

## Börsenkommentar Februar 2012

- Die Markterholung gewinnt im Januar an Fahrt. Der DAX legt um 9,5% zu, die Nasdaq steigt auf ein 11-Jahres Hoch. Abermaliger Favoritenwechsel: zyklische Branchen wie Autos und Rohstoffe haussieren.

- Die Wende nach oben bei den Konjunkturindikatoren hat sich verstetigt. Notenbanken treten weltweit aufs Gaspedal und sorgen für Liquidität.

- Berichtssaison verläuft in Nordamerika positiv, in Europa mit Licht aber auch viel Schatten. Die Marktbewertung lässt noch Spielraum für eine Fortsetzung der Aufwärtsbewegung. Voraussetzung dafür: keine erneute Verschärfung der europäischen Schuldenkrise.

### **Fulminanter Jahresauftakt an den Märkten:**

Besonders deutsche Aktien und die großen Schwellenländerbörsen, die gemeinsamen Verlierer des Jahres 2011, führten die Aufwärtsbewegung im Januar an. Der DAX legte um +9,5% zu, die im MDAX gebündelten deutschen Nebenwerte sogar noch stärker um +11,5%. Sofern die Risikobereitschaft großer Investoren in Aktien anzulegen grundsätzlich vorhanden ist, gilt die deutsche Wirtschaft in Europa immer noch als Hort einer stabilen Unternehmenslandschaft, die global hervorragend aufgestellt ist

und von einer Belebung des Weltwirtschaftswachstums an allererster Stelle profitieren würde. Seit sich dank der Mithilfe der Europäischen Zentralbank – am 21. Dezember wurden dem Bankensystem 489 Mrd. EUR für drei Jahre zur Verfügung gestellt – die Stimmung an den Märkten deutlich aufgehellt hat, ist der DAX vom exakt am Vortag erreichten Tief bei 5638 Punkten bis zum Januar-Ultimo um 820 Punkte in die Höhe geschossen.

Der Sammelindex MSCI für die Emerging Markets stieg in EUR um +10,3%. Besonders dynamisch liefen die großen Märkte Indien (+18,2%), Brasilien (+17,4%) und Russland (+13,2%), einzig China hängt unter den BRIC-Staaten weit zurück (+3,2%, alle in EUR). Die US-Märkte (S&P500 +3,5%, Dow Jones +2,5%) starteten ebenso wie der breite europäische Aktienindex Stoxx600 (+4,0%) etwas langsamer ins neue Börsenjahr. Die Jahresabschlüsse und Ausblicke der Unternehmen haben die gute Stimmung zumindest nicht trüben können, obwohl es besonders in Europa eine Reihe von Enttäuschungen und in der Folge auch Reduzierungen der Gewinn-schätzungen gab. Dass die Erwartungen diesbezüglich noch zu hoch sind ist an den Märkten aber weitestgehend antizipiert und wird vor allem überlagert von den sich verbessernden Wirtschaftsindikatoren.

### **Favoritenwechsel, zyklische Branchen haben die Marktführerschaft übernommen:**

Gemessen am Stoxx600-Index haben 2012 in Europa bisher in erster Linie konjunkturrempfindliche Aktien den Marktaufschwung getragen. Defensive, weniger konjunktursensitive Aktien, über Monate die Favoriten an den Märkten, blieben dagegen im Januar links liegen. Mit durchschnittlichen Kursgewinnen von 20,9% führen die Autoaktien die Gewinnerliste im Januar mit deutlichem Vorsprung vor den Rohstoffwerten mit plus 14,1% an. Dann folgen Versicherungen mit plus 10,6%.

