosigkeit.

Aber, ist das Goldilocks-Umfeld stabil oder nicht etwa doch flüchtig? Kurzfristig liegen nämlich einige größere Brocken auf dem Weg nach oben. Ein erneuter Rückfall in die Rezession („Double dip“) ist nicht mehr auszuschließen, zumindest zu einer Konjunkturdelle dürfte es im vierten Quartal aufgrund der europaweiten Lockdowns in jedem Fall kommen. Eine Erholung im ersten Quartal könnte sich bei einer Lockdown-Verlängerung ebenfalls Richtung Jahresmitte hinauszögern. Die Investitionsneigung in der Wirtschaft ist weiter extrem gering, damit fehlt eine zentrale Stellschraube für einen selbsttragenden Aufschwung. Als Folge einer längeren konjunkturellen Schwächephase würden auch die Unternehmensgewinne wieder unter Druck geraten und ein entscheidender Baustein für das Börsenaufschwung-Szenario würde herausbrechen.

Unter diesen Prämissen einer verzögerten Wirtschaftserholung und erst später als erwartet wieder positiven Gewinndynamik ist ein Marktrücksetzer wahrscheinlich. Mehr als zehn bis zwölf Prozent sollte die Korrektur aber nicht ausmachen, denn die Märkte werden sich, ähnlich wie 2020, recht schnell wieder auf die positiven längerfristigen Perspektiven einer massenhaften Impfstoff-Verabreichung fokussieren. Es gilt: verschoben ist nicht aufgehoben. Und die weltweite Wirtschaftsbelebung kommt dann eben später in der zweiten Jahreshälfte und mit voller Kraft im Jahr 2022. Ohnehin wird die Börse ab dem Frühjahr ihren Blick auf die Gewinnperspektiven der Unternehmen im Jahr 2022 richten.

Die Bewertung an den Börsen ist nicht überhöht: Die Gewinnbewertung der Aktienmärkte anhand der Kurs/Gewinn-Verhältnisse für 2022 fällt für deutsche Standardwerte und Schwellenländeraktien günstig, für US-Titel auf den ersten Blick aber eher teuer aus: US-Aktien (S&P500-Index) 18,9fach, Europa (Stoxx600) 15,0fach, Deutschland (DAX)

13,6fach und Schwellenländer (MSCI-Index) 12,8fach im Durchschnitt.

Bei einer anderen Betrachtung, unter Einbezug der Zinsmärkte, sind Aktien weiter sehr preiswert. Die Risikoprämie, die Aktieninvestoren gegenüber risikofreien „sicheren“ Staatsanleihen abverlangen, ist ungewöhnlich hoch. Festverzinsliche, zehnjährige US-Staatspapiere rentieren heute mit etwa 0,9%, in Deutschland ist die vergleichbare Rendite mit -0.6% negativ. Die für 2022 projektierte Aktiengewinnrendite (Unternehmensgewinne relativ zur Börsenkaptalisierung) liegt in den USA bei 5,3% und in Europa bei rund 6,5%. Selbst unter der Annahme, dass die Zinsen in zwei Jahren in den USA und Europa bei 2% stehen würden, heißt das, die Risikoprämien von Aktien relativ zu Anleihen lägen für den US-Markt bei 3,5 Prozentpunkten und 4,5 Prozentpunkten in Europa. Das sind besonders für Europa Werte am obersten Ende der historischen Bandbreite.

Der erhöhte Risikoaufschlag für Aktien gegenüber Anleihen kann mehreren Faktoren geschuldet sein, wie dem Einfluss der noch nicht eingedämmten Pandemie auf Wirtschaft und Unternehmensgewinne, geopolitischen Risiken, dem Handelskrieg USA gegen China, erhöhten Gewinnrisiken aus einem schwachen Dollar (gilt für Europa) oder generell stärkeren Währungsschwankungen und Regulierungsrisiken.

Die signifikant höhere Risikoprämie europäischer Aktien im Vergleich zu US-Titeln konnte bisher noch mit einem unregelmäßigen Brexit und mehr Regulierungsrisiko als in den USA begründet werden. Mit dem neuen US-Präsidenten Joe Biden sollten die Regulierungsrisiken, besonders für die marktführenden Technologieunternehmen, sich eher auf gleicher Ebene bewegen. Folgerichtig ergeben sich bei einer stärkeren Angleichung der Risikoprämien für die kommenden Monate die eindeutig besseren Kursperspektiven für europäische (und deutsche) Aktien als am eher voll gepreisten amerikanischen Markt.

FIDUKA, 30. Dezember 2020