

Börsenmonitor Februar/März 2018



- **Nach dem Kursbeben der zweiten Februarwoche haben sich die Märkte vorläufig beruhigt. Eine Korrektur war lange ausgeblieben und letztendlich überfällig. Die allgemeine Sorglosigkeit wurde von Verkaufspanik und heftigen Marktschwankungen abgelöst. Wie häufig wirken dann Computerprogramme und Algorithmen als Beschleuniger solcher Extrembewegungen.**
- **Amerikanische Aktien haben unter Führung der Technologiebörse Nasdaq mehr als zwei Drittel ihrer Verluste wieder aufgeholt, in Europa verläuft die Erholung stockend. Möglich ist, dass der Kursboden nochmal ausgelotet wird, bevor es zu einer stabilen Stimmungsverbesserung kommt.**
- **Die fundamentalen Faktoren sind unverändert gut, so dass vieles für eine Wiederaufnahme des Aufwärtstrends spricht. Aktien können auch bei steigendem Zinstrend zulegen, solange ein kräftigeres Wirtschaftswachstum die Ursache dafür ist. Für ein Stagflationszenario sehen wir keine Grundlage.**

Vorläufige Marktberuhigung nach dem Kursrutsch:

In den USA liegen per Freitag vergangener Woche Dow Jones, vor allem aber der S&P500-Index und die Technologiebörse Nasdaq für das laufende Jahr wieder im Plus (S&P500 +2,7% in Dollar). Der crash-artige Absacker hatte die US-Börsen am tiefsten Punkt auf den Stand vom Oktober zurückgeworfen, was sich aber schon weniger dramatisch anhört als der unmittelbare Sturz von 3.250 Dow Jones Punkten innerhalb von nur zehn Börsentagen.

Anleger und Kapitalmärkte stellen sich auf etwas höhere Zinsniveaus und weniger expansive Notenbanken ein, was, obwohl von der amerikanischen Federal Reserve ja seit langem signalisiert, zu einem abrupten Ende der allzu großen Sorglosigkeit geführt hat. Der folgende Absturz ins andere Extrem ist dann die übliche Übertreibung, die aus unserer Sicht Einstiegsmöglichkeiten vor allem bei günstig bewerteten europäischen und Schwellenländer-Aktien eröffnet. Selbst in den USA sind die Börsen wegen der schneller als erwartet steigenden Unternehmensgewinne preiswerter geworden, auch auf dem bereits erholten Kursniveau.

In Europa hat der unerwartet feste Euro-Wechselkurs für zusätzliche Unruhe gesorgt. Deshalb verläuft hierzulande die Erholung noch schleppend. Aber: Die fundamentale Wirtschaftslage ist weiter gesund, die Inflation wird nur etwas zunehmen, aber nicht überschießen und die Börsen sind auch nicht überteuert und werden bei leicht steigenden Anleiherenditen ihre Attraktivität relativ zu den Zinsmärkten behalten. Die europäischen Aktienmärkte sollten sich also weiter erholen.

Erste Marktkorrektur seit der Trump-Wahl Ende 2016: Von Sorglosigkeit zu Panik ist es an der Börse manchmal nur ein ganz kleiner Schritt, das hat sich in der zweiten Februar-Woche wieder einmal gezeigt. Die Marktkorrektur – ein Minus von etwas mehr als 10% im Dow Jones und DAX-Index – war nach dem seit der Trump-Wahl im November 2016 praktisch ununterbrochenen Börsenanstieg eigentlich überfällig. Zuletzt hatten wir ähnliche Kursverluste und eine abrupt explodierende Volatilität Anfang 2016 erlebt, als der DAX von Ende Dezember 2015 bis Mitte Februar 2016 fast 2.200 Punkte verlor. Prozentual war das ein doppelt so starkes Minus von 20%. Das ist gerade einmal zwei Jahre her und trotzdem schon fast vergessen. Damals fiel der Ölpreis auf ein Mehrjahrestief von 26 USD und schürte (fälschlicherweise) Befürchtungen über einen weltweiten Konjunkturabschwung. Am Jahresende stand der DAX 32% höher.