Am Ende der Skala rangieren die defensiven Branchen Nahrungsmittel (-0,9%), Pharma (-1,4%) und Telekommunikation (-2,6%), noch vor dem Einzelhandelssektor (-3,8%), den es wegen der arg enttäuschenden Berichte von Tesco und Metro besonders stark gebeutelt hat. Investoren haben in Vorwegnahme einer konjunkturellen Belebung zyklische Aktien massiv aufgestockt. Sollte sich die Besserung des Weltwirtschaftsklimas weiter manifestieren, wird sich dieser Trend fortsetzen. Zyklische Sektoren sind nach dem im zweiten Halbjahr 2011 erfolgten Abverkauf angesichts ihrer niedrigen Bewertung relativ günstig. Die Aktien großer Konzerne aus den Auto- und Rohstoffsektoren wie Daimler oder Rio Tinto konnten bis heute sogar um fast 38% bzw. 22% zulegen.

### **Konjunkturindikatoren haben aufwärts gedreht:**

Neben der EUR 489 Mrd. Liquiditäts-

spritze der EZB für die Banken sind die besseren Konjunkturdaten der letzten Wochen maßgeblich für den Stimmungswandel an den Märkten. Die Einkaufsmanagerindizes in den USA und China tendieren seit November bzw. Dezember wieder nach oben und haben sich im Januar auch in Europa leicht befestigt. Der Ifo-Geschäftsklimaindex, über die Deutsche Wirtschaft hinaus ein wichtiger gesamteuropäischer Stimmungsindikator, hat sich den dritten Monat in Folge verbessert und damit ein zuverlässiges Signal für eine konjunkturelle Aufwärts-wende geliefert.

Im Anleihenbereich haben sich die Zinsen für deutsche und US-Staatsanleihen trotz besserer Konjunkturerwartung kaum verändert. Die Renditen italienischer und spanischer Regierungspapiere haben weiter spürbar nachgegeben. Stützend wirkten neben dem langfristigen EZB-Liquiditätspaket auch rückläufige Inflationsraten in der Eurozone und den USA. Die Renditeabstände zwischen Unternehmensanleihen guter Bonität und Staatsanleihen haben sich weiter verengt und Industrieanleihen haben sich deshalb weiter verteuert.

### **Gemischtes Bild der Berichtssaison, US-Unternehmen mit viel Licht, in Europa viel Schatten:**

In Europa ist die Berichtssaison noch voll im Gange, die bislang vorgelegten Jahresbilanzen konnten jedoch nicht durchgängig überzeugen. Die meisten positiven Berichte kamen aus dem Technologiebereich, hervorzuheben der Softwarekonzern SAP, der Halbleiterausrüster

ASML und der britische Chipdesigner ARM. Deren Management äußerte sich auch optimistisch zu den Aussichten bezüglich 2012. Es gab aber auch reihenweise Enttäuschungen, wobei insbesondere konsumnahe Branchen (Tesco, Metro, Philips) und der Bankensektor zu nennen wären. Drei der größten europäischen Kreditinstitute sind im letzten Quartal sogar wieder in die Verlustzone abgerutscht: Credit Suisse, ING und Deutsche Bank (Vorsteuerverlust). Neben dem generell zu verzeichnenden Ertragsseinbruch im Investmentbanking wirkt sich bei den Banken der Umkehrerfekt der positiven Bewertungsgewinne eigener Anleihen und Schulden aus den Vorquartalen aus. Diese Wertanpassungen (Debt Value Adjustment) führen zu einer Gewinnminderung, wenn eigene Anleihen am Markt im Kurs steigen und in der Bilanz höher angesetzt werden.

Ganz anders die Lage in den USA. Hier liegen bereits zwei Drittel der Bilanzen aller S&P500-Indexunternehmen vor und etwa 69% haben die Erwartungen übertroffen. Diese Quote liegt zwar unter den Vorquartalen, ist angesichts der globalen Wachstumsverlangsamung im zweiten Halbjahr 2011 trotzdem positiv zu werten. Vor allem große, weltweit tätige Schlüsselunternehmen wie Apple, Caterpillar, IBM, Nike, Intel, FedEx, Microsoft oder McDonalds haben die Prognosen zum Teil weit übererfüllt und, wichtiger noch, mit zuversichtlichen Ausblicken auf das Jahr 2012 wieder Vertrauen bei den Investoren in die Zukunft der Weltwirtschaft geschaffen.

