

Börsenmonitor Oktober 2020



- **Die fünfmonatige Erholungsrally der Aktien ist seit September ins Stocken geraten. Eine Konsolidierung war längst überfällig. Vor allem die weit davongeeilten Technologiewerte legen nach ihren Rekordhochs eine Pause ein. Die bevorstehenden US-Wahlen führen zu mehr Vorsicht bei Investoren und erhöhten Marktschwankungen.**
- **Die rasche Wirtschaftserholung in einigen Branchen spiegelt sich in den klar verbesserten Unternehmensergebnissen des dritten Quartals wider. Der Gewinneinbruch im zweiten Quartal war weniger schlimm als befürchtet. Die Prognosen für die zukünftigen Erträge steigen wieder.**
- **Am Kapitalmarkt drängt weiter viel Liquidität in Aktien. Die Zinsen bleiben nahe Null, die US-Notenbank hat mit einem neuen Inflationsziel klar gemacht, dass es wohl bis ins Jahr 2023 hinein keine Leitzinsanhebung geben wird.**

Im Konsolidierungsmodus: Nach einem fünfmonatigen Kursanstieg von April bis Ende August befinden sich die Aktienmärkte seit September in einer Konsolidierungsperiode. Dazu passt, dass die weltweite Wirtschaftserholung ebenfalls an Schwung verloren hat. Das kraftvolle Comeback im dritten Quartal mit einem, zwar staatlich gestützten, aber soliden privaten Konsum in den USA und Europa und dem Wiedererstarken einiger Industriesektoren wie dem Autobau hat auch die Gewinne der Unternehmen, die wichtigste Determinante für steigende Aktienkurse, spürbar befördert. Die Ertragsperspektiven werden heute wesentlich besser eingeschätzt als noch zur Jahresmitte.

Rundum niedrige Zinsen und vor allem die Flut an anlagesuchender Liquidität stützen die Börsen trotz einer mittlerweile fast allerorten hohen Gewinnbewertung. Im Jahresverlauf liegen der DAX-Index mit minus 5,3% und der amerikanische Dow Jones Industrial mit minus 3,8% (in Euro und inklusive Dividenden) jetzt fast synchron im negativen Bereich. Besser schneiden allerdings der breite US-Index S&P500 mit plus 3,1% und vor allem der alle

Erwartungen sprengende Technologiewerte-Index Nasdaq Composite mit nahezu 23% Plus ab.

Tief im Keller befinden sich dagegen unsere europäischen Nachbarbörsen in Frankreich und Italien mit jeweils minus 18,8% sowie Großbritannien und Spanien mit sogar minus 28,2% bzw. 28,8%. Das pandemiebedingt schwierigere Umfeld und in Großbritannien ungeklärte Brexit-Fragen fordern ihren Tribut. Der Stoxx600 als umfassender Benchmark-Index für Gesamteuropa einschließlich Deutschlands und des besser abschneidenden Schweizer Markts liegt deshalb auch mit über 11% weit in negativem Terrain.

Gegen den Trend signifikante Kursgewinne ließen sich mit Technologieaktien in Europa (plus 7,6%), vor allem aber in den USA (plus 30,7%) und, überschaubarer, in Europa mit Werten aus der Chemiebranche (plus 4,3%) und Versorgern (plus 3,7%) sowie US-Pharmatiteln (plus 6,8%) erzielen. Alle anderen Branchen liegen mehr oder weniger im Minus, wobei die Energiewerte der Öl- und Gasbranche sowohl in den USA (-47,2%) als auch in Europa (-41,0%) nahezu die Hälfte des Anlegerkapitals vernichtet haben.

Die Perspektiven für einen Marktaufschwung im nächsten Jahr sind gut: Diese Einschätzung gilt unter der Voraussetzung, dass die jetzt über Europa schwappende zweite Pandemie-Welle nicht mehr zu einer kompletten Schließung des gesamten Einzelhandels oder gar der verarbeitenden Industrie führt. Dann wäre die `Double Dip`, also ein Abgleiten in eine zweite Rezessionsphase, eine reelle Gefahr.

