

Börsenmonitor September 2022



- **Im August und September verpuffen die Börsengewinne aus dem Juli wieder. Dow Jones und DAX sind nur noch 3% bis 4% über ihren Jahrestiefs. Trotz geringerer Energieprobleme halten sich die US-Börsen kaum besser, weil die steigenden Zinsen die Kurse der Technologieaktien drücken.**
- **Die Notenbanken sind bereit, unter allen Umständen die Inflation einzufangen. Das sorgt für Ernüchterung an den Zinsmärkten, wo die nächste Aufwärts-welle in Gang ist. In Relation zu den Anleiherenditen ist die Aktienbewertung nur noch in Europa günstig. Hier aber ist das konjunkturelle und energiepolitische Risiko deutlich höher.**
- **Die Gewinnerwartungen für die Unternehmen sind immer noch solide. Aber große Teile der Weltwirtschaft sind in einer Rezession oder stehen kurz davor. Die Prognosen sind also wahrscheinlich nicht zu halten. Die wichtigsten Konjunkturindikatoren in den USA und Europa zeigen weiter nach unten, China ist durch neue Covid-Lock-downs geschwächt.**

Wie gewonnen so zerronnen: Es kam wie es kommen musste, das Ende der Zwischen-rally an den Aktienbörsen kam mit dem Zudrehen der Nord Stream 1 Gaspipeline durch Russland, neuerlichen Covid-Lockdowns in China und nur kurz nach der Aufwärtswende an den Zinsmärkten.

Die Konjunkturerwartungen werden weiter zurückgenommen, gleichzeitig ist die Inflation notorisch aus dem Ruder gelaufen, die Zentralbanken erhöhen gezwungenermaßen die Zinsen und geopolitisch herrscht seit sieben Monaten Krieg an Europas Grenze und in anderen Weltregionen neues Säbelrasseln (China, Taiwan, USA) - eine ungute Gemengelage für die Börsen.

Seit der zweiten Augushälfte wurden die Kurs-gewinne aus dem Juli wieder fast komplett ausradiert. Der DAX kämpft seitdem mit einigem Auf und Ab um die 13.000er-Marke und hat es in dem widrigen wirtschaftlichen und politischen Umfeld nicht geschafft nachhaltig darüber zu klettern. Die Börsen in Deutschland und den USA stehen nur wenige Prozentpunkte über ihren Jahrestiefs. Die institutionellen Anleger sind überaus vorsichtig und investieren nicht. Eine aktuelle Umfrage des US-Invest-

menthauses Bank of America hat eine Barmitelquote von durchschnittlich 6,1% unter ihren weltweiten Kapitalmarkt-Investoren ermittelt, so hoch wie seit der Finanzkrise nicht mehr.

Treffen in Jackson Hole als Katalysator für Zinssprung und Aktienschwäche: Bis Mitte August setzte sich die breite Aktienmarkterholung noch fort. In den USA immerhin plus 13,7% (Dow Jones Index) und im DAX plus 11,3% seit den Juli-Tiefs. Dann ging den Märkten die Luft aus und restriktive Aussagen zur Zinspolitik von maßgeblichen Notenbankern auf deren traditionellem jährlichen Treffen in Jackson Hole in Wyoming verstärkten den Trend nach unten. Der Dow Jones ging in sieben Börsentagen um fast 1.900 Punkte in die Knie. Auch die zwischenzeitlichen Kursgewinne bei Anleihen haben sich schnell wieder verflüchtigt.

Es gilt die alte Börsenregel, und zwar für Aktien wie für Anleihen: „Don` t fight the Fed“, also handle als Anleger an der Börse nicht gegen die US-Zentralbank Federal Reserve. Und die Fed hat sich der Bekämpfung der Inflation verschrieben. Das heißt, eine restriktive monetäre Politik mit höheren Zinsen und einer allmählichen quantitativen Straffung, dem Abschmelzen der Anleihen in der Notenbankbilanz. In Europa überraschte die Europäische Zentralbank (EZB) am 8. September mit einem 0,75%-Zinsschritt die Märkte und hat damit die Dringlichkeit die Teuerung irgendwie im Zaum zu halten klar verdeutlicht. Das ungewohnt kräftige Signal hatte weitere Abgaben an den europäischen Aktienbörsen zur Folge.

Die Notenbanken ziehen die Zügel weiter an: Höher für länger, so lautet das neue Mantra der Zentralbanken im Hinblick auf Zinspolitik und Eindämmung der Inflation. Spätestens mit dem großen Zinsschritt der EZB ist allen klar, dass auch die lange zögerlichen Euro-Geldhüter es mit der Bekämpfung der Inflation ernst meinen. Der auf 1,25% angehobene Hauptfinanzierungssatz (Leitzins) ist der höchste seit zehn Jahren und die Anhebung um 0,75% ist die kräftigste seit Existenz der EZB überhaupt. Zusätzlich wurden bereits im Juni die bilanziellen Zukäufe neuer Anleihen beendet, nur das Auffüllen abgelaufener Papiere wird noch zeitlich unbefristet fortgesetzt.

