

Aktienmarktprognose

SEPTEMBER 2021





INHALT

VÖB-Prognose-Überblick 4

Markteinschätzungen und Präsentationen

DekaBank 6

LBBW – Landesbank Baden-Württemberg* 7

BayernLB 8

Helaba – Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale 9

NORD/LB – Norddeutsche Landesbank Girozentrale 10

Referentenprofile / Kontaktinformationen 11

* Die Prognosen der LBBW befinden sich derzeit im Prozess der Überarbeitung und könnten demnächst daher teilweise ihre Gültigkeit verlieren.

VÖB-Prognose-Überblick

Aktienmarktindizes Europa

DAX	Tagesendstand am 27.09.2021	In 3 Monaten Dezember 2021	In 6 Monaten März 2022	In 12 Monaten September 2022
BayernLB	15.574	15.800	16.000	16.400
DekaBank		16.000	16.500	17.000
Helaba		14.500	15.000	15.700
LBBW*		16.000	16.250	16.500
NORD/LB		15.000	15.300	16.300

EURO STOXX 50	Tagesendstand am 27.09.2021	In 3 Monaten Dezember 2021	In 6 Monaten März 2022	In 12 Monaten September 2022
BayernLB	4.172	4.150	4.180	4.230
DekaBank		4.250	4.350	4.450
Helaba		3.900	4.000	4.150
LBBW*		4.100	4.150	4.200
NORD/LB		3.950	4.070	4.300

Dow Jones	Tagesendstand am 27.09.2021	In 3 Monaten Dezember 2021	In 6 Monaten März 2022	In 12 Monaten September 2022
BayernLB	34.880	34.500	34.800	35.400
DekaBank		35.200	35.900	36.700
Helaba		32.000	32.500	34.000
LBBW*		35.000	35.500	36.000
NORD/LB		34.250	35.000	36.500

* Die Prognosen der LBBW befinden sich derzeit im Prozess der Überarbeitung und könnten demnächst daher teilweise ihre Gültigkeit verlieren.

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlands- produkt ¹	Deutschland		Euroraum		USA	
	2021	2022	2021	2022	2021	2022
BayernLB	2,8	4,4	5,0	4,4	6,0	4,0
DekaBank	3,2	4,2	4,8	3,9	5,7	3,9
Helaba	3,0	4,0	4,5	3,6	6,0	4,3
LBBW*	3,2	5,5	4,5	4,8	6,0	4,5
NORD/LB	2,7	4,4	5,2	4,4	6,0	3,3

	US-Rohöl (USD) ² Dezember 2021	S&P 500 Dezember 2021	EUR / USD Dezember 2021
BayernLB	67	4.400	1,18
DekaBank	68	4.500	1,18
Helaba	81	4.000	1,25
LBBW*	70	4.500	1,18
NORD/LB	72	4.400	1,17

Vergleichswerte vom US-Rohöl 79,68 USD
27.09.2021: S&P 500 4.443,63
EUR / USD 1,1694

1) In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent
2) West Texas Intermediate, Texasöl

Leitzinsen in Prozent ³	Euroraum Dezember 2021	USA Dezember 2021
BayernLB	0,00	0,00 – 0,25
DekaBank	0,00	0,00 – 0,25
Helaba	0,00	0,00 – 0,25
LBBW*	0,00	0,00 – 0,25
NORD/LB	0,00	0,00 – 0,25

Vergleichswerte: USA 0,00 - 0,25%, letzte Änderung am 15.03.2020 (-1,00%)
Euroraum 0,00%, letzte Änderung am 10.03.2016 (-0,05%)

3) Hauptrefinanzierungssatz und Federal Funds Rate

* Die Prognosen der LBBW befinden sich derzeit im Prozess der Überarbeitung und könnten demnächst daher teilweise ihre Gültigkeit verlieren.

Markteinschätzung der DekaBank

Aktuell dominieren sowohl was die Konjunktureinschätzung als auch was die Inflationseinschätzung anbelangt die Unsicherheiten. Dabei überwiegen hinsichtlich der Konjunktur die Enttäuschungen und hinsichtlich der Inflationsentwicklung die positiven Überraschungen. Niedrigeres Wachstum bei steigender Inflation sind keine Gemengelage, die für Risikoanlagen spricht. Somit ist es sehr gut nachvollziehbar, dass der Kapitalmarkt auf die Datenveröffentlichungen zunehmend verunsichert reagiert. Auch wir rechnen in den kommenden Wochen mit einer erhöhten Schwankungsbreite der Kurse, erwarten aber nicht, dass aus der aktuellen Gemengelage eine Gefahr für die Aktienmärkte resultiert.