Grundsätzlich aber sind, über die US-Wahlen am 3. November und die unsäglichen Brexit-Verhandlungen hinweg, die Perspektiven für Aktien durchaus gut. Ist der Unsicherheitsfaktor US-Wahlen erst einmal aus dem Weg geräumt, wird sich, sofern der Ausgang eindeutig und unbestreitbar ist, der Blick der Investoren nach dem Jahreswechsel bereits dem Jahr 2022 zuwenden. Für übernächstes Jahr kann eine weitere konjunkturelle Verbesserung – wahrscheinlich auch mit zumindest einem verfügbaren Corona-Impfstoff – und ein günstige-

res Geschäftsumfeld mit steigenden Einnahmen und Gewinnen für die Unternehmen erwartet werden.

Bewertungsmaßstäbe wie Kurs/Gewinnverhältnis (KGV), Kurs/Cashflow oder auch Substanzbetrachtungen wie Kurs/Buchwert dürften beim Blick auf 2022 wieder mehr Spielraum für Kurssteigerungen ergeben. Kurzfristige Zinsen weiter nahe Null, und etwas höhere langfristige Anleihenrenditen als heute von vielleicht maximal über zwei Prozent (USA), sind keine echten Alternativen zu Aktienanlagen. Eine Überhitzung der Weltwirtschaft droht 2022 auf ihrem Weg zurück zum Vor-Pandemie-Niveau nicht. Und andersherum wird von monetärer Seite, und da wo es die Verschuldung noch zulässt auch fiskalisch, alles getan werden um die Wirtschaftserholung in der Spur zu halten.

Ertragslage der Unternehmen hat sich deutlich aufgehellt: Nach dem Gewinneinbruch der Aktiengesellschaften im zweiten Quartal (in Europa -51%, in den USA-31%) hat sich die Ertragslage im dritten Quartal parallel zur Konjunkturerholung zumindest stabilisiert. Dazu kommen auf Unternehmensseite Effizienzmaßnahmen und Einsparungen, so dass die Ertragslage in den meisten Branchen schneller als erwartet wieder auskömmlich (Autoproduzenten, Chemie, Banken) bis sehr gut ausfällt (Technologiekonzerne, Halbleiter, Pharma und Biotechnologie, Basisrohstoffe außer Öl und Gas).

Dabei ist die Unternehmenslandschaft unverändert zweigeteilt in Gewinner, die von Digitalisierung, Online-Plattformen, Warentransport und wachsendem Datenverkehr profitieren und Verlierern, vorwiegend aus dem Dienstleistungsgewerbe (vorneweg Touristik, Fluggesellschaften und Gastronomieketten). Insgesamt sind die Konzernmanager aber wieder zuversichtlicher geworden. Mehr Unternehmen als zur Jahresmitte trauen sich nun wieder Geschäftsprognosen zu, ein Teil schraubt sogar die Gewinnaussichten für 2020 nach oben. Darunter sind Pharmaunternehmen wie NovoNordisk oder Johnson & Johnson, Halbleiterproduzenten wie NXP oder STM, Logistiker wie Fedex und die Deutsche Post und sogar der Autohersteller Daimler. Verlierer wie die Lufthansa bleiben vorerst weiter im Ertragstal gefangen,

versuchen aber durch massive Kosteneinsparungen einschließlich Jobabbau ihre Situation erträglicher zu gestalten. Dringend nötig ist auf längere Sicht wohl auch eine komplette Anpassung des Geschäftsmodells an die neuen Gegebenheiten.

In der aktuell laufenden Zwischenberichtssaison haben bisher in den USA über 83% der Unternehmen aus dem S&P500-Index die Gewinnerwartungen bei Analysten und Marktbeobachtern übertroffen. Von den Technologieunternehmen aus dem NASDAQ100-Index sogar mehr als 95%, also so gut wie alle, die bisher ihre Zahlen veröffentlicht haben. Das Bild ist aber noch unvollständig, denn Schwergewichte wie Apple, Alphabet (Google), Microsoft und Facebook stehen noch aus.

Einmal mehr haben die US-Banken bewiesen, dass sie auch in einem schwierigen Geschäftsumfeld beträchtliche Gewinne erwirtschaften können. Diesmal war es das boomende Kapitalmarktgeschäft mit Aktien und Anleihen, das für einen Ertragsschub sorgte, während im Privatkundengeschäft die schrumpfende Zinspanne und hohe Risikovorsorge für erheblichen Druck sorgte. Entsprechend ragten die Ergebnisse der Investmentbanken Goldman Sachs und Morgan Stanley besonders heraus, bei den anderen Häusern hat sich erneut das Universalbankensystem als ausgleichendes Element bewährt.