### **Gewinnerwartungen zunehmend stabiler, Abwärtsrevisionen stark verlangsamt:**

Die überwiegend positiven Zukunftseinschätzungen der US-Unternehmen haben zusammen mit der Aufhellung einiger Konjunkturdaten zu einer Verstetigung der seit Mitte des vergangenen Jahres fallenden Gewinnprognosen geführt. Zwar überwiegen immer noch die Abwärtsrevisionen gegenüber den Anhebungen, die Geschwindigkeit der Anpassungen nach unten hat sich aber signifikant verlangsamt, am stärksten in den USA und Europa. Historisch betrachtet bedeutet eine Umkehr der Gewinnrevisionsrate meist eine Periode in der die Börsen zulegen. Besonders ausgeprägt verlief diese Umkehr bei Technologiewerten, Pharmatiteln und Medienaktien.

Trotz der sukzessive zurückgenommenen Prognosen wird immer noch ein Anstieg der Unternehmensgewinne für 2012 und 2013 unterstellt. Auf Basis des 600 Unternehmen umfassenden europäischen Aktienindex Stoxx600 kalkulieren Marktbeobachter und Analysten ein Gewinnplus von 18,5% für das laufende Jahr, für die 500 Aktien aus dem amerikanischen S&P500-Index durchschnittlich plus 8,5% und für den MSCI Schwellenländerindex einen Zuwachs von 15,4%. Nach unserer Einschätzung wird die Ertragslage 2012 besonders in Europa wohl noch zu optimistisch gesehen, an den Märkten dürften weitere Anpassungen nach unten allerdings eingepreist sein.

**Marktbewertung nicht mehr so günstig wie im Dezember, aber noch moderat:**

Nach der kräftigen Aufwärtsbewegung an den Börsen sind Aktien heute nicht mehr so günstig bewertet wie noch zu Mitte Dezember. Von einer Überbewertung sind sie dennoch weit entfernt. Die durchschnittliche Bewertung ist immer noch moderat, wenngleich einzelne Titel weit vorgelaufen und aus technischer Sicht kurzfristig auch überkauft sind.

Weltweit liegt das Kurs/Gewinnverhältnis für 2012 bei 12,3 und für 2013 bei 10,8. Für US-Titel werden aktuell 12,9mal die erwarteten Gewinne 2012 und 11,5mal 2013 bezahlt. Im Vergleich sind europäische Aktien mit KGVs von 10,9 bzw. 9,7 noch deutlich preiswerter und stechen bei der Dividendenrendite mit durchschnittlich über 4% heraus (USA 2,2%). Deutsche Standardwerte liegen nach der Kursaufholjagd vom Januar mit einem KGV von 10,6 bzw. 9,5 im europäischen Rahmen (Dividendenrendite bei etwa 4%). Aktien aus Schwellenländern sind ebenfalls attraktiv gepreist, das KGV 2012 liegt im Mittel bei 10,5 und für 2013 bei 9,3. Dass sie sich in Wachstumsmärkten bewegen und von einer geldpolitischen Lockerung Rückenwind bekommen könnten sind zusätzliche Pluspunkte, dafür ist dann die Dividendenrendite mit 3,1% im Mittel weniger günstig. Aber für mehr Wachstum muss eben auch mehr investiert werden, insofern ist das nur schlüssig.

In Summe lassen die moderaten Bewertungen den Börsen noch Spielraum nach oben. Voraussetzung ist allerdings, dass die „make-or-brake“ Situation Griechenlands endlich gelöst wird (EUR 130 Mrd. Hilfspaket) und damit kurzfristig weiterer Druck von den Anleihe- und Aktienmärkten genommen wird.

**Fiduka 09.02.2012**