

Börsenmonitor Januar 2019



- **Ansätze einer Erholung nach dem Ausverkauf im vierten Quartal. Seit Weihnachten sind die US-Indizes um 12% (Dow Jones und S&P500-Index) bzw. 14% (Nasdaq) und sogar 16% (Russell Nebenwerteindex) gestiegen. Aktien in Europa haben sich verhaltener um knapp 5% (Stoxx600) und deutsche Standardwerte (DAX) um 7% vom Weihnachts-Tief verbessert.**
- **Beste Branchen seit Jahresbeginn sind in den USA Energie-, Technologie- und Finanzwerte, also Branchen, die im vierten Quartal besonders unter Druck standen. In Europa führen Grundstoffwerte, der Finanzsektor, Einzelhändler und die Autobranche die Erholung an.**
- **Nach einem negativen Börsenjahr haben sich im Folgejahr die US-Börsen und der DAX stets erholt, sofern es nicht zu einer Rezession gekommen ist. Wir erwarten 2019 eine Wirtschaftsverlangsamung, aber keine Rezession. Aktien sind günstig bewertet mit viel Aufholpotenzial, wenn sich die wirtschaftspolitischen Konflikte auflösen.**

Erste Erholungsansätze nach dem Ausverkauf: Hinter uns liegt das schlechteste Börsenjahr seit 2008, dem Jahr des Lehman-Zusammenbruchs und der großen Finanzkrise. Mit minus 18,3% lag der DAX auch zum ersten Mal seit 2011 wieder im Minus. Damals verlor er 14,7% an Wert, legte anschließend aber um gut 29% zu und 2013 nochmals um über 25%, weil es nicht zu der befürchteten Rezession kam.

Nach einem annus horribilis wie 2018 folgt in der Regel ein Jahr mit Kursgewinnen, sofern es keinen Wirtschaftseinbruch im Folgejahr gibt. Seit 1982 gab es für den DAX nur eine einzige Phase von mehr als einem Verlustjahr, zwischen 2000 und 2003, dem Platzen der Tech-Blase und der anschließenden Rezession. In den USA hat der S&P500-Index seit 1965 nur zweimal für mehr als ein Jahr in Folge im Minus geschlossen (dem DAX vergleichbar inkl. Dividenden gerechnet). Das war in der Rezessionsphase 1973 und 1974 (Ölkrise) der Fall und ebenfalls von 2000 bis 2003. Nach allen anderen Verlustjahren, wovon es einschließlich des schlimmen Rezessionsjahrs 2008 nur fünf weitere gab, folgte ein Jahr mit Kursgewinnen.

Meist nahmen die Aktienmärkte sogar sehr schnell wieder Fahrt auf, wenn es nur zu einer Konjunkturdelle, aber eben nicht zu einer Rezession kam. Denn einmal zuvor bereits erobertes Terrain kann erfahrungsgemäß in einer Markterholung relativ zügig wieder zurückerobert werden. Zum Beispiel 1991 mit einem Plus von 30,5% nach einer Minirezession und einem kleinen Indexrückgang im Vorjahr, oder 1982 und 1983 mit plus 21% und nochmal plus 22% nach einem vorangegangenen 5%-Minus beim S&P500 im Jahr 1981.

Marktrückgänge ohne Wirtschaftsrezession werden also schnell wieder ausgebügelt, während schwere Wirtschaftskrisen wie 2008 üblicherweise auch zu tiefen Gewinneinbrüchen bei den Unternehmen führen und folglich die Kurse deutlicher abstürzen lassen. Im Finanzkrisenjahr 2008 lag der Crash im S&P500 bei minus 37% und im DAX bei minus 40%. Im Jahr 2009 gab es trotz Rezession eine kräftige Erholung beider Indizes von über 26% bzw. 24%, weil die Börsen bereits den nächsten Aufschwung vorwegnehmen.

