

Börsenmonitor November/Dezember 2018



- **Anhaltende weltweite Marktkorrektur nach den neuen Rekordständen an den US-Börsen.** Der DAX fällt auf ein Jahrestief, der Dow Jones konsolidiert etwa 9% unter seinem Allzeithoch. Immer auffälliger wird die Diskrepanz zwischen US-Aktien und Europas Börsen.
 - **Mitverantwortlich dafür ist die unterschiedliche Qualität und Stabilität der Unternehmensgewinne.** Mehr als 80% der US-Unternehmen haben besser als prognostizierte Bilanzen zum dritten Quartal vorgelegt, und eine ganze Reihe hat sogar den Jahresausblick angehoben. In Europa liegt die Quote nur bei jedem zweiten Unternehmen. Viele Gewinnwarnungen, besonders aus dem Automobil- und Zuliefersektor, werfen einen großen Schatten auf die Berichtssaison.
 - **Zu den Mistönen und der schlechten Stimmung in Europa trägt neben dem Brexit-Gerangel und dem ungelösten Handelsstreit mit Amerika vor allem Italiens Haushaltsplan bei.**
- Kein goldener Herbst, sondern ein tieferer Oktober und November:** Kaum hatte der Dow Jones einige Tage nach seinem großen Bruder, dem S&P500-Index, am 3. Oktober neue Allzeit-Höchststände erreicht, setzten die Märkte nur wenige Tage später zu einer kräftigen Korrektur an. Auslöser waren ein Rutsch des US-Dollar und in Europa die Zuspitzung um die italienische Haushaltsvorlage für 2019, als die zehnjährigen Renditen für Italiens Staatspapiere innerhalb kürzester Zeit auf 3,75% nach oben schossen. Mitte September hatten sie noch einen vollen Prozentpunkt tiefer gelegen. Wie immer ging an den Aktienmärkten dann alles sehr schnell. Mit minus 6,9% im S&P500-Index und minus 6,5% beim DAX wurde der Oktober in den USA zum schlechtesten Börsenmonat seit dem September 2011, und in Deutschland seit dem August 2015.
- Noch unentschlossen zeigt sich der November, nach anfänglicher Erholung folgte ein erneuter Absturz, leicht ins Minus, bei anhaltend hoher Volatilität an den Börsen. Zu den Handelsstreitigkeiten und dem europäischen Chaos um den Brexit und die Schulden Italiens, gesellen sich

jetzt auch Befürchtungen um einen Abschwung der Weltwirtschaft, und, dass die US-Notenbank mit ihren Zinserhöhungen die noch sehr gut laufende US-Wirtschaft abwürgen könnte.

So sind die Gewinne der ersten November-Woche schnell wieder verpufft, der DAX sackte sogar auf ein neues Jahrestief bei 11.009 Punkten ab. Er befindet sich damit etwa 19% unterhalb seines im Januar erreichten Rekordstands von 13.597 Punkten, also denkbar knapp oberhalb der Grenze von minus 20%, bei der ein Bärenmarkt bzw. eine Baisse beginnt. Etwas solider ist die Situation an den US-Märkten, der Dow Jones liegt etwa 9% unter seinem Allzeithoch und damit noch immer im Bereich einer typischen Marktkonsolidierung. Von seinem Jahrestief Anfang April ist er auch noch knapp 5% entfernt.

Stärker in Mitleidenschaft gezogen ist der Nasdaq-Index, den die früheren Highflyer und Schwergewichte Amazon, Apple, Facebook und Netflix nach unten ziehen. Zusammen mit Google (Alphabet) haben diese fünf Titel alleine etwa eine Billion US-Dollar an Börsenwert eingebüßt, also fast so viel wie alle 30 DAX-Aktien zusammen wert sind. Nach einem langen und steilen Aufwärtszyklus sind die meist ohnehin relativ hoch bewerteten Technologiewerte derzeit komplett in Ungnade gefallen. Besser halten sich in diesem Umfeld Versorger, Telekompapiere und wenig konjunkturzyklische Konsumwerte.

