

Börsenmonitor November 2021



- **Nach der kurzen Korrektur im September schwingen sich die Börsen in den USA und Europa abermals zu Höchstständen auf. Im vierten Quartal steigen der DAX bisher um über 5%, Stoxx600 6,8% und Dow Jones in Euro 7,4%. Der Anstich nach dem Rücksetzer im September kommt erneut von der ausgesprochen guten Ertragslage der Unternehmen, deren Gewinnerwartungen im Zuge der Quartalsberichterstattung weiter nach oben angepasst werden.**
- **Die technisch überkaufte Marktsituation bei Aktien wurde mit der September-Blitzkorrektur kaum abgebaut. Dagegen sind an den gegenüber steigenden Inflationsraten lange Zeit resistenten Zinsmärkten in den USA die kurz- und mittelfristigen Renditen angesprungen. Die Zinsstrukturkurve hat sich deutlich verflacht.**
- **Die US-Notenbank hat wie erwartet im November den (sehr langsamen) Rückzug aus den Anleihenkäufen eingeleitet. Für Aktien spricht trotzdem weiter, dass Zinsanlagen nach Inflation zu realem Vermögensverzehr führen.**

Goldener Oktober an den Aktienbörsen:

Mit einer Fortsetzung im November, die alle europäischen und amerikanischen Hauptindizes auf neue Allzeit-Höchstwerte gehievt hat. Wie fast immer preschten die US-Börsen auf dem Weg nach oben voran, aber DAX und der europäische Hauptaktienindex Stoxx600 folgten zügig nach. Der Rücksetzer im September hatte DAX und Dow Jones auf zwischenzeitliche Tiefs 7,6% bzw. 5,7% unter ihre August-Rekordhochs gedrückt. Aber die Delle wurde so schnell wieder ausgebügelt, dass sie bei den Anlegern schon wieder vergessen ist. Kaum einen Monat später erreichte der Dow Jones bereits wieder ein neues Hoch, gefolgt von nahezu täglich neuen Rekorden, zuletzt am vergangenen Montag bei 36.566 DOW-Punkten. Der DAX erreichte seinen neuen Rekord daraufhin am Donnerstag bei 16.114 Punkten.

Seit Quartalsbeginn liegt er damit 5,4% im Plus, knapp hinter dem europäischen Stoxx600 mit plus 6,8% und dem Dow Jones, dessen Wertzuwachs seit September in Euro bei 7,4% liegt. Die besten Aktien im vierten Quartal kommen in den USA aus den Branchen Rohstoffe (DuPont), zyklischen Konsumwerten wie Autos (Tesla, Ford) und Technologie (Nvidia, Qualcomm, Microsoft). In Europa stehen

ebenfalls Konsumwerte einschließlich Luxusgüter und Automobile (LVMH, L'Oréal, Daimler), Finanzwerte (HSBC, UBS) und auch die rarer gesäten Technologiewerte (Infineon, ST Micro, ASML) ganz vorne. Schlusslichter sind auf beiden Seiten des Atlantiks die Telekom-Konzerne (AT&T, T-Mobile USA sowie Deutsche Telekom) und in Europa wegen steigender Corona-Infektionszahlen die Reise- und Freizeitbranche. Zu den enttäuschenden Aktien zählen unter den sonstigen größeren Titeln auch IBM und Paypal nach enttäuschender Berichterstattung, sowie in Europa - trotz eines erneut angehobenen Ausblicks - BASF und, wegen des Preisverfalls beim Eisenerz, Rio Tinto. Der jüngste Rekordsprung der Aktienmärkte ist Gewinn- und Liquiditätsgetrieben. Denn noch pumpen die Notenbanken Monat für Monat immense Geldmittel über Anleihenkäufe in die Märkte. Aber es wird in den kommenden Monaten weniger werden.

Unternehmensgewinne sind wieder im Aufwind, aber wie lange hält das noch?

