

Börsenmonitor Februar 2019



- **Getragen von wachsender Zuversicht über die Handelsgespräche zwischen den USA und China setzt sich an den US-Börsen die Erholungsbewegung fort. Der Dow Jones liegt nur noch 4% von seinem Allzeithoch im Oktober entfernt und 19% über dem Weihnachtstief. In Europa herrscht mehr Skepsis, nach einem Abverkauf Anfang Februar haben sich die Märkte aber stabilisiert. Generell bleiben die Börsen volatil.**
- **Nach einer durchwachsenen Berichtssaison mit oft wenig inspirierenden Ausblicken werden die Gewinnprognosen sukzessive zurückgenommen. Bei gleichzeitig höheren Kursen hat sich die Ende Dezember noch so günstige Marktbewertung wieder relativiert.**
- **Die Übertreibung nach unten wurde korrigiert, für weitere Kursavancen bedarf es jetzt besserer Wirtschaftsdaten. Für positive Signale von den Konjunkturindikatoren, die meist auf Stimmungsumfragen beruhen, fehlen konkrete Lösungen im Handelskonflikt und zum Brexit.**

Vielversprechender Jahresstart, aber die Aufwärtsbewegung ist wackelig: Anfang Februar sah es nach einer neuen Korrekturwelle an den Börsen aus. Besonders in Europa kamen Aktien wieder unter Druck. Die Erholung seit Weihnachten verlief schnell und steil, und so genügte eine einzige Aussage aus dem Weißen Haus, um die Märkte wieder auf Talfahrt zu schicken. Nämlich, dass es vor Ablauf des Ultimatums zu neuen Import-Strafzöllen kein Treffen zwischen Donald Trump und dem chinesischen Präsidenten Xi geben wird. Im DAX war diese Nachricht für einen Kursrutsch von 500 Punkten oder 4,5% innerhalb von drei Tagen gut.

Mittlerweile haben sich die Börsen, ausgehend von Amerika, wieder gefangen. In den Vereinigten Staaten hat die Zuversicht über eine Lösung des Handelskonflikts mit China nach den jüngsten Gesprächen wieder zugenommen. Man traf sich in China und wird diese Woche in Washington weiterverhandeln. Präsident Trump scheint auch bereit zu sein, das am 1. März ablaufende Ultimatum um 60 Tage zu verlängern.

Konkrete Lösungen liegen allerdings noch nicht auf dem Tisch. Vor allem die von den USA über die simplen Einfuhrzölle hinausgehenden Forderungen, wie der Schutz geistigen Eigentums für ausländische Firmen in China, oder ein Abbau von Subventionen für Staatsbetriebe, wird für die chinesische Führung nur schwer zu akzeptieren sein.

Die etwas zuversichtlichere Stimmung hat dem Dow Jones seit Jahresbeginn einen Wertzuwachs von 11% (in Dollar) und dem DAX mit plus 7% sogar den besten Jahresauftakt seit 2012 beschert. Stark unterstützend wirkt auch die geldpolitische Kehrtwende der US-Notenbank. Denn laut Fed-Chef Powell wird man vorerst nicht mehr weiter an der Zins-schraube drehen, zumindest nicht automatisch, sondern je nach Stärke der Wirtschaft, des Arbeitsmarkts und der Inflationsdaten. Einige Ökonomen halten sogar einen Zinsschritt nach unten in diesem Jahr für möglich.

Sehr viel Negatives wurde Ende 2018 an den Börsen diskontiert: Dazu zählten neben den bekannten Handelsfraktionen und dem Brexit-Chaos auch wachsende Anzeichen einer globalen Wirtschaftsabkühlung, und schließlich eine in den Augen vieler Marktteilnehmer zu restriktive US-Notenbank Fed, die bei nachlassender Wirtschaftsdynamik und trotz rückläufiger Inflationsraten im Dezember zum neunten Mal die Zinsen anhob.

