

## Börsenmonitor September 2018



- **Nach der Zwischenerholung an Europas Börsen und neuen Allzeithochs in den USA sind die Märkte Ende August und zu September-Beginn wieder eingeknickt. Auffällig ist die extreme Diskrepanz zwischen den US- und europäischen Aktien. Die Schwellenländermärkte stehen wegen des festeren US-Dollar, steigender Inflation und Zinsen und der krisenhaften Zuspitzung in Argentinien und der Türkei unter Druck.**
- **Der Handelsstreit zwischen den USA und China könnte wieder voll aufbrechen. Auch zwischen den USA und Europa schwelt der Konflikt weiter. Während sich Investoren in Amerika davon kaum beeindruckt zeigen, ist man in Europa und China sehr viel besorgter.**
- **Die auf dem Tisch des US-Präsidenten liegenden neuen Strafzölle überlagern an den Börsen die solide Wirtschaftsentwicklung. So bestätigt der September bisher seinen Ruf als saisonal schwierigster Börsenmonat. Im Vorjahr war er allerdings der beste Monat des Jahres überhaupt.**

**USA first, Europa unter ferner liefen:** US-Aktien führen die diesjährige Börsentabelle der Hauptmärkte ganz klar an, dann kommt lange nichts, bevor Japans Nikkei und schließlich mit respektablem Abstand die europäischen Aktienindizes auftauchen. Noch weiter abgeschlagen bilden die Schwellenländermärkte die Schlusslichter.

Seit Jahresbeginn haben US-Titel um 8,6% zugelegt (S&P500-Index, in EURO +10,2%) und Europas Aktien (Stoxx600-Index) leicht um 0,1% eingebüßt, mit dem DAX am Ende der Skala bei minus 6,1% (jeweils mit Dividenden). Japan liegt 2,5% im Plus und die Schwellenländer (MSCI Emerging Markets) haben 9,3% verloren. Deutlich überproportional ist mit plus 16,0% der Nasdaq-Index angestiegen. Bis Anfang Mai liefen die großen Indizes noch synchron, seitdem geht die Schere immer weiter auseinander.

Die Rangfolge der Aktienbörsen in diesem Jahr spricht eine deutliche Sprache: Amerika, du hast es wieder einmal besser – trotz, oder vielleicht auch wegen Donald Trump. Der Wirtschaftsmotor läuft auf Hochtouren, das

Wachstum liegt bei über 4%, die Beschäftigung ist auf Rekordniveau und die Löhne steigen mit einer Jahresrate von fast 3%. Entsprechend boomt die Nachfrage der privaten Haushalte, und auch die Investitionen nehmen zu. Der massive fiskalische Impuls, der zum Großteil Trumps Steuersenkungen und Mehrausgaben zu verdanken ist, liefert den Treibstoff für den US-Konjunktur- und Börsenmotor. Gleichzeitig tritt die Notenbank bei moderater Inflation nur sachte aufs Bremspedal.

In Europa fahren die Börsen dagegen mit angezogener Handbremse. Wann platzt hier der Knoten? Die Wirtschaft in Europa verzeichnet ein solides Wachstum, die Gewinne der Unternehmen sind auch hierzulande auf Rekordniveau und die Marktbewertungen sind deutlich günstiger als nach dem Kursschub im Januar. Konjunkturell kommen eigentlich nur aus China und einigen Schwellenländern Schwächeanzeichen.

Was die Märkte zurückhält ist eine allgemein verbreitete Unsicherheit wegen des Handelskonflikts, die sich aber in den meisten harten Daten bisher nicht widerspiegelt. Diese Unsicherheit sorgt für einen Bewertungsabschlag und eine Kaufzurückhaltung an den Börsen, die in Europa wesentlich ausgeprägter ist als in den USA. In Deutschland kommt die hohe Exportlastigkeit vieler Unternehmen dazu, die den DAX-Index zusätzlich zurückhält.