Denn zum einen ist eine nachlassende Konjunkturdynamik in diesem Stadium der Erholungsbewegung vollkommen normal und primär der sprunghaften Aufholung aus der Krise heraus geschuldet. Zum anderen führen Corona-Einschränkungen und die stark angespannte Situation in den Lieferketten zu Problemen auf der Angebotsseite, die sich in den kommenden Monaten aufgrund des guten Nachfrageumfeldes positiv und damit für die Konjunktur unterstützend auflösen sollten.

Etwas kritischer ist das Thema der Inflation zu beurteilen. Je länger die temporären Inflationseffekte anhalten, desto größer ist die Gefahr, dass sich eine höhere Inflationserwartung festsetzt. Noch ist es zu früh um abschätzen zu können, ob sich aus der aktuellen Situation tatsächlich auch länger anhaltende inflationäre Tendenzen ergeben, dies dürfte erst im Laufe des Jahres 2022 ersicht-

lich werden. Die Aktienmärkte würden auf persistente, inflationäre Anzeichen sensibel reagieren. Und auch den Notenbanken dürfte es dann zunehmend schwerer fallen, ihre geldpolitische Ausrichtung zu rechtfertigen und an dem lang gestreckten Ausstiegsszenario festzuhalten.

Die Unternehmen profitieren vom hohen Wachstumstempo und können dieses Dank einer sehr guten Kostenkontrolle in stark steigende Unternehmensgewinne umsetzen. Kurzfristig dürfte dieser Trend aufgrund von Angebotsengpässen unterbrochen werden. Mit vereinzelten Gewinnwarnungen im Vorfeld der Berichterstattung zum dritten Quartal ist zu rechnen. Eine Umkehr des positiven Gewinntrends wird dadurch allerdings nicht ausgelöst. Ein Teil der zu erwartenden Gewinne wird sich lediglich vom Jahr 2021 in das Jahr 2022 verschieben. Bis auf den US-Aktienmarkt und Aktien-Wachstumssegmente sind die Bewertungen für Aktien als unkritisch einzustufen. Die avisierten geldpolitischen Ausstiegspläne könnten in den kommenden Monaten, wenn sie zeitlich vorgezogen werden, für die höher bewerteten Segmente zu einem Belastungsfaktor werden.

Markteinschätzung der LBBW – Landesbank Baden-Württemberg

Chinas wohl größter Politikschwenk seit Jahrzehnten, in dessen Rahmen die Regierung nach und nach immer weitere Sektoren an die Kandare nahm, führte im Reich der Mitte zu einer „hausgemachten“ Konjunkturschwäche. An den westlichen Aktienmärkten wurde dies lange Zeit ausgeblendet. Die drohende Insolvenz des chinesischen Immobilienentwicklers Evergrande, welchem Verbindlichkeiten im Umfang von ca. 300 Mrd. USD nachgesagt werden, ließ zuletzt jedoch die Furcht vor einem chinesischen Lehman-Moment aufkommen.

Im Unterschied zu China sind im Rest der Welt bislang maximal gewisse Ermüdungs- aber noch keine konjunkturellen Schwächetendenzen zu erkennen. Daher befinden sich die 12-Monats-Forward-Gewinne international noch nach wie vor klar im Aufwärtstrend. Die Bewertungen – allen voran im Welt-Leit-Aktienmarkt USA – erscheinen allerdings weitgehend ausgereizt. Der Blick in die Vergangenheit zeigt zudem, dass sich die Aktienmärkte im Umfeld hoher Inflationsraten regelmäßig schwerten. Daher trifft es sich weniger gut, dass die während der Pandemie immense Überversorgung der Wirtschaft mit Liquidität zunehmend erodiert, weshalb dieser Aspekt als einer der Treiber der Rally nun weitgehend ausgedient haben dürfte.