Der seit Juni 2014 mehr als acht Jahre lang negative Einlagenzinssatz für die Banken bei der EZB ist auf plus 0,75% hochgesetzt worden. Das begünstigt die Ertragssituation der europäischen Kreditinstitute erheblich. Und weitere kräftige Zinsanhebungen stehen nach Aussagen der EZB auf der Agenda.

Die US-Fed bleibt ebenfalls geldpolitisch restriktiv. Nach der im August deutlich höher als erwartet ausgefallenen Preissteigerungsrate in Amerika rechnen manche Marktteilnehmer sogar mit einem Zinsschritt um einen vollen Prozentpunkt auf dem nächsten Fed-Meeting in der kommenden Woche. Im August lag die Inflation bei 8,3% und die Kernrate ohne die Energie und Nahrungsmittelpreise ist sogar auf 6,3% angestiegen, weit entfernt vom 2%-Ziel des Fed-Präsidenten Jerome Powell. Die Bekanntgabe der Jahresteuern hat am New Yorker Aktienmarkt einen Tages-Kursrutsch von knapp 1.300 Punkten im Dow Jones ausgelöst. Seit September hat die Fed außerdem geplant das quantitative Straffen, also eines Einsammelns der auslaufenden Anleihen am Markt und Kürzens ihrer Bilanzsumme, auf die doppelte Summe von 95 Mrd. USD monatlich zu erweitern.

Weltweit betreiben unter den großen Nationen nur Japan und China eine expansive monetäre Politik, China um die immer weiter abflauende und von Covid-Lockdowns beeinträchtigte Wirtschaft anzukurbeln. Die vergleichbar niedrige Inflationsrate in dem Land – 2,5% im August – geben der Zentralbank den nötigen Spielraum für eine expansive Politik. Aber gegen Covid bedingte großflächige Schließungen kann China auch mit Stimulierungsmaßnahmen nichts ausrichten, die – gescheiterte - Null-Covid Politik wird deshalb auch intern zunehmend infrage gestellt.

Auch die Marktzinsen befinden sich wieder im Aufwärtstrend: Nicht nur die Leitzinsen der Zentralbanken, auch die Marktzinsen für die verschiedenen Kategorien von Anleihen bewegen sich nach dem rückläufigen Trend im Juni und Juli jetzt wieder heftig nach oben. Dazu haben neben der unverändert hohen Inflation auch die jüngsten, restriktiven Bemerkungen der Notenbanker einschließlich derjenigen in der Eurozone, wesentlich mit beigetragen. Mögliche Zinssenkungen bereits 2023,

worauf wegen der schwachen Konjunktur einige Marktteilnehmer spekulieren, haben die Geldhüter mit Verweis auf die viel zu hohe Preissteigerung vom Tisch gewischt. Die US-Zinsstrukturkurve ist weiterhin invers, die Renditen zweijähriger Papiere rentieren über den zehnjährigen und auch über den dreißigjährigen Staatsanleihen. Oft folgt auf eine inverse Zinsstrukturkurve eine Rezession.

Sollten die Leitzinsen wie mehrheitlich erwartet im kommenden Jahr auf über 4% angehoben werden, dann lägen die Realrenditen trotzdem erst wieder im positiven Bereich, wenn die Inflation unter 4% sinken würde – in 2023 eher unwahrscheinlich. Auf absehbare Dauer ist daher zu erwarten, dass der negative Realzins noch im Minusbereich bleiben wird, sich der Null aber sukzessive annähert und vielleicht im Jahr 2024 bei niedrigerer Teuerung in positives Terrain dreht.

In der Aufwärtsphase ist die Bewertung der Aktienmärkte deutlich angestiegen:

Die vorausgeschätzten Unternehmensgewinne haben sich im August und September kaum verändert, während Dow Jones und DAX-Index bis Mitte August zweistellig angestiegen sind. Die Gewinnbewertung der Aktienmärkte hatte sich folglich in dieser Phase spürbar erhöht, vor allem in den USA. Die Aktienrisikoprämien gegenüber den Anleihemärkten sind kleiner geworden.

