

Börsenmonitor Juni 2022



- **US-Aktien rutschen auf neue Jahrestiefs, in Europa werden die Gewinne der kurzen Zwischenerholung ebenfalls eliminiert. Die Stimmung aus einer Mixtur von Rezessionsangst und steigenden Zinsen an den Anleihemärkten löst den neuen Rückschlag aus.**
- **Viele Marktsegmente befinden sich in einem Bärenmarkt, d.h. mehr als 20% unter ihren Hochs vom Jahresbeginn vor dem russischen Einmarsch in die Ukraine. Der Nasdaq-Index hat sogar ein Drittel eingebüßt und die Dow Jones Transportwerte fast 30%.**
- **Jetzt dürften auch die Gewinnerwartungen unter Abwärtsdruck geraten. Die Börsen nehmen das mit kräftigen Abschlügen in den Bewertungsrelationen schon vorweg. Überhaupt ist in den Aktienkursen bereits viel Negatives eingepreist. Nicht überraschend wäre eine milde Rezession, die uns im Winter bis zum Frühjahr 2023 bevorstehen könnte. Ein neuer Börsenaufschwung kommt in der Regel bereits zwei bis drei Quartale vor der Konjunkturwende, möglicherweise im Spätherbst 2022.**

Neue Jahrestiefs an den US-Börsen: Es brauchte nur sieben Tage um die kurzfristige Aufwärtsbewegung an den US-Märkten (plus 8,4% im Dow Jones vom 20. Mai bis 2. Juni) wieder komplett bis auf neue Jahrestiefsturse zu drehen. Der neuerliche Absturz ist auf dynamisch steigende Zinsen und gleichzeitig schwache Konjunkturdaten zurückzuführen, beides gibt den Rezessionsbefürchtungen weiter Vorschub. Investoren stießen wieder massiv Aktien ab. Mittlerweile befindet sich der Hauptindex S&P500 im Bärenmarkt-Territorium, also um mehr als 20% unter seinem Hochpunkt, der Technologie-Index Nasdaq sogar um über 30%. Der Dow Jones ist mit gut 17% Minus nicht so stark abgefallen. Der Ölwert Chevron mit einem Jahresplus von 45% und die Pharmaaktie Merck mit plus 10% sind die Stützen im Dow, die den Index etwas besser aussehen lassen.

Im deutschen DAX-Index erreichte der zwischenzeitliche Aufwärtsspurts bis zum 6. Juni sogar 9,9%, bevor er im Zuge eines fünftägigen Abwärtstrends wieder schnell auf das Ausgangsniveau bei 13.380 Punkten zurückgeprallt ist. Nur war aufgrund der hohen Volatilität an den Börsen die Zwischenerholung für die Anleger kaum fühlbar. Das Jahrestief im DAX vom 7. März liegt mit 12.439 Punkten noch ein

gutes Stück tiefer. In den nächsten Wochen könnte diese Marke getestet werden.

Die Märkte antizipieren eine milde Rezession und sinkende Konzerngewinne: Die globale Wirtschaftsabkühlung wird sich mittelfristig noch fortsetzen und dürfte im Winter in eine zumindest milde Rezession münden. Mild bedeutet, in den USA und Europa zwei aufeinanderfolgende Quartale mit leicht rückläufiger Wirtschaftsleistung, und darüber hinaus keine weitergehenden langfristigen Auswirkungen wie etwa Bankpleiten, Instabilität im Finanzsystem oder erhöhter Stress im Eurosystem. Von der Europäischen Zentralbank (EZB) wird erwartet, dass sie präventiv ein Maßnahmenpaket in Vorbereitung hat, mit dem sie ein exzessives Auseinanderdriften der Renditen von Bundesanleihen und für Hochschuldenländer wie Italien verhindern kann.