Zudem fürchten die Anleger das wohl bald bevorstehende Fed-Tapering. Der Blick zurück auf das 2014er-Tapering der US-Notenbank lässt jene Sorge als wenig begründet erscheinen: Im Umfeld des 2014er-Taperings und der nachfolgenden ersten Leitzinserhöhungsschritte war zwar durchaus eine gewisse Nervosität zu beobachten, trotzdem stiegen die Aktienmärkte damals noch jahrelang weiter. Schwierig wurde es erst, als die lange Zeit günstige Bewertung stark answoll und daher als teuer bezeichnet werden musste. Weil letzterer Zustand nun jedoch bereits im Vorfeld des Taperings gilt, ist fraglich, ob die Entwicklung aus den Jahren 2014 ff. wirklich als

Blaupause für die künftige Entwicklung dienen kann. Bei alledem herrscht allerdings nach wie vor große Alternativlosigkeit. Gäbe es lediglich das TINA-Argument („there is no alternative“) müsste den Aktienmärkten wohl weiterhin markantes Potenzial zugestanden werden. Dass die Märkte auf Basis der beiden anderen zentralen Bewertungsaspekte, nämlich der Gewinnentwicklung sowie der Liquiditätsausstattung bereits über das Ziel hinausgeschossen zu sein scheinen, dürfte das noch ausstehende Potenzial im Gegenzug jedoch wieder etwas limitieren. Dies gilt umso mehr, wenn die Anleiherenditen – wie von uns erwartet – auf Sicht etwas steigen und das TINA-Argument dadurch schwächen.

Weil die Alternativlosigkeit trotz allem schlagend bleiben dürfte, gehen wir in Summe davon aus, dass Aktien trotz bereits hoher Bewertung, trotz substanzieller Inflation und trotz Gegenwind durch die Notenbanken noch etwas Spielraum für 2022 haben. Hierzu müssen die Anleger allerdings bereit sein, im historischen Vergleich weiterhin erhöhte Aktienmarktbewertungen zu akzeptieren.

Markteinschätzung der BayernLB

Die Kurserholung an den Aktienmärkten nach dem Einbruch im Zuge der Corona-Pandemie fiel außergewöhnlich lange und dynamisch aus. Mittlerweile notiert der amerikanische S&P 500 um rund 38% über dem Stand von Anfang 2020, der STOXX Europe 600 immerhin um knapp 12% (per 24.09.2021). Zweifellos ist die expansive Geldpolitik der Notenbanken in Kombination mit den umfangreichen Fiskalprogrammen der Regierungen der entscheidende Faktor für diese Entwicklung. Die von den Notenbanken initiierte Liquiditätsschwemme hat aber nicht nur die Aktienbewertungen nach oben getrieben, mit Unterstützung von Geld- und Finanzpolitik fielen auch die Fundamentaldaten über mehrere Quartale hinweg deutlich besser als erwartet aus. Der Einbruch der Unternehmensgewinne 2020 verlief glimpflicher als befürchtet und die Erholung im Jahr 2021 verläuft nun deutlich dynamischer als erwartet. Im Rahmen der jüngsten Quartals-Berichtssaison überraschten die Unternehmen wie schon in den Vorquartalen erneut klar positiv. Für 2021 wird nun für die Konzerne des STOXX Europe 600 ein Gewinnwachstum von 58% erwartet, nachdem Anfang April erst mit +38% gerechnet wurde. Beim S&P 500 wurde im gleichen Zeitraum die Gewinnprognose von +26% auf +46% angehoben.

Der Rückenwind für die Aktienmärkte nimmt nun aber seitens verschiedener Faktoren ab. Erstens haben die Konjunktur-Frühindikatoren im Zuge der Erholung zwar sehr hohe Niveaus erreicht, ihren Gipfel aber bereits überschritten. Der JPMorgan Global Composite Index beispielsweise fiel im August von 55,8 auf 52,6 Punkte zurück, nachdem er im Mai sein Hoch bei 58,5 markiert hatte. Auch das im Aufschwung über viele Monate hinweg positive Überraschungs-Momentum der Konjunkturdaten

