

## Börsenmonitor Juni/Juli 2021



- **Nach viermonatigem Kursanstieg an den Börsen geht der Aufschwung mit abgebremstem Tempo im Juni weiter. Besonders in Europa gab es mehrfach neue Index-Bestmarken. Stoxx600-Index und DAX haben in den letzten Wochen die Führung von den amerikanischen Märkten übernommen.**
- **Die Branchenrotation hat die Technologietitel wieder nach oben gespült. Bankaktien verlieren dagegen aufgrund der Zinsschmelze heftig. Gewinnmitnahmen setzten zuletzt auch zyklische Industriewerte unter Druck. Und Grundstoffaktien korrigieren mit den sinkenden Rohstoffpreisen.**
- **Ein monetärer Schwenk der US-Notenbank würde das Umfeld für Aktien verändern: restriktivere Geldversorgung und vielleicht schon im kommenden Jahr die Abkehr von der Nullzins-Politik. Allein die Unternehmensgewinne bestimmen dann den Markttrend.**

**Europas Aktienmärkte überflügeln im Juni Americas Börsen:** Um 2,5% hat der europäischen Aktienindex Stoxx600 zugelegt, 1,7% der DAX-Index und 0,5% die US-Benchmark S&P500. Leicht verloren um 1,7% hat der Dow Jones Industrial. So lautet die bisherige Bilanz der westlichen Hauptbörsen in der ersten Junihälfte. Stoxx600 und DAX haben sich in den vergangenen zwei Wochen von Rekord zu Rekord gehandelt, ohne dabei die ganz großen Sprünge zu machen. Dazu fehlt nach dem mehrmonatigen Kursanstieg ohne Korrektur die Energie, viele Marktteilnehmer sind voll investiert.

Gleichwohl notiert die Mehrzahl der europäischen Aktientitel aktuell auf oder nahe ihrer Allzeit-Höchststände. Die US-Börsen liegen auch nicht weit unter ihren Hochs. Insgesamt zeigen sich die Weltbörsen also weiter robust, die Indizes steuern im Juni den fünften Monat in Folge auf Bestmarken zu. Viel Geld ist zuletzt in die Märkte geflossen, allein in der vergangenen Woche wurden nach Erhebungen der Bank of America von institutionellen Inves-

toren 55 Mrd. USD aus unrentablen Geldmarktpapieren und Liquiditätshaltung in die Aktienmärkte (plus 39 Mrd. USD), aber auch in Anleihen (plus 16 Mrd. USD) umgeschichtet.

**Inflations- und Zinsbefürchtungen sind (vorerst) zurückgestellt worden:** Nachdem die Anleger für einige Wochen durch sprunghaft steigende Inflationsraten und einen zügigen Renditeanstieg in den USA nervös geworden waren, hat sich nun eine gewisse Sorglosigkeit breitgemacht. Das drückt sich auch im Rückgang des Nervositätsbarometers für den US-Markt, dem Volatilitätsindex VIX aus. Ende der vorangegangenen Woche fiel der VIX auf ein Nach-Pandemietief von 15,04. Zum Krisenhöhepunkt im März 2020 schoss er auf über 82 Punkte nach oben, sein langjähriges Mittel liegt bei etwa 20.

Der Großteil der Investoren hat mittlerweile die Meinung der Zentralbanker adaptiert, dass das Aufflackern der Inflation nur vorübergehend sein wird und vorwiegend Sonderfaktoren wie den hochgeschnehten Erdöl- und Rohstoffpreisen geschuldet ist. In Deutschland kommen die zu Jahresbeginn eingeführte CO<sub>2</sub>-Bepreisung und der wieder höhere Mehrwertsteuersatz als Einmaleffekte dazu. Eine Normalisierung beim Rohöl, den Rohstoffen und den Metallen dürfte die Inflation in absehbarer Zeit wieder drücken. Länger Bestand haben könnten Preiseffekte aus der Knappheit von Vorprodukten wie Halbleitern, steigenden Frachtkosten und den generell angespannten Lieferketten.