Bleibt es bei einer markttechnischen Korrektur oder droht das Ende des mehrjährigen Aufwärtstrends? Wir glauben nicht, dass der neunjährige Aufwärtstrend an den Börsen beendet ist. Für eine Fortsetzung sprechen mehrere entscheidende Faktoren: Die kraftvoller wachsende Wirtschaft in Europa und Nordamerika, die schneller steigenden Unternehmensgewinne und die nach der Marktkorrektur wieder attraktiver gewordene Bewertung der Börsen.

Die Konjunktur wird mehr und mehr angetrieben durch massiv ausgeweitete Investitionspläne der Unternehmen in Amerika und Europa. Die weltweit gestiegene Kapazitätsauslastung sorgt dafür, dass erstmals seit einer Dekade in immer mehr Branchen die Kapazitätsgrenzen erreicht sind und macht die lange

Zeit vernachlässigten Erweiterungs- und Ersatzinvestitionen in den Kapitalstock erforderlich. Ein Wirtschaftsabschwung steht also nicht bevor. Obwohl einige Frühindikatoren (Ifo-Index, Einkaufsmanger-Umfrage) ihre Rekordstände vom Dezember und Januar leicht unterschritten haben, signalisieren sie auf den etwas niedrigeren Niveaus ein weiter dynamisches Wirtschaftswachstum, das klar oberhalb des Trends der letzten Jahre liegt.

Haben sich die fundamentalen Wirtschafts- und Kapitalmarktperspektiven wirklich geändert? Nein, denn eigentlich hat die amerikanische Notenbank Fed schon seit längerem mehrere Zinserhöhungen, nämlich drei, für 2018 avisiert und rechnet auch mit einer leicht steigenden Inflationsrate. Allein die Wahrnehmung der Investoren hat sich geändert, sie haben ihr das bis dato nicht abgekauft. Dass die amerikanische Wirtschaft und die Weltkonjunktur wieder stärker wachsen ist auch nicht neu, darauf haben die Indikatoren bereits seit einiger Zeit hingewiesen.

Aktien können auch bei steigenden Zinsen an Wert zulegen. Solange gleichzeitig die Wirtschaft gut läuft und die Unternehmen ihre Gewinne steigern ist es für die Aktienmärkte nicht schädlich wenn die Zinsen steigen. Erst wenn die Notenbanken mit ihrer Geldpolitik zu restriktiv agieren, zum Beispiel weil die Inflation sich nicht mehr bändigen lässt, wie es in den 70er- und Anfang der 80er-Jahre (erste und zweite Ölkrise, Lohn-Preis-Spirale), und in Deutschland noch einmal nach der Wiedervereinigung (nachfrage- und konsumgetrieben) der Fall war, und deshalb überdrehen und die Konjunktur abwürgen, droht eine längere Aktienbaisse. Denn eine Rezession der Gesamtwirtschaft ist unweigerlich mit einem Einbruch oder zumindest scharfen Rückgang der Unternehmensgewinne verbunden (Gewinnrezession). Aktien werden dann teuer und Anleihen bei höheren Notenbankzinsen attraktiver.

Von einem solchen Szenario sind wir weit entfernt, die Unternehmensgewinne steigen schneller als in den Jahren zuvor, die Inflation nimmt allenfalls langsam zu. In Europa hat sie sich im Januar sogar den zweiten Monat infolge auf eine Jahresrate von 1,3% ermäßigt und schwankt in der Kernrate seit einem Jahr um

1%. Der starke Euro sorgt hierzulande für verbilligte Importgüter, in den USA macht sich der umgekehrte Effekt in einer leicht beschleunigten Teuerung bemerkbar. Auf weitere Sicht wird die Inflation von säkularen Trends wie dem Online-Konsum, der Digitalisierung und dem globalisierten Wettbewerb zurückgehalten.