In den Aktienkursen der Banken spiegeln sich die guten Zahlen nicht wider, die Investoren sind vorsichtig was die Nachhaltigkeit der hohen Überschüsse der Handelsabteilungen betrifft. Viele Unternehmen weltweit haben sich über Anleihe-Emissionen und die Ausgabe von neuen Aktien mit frischem Kapital vollgesogen und ihre Reserven in unsicheren Zeiten kräftig aufgestockt. Die Rekord-Kapitalmaßnahmen und begleitenden Einnahmen für die Banken könnten also tatsächlich ein vorübergehendes Phänomen gewesen sein.

Gewinnschätzungen für die Unternehmen steigen wieder: Der erwartete künftige Gewinnverlauf hat sich, auch dank der wieder zuversichtlicheren Stimmen aus den Unternehmen selbst, in den letzten Wochen klar verbessert.

In Europa wird auf Basis der Stoxx600-Indexgesellschaften für das vierte Quartal nochmals ein Gewinnrückgang von 23% zum Vorjahr erwartet (nach minus 35% in Quartal zwei), im ersten Quartal 2021 wird dann die Trendwende erwartet mit einem Plus von 27% und anschließend basisbedingt eine Beschleunigung auf quartalsweise Gewinnanstiege von 56%, 53% und 36% bis zum Jahresende. Insgesamt wird für die Gewinne 2021 ein Plus von knapp 37% kalkuliert und für das Folgejahr nochmal plus 17%. Das KGV läge dann für 2022 mit 13,5 auf einem Niveau knapp unterhalb des langfristigen Mittelwerts für europäische Aktien von etwa 14.

In den Vereinigten Staaten wird nach einem gemäßigten Gewinnrückgang von 13% im vierten Quartal (nach minus 19% im dritten) für 2021 eine Zunahme von 25% und für das darauffolgende Jahr von 16%. Die Dynamik ist etwas gedämpfter als in Europa, denn auch die besten und größten Tech-Firmen können nicht unbegrenzt so viel Ertrag oben draufsatteln wie in den letzten Jahren. Das KGV für US-Aktien läge auf dieser Gewinnbasis bei 17,5, eine auch im langfristigen Kontext überdurchschnittliche Bewertung, gemessen am Zinsniveau aber nicht übersteuert.

Liquidität im Übermaß: Neben der verbesserten Ertragslage der Unternehmen ist die weiter komfortable Liquiditätssituation an den Kapitalmärkten die entscheidende Stütze für die Aktienkurse. Annähernd 4.4 Billionen USD sind in faktisch unverzinsten Geldmarktanlagen geparkt, zweistellige Milliardenbeträge davon flossen in den vergangenen Wochen an die Aktienmärkte, aber auch in Anleihen und in Gold.

Die Quote der Barreserven bei den Fondsmanagern ist nach einer Umfrage zuletzt weiter auf 4,4% gefallen von 5,9% im April kurz nach dem Krisenhöhepunkt. Institutionelle Investoren legen also immer größere Teile ihrer Liquiditätsreserven wieder in Wertpapieren oder Gold an. Im Februar, als nur wenige Geldmanager mit einer Ausweitung der Corona-Krise in China auf eine weltweite Pandemie gerechnet hatten, lag die Barquote mit 4,0% noch niedriger als heute. Das bedeutet, es ist bereits viel Optimismus in den Markt zurückgekehrt.

Andererseits stehen 4,4 Billionen US-Dollar an der Seitenlinie, und wenn auch nicht zu erwarten ist, dass diese Gelder zu hundert Prozent umgeschichtet werden, so stehen doch potenziell große Beträge bereit, um in vernünftigerweise rentable Anlageklassen wie Aktien zu fließen.

Notenbanken halten die Geldschleusen weit offen: Über acht Billionen US-Dollar haben die Zentralbanken weltweit in der Corona-Krise in die Kapitalmärkte gepumpt. Als Folge steigen ihre Bilanzsummen doppelt so schnell wie während der großen Finanzkrise vor zehn Jahren. Dazu kommt die von der US-Notenbank Fed verkündete neue Strategie zum Umgang mit Inflation. Von den dualen Zielen denen die Fed, anders als die EZB verpflichtet ist, nämlich Vollbeschäftigung und Preisstabilität, verschiebt sich die Gewichtung der Fed mehr in Richtung Beschäftigung.