Der Treibsatz für die jüngste Aufwärtsbewegung an den Börsen ist ein erneuter Anstieg der Gewinnrevisionen im Zuge der Firmenberichte zum dritten Quartal. Besonders in den USA und weltweit vor allem im Technologiesektor (ASML, Microsoft, Google, SAP) und bei den Banken (US-Konzerne und europäische Institute) fielen die Geschäftsergebnisse deutlich besser als erwartet aus. Im repräsentativen amerikanischen S&P500-Index übertrafen mehr als 80% aller Aktiengesellschaften die Marktprognosen, in Europa waren es unter der Gruppe der Top-Börsenfirmer (Stoxx600-Index) mit 57% immerhin über die Hälfte und mehr als im langjährigen Durchschnitt von 52%. Im Vorfeld der Zwischenberichte waren über mehrere Wochen im August und September die Gewinnprognosen für die nächsten Quartale nicht mehr angehoben worden. Prompt setzte im September die Blitz-Konsolidierung an den Aktienbörsen ein.

Aktuell ist die Gewinnerwartung für die europäischen Stoxx600-Unternehmen im dritten Quartal auf plus 50% zum Vorjahr angestiegen. Und im vierten Quartal wird jetzt mit 36% Ertragszuwachs ein um 4% höheres Plus prognostiziert als noch vor der Berichtssaison. Für das erste Quartal 2022 erwartet der Markt

dann aber einen Gewinnrückgang von 4% zum starken ersten Quartal 2021. Anschließend rechnet der Marktkonsens mit unveränderten Gewinnen im zweiten und dritten Quartal, letztlich also für die kommenden Monate mit einer Stagnation der Unternehmensgewinne. Mehr Dynamik wird dann für das vierte Quartal vorhergesagt, so dass die Gewinne europäischer Aktiengesellschaften im Durchschnitt 2020 um knapp 8% ansteigen sollen, genauso viel wie in den USA (S&P500-Index), wobei dort die größeren Aktienrückkäufe einen Teil - voraussichtlich etwa die Hälfte - zum Gewinnzuwachs je Aktie beitragen werden.

Wie realistisch sind die Gewinnprognosen? Angesichts vorsichtiger gewordener Ausblicke der Unternehmen und des von den Vorständen immer wieder erwähnten Gegenwinds aus Mangel an Vorprodukten, verteuerten Rohstoffen und Vormaterialien und in den USA besonders schnell steigender Lohnkosten, stellt sich die Frage wann diese Engpässe und Kostenfaktoren nachhaltig auf die Ertragslage durchschlagen. Letztendlich wird das nicht vermeidbar sein. Die Gewinnmargen befinden sich auf einem Hochpunkt und sind kaum noch steigerbar.

So konnten zwei der drei großen deutschen Autokonzerne, nämlich Daimler und BMW, für das dritte Quartal noch einmal über ansteigende Gewinne berichten, obwohl ihr Absatz zweistellig im Rückwärtsgang fuhr. Steigende Ergebnisse bei rückläufigem Verkauf sind in der mengenabhängigen und margenschwachen Autoindustrie äußerst ungewöhnlich und aktuell nur dem Umstand steigender Preise für Neu- und Gebrauchtwagen, sowie wegfallender Rabatte und Marketingaktionen zu verdanken. Wegen des Halbleitermangels und anderer fehlender Zulieferteile können ohnehin nicht mehr Fahrzeuge produziert und an den Mann gebracht werden. Die Lieferfristen für einzelne Modelle überschreiten mittlerweile ein Jahr. Dazu kommt ein dank niedriger Zinsen und Kreditausfällen überaus ertragsstarkes Finanzdienstleistungsgeschäft. Diese günstige Konstellation wird bei steigenden Zinsen und sich abkühlender Weltkonjunktur nicht dauerhaft anhalten.

Auch in anderen Branchen häufen sich die Warnungen vor angespannten Liefer- und

Wertschöpfungsketten, Arbeitskräftemangel, steigenden Transportkosten und hohen Vormaterialpreisen. Viele Unternehmen sind der Auffassung, dass sich diese Bremsfaktoren im vierten Quartal weiter verschärfen und bis weit in das Jahr 2022 hinein anhalten werden. Der Halbleiternmangel wird sich wohl sogar noch länger, über das gesamte nächste Jahr hinziehen und nicht komplett auflösen. Die Prognosen für die Unternehmensgewinne im nächsten Jahr sehen also bei realistischer Betrachtung zu optimistisch aus.