gemessen an den Konsens-Prognosen trübt sich spürbar ein. Der Citigroup Economic Surprise Index für die USA notiert im negativen Bereich und auch derjenige für den Euro-Raum rutschte Ende August ins Minus. Zweitens wird die Dynamik der Unternehmensgewinne nach den kräftigen Zuwächsen des laufenden Jahres abnehmen. 2022 ist mit Gewinnsteigerungen auf Basis der Standardwerte-Indizes in den USA und Europa von 8% bis 9% zu rechnen. Lieferengpässe und steigende Input-Kosten stellen allerdings Risikofaktoren dar. Drittens haben die Investoren-Positionierungen schon offensive Niveaus erreicht und könnten zumindest temporär defensiver ausgerichtet werden. Nach der Fondsmanager-Umfrage Bank of America von September waren netto 50% der Befragten in Aktien übergewichtet (nach noch 61% im Juni), gleichzeitig haben sich jedoch die Erwartungen für die Entwicklung der Weltwirtschaft deutlich eingetrübt. Üblicherweise reduzieren die Investoren ihre Aktienquoten im Zuge einer Eintrübung der Konjunkturaussichten. Viertens steht mit dem Tapering der Fed voraussichtlich ab Jahresende 2021 eine langsame geldpolitische Normalisierung an. Mit rückläufiger Liquiditätsunterstützung drohen die hohen Aktienbewertungen zunehmend hinterfragt zu werden. Allerdings bleibt die Geldpolitik noch länger akkommodierend, sofern die erhöhte Inflation wie erwartet größtenteils transitorisch ist. Die Liquidität bleibt trotz Tapering noch hoch und die Leitzinsen noch lange sehr niedrig bzw. negativ. Wir erwarten eine erste Zinserhöhung der Fed erst 2023 und der EZB frühestens 2024. Wir rechnen vor diesem Hintergrund auf Sicht der nächsten zwölf Monate zwar mit einem zwischenzeitlich rauerem Fahrwasser an den Aktienmärkten, aber mit keinem Trendwechsel.

Markteinschätzung der Helaba – Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale

Allen Widrigkeiten zum Trotz, konnten sich die Aktienmärkte in Europa auf hohem Niveau behaupten, während in den USA der S&P 500 und der Nasdaq Composite im September sogar neue Rekorde markierten. Beachtlich ist, wie die Akteure die durchaus vorhandenen Belastungsfaktoren, z.B. die von der Fed in Aussicht gestellte Drosselung der Anleihekäufe, die Inflationsproblematik oder die Unwägbarkeiten der Corona-Pandemie ausblenden. Darüber hinaus spielen andere risikoträchtige Entwicklungen bisher keine Rolle. So sank die Renditedifferenz zwischen 30- und 5-jährigen US-Staatsanleihen zwischenzeitlich auf ein Jahrestief und Aktien der Emerging Markets weisen gegenüber dem Jahresultimo eine schwache Performance auf. Auch bei Titeln von kleineren und mittelgroßen Unternehmen mussten zum Teil bereits Kursverluste hingenommen werden. Der US-Index Russell 2000 tendiert seit März seitwärts.

Neben der hohen Bewertung ist die geringe Marktbreite zu bemängeln. So wurden die Kursgewinne zuletzt im Wesentlichen von wenigen, hochgewichteten Papieren getragen. Damit wiederholt sich das Bild, welches bereits im Vorjahr zu beobachten war. Spannend wird es in naher Zukunft vor allem mit Blick auf die Technologiewerte, da diese unter einer weniger expansiven Geldpolitik erfahrungsgemäß deutlicher als andere zu leiden hätten. Bekanntlich zählen die Monate September und Oktober zu den schwächsten im Börsenjahr. Insofern ist zunächst noch mit einem Einfluss saisonaler Aspekte zu rechnen.

Auch der Ausgang der Bundestagswahl spielt für die Entwicklung des hiesigen Aktienmarktes eine wichtige Rolle. Zwar hat ein von manchen Marktteilnehmern befürchtetes Linksbündnis keine Mehrheit errungen, gleichwohl könnte eine sich lange hinziehende Regierungsbildung für Unsicherheit sorgen.

Markteinschätzung der NORD/LB – Norddeutsche Landesbank Girozentrale

Zwar befinden sich die wichtigsten globalen Wirtschaften nach Lockerung der Maßnahmen zur Eindämmung der Corona-Pandemie weiter auf Erholungskurs. Immer stärker erweisen sich aber der Mangel an Vorprodukten und Rohstoffen sowie Logistikprobleme als Bremsfaktoren und als Verursacher deutlich steigender Preise. Dies hat bereits zu einem Rückgang bei den einschlägigen Stimmungsindikatoren und Korrekturen der gesamtwirtschaftlichen Wachstumserwartungen nach unten sowie zu vereinzelt Gewinnwarnungen von Unternehmen geführt. Abwärtsrevisionen bei den Gewinnaussichten der Aktiengesellschaften dürften keine Ausnahme bleiben.