Die US-Zentralbanker unter Führung von Jerome Powell wollen dafür sorgen, dass die US-Wirtschaft so schnell wie möglich zur Vollbeschäftigung zurückkehrt. Dafür wird auch über einen längeren Zeitraum eine Teuerung von über zwei Prozent in Kauf genommen, solange der langfristige Durchschnitt bei zwei Prozent liegt. De facto hat die Fed ihre Nullzins-Politik bis in das Jahr 2023 hinein festgeschrieben.

Die schnelle Anfangserholung der Weltwirtschaft flaut ab: Nach der kraftvollen Erholung im dritten Quartal, die in einigen Branchen auch auf Nachholeffekte und eine Wiederauffüllung der Vorratsbestände zurückzuführen ist, schlägt die Konjunktur jetzt eine ruhigere Gangart ein, bleibt aber auf dem Erholungspfad. Die europaweite Rückkehr zu immer mehr Einschränkungen der Bewegungsfreiheit bis hin zu Ausgangssperren und Schließungen im Dienstleistungsgewerbe wird ein Übriges beitragen, den schnellen Aufschwung abzubremesen.

Zuallererst dürfte sich jetzt die Stimmung unter Konsumenten und Managern, die in den September-Umfragen teilweise auf die Hochs aus dem Jahr 2018 zurückgeklettert waren, wieder eintrüben. Die harten Wirtschaftsdaten werden sich erst dann verschlechtern, wenn es wieder flächendeckend zu Betriebsunterbrechungen, denn bisher ist von Stillständen oder

Unterbrechungen der Lieferketten in der Industrie noch keine Rede. Trotzdem befinden wir uns in Europa seit einigen Tagen leider wieder auf dem Weg zu großflächigen Lockdowns. In Teilen des Dienstleistungsgewerbes wie Touristik, Flüge und Hotels wird deshalb auch keine Besserung eintreten. Hier ist die Wirtschaftsaktivität kaum über den Totalstillstand vom März hinausgekommen.

FIDUKA, 21. Oktober 2020

Börsenmonitor Oktober 2020



- **Die fünfmonatige Erholungsrally der Aktien ist seit September ins Stocken geraten. Eine Konsolidierung war längst überfällig. Vor allem die weit davongeeilten Technologiewerte legen nach ihren Rekordhochs eine Pause ein. Die bevorstehenden US-Wahlen führen zu mehr Vorsicht bei Investoren und erhöhten Marktschwankungen.**
- **Die rasche Wirtschaftserholung in einigen Branchen spiegelt sich in den klar verbesserten Unternehmensergebnissen des dritten Quartals wider. Der Gewinneinbruch im zweiten Quartal war weniger schlimm als befürchtet. Die Prognosen für die zukünftigen Erträge steigen wieder.**
- **Am Kapitalmarkt drängt weiter viel Liquidität in Aktien. Die Zinsen bleiben nahe Null, die US-Notenbank hat mit einem neuen Inflationsziel klar gemacht, dass es wohl bis ins Jahr 2023 hinein keine Leitzinsanhebung geben wird.**

Im Konsolidierungsmodus: Nach einem fünfmonatigen Kursanstieg von April bis Ende August befinden sich die Aktienmärkte seit September in einer Konsolidierungsperiode. Dazu passt, dass die weltweite Wirtschaftserholung ebenfalls an Schwung verloren hat. Das kraftvolle Comeback im dritten Quartal mit einem, zwar staatlich gestützten, aber soliden privaten Konsum in den USA und Europa und dem Wiedererstarren einiger Industriesektoren wie dem Autobau hat auch die Gewinne der Unternehmen, die wichtigste Determinante für steigende Aktienkurse, spürbar befördert. Die Ertragsperspektiven werden heute wesentlich besser eingeschätzt als noch zur Jahresmitte.

Rundum niedrige Zinsen und vor allem die Flut an anlagesuchender Liquidität stützen die Börsen trotz einer mittlerweile fast allerorten hohen Gewinnbewertung. Im Jahresverlauf liegen der DAX-Index mit minus 5,3% und der amerikanische Dow Jones Industrial mit minus 3,8% (in Euro und inklusive Dividenden) jetzt fast synchron im negativen Bereich. Besser schneiden allerdings der breite US-Index S&P500 mit plus 3,1% und vor allem der alle

Erwartungen sprengende Technologiewerte-Index Nasdaq Composite mit nahezu 23% Plus ab.