An den Zinsmärkten und in der Geldpolitik der Notenbanken findet eine Normalisierung statt, quantitative Lockerungsmaßnahmen haben ausgedient. Nach den USA wird das im nächsten Jahr auch in Europa der Fall sein. Aus dem Abriss der Liquiditätsschwemme ergibt sich für die Aktienmärkte auch der einzig wirkliche Negativpunkt dieser neuen „Normalisierung“. Kein Marktteilnehmer kann heute sicher einschätzen, wie die Kapitalmärkte auf den Liquiditätsentzug reagieren werden. Aber noch halten ja zumindest die Europäische Zentralbank und die Bank of Japan ihre Anleihenkäufe aufrecht.

Aktienbewertungen sind nicht zu hoch, es besteht sogar Spielraum nach oben: Das Kurs/Gewinn-Verhältnis für amerikanische Aktien, das traditionell höher liegt als in Europa, liegt gemessen am S&P500-Index derzeit für 2018 bei 15,8 und 2019 bei 14,3. Dieses KGV entspricht einer Gewinnrendite amerikanischer Aktien 2018 von 6,3% (2019 von 7,0%). Das heißt, Aktien beinhalten bei einer aktuellen Anleihenrendite von 3% (zehnjährige US-Treasuries) einen Risikoaufschlag von 3,3%-Punkten (für 2019 sogar 3,7%). Angesichts des niedrigen absoluten Zinsniveaus eine sehr hohe Risikoprämie.

Und selbst wenn in den USA die Inflation auf drei Prozent steigen würde und die zehnjährigen US-Staatsanleihen bei einem angenommenen Realzins von 1,5% (stärkeres Wirtschaftswachstum verlangt höhere Realzinsen im Vergleich zum aktuellen Stand von 1,0%) dann mit 4,5% rentieren könnten, wäre die Risikoprämie auf Aktien immer noch bei knapp zwei Prozentpunkten (2019 bei 2,5%), was ohne Überbewertung im langfristigen Rahmen läge. US Aktien wären also auch bei 3% Inflation und einem Langfristzins von 4,5% noch nicht überteuert. Die Schmerzgrenze läge wohl eher bei 3,5% Inflation und – bei 1,5% Realzins - 5% Rendite auf zehnjährige US-Papiere.

In diesem Szenario sollte bei einer 1,5-2%igen Risikoprämie die Aktien-Gewinnrendite dann bei mindestens 6,5% bis 7% liegen, was einer KGV-Bandbreite von 14,3 bis 15,4 entspricht. Bis zu einer Inflationsrate von 3,5% und 5% Zins auf US-Treasury Bonds ist es aber noch ein sehr langer Weg.

In Europa sind wir mit KGVs 2018 von 13,5 und 2019 von 12,6 bezogen auf den Stoxx600-Index bzw. 11,8 und 11,2 für den DAX und einer weiter expansiven, Anleihen aufkaufenden Zentralbank noch sehr viel weiter von einer relativen Überteuering – gegenüber Zinspapieren - der Aktienmärkte entfernt.

Unternehmensgewinne steigen in den USA schneller, in Europa wie erwartet: Die Unternehmensbilanzen fielen in den USA wieder besser als erwartet aus, gut drei Viertel der Berichte übertrafen die Erwartungen. Durch mehr Rückenwind vom schwächeren US-Dollar, dem beschleunigten globalen Wirtschaftswachstum und der US-Steuerreform setzten viele Konzerne auch ihre Prognosen für 2018 nach oben. Enttäuschungen gab es nur da, wo ohnehin schwache Ergebnisse vorhergesagt wurden (z.B. General Electric). Für 2018 wird jetzt auf Basis der S&P500-Indexgesellschaften ein Gewinnwachstum von 19% erwartet (inkl. Steuersenkungs-Effekt), und für kommenden Jahr plus 10%. Damit hat sich die Konsensprognose für 2018 binnen eines Monats fast verdoppelt. Seit Jahren gab es keine solche Dynamik bei den Aufwärtsrevisionen der US-Unternehmensgewinne, was zum Teil auf die stärkeren Effekte der US-Steuersenkung zurückzuführen ist, aber auch auf die kräftigere US- und Weltwirtschaft und den nachgebenden Dollar.