**Trotz steigender Inflationsraten Zinsrutsch an den Anleihemärkten:** Die Zentralbanken konnten mit ihrem Mantra nur vorübergehend höherer Teuerungsrate Aktien- und Zinsmärkte beruhigen. Die Renditen für zehnjährige US-Staatsanleihen sind von einem Zwischenspur auf 1,75% wieder bis auf 1,43% zurückgefallen und haben sich im Moment um die Marke von 1,5% eingependelt.

Dabei sind die Teuerungsrate weltweit auf dem Vormarsch. Die Jahresrate der Konsumentenpreise erreichte im Mai in den USA 5,0% und die von der Notenbank vorrangig beobachteten Kerninflation (ohne Energiepreise) der Konsumausgaben bereits im April 3,1%. Die vorgelagerten und stärker rohstofflastigen

Erzeugerpreise festigten sich sogar um 6,6% per Ende Mai. Tatsächlich trugen zum Anstieg der Konsumentenpreise die Energieverteuerung (+28,5%, Tankstellenpreise +56%) und, etwas unerwartet, die Preise für Gebrauchtwagen (+29,7%) das Gros zur Beschleunigung bei. Ob am Ende die US-Zentralbanker doch Recht behalten mit ihrer Einschätzung eines vorübergehenden Preisschubs, wird sich im dritten und vierten Quartal herausstellen, wenn die Basiseffekte beim Ölpreis wegfallen. Einige Rohstoffe wie Palladium, Kupfer oder Holz und Agrarwaren (Getreide, Soja) haben in den letzten Wochen kräftig im Preis verloren.

**Statements der US-Notenbanker in der letzten Sitzung restriktiver als erwartet:**

Eine Mehrheit von 13 unter den 18 Teilnehmern der FOMC (Federal Open Market Committee)-Sitzung vom Mittwoch erwartet jetzt eine erste Leitzinsanhebung für 2023, 7 Mitglieder glauben sogar an einen Start in den Aufwärtszinszyklus bereits 2022. Damit haben sich die Zinsperspektiven unter den US-Zentralbankern gegenüber ihren Prognosen vom März deutlich nach vorne verschoben.

Das könnte mittel- bis langfristig Konsequenzen für die Aktienmärkte (und Anleihemärkte) haben. Auch eine Reduzierung der Anleiheaufkäufe, also der quantitativen Lockerungsmaßnahmen, wird unter den monetären Entscheidern inzwischen diskutiert, ein Signal für die Ankündigung dieses „Tapering“ (allmähliches Zurückfahren der Anleiheaufkäufe) wird für den Herbst erwartet, und zu Beginn des nächsten Jahres könnte es dann tatsächlich losgehen. Bis dahin wird die Geldflut in den USA jedenfalls noch nicht abebben, denn solange will die US-Notenbank die allmonatlichen Anleiheaufkäufe im Umfang von 120 Mrd. USD weiterlaufen lassen.

Vorsicht ist für die Fed bei der Marktkommunikation angebracht, denn beim letzten Mal einer Ankündigung des „Tapering“, also der sukzessiven Verkleinerung der monatlich in den Kapitalmarkt fließenden Geldmittel, im Juni 2013 durch den damaligen Fed-Präsidenten Ben Bernanke, wurden die Aktienmärkte kräftig durchgeschüttelt. Der Dow Jones verlor zu dieser Zeit über 6% von der Spitze, der DAX so-

gar mehr als 10%. Die als „Taper Tantrum“ bezeichnete Marktphase hielt nicht besonders lange an, bereits drei Wochen später erreichte der Dow Jones erneut einen Höchststand, für den DAX dauerte es etwas länger.

**Liquidität und Gewinnerwartungen als Treibsätze für die Börsen:** Die monetäre Politik der Zentralbanken spielt eine zentrale Rolle für die Richtung an den Aktienmärkten. Eine maßgebliche Änderung, oder im aktuellen Fall eher anstehende Normalisierung, wie sie die Federal Reserve andeutet und sie uns in ein bis zwei Jahren bevorsteht, würde das Umfeld für Aktien grundlegend verändern.