Für die in Kürze beginnende Berichtssaison zum dritten Quartal sind dies keine guten Voraussetzungen. Die bisher noch weit verbreiteten Hoffnungen, die Gewinne würden sich lediglich in die Zukunft verschieben, wenn die Logistikprobleme gelöst und der Mangel bei Rohstoffen und Komponenten weitgehend beseitigt ist, sind mit beträchtlichen Unsicherheiten verbunden. So könnte der sich für den Jahreswechsel abzeichnende Beginn des Taperings durch die US-Notenbank eine allmähliche Abkehr von der extrem lockeren Geldpolitik einleiten.

In Deutschland ist nach der Bundestagswahl ein zähes und langwieriges Ringen um die Bildung einer neuen Bundesregierung zu befürchten. Es droht also eine längere Phase des politischen Stillstands – ausgerechnet in einer Zeit, in der Deutschland vor großen Herausforderungen steht. Nicht zuletzt steht eine neue Regierung vor dem Problem, wie die enormen Schulden, die im Zuge der Pandemie-Bekämpfung aufgetürmt wurden, refinanziert und gleichzeitig die notwendigen Mittel für Klimaschutz, Digitalisierung und andere Zukunftsprojekte aufgebracht werden sollen. Mit Erleichterung dürfte an den Märkten immerhin registriert werden, dass ein Linksbündnis rechnerisch keine Mehrheit bekommen hat.

Erfreulich ist zudem, dass sich das Corona-Infektionsgeschehen – zumindest in Deutschland – inzwischen beruhigt hat und bereits seit einigen Tagen die Zahlen der Neuinfektionen und die Inzidenzwerte zurückgehen, so dass mit neuerlichen Lockdown-Maßnahmen nicht unmittelbar zu rechnen ist.

Das Thema Evergrande dürfte die Börsen dagegen noch einige Zeit beschäftigen. Zwar wird immer wieder darauf hingewiesen, dass Evergrande offenbar ein spezifisch chinesisches Problem ist und ein Zusammenbruch des hochverschuldeten chinesischen Immobilienkonzerns kaum direkte Auswirkungen auf die Wirtschaft in anderen Regionen hätte. Ein Zusammenbruch von Evergrande könnte aber sehr wohl indirekt erhebliche negative Auswirkungen auf die globale Wirtschaft haben.

Mit Blick auf das allgemeine Umfeld, das zwar von einigen politischen, fiskalischen und wirtschaftlichen Unsicherheiten einerseits, aber andererseits auch von weiter extrem niedrigen Zinsen geprägt ist, gehen wir zunächst von einer Fortsetzung der derzeitigen Konsolidierung an den Aktienbörsen aus.

Kontaktinformationen

BayernLB



Manfred Bucher, CFA
Investment Research, Senior Analyst Aktienstrategie
Brienner Straße 18, 80333 München
Tel. 089/21 71- 2 17 13
E-Mail: manfred.bucher@bayernlb.de
→ www.bayernlb.de

DekaBank



Joachim Schallmayer, CFA
Leitung Kapitalmärkte und Strategie
Mainzer Landstraße 16, 60325 Frankfurt am Main
Tel. 069/71 47-38 07
E-Mail: joachim.schallmayer@deka.de
→ www.deka.de

Helaba



Markus Reinwand, CFA
Aktienmarktstrategie, Volkswirtschaft/Research
Neue Mainzer Straße 52 – 58, 60311 Frankfurt am Main
Tel. 069/91 32-47 23
E-Mail: markus.reinwand@helaba.de
→ www.helaba.de

LBBW



Uwe Streich
Aktienstrategie, Strategy Research
Am Hauptbahnhof 2, 70173 Stuttgart
Tel. 0711/127-74062
E-Mail: uwe.streich@lbbw.de
→ www.lbbw.de

NORD/LB



Volker Sack
Leiter Corporate Research
Friedrichswall 10, 30159 Hannover
Tel. 0511/3 61-53 53
E-Mail: volker.sack@nordlb.de
→ www.nordlb.de



**Bundesverband
Öffentlicher Banken
Deutschlands, VÖB**

Lennéstraße 11
10785 Berlin

Tel.: 030 8192-0

presse@voeb.de
www.voeb.de

Redaktion: Anne Hünig
Stand: 27. September 2021