Tief im Keller befinden sich dagegen unsere europäischen Nachbarbörsen in Frankreich und Italien mit jeweils minus 18,8% sowie Großbritannien und Spanien mit sogar minus 28,2% bzw. 28,8%. Das pandemiebedingt schwierigere Umfeld und in Großbritannien ungeklärte Brexit-Fragen fordern ihren Tribut. Der Stoxx600 als umfassender Benchmark-Index für Gesamteuropa einschließlich Deutschlands und des besser abschneidenden Schweizer Markts liegt deshalb auch mit über 11% weit in negativem Terrain.

Gegen den Trend signifikante Kursgewinne ließen sich mit Technologieaktien in Europa (plus 7,6%), vor allem aber in den USA (plus 30,7%) und, überschaubarer, in Europa mit Werten aus der Chemiebranche (plus 4,3%) und Versorgern (plus 3,7%) sowie US-Pharmatiteln (plus 6,8%) erzielen. Alle anderen Branchen liegen mehr oder weniger im Minus, wobei die Energiewerte der Öl- und Gasbranche sowohl in den USA (-47,2%) als auch in Europa (-41,0%) nahezu die Hälfte des Anlegerkapitals vernichtet haben.

Die Perspektiven für einen Marktaufschwung im nächsten Jahr sind gut: Diese Einschätzung gilt unter der Voraussetzung, dass die jetzt über Europa schwappende zweite Pandemie-Welle nicht mehr zu einer kompletten Schließung des gesamten Einzelhandels oder gar der verarbeitenden Industrie führt. Dann wäre die `Double Dip`, also ein Abgleiten in eine zweite Rezessionsphase, eine reelle Gefahr.

Grundsätzlich aber sind, über die US-Wahlen am 3. November und die unsäglichen Brexit-Verhandlungen hinweg, die Perspektiven für Aktien durchaus gut. Ist der Unsicherheitsfaktor US-Wahlen erst einmal aus dem Weg geräumt, wird sich, sofern der Ausgang eindeutig und unbestreitbar ist, der Blick der Investoren nach dem Jahreswechsel bereits dem Jahr 2022 zuwenden. Für übernächstes Jahr kann eine weitere konjunkturelle Verbesserung – wahrscheinlich auch mit zumindest einem verfügbaren Corona-Impfstoff – und ein günstige-

res Geschäftsumfeld mit steigenden Einnahmen und Gewinnen für die Unternehmen erwartet werden.

Bewertungsmaßstäbe wie Kurs/Gewinnverhältnis (KGV), Kurs/Cashflow oder auch Substanzbetrachtungen wie Kurs/Buchwert dürften beim Blick auf 2022 wieder mehr Spielraum für Kurssteigerungen ergeben. Kurzfristige Zinsen weiter nahe Null, und etwas höhere langfristige Anleihenrenditen als heute von vielleicht maximal über zwei Prozent (USA), sind keine echten Alternativen zu Aktienanlagen. Eine Überhitzung der Weltwirtschaft droht 2022 auf ihrem Weg zurück zum Vor-Pandemie-Niveau nicht. Und andersherum wird von monetärer Seite, und da wo es die Verschuldung noch zulässt auch fiskalisch, alles getan werden um die Wirtschaftserholung in der Spur zu halten.

Ertragslage der Unternehmen hat sich deutlich aufgehellt: Nach dem Gewinneinbruch der Aktiengesellschaften im zweiten Quartal (in Europa -51%, in den USA-31%) hat sich die Ertragslage im dritten Quartal parallel zur Konjunkturerholung zumindest stabilisiert. Dazu kommen auf Unternehmensseite Effizienzmaßnahmen und Einsparungen, so dass die Ertragslage in den meisten Branchen schneller als erwartet wieder auskömmlich (Autoproduzenten, Chemie, Banken) bis sehr gut ausfällt (Technologiekonzerne, Halbleiter, Pharma und Biotechnologie, Basisrohstoffe außer Öl und Gas).