Die Höhe der Zinsen, die Geldversorgung und die Gewinnperspektiven für die Unternehmen in Verbindung mit dem Verlauf der Weltwirtschaft sind die essentiell bestimmenden Faktoren für den Börsentrend. In den zwölf Jahren seit März 2009, dem Beginn der Anleihekäufe der Europäischen Zentralbank (EZB), sind die Kapitalmärkte mit gewaltigen Geldsummen geflutet worden. Die Bilanzsumme der EZB hat sich seitdem auf 7,6 Billionen EUR versiebenfacht und die des US-Notenbanksystems verneunfacht (seit Beginn der Fed-Anleihekäufe im November 2008) und in der vergangenen Woche erstmals die 8 Billionen Dollar-Grenze überschritten.

Die Geldschwemme und Niedrigzinspolitik der Zentralbanken hat die Marktbewertung von Aktien, ausgedrückt im Kurs/Gewinn-Verhältnis, stetig nach oben getrieben. Beispielsweise hat sich der DAX in der zwölfjährigen Historie der EZB-Anleihekäufe bis heute mehr als vervierfacht, die Unternehmensgewinne der DAX-Gesellschaften haben sich bis einschließlich der Prognose für 2022 nicht einmal verdreifacht. Der höheren Profitabilität der DAX-Firmen ist also direkt etwas mehr als die Hälfte des Kursanstiegs zurechenbar.

Ein fast genauso hoher Anteil resultiert aus einer Bewertungsausweitung des Aktienmarkts, der auf die Niedrigzins- (bis hin zu Negativzinsen) Politik und Liquiditätsflut der Notenbank zurückgeführt werden kann. Der zehnjährige Zins lag im Frühjahr 2009 bei rund 3,2%. Das DAX-KGV lag im Ausgangspunkt 2009 (Finanzkrisen-Rezession) und nochmal im Herbst 2011 (Euro-Staatsschuldenkrise) und Anfang

2012 sehr niedrig bei etwa 10, heute bei 13,8 (2022). Das DAX-Beispiel verdeutlicht, dass eine Bewertungsausweitung aufgrund niedrigerer Zinsen und hoher Kapitalmarktliquidität ähnlich kurstreibend sein kann wie ein Boom bei den Unternehmensgewinnen.

In dem Moment, wenn die Notenbanken die monetäre Reißleine ziehen und eine Zinswende einleiten, muss allein die Gewinnentwicklung für eine Fortsetzung des Börsenaufschwungs sorgen. Aller Erfahrung aus früheren Börsenzyklen nach ist das bei einer starken Konjunktur möglich, solange die Zinsschritte klein bleiben. Erst wenn zwecks Bekämpfung einer außer Kontrolle geratenen Inflation scharfe restriktive Maßnahmen ergriffen werden müssen, droht die Konjunktur zu kippen und die Börsen driften in eine Baisse ab.

**Noch halten die Notenbanken still und die Geldschleusen weit offen:** Es ist das erste Mal in der über zwölfjährigen Historie der quantitativen Lockerungsmaßnahmen, dass die Notenbanken in ernsthaftem Erklärungsnotstand sind: Steigende Inflationsraten und eine kräftige Konjunktur. In den USA hat die Fed ein duales Mandat, das heißt sie ist gleichermaßen der Geldwertstabilität und der Vollbeschäftigung verpflichtet. Der oberste Geldhüter, Fed-Präsident Jerome Powell, hatte mehrfach betont, dass das Beschäftigungsziel für ihn Vorrang vor der Inflationsbekämpfung hat. Immer noch sind in den USA über sieben Millionen Menschen mehr arbeitslos als vor der Pandemie.

Die EZB hat ihre Inflationsprognose für 2021 auf 1,9% angehoben, bleibt aber bei ihren Projektionen für die nächsten Jahre bei sehr niedrigen Teuerungsraten von 1,5% (2022) und sogar nur 1,4% für 2023. Diese extrem niedrige Geldentwertung läge sogar weit unter ihrer angestrebten Zielmarke von zwei Prozent. Folglich hat sie geldpolitisch in ihrer Juni-Sitzung keine Veränderung vorgenommen. Die Anleihekäufe im Rahmen des 1,85 Billionen EUR schweren PEPP- (Pandemic Emergency Purchase Program) Programms bleiben in den kommenden Monaten auf dem seit dem zweiten Quartal beschleunigten Niveau.

Die EZB hat einen klaren Auftrag, vor allem anderen den Geldwert des Euro zu schützen.

