

Börsenmonitor August 2019



- **Beflügelt von Zinssenkungserwartungen steigen die US-Börsen im Juli weiter auf neue Hochs. Gute Zwischenberichte haben zusätzlich hochkapitalisierte Einzelwerte wie Microsoft, Apple und Alphabet hochgeschoben. In Europa dagegen schrumpfen die Unternehmensgewinne bereits das zweite Quartal in Folge. Das Wort von der Gewinnrezession macht die Runde.**
- **Die schwache Konjunktur in Europa und rückläufige Exporte haben eine ganze Reihe deutscher Unternehmen zu Gewinnwarnungen veranlasst. Da auch die Inflationserwartungen deutlich zurückgegangen sind, hält Notenbank-Präsident Draghi kräftigere Stimulierungsmaßnahmen für notwendig.**
- **Eine lockere Geldpolitik alleine wird die Börsen nicht mehr lange antreiben können. Die Marktbewertungen sind gestiegen und gleichzeitig haben die Konjunktur- und Gewinnrisiken zugenommen. Handelsgespräche finden zwar wieder statt, aber eine kurzfristige Lösung ist wenig wahrscheinlich.**

Wie weit trägt allein eine lockere Geldpolitik die Aktienmärkte noch? In den USA hat die Aussicht auf eine Leitzinswende die Hauptindizes Dow Jones, S&P500 und Nasdaq Composite auf neue Rekordstände gehievt. Im Juli stiegen Dow Jones und S&P500 noch einmal um ein Prozent. Geholfen hat auch die überwiegend positive Quartals-Berichterstattung in den USA, die vorneweg den drei Schwergewichten Microsoft, Alphabet (Google) und Apple stattliche Kursanstiege beschert hat. Nur der Transportwertindex Dow Jones Transportation und der Nebenwertindex Russell2000 ziehen nicht so richtig mit. Besondere Vorsicht herrscht gegenüber den zyklischen Transportwerten, unter denen einige in ihren jüngsten Berichten eine Nachfrageverlangsamung erwähnten.

Traditionell gilt es als Warnzeichen, wenn der Börsenindex der Transportwerte, der neben den Airlines und Eisenbahnaktien auch die großen internationalen Logistikgruppen FedEx und UPS (United Parcel Service) umfasst, sich von den übergeordneten Leitindizes nach unten absetzt. Das noch gute Konjunkturbild in den Vereinigten Staaten könnte sich als trügerisch erweisen, denn die protektionistische

Handelspolitik hinterlässt nicht nur in China und Europa, sondern zunehmend auch in Amerika ihre Spuren. Erste Risse treten im Industriegesektor auf, während der Geschäftsgang in den konsumnahen Bereichen, bei den Banken und vor allem im Internet- und Technologiesektor noch solide ist. Insgesamt hat das US-Bruttoinlandsprodukt im zweiten Quartal dank eines um 4,3% höheren privaten Konsums um 2,1% zugelegt. Das ist zwar eine Abschwächung gegenüber den plus 3,1% aus dem ersten Quartal, aber immer noch grundsolide.

In Europa und Deutschland tun sich die Börsen angesichts der Konjunkturabschwächung und wachsender Sorgen um die Ertragskraft der Unternehmen sehr viel schwerer. DAX und Stoxx600-Index notieren trotz des Kursaufschwungs in diesem Jahr noch um 10,3% bzw. 4,4% unter ihren Höchstständen aus dem Januar 2018. Zurückhaltung von Investorensseite besteht generell gegenüber zyklischen Werten und den heimischen Banken, während weniger konjunkturabhängige Branchen wie Nahrungsmittel, Pharma und Versorger favorisiert sind.

Fundamentale Untermauerung für die Börsen schwindet: Die Lockerung der Geldpolitik in den Vereinigten Staaten und der Eurozone geben den Börsen Aufwind, eine Untermauerung durch fundamentale Faktoren ist aber zunehmend abhanden gekommen. Die Bewertung der europäischen Märkte ist wegen abnehmender Gewinnprognosen und gleichzeitig zweistelliger Kursgewinne markant gestiegen und hat sich den teureren US-Börsen etwas angenähert.

Der deutsche DAX-Index ist nach einer ganzen Reihe gesenkter Gewinnerwartungen, u.a. von Daimler, BMW, BASF, Continental und Luftansa, jetzt auch nicht mehr besonders preiswert, sondern mit einem Kurs/Gewinnverhältnis (KGV) 2019 von 14 bis 15 ähnlich bewertet wie der gesamteuropäische Stoxx600-Index. Der Gewinnmultiplikator für den amerikanischen Benchmarkindex S&P500 steht für 2019 schon länger über 18 und bei knapp unter 17 auf Basis der Erwartungen für 2020.