Dabei ist die Unternehmenslandschaft unverändert zweigeteilt in Gewinner, die von Digitalisierung, Online-Plattformen, Warentransport und wachsendem Datenverkehr profitieren und Verlierern, vorwiegend aus dem Dienstleistungsgewerbe (vorneweg Touristik, Fluggesellschaften und Gastronomieketten). Insgesamt sind die Konzernmanager aber wieder zuversichtlicher geworden. Mehr Unternehmen als zur Jahresmitte trauen sich nun wieder Geschäftsprognosen zu, ein Teil schraubt sogar die Gewinnaussichten für 2020 nach oben. Darunter sind Pharmaunternehmen wie NovoNordisk oder Johnson & Johnson, Halbleiterproduzenten wie NXP oder STM, Logistiker wie Fedex und die Deutsche Post und sogar der Autohersteller Daimler. Verlierer wie die Lufthansa bleiben vorerst weiter im Ertragstal gefangen,

versuchen aber durch massive Kosteneinsparungen einschließlich Jobabbau ihre Situation erträglicher zu gestalten. Dringend nötig ist auf längere Sicht wohl auch eine komplette Anpassung des Geschäftsmodells an die neuen Gegebenheiten.

In der aktuell laufenden Zwischenberichtssaison haben bisher in den USA über 83% der Unternehmen aus dem S&P500-Index die Gewinnerwartungen bei Analysten und Marktbeobachtern übertroffen. Von den Technologieunternehmen aus dem NASDAQ100-Index sogar mehr als 95%, also so gut wie alle, die bisher ihre Zahlen veröffentlicht haben. Das Bild ist aber noch unvollständig, denn Schwergewichte wie Apple, Alphabet (Google), Microsoft und Facebook stehen noch aus.

Einmal mehr haben die US-Banken bewiesen, dass sie auch in einem schwierigen Geschäftsumfeld beträchtliche Gewinne erwirtschaften können. Diesmal war es das boomende Kapitalmarktgeschäft mit Aktien und Anleihen, das für einen Ertragsschub sorgte, während im Privatkundengeschäft die schrumpfende Zinspanne und hohe Risikovorsorge für erheblichen Druck sorgte. Entsprechend ragten die Ergebnisse der Investmentbanken Goldman Sachs und Morgan Stanley besonders heraus, bei den anderen Häusern hat sich erneut das Universalbankensystem als ausgleichendes Element bewährt.

In den Aktienkursen der Banken spiegeln sich die guten Zahlen nicht wider, die Investoren sind vorsichtig was die Nachhaltigkeit der hohen Überschüsse der Handelsabteilungen betrifft. Viele Unternehmen weltweit haben sich über Anleihe-Emissionen und die Ausgabe von neuen Aktien mit frischem Kapital vollgesogen und ihre Reserven in unsicheren Zeiten kräftig aufgestockt. Die Rekord-Kapitalmaßnahmen und begleitenden Einnahmen für die Banken könnten also tatsächlich ein vorübergehendes Phänomen gewesen sein.

Gewinnschätzungen für die Unternehmen steigen wieder: Der erwartete künftige Gewinnverlauf hat sich, auch dank der wieder zuversichtlicheren Stimmen aus den Unternehmen selbst, in den letzten Wochen klar verbessert.

In Europa wird auf Basis der Stoxx600-Indexgesellschaften für das vierte Quartal nochmals ein Gewinnrückgang von 23% zum Vorjahr erwartet (nach minus 35% in Quartal zwei), im ersten Quartal 2021 wird dann die Trendwende erwartet mit einem Plus von 27% und anschließend basisbedingt eine Beschleunigung auf quartalsweise Gewinnanstiege von 56%, 53% und 36% bis zum Jahresende. Insgesamt wird für die Gewinne 2021 ein Plus von knapp 37% kalkuliert und für das Folgejahr nochmal plus 17%. Das KGV läge dann für 2022 mit 13,5 auf einem Niveau knapp unterhalb des langfristigen Mittelwerts für europäische Aktien von etwa 14.

In den Vereinigten Staaten wird nach einem gemäßigten Gewinnrückgang von 13% im vierten Quartal (nach minus 19% im dritten) für 2021 eine Zunahme von 25% und für das darauffolgende Jahr von 16%. Die Dynamik ist etwas gedämpfter als in Europa, denn auch die besten und größten Tech-Firmen können nicht unbegrenzt so viel Ertrag oben draufsatteln wie in den letzten Jahren. Das KGV für US-Aktien läge auf dieser Gewinnbasis bei 17,5, eine auch im langfristigen Kontext überdurchschnittliche Bewertung, gemessen am Zinsniveau aber nicht übersteuert.