Sie hat aber im Moment den Vorteil, dass sich die Teuerung im Euroraum mit einer Kernrate von 1,0% zum Vorjahr im Mai im Vergleich zu den USA noch sehr verhalten entwickelt. Einschließlich Energie und Nahrung lag die Preissteigerung im Mai bei 2%, also gerade an der Zielmarke der EZB.

**Plus 46% in Europa, plus 37% in den USA – es brummt bei den Gewinnen:** Nach dem pandemiebedingten Einbruch im Vorjahr haben sich die Unternehmensgewinne schlagartig wieder erholt. Dank der schneller als erwartet zurückgekehrten globalen Nachfrage und rasch gestraffter Kostenstrukturen konnten viele Firmen, wie zum Beispiel die großen Autohersteller, schnell die alte Ertragskraft wieder herstellen. Von säkularen Trends wie der Digitalisierung oder dem Aufstieg des Online-Handels bevorteilte Konzerne sind sogar in der komfortablen Lage ihre Ergebnisse substantiell über das Vor-Pandemieniveau hinaus anheben zu können.

Dazu gehören vorneweg Technologie-Giganten wie Apple, Google, Microsoft, Facebook oder Amazon. Alle fünf zusammen haben von Januar bis März unter dem Strich mit 74,6 Mrd. USD mehr als doppelt so viel verdient als vor einem Jahr und um über 41 Mrd. USD mehr als im ersten Quartal 2019. Aber auch in alten Industrien wie dem Autobau können Konzerne mit Preisführerschaft wie Daimler und BMW, oder in den USA bei den großvolumigen und renditestarken SUV- und Transporter-Fahrzeugen General Motors und Ford, höhere Gewinne als vor der Krise erwirtschaften. Wegen der hohen Kosten der Elektro-Transformation kommt die Renaissance der Branche durchaus überraschend.

**Gewinnbewertung der Börsen hat sich geringfügig ermäßigt:** Die Gewinnerwartungen sind zuletzt aufgrund mehrfach angehobener Konjunkturprognosen, vor allem in den USA, etwas schneller gestiegen als die Kurse der Aktien. Das US-Wirtschaftswachstum mit voraussichtlich real plus 7% bedeutet bei gut 3% Inflation ein Nominalwachstum der US-Wirtschaft von über 10%. Das gab es zuletzt in den 1960er-Jahren. Basiseffekte des gedrückten Vorjahrs sind dafür mitverantwortlich, dennoch handelt es sich um einen kräftigen Kon-

junkturschub, der durch die fiskalischen Ausgabenprogramme mitbefeuert wird. Da sich fast die ganze Welt in einer Hochkonjunktur befindet, verzeichnen die Unternehmen 2021 und wohl auch 2022 eine sehr hohe Ertragsdynamik: Plus 37% und anschließend plus 11,7% lauten die Gewinnprognosen für die USA (S&P500-Indexunternehmen), plus 46% und 12% für Europa (Stoxx600-Index) und plus 32% und 11% für die DAX-Gesellschaften.

**Bidens Steuerpläne als Risiko für die Unternehmensgewinne:** Die Steuervorschläge aus dem Weißen Haus vom US-Präsidenten könnten nach Berechnung von Ökonomen der US-Wirtschaft eine Mehrbelastung im Umfang von 3,3 Billionen USD aufbürden. Nach einer weiteren Kalkulation der Investmentbank Merrill Lynch (Bank of America) würden die Unternehmensgewinne der im S&P500 enthaltenen Firmen um etwa 7% schrumpfen. Das Markt-KGV in den USA würde auf 23,6 für 2022 steigen, oder aber der Index entsprechend um 7% einknicken.

Allerdings sind die Pläne ebenso wie Bidens zusätzliche Ausgabenvorhaben für Infrastruktur und andere Maßnahmen noch nicht spruchreif. Sie könnten am massiven Widerstand der Republikaner und zum Teil auch aus den eigenen Reihen der Demokraten im Kongress scheitern, oder dürften erheblich zurückgestutzt werden. Wie immer bei einer gut laufenden Konjunktur gilt auch für Präsident Biden: Ein Zuviel an gut gemeinten Maßnahmen und Ausgabenprogrammen kann prozyklisch und auch im Sinne der Federal Reserve kontraproduktiv sein.

*FIDUKA, 18. Juni 2021*