Der DAX hatte mit seiner heftigen Einbuße von gut 18% im Jahr 2018, davon über zwei Drittel allein im vierten Quartal, nicht nur diese Negativfaktoren zu verarbeiten, sondern erstmals seit fünf Jahren auch rückläufige Unternehmensgewinne. Damit steht er ziemlich allein da. Dass aus dem anfänglich kalkulierten Gewinnplus inzwischen ein erwartetes Minus von 6% für die 30 DAX-Unternehmen geworden ist - bei weitem noch nicht alle haben ihren Jahresabschluss 2018 vorgelegt - ist zu einem großen Teil dem Ertragsschwund in der Autoindustrie geschuldet. Aber auch andere große DAX-Konzerne wie BASF (Rhein-Niedrigwasser), Bayer (Monsanto-Übernahme), die Deutsche Bank (schwaches Investment-Banking), Deutsche Post (Kostenexplosion im Briefgeschäft), Fresenius (Kostendruck im Klinikbereich) mussten ihre Jahresziele, oft wegen hausgemachter Probleme, eindampfen.

Mit minus 6% hielt sich der amerikanische S&P500-Index deshalb 2018 deutlich besser, gab aber trotz einer brummenden Wirtschaft und, dank Steuerreform, um fast 24% steigender Unternehmensgewinne Terrain ab. Die Erklärung findet sich im Vorjahr, denn da legte der US-Index um 21,9% zu (in Dollar, dem DAX vergleichbar inklusive Dividenden). Er hatte damals also bereits ziemlich genau den Gewinnrendes des Folgejahres vorweggenommen. Das Antizipationsmuster der Börsen in Anlehnung an den Gewinnrendes der Unternehmen funktioniert also, nur kam es im Dezember wie so oft zu einer panikartigen Übertreibung nach unten. Als Trendverstärker wirken dabei neben dem auf Algorithmen basierenden Kurzeithandel auch der immer weiter zunehmende Einsatz von ETF (börsengehandelten Indexfonds), die ohne Rücksicht auf die Qualität einzelner Aktien zum Verkauf ganzer Indexpakete führen.

Marktbewertung jetzt auf dem Stand vom Frühjahr 2016: Mit der jüngsten Aufwärtsbewegung ist die Gewinnbewertung der Börsen wieder angestiegen. Denn gleichzeitig sind die Gewinnerwartungen im Rahmen der Berichtssaison und der von den Unternehmen ausgegebenen Perspektiven sukzessive gesenkt worden. Damit liegt das Kurs/Gewinnverhältnis (KGV) 2019 für den DAX nun bei 12,3. Nach dem Absturz zu Weihnachten war es kurzzeitig auf 10,6 gefallen, ein „Angstniveau“, das wir zuletzt 2012/13 zu Zeiten der europäischen Staatsanleihen- und Bankenkrise registriert hatten. Spanische zehnjährige Anleihen rentierten damals im Juli 2012 mit 7,5% und italienische mit 6,4% (heute 1,2% bzw. 2,8%).

Diese Übertreibung nach unten bei europäischen Aktien im Dezember wurde jetzt korrigiert. Für die deutschen Standardwerte liegt der Gewinnmultiplikator mit 12,3 jetzt auf einem ähnlichen Niveau wie im Frühjahr 2016, für europäische Aktien (Stoxx600-Index) mit einem KGV von 13,3 sogar noch deutlich tiefer als zum damaligen Zeitpunkt. Wahrscheinlich sind die Prognosen für die DAX-Unternehmensgewinne mit plus 10% für dieses Jahr immer noch zu hoch, denn die Ergebnisse der Autobranche werden weiter unter Druck stehen und sich eher nicht deutlich verbessern. Aber

selbst bei einem nur halb so dynamischen Gewinnanstieg von 5% läge das DAX-KGV mit 13 in etwa im historischen Durchschnitt. US-Werte liegen mit einem Multiplikator von 16,4 für den S&P500-Index ebenfalls auf ihrem langjährigen Durchschnittslevel, im Tief zu Weihnachten waren sie kurzfristig nur mit dem rund 15-fachen Gewinn bewertet.