**Trumps Drohkulisse: Strafzölle auf alle Einfuhren aus China.** Donald Trump hat für Strafzölle auf weitere 200 Mrd. Dollar Importvolumen aus China bereits Meinungen aus der Wirtschaft eingeholt und könnte diese jetzt jederzeit in Kraft setzen. Und auf weitere USD 267 Mrd. hat er Strafzölle angedroht, falls China mit Gegenmaßnahmen zurückschlagen sollte – was die Chinesen bereits angekündigt haben. Die Spirale wird sich also erst weiterdrehen, bevor es zu ernsthaften Gesprächen kommt. Trump will mit Druck die Chinesen noch vor den wichtigen Kongress-Zwischenwahlen in den USA am 6. November an den Verhandlungstisch zwingen.

**Ruhe an den Zinsmärkten:** Dies gilt zumindest an den Hauptmärkten in den großen Währungsräumen. Selbst in Italien hat sich die Lage nach den heftigen Diskussionen um das

Budgetdefizit der neuen Regierungskoalition wieder beruhigt. Die Renditen für zehnjährige Staatsanleihen sind nach einer zwischenzeitlichen Renditespitze von 3,24% wieder unter 3% gefallen, zuletzt sogar auf ein Tief unter 2,8%. US Treasuries rentieren seit Wochen wenig verändert um die 2,9% und deutsche Bundesanleihen zwischen 0,35% und 0,45% (jeweils zehnjährige Papiere). Die Spreads, also die Renditedifferenzen, zwischen den als sicher geltenden Bundesanleihen und italienischen Papieren sind wieder spürbar enger geworden.

Anders sieht es bei einigen Schwellenländeranleihen aus. Extrembeispiele sind die Türkei und Argentinien. In beiden Ländern sorgt eine rasant steigende Geldentwertung in Verbindung mit einer hohen Auslandsverschuldung und Leistungsbilanzdefiziten für einen massiven Abwertungsdruck der Landeswährungen gegenüber dem US-Dollar. Beide Notenbanken versuchen mit Zinserhöhungen dagegenguzuhalten, in Argentinien mit bizarren Sprüngen wie zuletzt im September von 40% auf 60%.

**In Europa und den USA bleibt die Inflation verhalten:** In den größten Wirtschaftsräumen besteht von Seiten der Inflation eigentlich kein direkter Handlungsdruck für die Notenbanken. Aber die Geldhüter wollen allmählich zu einer normalisierten Geldpolitik zurückkehren, die Federal Reserve in den USA eher und schneller als die Europäische Zentralbank (EZB).

Der Rückgang des jährlichen Preisanstiegs in den USA auf 2,2% in der Kernrate im August (von 2,4% im Juli) wird die US-Notenbank nicht von ihrem Zinspfad abbringen, verschafft ihr aber wenn nötig Spielraum, um weitere Anhebungen zurückzustellen, falls sich die Stimmung in der US-Wirtschaft zum Beispiel wegen des Handelskonflikts eintrüben sollte.

Mit großer Wahrscheinlichkeit wird sie aber den Leitzins Ende September das dritte Mal in diesem Jahr um 0,25% auf etwas über 2% anheben. Eine Fed Funds Rate über 2% gab es in Amerika zuletzt im März 2008, ein halbes Jahr vor dem Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers. Der Zinszyklus war damals allerdings absteigend, im August 2007 lag der Leitzins noch bei 5,25%.

Die EZB, auf der Zeitschiene Richtung „normalisierte Geldpolitik“ weit hinter der US-Notenbank zurück, hat in ihrem Meeting vor wenigen Tagen erneut klar gemacht, dass es bis über den Sommer 2019 bei Null-Zinsen bleiben wird. Die Inflationsrate in der Eurozone lag bei moderat steigender Tendenz zuletzt im August bei 2,1% inklusive Energiekosten und bei mäßigen 1,1% in der Kernrate.