Die prognostizierten Gewinnanstiege im nächsten Jahr von plus 13% für die 30 DAX-Unternehmen und fast 10% für die 600 größten Aktiengesellschaften in Europa erscheinen

angesichts der anhaltenden Konjunkturflaute immer unrealistischer.

Die Börsen leben von einer KGV-Expansion, aber nicht von Gewinnimpulsen:

Praktisch der komplette Börsenaufschwung dieses Jahres beruht auf einer Höherbewertung der Märkte als Folge einer geldpolitischen Kehrtwende der Notenbanken hin zu Zinssenkungen und monetärer Lockerung. Denn trotz schrumpfender Gewinnvorausschätzungen für die Unternehmen sind die Aktienkurse in Europa und den USA in diesem Jahr kräftig vorangekommen. DAX und Dow Jones sogar im Gleichschritt mit jeweils etwas über 15% (Dow Jones ohne Dividenden). Allerdings waren europäische und besonders deutsche Aktien im vierten Quartal 2018 tiefer abgestürzt als US-Werte.

In Europa ist die beobachtete KGV-Ausweitung ausgeprägter als in den USA, obwohl hierzulande keine neuen Indexrekorde erreicht wurden. Denn die Gewinnerwartungen werden aufgrund der schlechteren Wirtschaftslage viel schneller zurückgenommen als in den USA, wo die meisten Unternehmen ihre Ertragsprognosen für 2019 bestätigt haben. Ohne eine Umkehr bei den Gewinnrevisionen ist eine Fortsetzung der Börsenrally allenfalls noch kurzfristig denkbar. Da Börsen zu Übertreibungen neigen und auf den Zinsmärkten weiter echte Anlagealternativen fehlen, könnte die zusätzliche Notenbankliquidität die Kurse (oder/und Immobilienpreise) noch etwas befeuern. Fundamental wäre das aber nicht abgesichert. Vielmehr täte den Börsen eine Verschnaufpause gut, bevor nach einem Impuls für die Weltwirtschaft, den die Notenbanken ja herbeiführen wollen, Unternehmensgewinne und Börsenverlauf wieder in Einklang kommen.

Gewinnrezession, ja oder nein? Für die USA gilt nein, in Europa aber gilt ein uneingeschränktes ja. Die Frage ist entscheidend für den weiteren Marktverlauf. Fallen die Vorausschätzungen für die Gewinne der Unternehmen weiter, oder können sie sich stabilisieren? Eine Gewinnrezession bezeichnet fallende Unternehmensgewinne bzw. Gewinne je Aktie, zum Beispiel aufgrund eines Wirtschaftsabschwungs oder einer volkswirtschaftlichen Rezession. Oder aufgrund steigender Kosten (Löhne, Rohstoffe), die wegen schwacher

Nachfrage oder eines scharfen Wettbewerbs nicht an die Endabnehmer weitergereicht werden können und die Ertragsmargen der Unternehmen unter Druck setzen.

In Europa sind unter Einbezug aller bisher vorliegenden Zwischenberichte der Unternehmen (Stoxx600-Index) die Gewinne im zweiten Quartal gegenüber der Vorjahresperiode um 0,5% geschrumpft nachdem sie bereits im ersten Quartal um 2,0% nachgegeben haben. Per Anfang Mai lag die Konsens-Einschätzung noch bei plus 3,5% für das zweite Quartal.

In Deutschland ist die Gewinnrezession bereits in vollem Gang. Die Warnungen der Schlüsselbranchen Maschinenbau, Automobil- und Chemieindustrie schlagen sich bei den großen Industrieunternehmen aus dem DAX schon massiv in den Gewinnen nieder. BASF, BMW, Continental, Covestro, Daimler, Lufthansa und Siemens verzeichneten allesamt im zweiten Kalenderquartal drastische Gewinneinbußen.

Besser ist die Ertragslage in den USA. Hier haben bisher über drei Viertel aller Unternehmen die Gewinnprojektionen übertroffen. Zwar waren diese bereits im Vorfeld der Quartalsberichterstattung gestutzt worden, aber die tatsächlich erzielten Ergebnisse liegen immer noch über Vorjahr. Und die Gesamtjahresprognosen wurden im Großen und Ganzen unverändert bestätigt, vereinzelt sogar leicht angehoben. Im Industriesektor sind die von den Unternehmensleitungen geäußerten Aussichten für das zweite Halbjahr angesichts der handels- und geopolitischen Unsicherheiten zwar vorsichtiger geworden, aber trotzdem nicht so negativ ausgefallen wie von vielen Beobachtern befürchtet.