In Europa ist die Berichtssaison noch in Gang. Bisher halten sich positive Überraschungen und verfehlte Erwartungen in etwa die Waage. Die Ausblicke der Unternehmensleitungen werden vielfach von Währungsgegenwind und steigenden Rohmaterialkosten gedämpft. Im Durchschnitt wird für die europäischen Börsengesellschaften (Stoxx600-Index) trotz des konjunkturellen Rückenwinds deshalb nur ein moderateres Gewinnwachstum 2018 von 9% und gut 8% im nächsten Jahr kalkuliert.

Die besten Jahresabschlüsse präsentierten unter den Schlüsselbranchen die Autoindustrie (Daimler, Renault, VW), die Rohstoffförderer (Rio Tinto) und einige Technologiewerte (Halbleiterausrüster ASML), während die Pharmabranche (Sanofi, Roche), Haushaltsgüterproduzenten (Reckitt Benckiser) und die Nahrungsmittelindustrie (Nestle) Enttäuschungen abliefern. Plus (UBS, Unicredit) und Minus (Deutsche Bank) gab es bei den Banken und den großen Ölwerten. Die Versicherer litten wie erwartet unter den Hurrikan-Großschäden (Munich Re, Swiss Re, Hannover Rück), verzeichneten aber auch Erfolge im Kapitalanlagegeschäft und deutliche Ergebnisverbesserungen im Asset Management (Allianz).

An der Börse spiegelt sich dieses Ertragsbild recht gut wider. Seit Jahresbeginn haben in Europa die Automobil- und Zulieferwerte mit einem Plus von 2,9% (per 23. Februar) die Nase vorn, vor den Finanzwerten (Banken +1,5%, Versicherungen +1,4%), Rohstofftiteln (+1,3%) und Technologieaktien (+0,2%).

Hauptverlierer bei einem Rückgang des Gesamtindex (Stoxx600) um 1,9% sind die Nahrungsmittelproduzenten (-6,3%) vor den Haushaltsgütern (-5,7%), den Telekom-Aktien (-5,5%) und den Versorgern (-5,4%). In den USA gesellen sich neben die Internet- und ertragsstarken Technologie- und Biotech-Aktien noch die Finanzwerte (Banken) sowie Titel aus dem Flugzeugbau und der Wehrtechnik zu den Top-Kursperformern. Letztere profitieren stark von Donald Trumps Aufrüstung im Verteidigungsetat.

Fazit: Wir sehen mittel- bis langfristig mehr Chancen als Risiken auf den jetzigen Kurslevels. Die laufende Korrekturphase dürfte aus markttechnischer Sicht aller Erfahrung nach noch einige Wochen anhalten bis alle Verwerfungen wieder ins Gleichgewicht gebracht sind. Am Jahresende sollten die Börsen aber höher stehen als heute und auch etwas höher als zu Jahresbeginn. Für Anleger, die etwas Geduld mitbringen, bieten sich aber jetzt schon Kaufgelegenheiten, vorwiegend bei niedrig bewerteten Aktien aus Europa einschließlich Deutschland und den Schwellenländern. Zur Beimischung eignen sich US-Titel aus Bran-

chen, in denen die Amerikaner eine uneingeschränkte Weltmarktführerschaft innehaben, wie Technologie oder Biopharma.

Die letzten vergleichbaren Einstiegsgemeinschaften taten sich übrigens nach den Korrekturen im Februar 2016 und davor im Herbst 2015 auf, anschließend stiegen die Börsen praktisch ohne längere Unterbrechung in einem Zug an. Ein sehr kurzes Zeitfenster öffnete sich nochmal im Juni 2016 zum Referendum in Großbritannien. Wer sich damals traute trotz der sehr negativ prognostizierten Auswirkungen des „Brexit“ Aktien zu kaufen, liegt heute auch mit der Marktkorrektur immer noch deutlich im Plus.

FIDUKA, 26. Februar 2018