Wie der US-Nebenwerte-Index Russel2000 hat auch der Nasdaq Composite von seinem Rekordlevel über 14% verloren und befindet sich damit offiziell im Korrekturmodus. Auch der große paneuropäische Index Stoxx600 liegt mit minus 12%, ausgehend vom Januar-Top, in einer Korrekturzone, hat sich damit aber weit besser gehalten als der deutsche DAX. Das auffällige Auseinanderdriften der Hauptindizes in diesem Jahr hat durchaus fundamentale Gründe, und hat sich im Jahresverlauf auch immer weiter verstärkt.

Positiver Verlauf der US-Berichtssaison, aber enttäuschende Zahlen in Europa: Etwa 83% aller US-Unternehmen aus dem S&P500-Index haben im dritten Quartal die Gewinnerwartungen im Markt übertroffen, das

ist nahezu Rekordniveau. In Europa ergibt sich ein völlig anderes Bild. Hier liegt die Quote nur bei ca. 50%, ein mehrjähriger Tiefstand. Dazu kommt eine ganze Reihe schon im Vorfeld der Zahlenpräsentation ausgesprochener Gewinnwarnungen, mit der unangenehmen Eigenschaft, dass nicht nur die Quartalsergebnisse, sondern gleich die gesamten Jahresprognosen nach unten angepasst wurden. Zuletzt kamen noch ein paar Unternehmen dazu, die als Folge des Rhein-Niedrigwasserstands erhöhte Transportkosten und Unterbrechungen in der Rohstoff-Lieferkette für verpasste Erwartungen verantwortlich machten (Covestro, BASF).

In vielen Fällen fallen die Gewinnwarnungen nicht nur moderat, sondern massiv aus. Prominente Beispiele sind aus dem DAX Daimler, BMW, Continental, Fresenius Medical Care und HeidelbergCement, und in Frankreich Michelin und der Baukonzern Bouygues. Besonders betroffen ist die Auto- und Zulieferbranche, wo neben teuren Umtauschprämien für alte Dieselfahrzeuge auch der neue, verpflichtende Zulassungsstandard WLTP (Worldwide Harmonised Light Vehicle Test Procedure) für Marktverwerfungen und Mehrkosten sorgt. So gut wie alle Unternehmen der Branche sind betroffen.

Auffällig oft trifft es zudem deutsche Unternehmen aus der zweiten Reihe wie die Versicherung Talanx, den Elektrotechnik-Händler Cecconomy (Mediamarkt, Saturn), den Online-Händler Zalando, die beide das heiße Sommerwetter verantwortlich machten, die sonst eher verlässlichen Fuchs Petrolub und Krones, aber auch notorische Zukurzspringer wie den Autozulieferer Leoni und Drägerwerk. Allesamt haben sie die Ertragsprognosen gesenkt, die Abstrafung am Markt folgte auf dem Fuß.

Ganz anders ist die Lage in den USA. Hier haben einige maßgebliche Schlüsselunternehmen wie die Pharmariesen Johnson & Johnson, Pfizer und Amgen, der Konsumgüter-Weltmarktführer Procter & Gamble, die großen Industriekonzerne Caterpillar und Boeing, die Mischkonzerne United Technologies und Honeywell, der Halbleiterhersteller Intel und der Logistiker FedEx, sowie der weltgrößte Einzelhändler WalMart allesamt ihre Jahresprognosen angehoben. Auch die Großbanken, die Kreditkartenfirma American Express und der

Versicherer Travelers haben die Erwartungen übertroffen. Die wenigen Enttäuschungen unter den Großkonzernen lieferten zum wiederholten Mal IBM, die Industriegruppe 3M und der von einer tiefgreifenden Umstrukturierung und Managerwechseln durchgeschüttelte General Electric Konzern.

