

Börsenmonitor Oktober 2021



- **Der saisonal oft schwache September beschert den Börsen die ersten Verluste seit Januar. Zuvor stiegen im August die Kurse den siebten Monat in Folge an. Der Rücksetzer im September drückte DAX und Dow Jones auf Monatsstiefs 6,3% bzw. 5.7% unter ihre August-Rekordhochs.**
- **Das fundamentale Umfeld hat sich eingetrübt: Konjunkturindikatoren zeigen nach unten; in den USA und China verlangsamt sich das Wachstum; die Gewinnprognosen für die Firmen sind auf einem Höhepunkt; die Zentralbanken bereiten die schrittweise Abkehr von der ultra-expansiven Geldpolitik vor.**
- **Für Aktien spricht weiter, dass Zinsanlagen nach Inflation zu realem Vermögensverzehr führen. Die wahrscheinliche Pleite des Immobilien-Projektentwicklers Evergrande in China sorgt für Unsicherheit, sollte aber abgedefert werden können.**

Auftakt zu einer längeren Konsolidierung? Wahrscheinlich ja, weil sich in den vergangenen Wochen aus fundamentaler Sicht ein paar Sandkörner ins Börsengetriebe eingeschlichen haben. Und auch schon deshalb, weil es seit dem Corona-Tief im März 2020 keine mehr gab. Einige Determinanten für Aktien haben sich in den letzten Wochen verschlechtert. Die Konjunkturindikatoren schwächen sich ab, die Prognosen für die Unternehmensgewinne haben ihren Höhepunkt erreicht und stagnieren und nicht zuletzt steht die monetäre Politik der Zentralbanken vor Veränderungen. Einzig ein wichtiger Punkt bleibt uneingeschränkt positiv: Es gibt keine wirklichen Alternativen zu Sachwerten wie Aktien, Zinsanlagen führen nach Berücksichtigung der Inflation zu realem Vermögensverzehr.

Eine Konsolidierung an den Börsen ist eigentlich lange überfällig. Sieben Monate am Stück, seit Anfang Februar bis Ende August, sind die Aktienkurse in Europa und den USA nur gestiegen. Seit Ende April beträgt der DAX-Zugewinn trotzdem nur 0,7%, über den Sommer also kaum mehr als eine Seitwärtsentwicklung.

Der unmittelbare Auslöser für den aktuellen Dämpfer war die Angst vor einer bevorstehenden Insolvenz des zweitgrößten chinesischen Immobilien-Projektentwicklers Evergrande, der bei seinen Gläubigern mit 305 Mrd. USD in der Kreide steht. Evergrande sorgt für Unruhe an den Märkten, ist aber beherrschbar und auch nicht mit dem Lehman-Kollaps vor ziemlich genau 13 Jahren zu vergleichen. Das Unternehmen ist nicht international systemisch vernetzt.

Aber die eigentlichen Gründe für den Marktumschwung liegen tiefer und sind vielschichtiger. Das fundamentale Umfeld für die Börsen hat sich im Vergleich zum Jahresbeginn verschoben. Die Konjunkturindikatoren zeigen mittlerweile nach unten, die Konsumentenstimmung ist gedrückt und die Notenbanken leiten den Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik ein. Und einer Fortsetzung des Kursaufschwungs über eine noch höhere Bewertung von Aktien steht der leicht ansteigende Zinstrend entgegen.

Unternehmensgewinne am Scheideweg:

Vor allem aber sind die Gewinnprognosen für die Unternehmen, die sich im ersten Halbjahr noch extrem dynamisch nach oben entwickelt haben und die zentrale Stütze für steigende Börsen waren, an einem Hochpunkt angekommen. Sie stagnieren jetzt seit ein paar Wochen und liefern keine neuen Impulse mehr. Die Konjunkturverlangsamung und Zusatzkosten aus den Lieferengpässen, fehlenden Halbleitern und gestiegenen Transport- und Vormaterialpreisen tragen ebenfalls dazu bei. Falls die diskutierten Steuererhöhungen in den USA – u.a. Anhebung der Unternehmenssteuern von 21,0% (unter Trump gesenkt) auf 26,5% - durchgesetzt werden, könnten die Gewinne der S&P500-Indexkonzerne nächstes Jahr sogar stagnieren oder leicht sinken statt wie erwartet zu steigen. Die Kurs/Gewinn-Bewertung (KGV) auf Basis der aktuellen Markterwartungen liegt für die USA mit 20,0 (Gewinnprognose 2022) und 18,2 (2023) ohnehin vergleichsweise hoch (Europäische Aktien 15,4 bzw. 14,5), was bei Zinsen nahe Null noch nicht problematisch ist, bei höheren Marktzinsen aber werden könnte.