Das sehr langsame Ende der ultralockeren Geldpolitik: Die Notenbanken wählen lieber die Formulierung Rückkehr zu einer „normalisierten“ Geldpolitik, die kann dann aus ihrer Sicht immer noch expansiv sein. Die Altlast für die Geldhüter begann bereits im September 2007. Die US-Notenbank (Fed) senkte wegen Problemen am Hypothekenmarkt in kurzer Abfolge den Leitzins von 5,25% bis auf 2% im September 2008 ab. Nach der Lehman-Pleite im selben Monat musste sie erneut reagieren und senkte ihn in zwei Schritten bis auf Null im Dezember 2008.

Nachdem die Zinspolitik ausgeschöpft war, startete der damalige Fed-Chef Ben Bernanke kurze Zeit später die quantitative Lockerung, den Ankauf von Anleihen in großem Stil. Andere Notenbanken folgten, auch die Europäische Zentralbank (EZB), und die Geldflut an den Kapitalmärkten nahm mit Ausnahme einer restriktiven Phase der Fed von Dezember 2015 bis Juni 2019 (unter Janet Yellen und ab Februar 2018 Jerome Powell) immer weiter zu, motiviert und angeheizt durch Krisen wie die Euro-Staatsschuldenkrise und zuletzt die Corona-Pandemie. Insgesamt ergoss sich so seit 2009 ein Tsunami von 23 Billionen USD über die Kapitalmärkte.

Damit soll jetzt Schluss sein, aber nicht über Nacht, sondern fein portioniert soll den Märkten jeden Monat etwas weniger neues Geld bereitgestellt werden. Die US Federal Reserve macht jetzt den Anfang und wird ihr monatliches 120 Mrd. USD Kaufprogramm jeden Monat um 15 Mrd. USD abschmelzen, also über acht Monate hinweg bis Ende Juni nächsten Jahres. Ab Juli 2022 stünde dann je nach Arbeitsmarktlage, mit dem priorisierten Ziel Voll-

beschäftigung, Konjunktursituation und Inflation eine Entscheidung über eine erste Zinsanhebung an. Einige Ökonomen von Investmentbanken rechnen fest damit und erwarten sogar zwei Zinsanhebungen im kommenden Jahr.

In Europa dürfte eine Rückkehr zu einer „normalisierten“ Zinspolitik noch länger auf sich warten lassen. Vorerst will die EZB ihr PEPP Pandemie Notfall-Programm im Umfang von insgesamt 1,85 Billionen EUR und monatlich 80 Mrd. EUR, leicht um 10 bis 15 Mrd. EUR gekürzt (EZB-Präsidentin Lagarde nennt es „Rekalibrierung“), weiter umsetzen, voraussichtlich bis Ende März 2022. Im Anschluss daran ist in Europa ein komplett neu formatiertes quantitatives Programm wahrscheinlich, also noch länger keine Leitzinsanhebung.

Die Abkehr von der ultra-expansiven Geldpolitik findet also nur in Trippelschritten statt. Unterschiedliche Inflationsraten machen die EZB etwas geduldiger als die US-Fed. Im Euroraum lag die Kerninflation im September bei 1,9%, Tendenz steigend, in den USA im Oktober schon bei 4,6%, in die Höhe getrieben durch boomende Energie- und Gebrauchtwagenpreise. Die schnellsten im Oktober um 30% bzw. gut 26% gegenüber dem Vorjahr nach oben und sind zusammen für etwa 3%-Punkte der Gesamtteuerung von 6,2% einschließlich Energie und Nahrungsmitteln verantwortlich.