### **Unternehmensgewinne steigen in Amerika kräftig, aber in Europa nur moderat:**

Plus 23,1% für 2018, davon etwa zwei Drittel dieses aufgrund der Steuersenkung, und dann nochmal plus 10,3% im kommenden Jahr obendrauf. So lauten die derzeitigen Gewinnprognosen für die US-Unternehmen aus dem S&P500-Benchmarkindex. Dagegen verblasen die Prognosen in Europa etwas, hier werden für die 600 größten Börsengesellschaften (Stoxx600-Index) für 2018 und 2019 Gewinnsteigerungen von 7,9% bzw. 9,0% erwartet. Eigentlich nicht schlecht, aber nicht genug um große US-Investoren von europäischen Aktien zu begeistern. Für die 30 DAX-Unternehmen wird nach einer Stagnation im laufenden Jahr für 2019 ein Ertragswachstum von 11,3% erwartet.

Für den mittelfristigen Kursverlauf an der Börse ebenso wichtig wie die Gewinnerwartungen ist die Trendrichtung, in der Gewinnanpassungen erfolgen. Sind die sogenannten Gewinnrevisionen positiv, was bedeutet, dass mehr Marktbeobachter und Analysten die Zukunft besser einschätzen als bisher, sinkt die Bewertung der entsprechenden Aktien (oder Aktienindizes als Summe aus vielen Unternehmen eines Landes oder einer Branche) und die Kurse haben mehr Potenzial zu steigen. Umgekehrt lösen Abwärtsrevisionen der Gewinnprognosen im Normalfall Kursverluste aus, denn diese Aktien sind teurer geworden.

In den USA sind die Gewinnrevisionen, gestützt von der starken Konjunktur, bereits seit längerem positiv. In Europa dagegen wurden die Prognosen zuletzt wieder leicht zurückgestutzt, die Gewinnrevisionen sind also moderat negativ. Der Gegenwind für die Unternehmen kommt dabei in erster Linie von steigenden Rohstoff- und Materialkosten und der Wäh-

rung. Letzteres dürfte sich im restlichen Jahresverlauf aufgrund von Basiseffekten entspannen.

Die Konjunktur in der Eurozone ist mit einem Wachstum von etwa zwei Prozent solide, aber die Stimmung aufgrund des Handelskonflikts gedrückt. Einige Indikatoren, wie der Ifo-Index oder die Umfrage des ZEW-Instituts und die Stimmungsabfrage bei den Einkaufsmanagern haben sich nach der vorläufigen Aussetzung von Strafzöllen im Handel zwischen den USA und Europa verbessert und stabilisiert. Die vorsichtige Trendwende kann sich aber schnell als trügerisch erweisen, solange es keine konkrete Einigung gibt. Jederzeit könnte es Donald Trump einfallen doch Zölle auf europäische Importprodukte wie Autos einzuführen, um Druck auszuüben weil ihm die Verhandlungen zu lange dauern.

### **Was kann die Märkte wieder in die Spur nach oben bringen?**

Von der Geldpolitik der Zentralbanken ist keine zusätzliche Hilfe zu erwarten. Solange die US-Wirtschaft mit über 4% Jahresrate wächst, die Beschäftigung weiter steigt und die Löhne mit knapp unter 3% zulegen wird die US-Notenbank die Zügel weiter Schritt für Schritt anziehen. In Europa nimmt die EZB den Fuß noch langsamer vom Gaspedal. Bei einem nur halb so starken Wirtschaftswachstum wie in den Vereinigten Staaten und den von Italien ausgehenden Unsicherheiten agiert sie vorsichtiger als die Fed in den USA. Die monetäre Politik bleibt damit zwar immer noch stützend, aber eine Rückkehr zu einer weltweit ultralockeren Geldpolitik erscheint im augenblicklichen Konjunkturumfeld ausgeschlossen.

Bleiben die Unternehmensgewinne und eine Beseitigung des Hauptbremsfaktors, der Gefahr eskalierender Handelsstreitigkeiten. Etwas weiterhelfen würde auch eine Erholung der Schwellenländer. Die Unternehmensgewinne, vorneweg der fulminante Anstieg in den USA aufgrund der Steuerreform und des binnenwirtschaftlichen Kaufkraftimpulses, haben ihren Beitrag bereits geleistet und die US-Indizes auf Rekordstände gehievt. In Europa bedürfte es eines stärkeren Wachstums oder einer nachhaltigen Euro-Schwäche, um einen Gewinnimpuls auszulösen.