Die für 2023 erwartete Gewinnrendite (Gewinn je Aktie geteilt durch Aktienkurs) der S&P500-Gesellschaften liegt bei 5,7% (Kurs/Gewinnverhältnis 17,4). Relativ zu einer zweijährigen US-Staatsanleihe, die mit 3,7% rentiert, also um einen 2%igen Risikoaufschlag höher. In den Jahren vor der Pandemie waren es trotz höherer Aktienbewertung (KGV um 20, Gewinnrendite bei 5%) wegen der Minizinsen für Anleihen 4%-Punkte Risikoaufschlag für Aktien oder mehr. Die Dividendenrendite, als der auszusüttende Teil der Unternehmensgewinne, liegt in den USA für das nächste Jahr bei 1,8% und damit bei weniger als dem halben Ertrag einer zweijährigen US-Regierungsanleihe. In den USA werden Aktienrückkäufe aus steuerlichen Gründen gegenüber einer hohen Dividendausschüttung bevorzugt. In Europa ist die durchschnittliche Dividendenrendite für die

Stoxx600-Indexunternehmen mit 3,9% deshalb markant höher.

Künftig werden in den USA ab 2023 Aktienrückkäufe mit einer Steuer von 1% belegt, was dazu führt, dass die Konzerne geplante Rückkäufe in 2022 hinein vorverlegen. Nach einem Rekordbetrag von 281 Mrd. USD im ersten Quartal lässt das im dritten und vierten Quartal weitere Rekordsummen an Rückkäufen erwarten. Die Steuerbelastung ist bei einigen Firmen nicht unerheblich, besonders den Cashflow starken und vor Barmitteln strotzenden Technologiegrößen. Für Apple zum Beispiel wird sie auf etwa 880 Mio. USD kalkuliert, für Alphabet (Google) und Meta (Facebook) auf jeweils eine halbe Milliarde USD, bei Microsoft auf knapp 280 Mio. USD.

In Europa liegt die Aktienrisikoprämie 2023 bei komfortablen 6%-Punkten (KGV 11,7, Gewinnrendite 8,5%, zweijährige italienische Anleihen 2,5%) und für die 40 Aktien aus dem deutschen DAX-Index sogar bei 7,6%-Punkten (KGV 10,7, Gewinnrendite 9,3%, zweijährige Bundesanleihen bei 1,5%). Deutschen Unternehmen wird derzeit wegen der verschärften Gas- und Energieproblematik für den Industriestandort ein weit höherer Risikoaufschlag abverlangt als im Rest Europas oder gar den Vereinigten Staaten.

Das fundamentale Umfeld mahnt noch zur Vorsicht und selektivem Vorgehen:

Im „normalen“ Umfeld einer wachsenden Wirtschaft und bei stabil niedrigen Zinsen ohne Inflation wäre die Aktienbewertung europäischer und spezifisch deutscher Unternehmen attraktiv. Weil sich die Weltwirtschaft aber verlangsamt, und bei steigendem Zinstrend und exzessiv hoher Inflation ist die gegenwärtige Bewertung allenfalls fair, eine leichte Rezession immerhin ist eingepreist. Rutscht die Wirtschaft tiefer ab und sollte die Arbeitslosigkeit deutlich zunehmen, dürften die Aktienmärkte neue Tiefs ausloten. Erst wenn die Notenbanken die Inflation wieder in den Griff bekommen, oder zumindest die Aussicht darauf besteht, gibt es wieder freie Fahrt für die Börsen.

Eine so schwere Rezession wie in der Finanzkrise und während des Komplettstillstands in der Pandemie erwarten wir diesmal nicht. So-

lange die Arbeitsmärkte in den USA und Europa sich weiter so widerstandsfähig zeigen wie bisher, fehlt ein notwendiges Signal für eine tiefe und lange Rezession. Die Arbeitslosenzahlen und Quoten befinden sich beiderseits des Atlantiks auf historischen Tiefstständen. Ausgeschlossen werden kann ein Szenario einer längeren und tiefen Rezession aber trotzdem nicht, zumal sich in der Inflationsbekämpfung trotz vielfach nachgebender Rohstoffpreise noch keine Erfolge andeuten. Dem billigeren Rohöl wirken wiederum die explodierenden Gaspreise und steigende Stromkosten entgegen. Eine andere offene Flanke wären beschleunigt steigende Lohnabschlüsse.

Und es fehlt diesmal jeder geld- und große fiskalpolitische Spielraum für konjunkturelle Anschubmaßnahmen. In den Krisenjahren 2009 und 2020, als die Inflationsraten niedrig und phasenweise sogar negativ waren, konnten noch durchgreifende Wirtschaftsstimulierungen auf den Weg gebracht werden. Staatliche Mehrausgaben wie die aktuellen Unterstützungs- und Hilfsprogramme für Haushalte und Unternehmen wirken heute bei der Inflationsbekämpfung eher kontraproduktiv. Dieses Dilemma aufzulösen ist eine Herkulesaufgabe für die Zentralbanken und die Politik, die noch von längerer Dauer sein kann. Entsprechend zurückhaltend agieren im Moment die Investoren am Aktienmarkt und halten sicherheitshalber die Liquiditätsquoten in den Portfolien überdurchschnittlich hoch.

FIDUKA, 15. September 2022