Auf keinen Fall wollen die Zentralbanken das zarte Pflänzchen Konjunktur durch ein zu schnelles Umschwenken auf einen restriktiven Kurs gefährden. Lieber warten die Geldhüter bei der Fed ab, bis sich die Inflation mit Stabilisierung der Energie- und Rohstoffpreise, oder auch bei den Gebrauchtwagen, wieder von selbst beruhigt. Die Öl- und Energiepreise am Weltmarkt sind von den Zentralbanken kaum beeinflussbar. Für die Amerikaner steht ohnehin das Erreichen maximaler Beschäftigung als Ziel gegenüber der Geldwertstabilität im Vordergrund. Mit Glück lässt sich vielleicht ja beides erreichen.

Bewegung an den US-Zinsmärkten: Lange Zeit haben sich die Zinsen von den rasant zunehmenden Inflationsraten in den USA unbeeindruckt gezeigt. Die Anleihenmärkte haben der Fed ihre Prognose nur vorübergehend höherer Preissteigerungen abgenommen. Seit

kurzem, besonders nach Veröffentlichung der Erzeuger- und Konsumentenpreisentwicklung im Oktober (Jahresraten +8,9% bzw. +6,2% und +4,6% Kerninflation) gibt es aber Bewegung an den Zinsmärkten.

Nicht einhellig nach oben, vielmehr in einer deutlichen Verschiebung der Zinsstrukturkurve. Die ist erheblich flacher geworden, aber trotzdem noch ein gutes Stück von einem invertierten Verlauf entfernt, bei dem die kurzfristigen Zinsen über den langfristigen liegen und der in der Historie als Hinweis auf eine möglicherweise bevorstehende Rezession interpretiert wird. Der Anstieg vollzog sich in den vergangenen Wochen bei zweijährigen US-Papieren, deren Rendite von 0,35% auf 0,54% angestiegen ist und bei fünfjährigen Anleihen, die jetzt bei 1,26% nach 1,07% notieren. Gleichzeitig sind die Zinsen für dreissigjährige Treasuries von 2,17% auf 1,93% gefallen. Bei den kurz- und mittelfristigen Papieren wird also eine restriktivere Geldpolitik der Fed eingepreist.

Die aufgezogenen Wolken am Aktienhimmel haben sich noch nicht verzogen: Die Börsen schnuppern weiter Höhenluft. Dass die zunehmend dünner wird ist angesichts der guten Quartalsbilanzen und üppig sprudelnder Unternehmensgewinne kaum zu merken. Ja, Aktien bieten als Sachwerte einen gewissen Inflationsschutz, aber nur solange die Notenbanken nicht allzu fest auf die Bremsen treten und die Unternehmen Kostensteigerungen über die Preise abwälzen können.

Eine weitere Bewertungsausweitung von Aktien ist bei steigendem Zinstrend und bröckelnden Konjunkturaussichten kaum auf längere Dauer durchhaltbar. US-Aktien (S&P500-Index) sind mit dem 21,4-fachen der Gewinnerwartungen für 2022 bewertet, europäische Titel (Stoxx600) mit einem Gewinnmultiplikator von 16,0 im Vergleich dazu noch günstig. Stockende Gewinnprognosen bedeuten früher oder später auch stagnierende Börsen, vor allem in einem allmählich restriktiver werdenden monetären Umfeld. Und bei wachsender Unsicherheit werden im nächsten Jahr auch die Schwankungen an den Märkten wieder zunehmen. Vorher ist natürlich im euphorisierten Jahr 2021 auch eine Weihnachtsrally noch

möglich, die wäre dann das Sahnehäubchen in diesem starken Börsenjahr.

Die Zeiten eines immer weiterlaufenden linearen Kursaufschwungs dürften anschließend fürs erste vorbei sein. Ein denkbarer neuer Impuls wäre eine Wachstumsbeschleunigung der Weltwirtschaft. Momentan werden die volkswirtschaftlichen Prognosen nach unten korrigiert. Möglicherweise müssen wir angesichts ausgeschöpfter fiskalischer „Bazookas“ und einer Geldpolitik, die sich nächstes Jahr mehr der Preisstabilität zuwenden muss, etwas länger auf eine nachhaltige Beschleunigung der Weltkonjunktur warten. Auch Corona könnte da einen Strich durch die Rechnung machen.

FIDUKA, 12.11.2021