Eine Lösung des Handelskonflikts würde zügig für eine markante Stimmungsverbesserung in der Wirtschaft und an den Börsen sorgen. Leider dürfte es hier, außer vielleicht zwischen den USA und Kanada, also den NAFTA-Raum betreffend, keine kurzfristige Auflösung geben. Allein schon die formellen Hürden in Europa, wie Zustimmung der EU-Kommission, des EU-Parlaments und aller Länder zu neuen Zollvereinbarungen, werden keine detaillierte Lösung vor Jahresende ermöglichen. Da stehen die Chancen eher noch mit China besser. Die dortige Administration könnte sich sofort ohne große Umstände auf einen Deal mit den Amerikanern einlassen, wenn sie denn wollte. Signale dafür sind aber kurzfristig nicht erkennbar, derzeit stehen die Zeichen auf Eskalation.

**Ohne Klärung im Handelsstreit bestenfalls seitwärts:** Resümierend ist für die Börsen vorläufig eine Seitwärtstendenz am wahrscheinlichsten. Aktien sind nicht teuer, die Gewinnbewertungen sind seit dem Januar-Top deutlich zurückgekommen (KGV 2019 16,5 in den USA, 13,2 in Europa und nur 11,4 für den DAX), aber sie enthalten einen Risikoabschlag für den Handelskonflikt. Der drückt europäische und vorneweg deutsche Aktien sehr viel stärker als amerikanische, und wird erst komplett wieder ausgepreist, wenn der Handelsstreit an entscheidenden Stellen, d.h. zwischen den USA und China, den USA und Europa und im NAFTA-Raum, beigelegt ist. Zeithorizont hierfür wäre frühestens der Dezember, wahrscheinlicher aber das erste Quartal 2019.

**Zehn Jahre nach dem Lehman-Bankrott:** Aktien haben Anleihen und Rohstoffe klar abgehängt, und die weltweite Verschuldung ist heute höher als je zuvor. Am 15. September jährt sich zum zehnten Mal der Kollaps der US-Investmentbank Lehman Brothers, der als Brandbeschleuniger der globalen Finanzkrise und in der folgenden Rezession wirkte. Obwohl die Krise in den USA ihren Ursprung nahm, sind amerikanische Aktien heute, ein Jahrzehnt später, die Hauptgewinner im Vergleich der Asset-Klassen.

In der Wertentwicklung der letzten zehn Jahre („Total Return“, d.h. bei Aktien unter Einchluss der Dividenden, in lokaler Währung)

ragt der Index der Nasdaq mit seinen schwer gewichteten US-Technologiekonzernen heraus. Er hat sich seit Lehman in etwa vervierfacht. Damit schlägt er klar den US-Standardwerteindex S&P500, der sich aber immerhin noch verdreifacht hat. Die hohe Innovationskraft von Tech-Giganten wie Apple, Google, Microsoft oder Nvidia und Newcomern wie Netflix sind letztendlich ausschlaggebend hierfür.

Europäische Aktien aus dem Benchmark-Index Stoxx600 haben sich im Durchschnitt ungefähr verdoppelt, gleiches gilt für den DAX der nahezu identisch verlief. Wer aber in europäische Bankaktien investierte, verlor im gleichen Zeitraum 20% seines Geldes, ein starkes Indiz dafür, wie massiv Europas Kreditinstitute an Wettbewerbsfähigkeit gegenüber ihren US-Pendants verloren haben, und dass ihre Erträge heute weiter unter der Nullzinspolitik der EZB leiden. Leicht getoppt wurden europäische Aktien vom japanischen Nikkei, der um etwa 130% zugelegt hat.