Aktueller Zinstrend nach Richtungswechsel wieder ansteigend: Bis Ende Juli sind die

Zinsen für zehnjährige US-Staatsanleihen auf unter 1,2% gefallen, seitdem steigen sie vor dem Hintergrund weiter rapide zunehmender Rohöl-, Erdgas- und anderer Rohstoffpreise und über den Erwartungen liegender Inflationsraten recht zügig an, zuletzt auf über 1,5%. Auch das bevorstehende Erreichen der staatlichen Schuldenobergrenze ohne Einigung im Kongress die Deckelung aufzuheben drückt die Zinsen hoch. Bei zehnjährigen Bundesanleihen vollzieht sich der Renditeanstieg weiter ausschließlich im negativen Bereich, von minus 0,5% im August bis auf minus 0,2%.

Auch die Realzinsen bewegen sich nach oben. Beispielsweise liegt der kurzfristige Realzins in den USA bei einer Inflation von 5,3% (im August) mit minus 3,8% immer noch tief im negativen Bereich, aber er ist leicht höher als im Juli mit minus 4,2% (bei 5,4% Inflation). Die längerfristige fünfjährige Inflationserwartung liegt kaum verändert bei - aus Zentralbank-Sicht gemäßigten - 2,2% und die erwartete Realrendite fünfjähriger US-Treasuries damit bei minus 3,2%. Die Inflationserwartungen sind nach Einschätzung der US-Notenbank Federal Reserve (Fed) bei etwas über zwei Prozent fest verankert und stützen ihre Sichtweise einer nur vorübergehend höheren Inflation. Sollten die um auslaufende Basiseffekte „normalisierten“ Inflationsraten tatsächlich wie erwartet bald wieder fallen, werden sich bei weiter steigenden Nominalzinsen die Realrenditen stärker nach oben entwickeln - aber noch lange nicht positiv werden.

Notenbanken leiten Abkehr von der ultralockeren Geldpolitik ein:

Auch der, neben den Gewinnperspektiven für die Aktiengesellschaften, zweite wichtige Antriebsmotor für die Börsen, die praktisch unbegrenzte Liquiditätsversorgung der Kapitalmärkte, neigt sich dem Ende entgegen. Die europäische Zentralbank (EZB) hat bereits beschlossen ab Oktober ihre Anleiheaufkäufe zu reduzieren. In Kürze dürfte ihr die Fed folgen und das sogenannte Tapering (allmähliche Rückführung der monatlichen Anleihekäufe) einleiten. Die EZB wird ihre im Zuge des Pandemie-Notfallprogramms (PEPP = Pandemic Emergency Purchase Program) Anleihekäufe reduzieren, wahrscheinlich um 10 Mrd. bis 20 Mrd. EUR im Monat von heute 80 Mrd. EUR auf dann noch 60 Mrd. bis 70 Mrd. EUR, so die Markteinschätzung. Das

schon länger laufende Kaufprogramm APP (Asset Purchase Program) wird mit monatlich 20 Mrd. EUR vorläufig unverändert beibehalten.

Die Leitzinsen werden auf absehbare Zeit noch bei Null verbleiben. Erst nach dem kompletten Zurückfahren der Anleihenkäufe, also der quantitativen Lockerungsmaßnahmen, kommt für die Notenbanken eine Rückkehr zu einer traditionellen Zinspolitik infrage. Nach Aussage der EZB werden erst einmal auslaufende Anleihen aus ihrem Bestand weiter durch Neukäufe ersetzt bevor an Zinserhöhungen gedacht wird. Zuerst dürfte also die Fed in den USA mit Zinsanhebungen loslegen, räumt sich aber nach Beendigung ihrer Anleihenkäufe weitere Bedenkzeit ein.