Nahezu alle US-Unternehmen profitieren massiv von der Steuersenkung Donald Trumps, erwirtschaften hohe Cashflow-Überschüsse und setzen diese in Aktienrückkäufe um, die zusätzlich die Gewinne je Aktie nach oben heben. Negativ zu beurteilende Aktienrückkäufe auf Pump haben zwar zugenommen, sind aber nicht die Regel. Insofern erfährt die mehrmonatige kräftige Überperformance der US-Aktien im Vergleich zu Europa auch ihre nachträgliche Berechtigung.

Ist das Ende des Bullenmarkts erreicht?

Investoren stellen sich die Frage, ob der seit März 2009 anhaltende, historisch längste Börsenaufschwung jetzt zu einem Ende gekommen ist. Wir glauben nein, denn der Wirtschaftszyklus seit der Finanzkrise verlief sehr viel flacher als in früheren Boomphasen und war dementsprechend nicht von Sprüngen in den Inflationsraten begleitet.

Die Notenbanken müssen also auch nicht mit voller Kraft auf der Bremse stehen, wie das am Ende früherer Konjunkturaufschwünge der Fall war, bevor sie in eine Rezession mündeten. Selbst die Federal Reserve in den Vereinigten Staaten kann mit halber Kraft restriktiv vorgehen und die Zinsen sehr viel langsamer anheben als in früheren Zyklen. Zwar steigen die Löhne, aber die Inflation wird sich allein schon wegen des gesunkenen Rohölpreises wieder zurückbilden.

Mit anderen Worten: der Wirtschaftsaufschwung kann sich weiter fortsetzen, es zeichnet sich allenfalls eine vorübergehende Delle ab. Voraussetzung ist allerdings, dass die Handelskonflikte zwischen den großen Weltwirtschaftsregionen USA, China und Europa nicht weiter eskalieren und sich in Bälde Lösungen abzeichnen, sonst droht eine weitere Stimmungsverschlechterung bei den Unternehmen.

Am Aktienmarkt haben wir Korrekturphasen wie die jetzige während des beinahe zehnjährigen Bullenmarkts schon mehrfach erlebt, zuletzt 2016 und davor auch 2015. Das Jahr 2017 war dagegen ein ungewöhnliches Jahr, mit extrem geringer Volatilität und einem Aufwärtstrend ohne jegliche Korrekturphase.

Die Konjunktur legt auch nur eine Pause

ein: Das Minus im deutschen Bruttoinlandsprodukt von 0,2% vom zweiten auf das dritte Quartal 2018 dürfte ein einmaliger Vorgang bleiben, hervorgerufen durch Sondereffekte. Schon für das vierte Quartal wird wieder ein Anstieg der Wirtschaftsleistung erwartet. Die neue Zulassungs-Zertifizierung hat bei den Autoherstellern praktisch zu einem Stillstand bei Inlandsabsatz und Exporten geführt („WLTP-Effekt“), dazu kamen negative Wettereinflüsse. Auch sind die Investitionen in Maschinen, Ausrüstungen und Neubauten im dritten Quartal zum Vorquartal sogar weiter angestiegen. Das ist eigentlich ein Signal, dass die Unternehmen weiter optimistisch in die Zukunft blicken. Die Kapazitätsauslastung von über 87% und auch die Ifo-Konjunkturur zeigten zuletzt noch immer eine Boomphase für Deutschland an. Begrenzender Faktor ist das Humankapital, es fehlen Ingenieure und Servicefachkräfte.