Überraschend haben sich japanische Aktien damit doppelt so gut entwickelt wie chinesische (Shanghai Composite Index, gut 60% Plus). China, die schlechte Entwicklung in Brasilien und schwache Währungen sind auch weitgehend dafür verantwortlich, dass die Schwellenländerbörsen trotz einer starken Performance von Indien nur um etwa 70% vorankamen (MSCI Emerging Market Index, in USD) und damit signifikant hinter den Hauptmärkten zurückgeblieben sind. Das Resultat ist umso enttäuschender, als die meisten Volkswirtschaften sich zu Beginn der Krise als widerstandsfähiger erwiesen als die Industrieländer. Die tiefgreifenden Probleme vieler Schwellenländer sind erst später mit steigender Verschuldung und akutem Währungsverfall aufgetreten.

Verluste führen auch Anleger in Rohstoffen ein, der entsprechende Index CRB hat sich trotz eines Höhenflugs im Jahr 2011 leicht vermindert gegenüber dem Stand vor zehn Jahren. Vor allem Industriemetalle sind in Dollar im Mittel um 30% billiger geworden. Und auch der Ölpreis liegt um rund ein Drittel unter seinem Stand vom Herbst 2008. Gold-Fans können sich immerhin über circa 50% Kursauf-

schlag freuen, womit das Edelmetall aber genauso wie Silber weit hinter Aktien zurückbleibt.

Besser sieht es bei festverzinslichen Papieren aus, wenngleich die schon seit zwei Jahren praktisch keinerlei Rendite mehr abwerfen. Nach Lehman profitierten sie aber von der ultralockeren Geldpolitik. So haben sich Investments in Industrieanleihen verdoppelt (Zinsen und Kursgewinne). Auch den Staatsanleihen wurde von den Zentralbanken auf die Sprünge geholfen, so dass Anlagen in Bundesanleihen immerhin noch etwa 50% Zuwachs verbuchten, allerdings nahezu ausschließlich bis Mitte 2016. US-Treasuries brachten etwa 30%, und spanische Regierungsanleihen trotz zwischenzeitlicher Krise sogar das Doppelte. Den EZB-Anleiheaufkäufen sei Dank.

Eine andere markante Entwicklung seit Lehman und eine schwere Hypothek für die Zukunft, ist die drastische Zunahme der Verschuldung. Global wird sie heute auf 247 Billionen USD geschätzt, Regierungen, Haushalte und Unternehmen zusammengenommen. Das sind etwa zwei Fünftel mehr als vor der Lehman-Krise und mehr als das Dreifache der heutigen globalen Wirtschaftsleistung eines Jahres.

Auffällig ist, dass vor allem die Schwellenländer sich relativ zu ihrer Wirtschaftsleistung kräftig mehrverschuldet haben, während die bereits früher höher verschuldeten Industrieländer die Schuldenquote geringfügig reduzieren konnten. Viele Länder standen wie Griechenland vor der Zahlungsunfähigkeit und haben zwangsläufig ihre Ausgaben beschnitten. Die Niedrigzinspolitik der Zentralbanken und ihre Anleihekäufe taten ein Übriges, um den Zinsdruck zu reduzieren. Gerade in Europa konnten so viele Staaten ihre Haushaltsdefizite in Relation zur Wirtschaftsleistung reduzieren, was auch in Italien gelang. In den Schwellenländern dagegen rächt sich jetzt die Attitüde zur schuldenfinanzierten Wirtschaftsankurbelung, die Währungen stehen unter Druck und das Wachstum geht zurück.

Das schwarze Schaf unter den hochentwickelten Volkswirtschaften sind heute ausgerechnet die USA, die mit einer gigantischen fiskalischen

Stimulierung zwar eine lange nicht mehr gesehene Wirtschaftsdynamik kreieren, deren Haushalt nach den gängigen Prognosen ab dem kommenden Jahr aber ein Defizit von mindestens 5% der Wirtschaftsleistung erreichen wird. Nach diesem Szenario wird die Schuldenquote der USA – und nur die des Staates – in wenigen Jahren auf über 130% ansteigen. Eine Herkulesaufgabe für jeden Präsidenten, der auf Donald Trump nachfolgt.

*FIDUKA, 14. September 2018*