Auf dem jährlichen Symposium der Notenbanker in Jackson Hole in Wyoming hat Fed-Chef Powell Ende August klar geäußert, dass nach Beendigung der Anleihenkäufe nicht unmittelbar eine Zinserhöhung folgen wird und beide Maßnahmen unabhängig voneinander zu sehen seien. Ob und wann eine erste Zinsanhebung erfolgt wird anhand der gesamtwirtschaftlichen Lage erneut bewertet. Für die Amerikaner stehen dabei noch vor der Inflation die erzielten Fortschritte am Arbeitsmarkt im Mittelpunkt (Ziel Vollbeschäftigung).

Wahlausgang in Deutschland ohne Einfluss: Trotz eines engen Wahlergebnisses und komplizierter Koalitionsarithmetik zeigte sich der DAX am nächsten Handelstag unbeeindruckt und konnte etwas zulegen. Das Worst-Case-Szenario mit der Partei Die Linke in der Regierungsverantwortung ist ausgeblieben. Ansonsten werden sich die Koalitionsverhandlungen mit zwei Optionen an Dreierbündnissen – eine Fortsetzung der großen Koalition erscheint ausgeschlossen - noch etwas hinziehen; alle Teilnehmer geben sich aber entschlossen kompromissbereit. Der Einfluss an der Börse wird marginal bleiben, die Oberhand behalten maßgebliche Entwicklungen in der Weltwirtschaft, geopolitische Ereignisse oder Zentralbankpolitik und Zinsen. Sie bleiben die entscheidenden Marktdeterminanten, deutsche Politik steht da hinten an.

Dramatische Veränderungen in China haben Markteinfluss: Neben den geopolitischen und Handelsspannungen zwischen

China und dem Westen wird immer offensichtlicher, dass in der zweitgrößten Volkswirtschaft der Erde ein grundsätzlicher wirtschaftspolitischer Schwenk und eine Abkehr von marktwirtschaftlichen Prinzipien stattfindet. Der zum Mao-Wiedergänger mutierte Präsident und Parteichef Xi Jinping schränkt privatwirtschaftliche Tätigkeiten immer mehr ein. Die bisher geduldete Koexistenz privatwirtschaftlich geführter Konzerne neben den staatlich kontrollierten wird zugunsten eines forcierten Staatskapitalismus beschnitten. Private Konzerne werden, besonders wenn sie in der Vergangenheit stark gewachsen sind, an einer immer kürzeren Leine gehalten und gegenüber manchen wird mit Zerschlagung (Alibaba und Ant Financial, Tencent) oder sogar Rückverstaatlichung gedroht.

Noch zeichnet sich kein Ende dieses Prozesses ab. Nach den zuerst betroffenen Branchen Technologie, Gaming und Unterhaltungsindustrie, soll auch die Finanzindustrie auf Parteilinie gebracht werden. Den politischen Schwenk zieht die kommunistische Administration rücksichtslos durch, auch westliche Firmen werden davon kaum verschont bleiben. Unter den deutschen Firmen ist die Autobranche besonders in China exponiert. Dem VW-Konzern immerhin könnten seine jahrzehntelangen guten Beziehungen zur chinesischen Führungsspitze – seit 1982 unter dem damaligen Vorstandsvorsitzenden Carl Hahn ist VW in China vertreten - Abhilfe verschaffen. Ob der Marktführer ungeschoren bleibt ist trotzdem keinesfalls sicher.

Noch Abwarten oder schon Zurückkaufen? Abwärtsbewegungen verliefen in diesem Jahr sehr schnell und kurz über nur wenige Tage. Auf fünf bis zehn Prozent tieferem Niveau fanden sich sofort Käufer, Liquidität war ausreichend da. Die Börsen kamen dabei kaum zum Durchatmen. Dieses Mal könnte es anders sein, aufgrund der neuen Rahmenfaktoren besteht die Möglichkeit einer länger anhaltenden Konsolidierung oder Korrektur. Mit Neuengagements noch abzuwarten könnte sich also für Anleger auszahlen – und darüber hinaus von chinesischen Aktien ganz Abstand zu halten.

FIDUKA, 30. September 2021