US Federal Reserve senkt den Leitzins:

Heute hat die US-Notenbank die von den Märkten eingepreiste Zinssenkung um 0,25% auf die neue Zielspanne von 2,00% bis 2,25% vollzogen. Es ist die erste Leitzinssenkung seit zehn Jahren, vorangegangen waren neun Zinsanhebungen zwischen Dezember 2015 und Dezember 2018. Davor gab es nach der Lehman-Pleite von Januar 2009 bis Dezember 2015 Zinsen von null Prozent, so wie wir sie in Europa heute immer noch haben.

Außerdem wird die amerikanische Zentralbank ab August, zwei Monate früher als ursprünglich geplant, die Bilanzverkürzung über die Abgabe von Anleihen beenden. Im Mai wurde der monatliche Bilanzabbau der Anleihenbestände von 30 Mrd. USD auf 15 Mrd. halbiert.

Ob es sich bei der Zinssenkung um eine präventive Vorsichtsmaßnahme, oder den Auftakt zu einem Zinssenkungszyklus handelt, wird letztendlich von der weiteren Konjunkturerwicklung in den USA abhängig sein. Bekanntlich hat die Fed, anders als die Europäische Zentralbank (EZB), ein duales Mandat, d.h. sie soll die Inflation in Schach halten und gleichzeitig für eine möglichst hohe Beschäftigung, also eine florierende Wirtschaft, sorgen. Wenn die US-Wirtschaft sich weiter abflaut, wird die Fed zügig Gas geben und rasch weitere Zinssenkungsschritte folgen lassen.

Können die Notenbanken den Abschwung aufhalten?

Immerhin hat die amerikanische Notenbank noch Spielraum für eine expansive Zinspolitik, den sie sich durch die Anhebungen zuvor selbst verschafft hat. Auch könnte sie als weitere Maßnahme ihr Anleihenkaufprogramm (Quantitative Lockerung) in beliebiger Höhe wieder aufnehmen. Sie hat also noch genug Munition. Dagegen hat die EZB ihre Möglichkeiten weitgehend ausgeschöpft, der Leitzins steht bei Null und eine Absenkung des Einlagenzinssatzes noch tiefer in den negativen Bereich würde nur die Banken belasten. Bleiben ihr also nur quantitative Maßnahmen um die Wirtschaft der Eurozone zu stimulieren, welche sie voraussichtlich auch in Kürze ankündigen wird.

Die lockere Notenbankpolitik ist zwar maßgeblich unterstützend für die Wirtschaft, ob es ihr aber gelingt den Wirtschaftsabschwung zum Stehen zu bringen und wieder in die Aufwärtsspur zu lenken, kann bezweifelt werden. Dazu müssten die handelspolitischen Friktionen und verhängten Strafzölle beendet werden, die nicht nur die Stimmung in der Wirtschaft belasten, sondern mittlerweile massiv Exporte behindern und Investitionen hemmen. Und schließlich haben die Notenbanker in Europa nur mehr eingeschränkte Mittel aus der Schublade „unkonventionelle Geldpolitik“ zur Verfügung.

Ohne eine Kehrtwende in der Konjunktur drohen die Unternehmensgewinne weiter abzustürzen. Die Industrie in Deutschland, repräsentiert durch die darbedenden Branchen Automobile, Maschinenbau und Chemie, befindet sich bereits in einer Rezession. Folglich könnten sich die ohnehin schon zahlreichen Gewinnwarnungen in den nächsten Monaten fortsetzen.

Zwar scheinen die Börsen ein nahezu unbegrenztes Vertrauen in die Wirkungskraft der Notenbanken zu haben, ohne Lösung in den Handelskonflikten sollte der Höhenflug der Aktien dennoch fürs erste unterbrochen werden. Die Schwankungen dürften, wie nach dem Fed Zinsbeschluss erlebt, wieder zunehmen. Immerhin können sich Anleger, sofern es nicht zu einer nachhaltigen Börsenschwäche kommt, auch bei einer längeren Seitwärtstendenz über einen Kursgewinn von etwa 15% in diesem Jahr freuen.

FIDUKA, 31.7.2019