Liquidität im Übermaß: Neben der verbesserten Ertragslage der Unternehmen ist die weiter komfortable Liquiditätssituation an den Kapitalmärkten die entscheidende Stütze für die Aktienkurse. Annähernd 4.4 Billionen USD sind in faktisch unverzinsten Geldmarktanlagen geparkt, zweistellige Milliardenbeträge davon flossen in den vergangenen Wochen an die Aktienmärkte, aber auch in Anleihen und in Gold.

Die Quote der Barreserven bei den Fondsmanagern ist nach einer Umfrage zuletzt weiter auf 4,4% gefallen von 5,9% im April kurz nach dem Krisenhöhepunkt. Institutionelle Investoren legen also immer größere Teile ihrer Liquiditätsreserven wieder in Wertpapieren oder Gold an. Im Februar, als nur wenige Geldmanager mit einer Ausweitung der Corona-Krise in China auf eine weltweite Pandemie gerechnet hatten, lag die Barquote mit 4,0% noch niedriger als heute. Das bedeutet, es ist bereits viel Optimismus in den Markt zurückgekehrt.

Andererseits stehen 4,4 Billionen US-Dollar an der Seitenlinie, und wenn auch nicht zu erwarten ist, dass diese Gelder zu hundert Prozent umgeschichtet werden, so stehen doch potenziell große Beträge bereit, um in vernünftigerweise rentable Anlageklassen wie Aktien zu fließen.

Notenbanken halten die Geldschleusen weit offen: Über acht Billionen US-Dollar haben die Zentralbanken weltweit in der Corona-Krise in die Kapitalmärkte gepumpt. Als Folge steigen ihre Bilanzsummen doppelt so schnell wie während der großen Finanzkrise vor zehn Jahren. Dazu kommt die von der US-Notenbank Fed verkündete neue Strategie zum Umgang mit Inflation. Von den dualen Zielen denen die Fed, anders als die EZB verpflichtet ist, nämlich Vollbeschäftigung und Preisstabilität, verschiebt sich die Gewichtung der Fed mehr in Richtung Beschäftigung.

Die US-Zentralbanker unter Führung von Jerome Powell wollen dafür sorgen, dass die US-Wirtschaft so schnell wie möglich zur Vollbeschäftigung zurückkehrt. Dafür wird auch über einen längeren Zeitraum eine Teuerung von über zwei Prozent in Kauf genommen, solange der langfristige Durchschnitt bei zwei Prozent liegt. De facto hat die Fed ihre Nullzins-Politik bis in das Jahr 2023 hinein festgeschrieben.

Die schnelle Anfangserholung der Weltwirtschaft flaut ab: Nach der kraftvollen Erholung im dritten Quartal, die in einigen Branchen auch auf Nachholeffekte und eine Wiederauffüllung der Vorratsbestände zurückzuführen ist, schlägt die Konjunktur jetzt eine ruhigere Gangart ein, bleibt aber auf dem Erholungspfad. Die europaweite Rückkehr zu immer mehr Einschränkungen der Bewegungsfreiheit bis hin zu Ausgangssperren und Schließungen im Dienstleistungsgewerbe wird ein Übriges beitragen, den schnellen Aufschwung abzubremesen.

Zuallererst dürfte sich jetzt die Stimmung unter Konsumenten und Managern, die in den September-Umfragen teilweise auf die Hochs aus dem Jahr 2018 zurückgeklettert waren, wieder eintrüben. Die harten Wirtschaftsdaten werden sich erst dann verschlechtern, wenn es wieder flächendeckend zu Betriebsunterbrechungen, denn bisher ist von Stillständen oder

Unterbrechungen der Lieferketten in der Industrie noch keine Rede. Trotzdem befinden wir uns in Europa seit einigen Tagen leider wieder auf dem Weg zu großflächigen Lockdowns. In Teilen des Dienstleistungsgewerbes wie Touristik, Flüge und Hotels wird deshalb auch keine Besserung eintreten. Hier ist die Wirtschaftsaktivität kaum über den Totalstillstand vom März hinausgekommen.

FIDUKA, 21. Oktober 2020