Einem ähnlichen Problem sehen sich die USA gegenüber. Hier herrscht mit einer Arbeitslosenquote von 3,7%, der niedrigsten seit 49 Jahren, Vollbeschäftigung. Die Löhne steigen inzwischen leicht beschleunigt mit einer Jahresrate von 3,1%, was der Notenbank etwas Sorgen macht, historisch aber immer noch moderat ist. Dadurch wird der private Konsum als größter Wirtschaftstreiber weiter beflügelt, die Staatsausgaben nehmen ohnehin zu. Die US-Unternehmen haben zuletzt mehr in den Vorratsaufbau als in Ausrüstungen und Infrastruktur investiert, stecken aber immer mehr Geld in Forschung und Entwicklung und Software-Produkte. Anzeichen von Stagnation gibt es allenfalls am Häusermarkt, wo die gestiegenen Hypothekenzinsen und Hauspreise, aber auch ein Angebotsmangel, Käufer zurückhalten.

Was folgt nach dem Kursrutsch: Erholung oder anhaltende Baisse? Die Generalfrage lautet, ob es bei einer Korrektur mit einer längeren Bodenbildung bleibt und es anschließend mit den Kursen wieder nach oben geht, oder eine längere Baisse droht. Wir halten eine allmähliche Erholung nach einer Bodenbildung für das wahrscheinlichere Szenario. Dafür sprechen die wichtigsten fundamentalen Rahmendaten wie Unternehmensgewinne, Marktbewertung und die, wenn auch etwas langsamer, aber doch weiter mit mindestens 3% expandierende globale Wirtschaft. Auch die Notenbankpolitik ist nicht generell restriktiv. Allerdings wird die Erholung der Märkte wohl nur langsam und unter größeren Schwankungen vonstattengehen, solange zumindest die Unsicherheiten um die globalen Handelsbeziehungen und den Brexit nicht ausgeräumt sind.

Dass die Stimmung an den Märkten schlechter ist als die Lage, verdeutlichen auch die Anlegerreaktionen auf die Zwischenberichte der US-Unternehmen. Um 0,7% fielen die Aktienkurse durchschnittlich nach der Berichterstattung, obwohl in mehr als 80% der Fälle die Markterwartungen übertroffen wurden. Technisch sind die Börsen jedenfalls überverkauft, aber für eine grundlegende, stabile Erholung ist vor dem Hintergrund der angeschlagenen Stimmung eine längere Bodenbildung nötig, während der sich auch die hohe Volatilität wieder abbaut.

Solide Unternehmensgewinne, markant niedrigere Marktbewertungen: Die Gewinnbewertungen der Aktienmärkte sind im Laufe der Korrekturphase sehr deutlich zurückgekommen. Das Markt-KGV (Kurs/Gewinnverhältnis) liegt für die USA 2019 jetzt nur noch bei 15,2 (S&P500-Index) gegenüber mehr als 18 im Januar. In Europa, wo Aktien historisch meist mit einem Abschlag zu US-Titeln gehandelt werden, beträgt es nur noch 12,5 und für den exportlastigen DAX sogar nur 11,4. Bewertungen wie wir sie zuletzt nach der Korrektur 2016 und zuvor in den Jahren 2012 und 2013 gesehen haben.

Die Gewinnprognosen sind in den USA relativ stabil bei plus 9% für das kommende Jahr, nach plus 24% für 2018 (Steuerreform). In Europa bröckeln sie aufgrund der jüngsten Be-

richterstattung und der etwas zurückgenommenen Konjunkturerwartungen dagegen ab, liegen aber ebenfalls bei plus 9% für das nächste Jahr. Für die DAX-Unternehmen wird 2019 eine 12%ige Gewinnerholung prognostiziert, nach einem Rückschlag von 4% im laufenden Jahr, der im wesentlichen auf die Probleme der Autoindustrie zurückzuführen ist.

Möglicherweise sind die Erwartungen für 2019 noch etwas zu optimistisch, die an den Aktienmärkten mittlerweile eingepreiste Risikoprämie im Vergleich zu Anleihen geht aber weit darüber hinaus. Spätestens ab dem kommenden Frühjahr sollten die Börsen eine tragfähige Bodenbildung abgeschlossen haben und sich wieder auf den Weg nach oben machen. Ausreichend Bewertungsspielraum dafür ist jedenfalls gegeben.

FIDUKA, 26. November 2018