Wiederholt sich 2016? Ein ähnliches Szenario wie 2016 ist in diesem Jahr durchaus denkbar. Damals hatten die Börsen zwischen dem Frühjahr 2015 und Februar 2016 ebenfalls schmerzhaft korrigiert. Es gab gleichfalls Konjunkturbefürchtungen, speziell um China, einen deshalb dramatisch bis auf 26 Dollar pro Barrel abgestürzten Ölpreis, und ausgehend von sehr optimistischen Gewinnprognosen im Frühjahr 2015 immer weiter abgespeckte Gewinnerwartungen. Zehnjährige US-Staatsanleihen rentierten mit 1,6% (heute 2,6%) deutlich niedriger und der Euro stand zum Dollar wie aktuell bei 1,13. Es gab zwar eine leichte Konjunkturdelle, anschließend aber beschleunigte sich die Weltwirtschaft wieder, so dass selbst das Brexit-Votum der Briten im Juni relativ gut verkräftet wurde. Und nach Donald Trumps Wahl zum US-Präsidenten im November 2016 nahmen die Aktien noch einmal richtig Fahrt auf.

Einen Überraschungspräsidenten, der Steuergeschenke verteilt, werden wir zwar diesmal nicht erleben, aber die Konjunktorentwicklung könnte ähnlich verlaufen wie 2016. Die gute Arbeitsmarktentwicklung und steigende Löhne in den Vereinigten Staaten und Europa stützen die Konsumnachfrage und den Dienstleistungssektor. Für eine Stimmungsumkehr im Verarbeitenden Gewerbe und wieder mehr Investitionsbereitschaft wäre ein Einlenken bei den Handelskonflikten und die Vermeidung eines harten Brexit Voraussetzung. Beides ist nicht ausgeschlossen. Nach einer vorübergehenden Delle würde die Weltwirtschaft wieder an Dynamik zulegen. In China haben Stimulierungsmaßnahmen bereits eine leichte Konjunkturaufhellung bewirkt.

Abkehr der Notenbanken vom restriktiveren „Normalisierungskurs“: Die Fed in den USA war auf dem Weg zurück zu einer Zinsnormalisierung schon weit fortgeschritten, während bei der Europäischen Zentralbank (EZB)

dieses Ziel nur in allerersten Ansätzen erkennbar ist (seit Jahresbeginn Stopp der Anleiheaufkäufe). Auf ihrer letzten Sitzung im Januar machte die Fed aber klar, dass sie vorerst keine weitere Zinsanhebung plant. Beim aktuellen Leitzins von 2,38% hat sie sich sogar einen kleinen Spielraum für Zinssenkungen geschaffen, falls wirklich die Gefahr eines Abgleitens der Wirtschaft in eine Rezession drohen sollte. Da sich die Inflation sowohl in USA als auch in der Eurozone auf dem Rückzug befindet, bestünde zumindest der Freiraum für eine monetäre Stimulierung, die in den USA ja zum Standardrepertoire einer Zentralbank zählt.

Von einer solch vergleichsweise komfortablen Lage in der Zinspolitik ist die EZB bei einem Leitzins von Null weit entfernt. Sie bereitet wohl intern ein neues TLTRO-Programm (Targeted Longer Term Refinance Operations) vor, mit dem vereinfacht ausgedrückt den Banken langfristig über mehrere Jahre massiv Geld zur Verfügung gestellt wird. Das würde in erster Linie den italienischen Banken helfen, die demnächst gewaltige Summen aus den zurückliegenden vier TLTRO-Programmen der Jahre 2016 und 2017 refinanzieren müssen.

Egal ob Mario Draghi dieses Instrumentarium als „Bazooka“ bezeichnen wird, für die Aktienmärkte bedeutet dieser Richtungswechsel der Notenbanken in Amerika und Europa mehr Rückenwind. Und ein inflationsfreies, moderates Wirtschaftswachstum mit leichter Unterstützung der Zentralbanken ist erfahrungsgemäß die allerbeste Voraussetzung für steigende Aktienmärkte. Für den moderaten Aufwärtstrend der Wirtschaft muss allerdings im aktuellen Umfeld erst die Politik mit mehr Kompromissbereitschaft sorgen, um die investitionshemmenden Konflikte endlich aufzulösen. Alle nervenstarken Anleger jedenfalls, die während der Verkaufswelle im Dezember im Markt geblieben sind, könnten dann mit einer Fortsetzung der Aufwärtsbewegung belohnt werden.

FIDUKA, 19.2.2019