Als nächstes dürfte die schwächere Konjunktur die bisher noch stabilen Erwartungen für die Unternehmensgewinne ins Rutschen bringen. An den Börsen wird das mit kräftigen Abschlüssen bei den Bewertungsrelationen bereits antizipiert. Der generell wachsende Kostendruck aus höheren Löhnen, Energie- und Rohmaterialpreisen, und bei den US-Konzernen ein zunehmender Währungsdruck durch den festen Dollar, lasten immer mehr auf den Erträgen der Firmen. Die zehren noch von den großen Auftragsbeständen in ihren Büchern, aber nachgebende Neuaufträge und immer noch große Lieferkettenprobleme bremsen das Wachstum. Erstes prominentes Opfer der Dollarstärke ist der Technologiekonzern Microsoft, der seine Umsatz- und Gewinnprognose währungsbedingt reduzieren musste.

Noch einmal um jeweils 10% gesteigerte Gewinne, wie sie für die US-Gesellschaften 2022 und 2023 am Markt erwartet werden, ist vor dem gesamtwirtschaftlichen Hintergrund bei weitem zu optimistisch. Die wegen des Zinstrends, aber auch der Wachstumsschwäche signifikant niedrigeren KGV(Kurs/Gewinnverhältnis)-Bewertungen 2023 von etwa 11,2 im Stoxx600-Index, 15,0 im S&P500 und nur 11,0 im DAX, nehmen bereits eine Abwärtskorrektur der Firmengewinne vorweg. Die Gewinnmultiplikatoren der Aktien sind so günstig wie zuletzt Mitte 2020 während der Pandemie-

Rezession, aber die Gewinnprognosen sind eben noch zu hoch.

Börsenumschwung kommt vor Konjunkturschwung: In aller Regel, das lehrt die Erfahrung aus früheren Konjunkturzyklen, setzt ein Umschwung an den Aktienmärkten bereits zwei bis drei Quartale früher ein, bevor ein Wirtschaftsumschwung spürbar wird. Letzterer könnte nach dem Szenario einer milden Rezession im Winter spät im ersten Quartal 2023 erfolgen. An den Börsen könnte es demnach im Anschluss an eine Bodenbildung, die auch auf tieferen als den derzeitigen Levels möglich ist, im Spätherbst zu einem neuen Aufschwung kommen.

Schließlich sind Aktien auch unter Berücksichtigung realistischer Gewinnperspektiven nicht zu teuer. Selbst bei einem um 30% geringeren Gewinnniveau läge das KGV für den europäischen Benchmark-Index Stoxx600 mit 14,6 im unteren neutralen Bereich. Die Gewinnrendite der Aktien, der reziproke Wert des KGV, wäre mit 6,8% weit über der Rendite festverzinslicher Papiere. Die Zinsen haben zwar noch Aufwärtspotenzial, aber auch wenn sie bis auf 5% ansteigen sollten, hätten Aktien immer noch eine Überrendite, oder auch Risikoprämie, von 1,8% gegenüber Anleihen. Anders herum ausgedrückt läge das Anleihen-KGV bei 5% Zins bei 20. Bei einem Aktien-KGV von 14,6 bedeutet das einen Risikoabschlag für Aktien um den Faktor des 5,4-fachen Gewinns gegenüber Anleihen.

Das ist auch vor dem Hintergrund des derzeit erhöhten Risikoprofils von Aktien mehr als angemessen. Letztendlich können auch festverzinsliche Papiere – neben Bonitätsrisiken – erhebliche Kursrisiken beinhalten, wie die diesjährigen Verluste am Anleihenmarkt belegen. Noch nie seit dem zweiten Weltkrieg mussten Anleihegläubiger so hohe Verluste einstecken wie in diesem ersten Halbjahr.

Aktive Notenbanken und Inflation, eine schwere Hypothek für die Aktienmärkte: Die hohen Inflationsraten im Mai von 8,6% in den USA - die höchste seit 1981 - und 8,1% in Europa haben das Angstlevel vor höheren Zinsen weiter nach oben getrieben. Gleichzeitig ist das Konsumentenvertrauen in den Verei-

nigten Staaten auf ein Rekordtief gefallen, unter das Niveau zur Pandemie im Jahr 2020 und auch unter das Tief vom November 2008 nach der Lehman-Pleite, was wiederum die Rezessionsängste befeuert. Verbraucher sind zwar bereit, Geld für lange entbehrtene Dienstleistungen wie Flugreisen, Kreuzfahrten, Gaststättenbesuche oder Veranstaltungen auszugeben, aber immer weniger für teurer gewordene Güter wie Autos oder Einrichtungsgegenstände.

Die Inflation ist zwar vornehmlich angebotsbedingt, aus Mangel an Fertigprodukten und Lieferkettenproblemen, aber zum anderen auch auf einen Nachfrageüberhang aus den, vor allem in den USA überdimensionierten, Konjunktur- und Hilfsprogrammen der Jahre 2020 und 2021 bei gleichzeitig schneller wachsender Geldmenge zurückzuführen.

Die Inflation zu bändigen könnte für die Notenbanken ein längeres Unterfangen als erwartet werden. Es dürfte schwierig werden, den Geist wieder zurück in die Flasche zu befördern, denn die Erwartungen der US-Verbraucher an die Teuerung in den nächsten Jahren haben sich bereits in Richtung 3,5% verfestigt. Entsprechend nehmen die Lohnforderungen deutlich zu. Die Rohöl- und Gaspreise machen auch keine Anstalten wieder nachzugeben. In den USA sind die Benzinpreise an der Zapfsäule mit 5 Dollar per Gallone diese Tage auf ein Allzeithoch gestiegen.

Die restriktive Zielrichtung der Zentralbanken nimmt immer mehr Gestalt an: Nach der Federal Reserve in den USA und der Bank von England hat jetzt auch die lange Zeit zu zögerliche EZB eine erste Zinserhöhung um einen Viertelprozentpunkt für den Juli angekündigt. Es wäre die Abkehr vom seit März 2016 bei null Prozent fest getackerten Leitzins. Auch die Anleihenkäufe des APP(AssetPurchase)-Programms werden von Juli an gestoppt, mit Ausnahme der Ersatzbeschaffung für ablaufende Papiere. Die Bank of Japan und die Schweizer Notenbank sind dann neben der Bank of China unter den wichtigsten Zentralbanken die einzigen mit einer expansiven Geldpolitik.

Erhöht die US-Fed in dieser Woche ihren Leitzins erneut um einen 0,5%-Schritt, oder sogar um 0,75% wie viele erwarten, dann wäre es

seit 1994 das erste Mal, dass zwei so große Schritte unmittelbar aufeinanderfolgen. Die Fed hat offenbar den Ernst der Lage erkannt und versucht eine Inflationsbekämpfung in „Volcker“-Manier, also ein nach dem legendären früheren Notenbankchef benanntes Konzept mit strikten Zinsanhebungen wachsende Inflationserwartungen bei Verbrauchern und Unternehmern auszumerzen.

Anstieg der Marktzinsen setzt sich ungebrochen fort: An den Zinsmärkten springen die Anleiherenditen auf 15-Jahres-Hochs, gleichzeitig ist der Realzins aber weiter rekordnah im negativen Bereich. Dafür sorgen die im Jahresvergleich immer noch steigenden Teuerungsraten. Zehnjährige US-Staatsanleihen rentieren inzwischen mit 3,48% und für zweijährige Papiere ist der Zins bis auf 3,44% hochgesprungen, die Zinsstrukturkurve in den USA hat sich damit komplett abgeflacht. Im Euroraum notierten zehnjährige Bundesanleihen in der Spitze mit 1,78% und italienische bei 4,30%. Die als Stressindikator für Staatsanleihen im Euroraum geltende Zinsdifferenz, der Spread zwischen Italien und Deutschland, hat sich also merklich auf gut 2,5% ausgeweitet.

Je nach Datenlage und bis zu ersten sichtbaren Erfolgen an der Inflationsfront könnte sich der Zinsaufwärtstrend noch eine Zeit lang fortsetzen. Die Effekte der Liquiditätsverknappung durch die Rücknahme der Anleihekäufe der EZB im Euroraum, und des beabsichtigten Abbaus der Bilanzsumme der US-Zentralbank im Dollarraum sind kaum zu greifen, denn diese sogenannten quantitativen restriktiven Maßnahmen - im Gegensatz zu den jahrelangen quantitativen Lockerungen - sind auch für die Notenbanker weitgehend unerforschtes Terrain.

FIDUKA, 14. Juni 2022