Niedrige Gewinnbewertungen von Aktien: Die Marktbewertungen sind nach der Korrektur im Augenblick ausgesprochen niedrig. Sie beinhalten hohe Risikoabschläge für die großen politischen Unwägbarkeiten wie Handelsstreit, Zollbarrieren und Protektionismus, und den Brexit, die in ihrer Gesamtheit die Wirtschaft zunehmend zu lähmen drohen.

Besonders preisgünstig sind europäische Titel (Stoxx600-Index) mit einem Kurs/Gewinnverhältnis 2019 von 12,7 und DAX-Werte mit einem durchschnittlichen Gewinnmultiplikator von nur 11,8. Hierzulande bestehen aufgrund der Bedeutung des Exports aber auch die größten Wirtschaftsrisiken bei einem Handelskrieg oder ungeregelten Brexit. In den USA (S&P500) liegt das KGV 2019 bei 15,4 womit der durchschnittliche Preis einer Aktie erheblich billiger geworden ist als zu Zeiten des Allzeithochs an den amerikanischen Börsen im Oktober 2018.

Letztendlich sind es im Wesentlichen die Spannungen im Handel zwischen den führenden Wirtschaftsregionen der Welt und der damit verbundenen Konjunktursorgen, welche die Aktien dermaßen verbilligt haben. Im Streit

mit China sieht der als Hardliner bekannte US-Verhandlungsführer Lighthizer bis jetzt nur marginale Fortschritte in den Gesprächen. Insbesondere bei dem nicht nur den Amerikanern am Herzen liegenden Thema der Sicherung des geistigen Eigentums und Unterbindung von Industriespionage sei man von einer Lösung noch weit entfernt. Das wäre kein gutes Zeichen.

Auch im Disput mit Europa hat Donald Trump jüngst wieder den Druck erhöht, indem er erneut Zölle auf Autoimporte ins Spiel brachte. Andererseits dringen aus dem amerikanischen Finanzministerium versöhnlichere Töne, konkrete Schritte sind aber nicht vor dem Besuch einer hochrangigen chinesischen Delegation Ende Januar zu erwarten.

Ein weiteres Jahr politischer Börsen: So wird auch 2019 zunächst leider ein Jahr politischer Börsen bleiben. Die Faktoren, die die Stimmung in der Wirtschaft und an den Kapitalmärkten belasten und für eine zermürbende Unsicherheit sorgen, sind noch nicht ausgeräumt. In den Vereinigten Staaten ist zum Handelsstreit mit China und Europa kurzfristig auch noch die Haushaltssperre als Belastungsfaktor hinzugekommen. Und Europa ist neben dem Brexit mit wachsenden Budgetlücken in Italien und Frankreich und permanenten Bankenrettungsplänen in Italien beschäftigt. Ziehen sich diese Hängepartien noch länger hin, oder kommt es im Handelskonflikt zur Eskalation und noch höheren Zollbarrieren, kann selbst eine Rezession nicht ausgeschlossen werden. Die niedrigen Bewertungen spiegeln dieses Risiko wieder.

Negative Gewinnrevisionen im Vorfeld der Berichtssaison: Mit starken Ergebnissen der amerikanischen Großbanken gelang ein guter Start in die Berichtssaison. Allerdings wurden bereits im Vorfeld sowohl in den USA als auch in Europa, und hier besonders in Deutschland, die Gewinnerwartungen nach unten angepasst. Vor allem das Wachstumspotenzial 2019 und 2020 wird aufgrund der nachlassenden Konjunktur nicht mehr so groß eingeschätzt wie noch vor drei Monaten. Häufiger als in den Vorquartalen kommt es auch zu Gewinnwarnungen von Seiten der Unternehmen, die entsprechenden Aktien werden aufgrund der unsicheren und volatilen Marktlage mit

heftigen Kursverlusten abgestraft. Davon betroffen sind selbst prominente Schwergewichte wie Apple, FedEx und Ford in den USA, Fresenius, Kion oder Osram in Deutschland und die weltweite Nummer eins bei Halbleitern und Mobiltelefonen, Samsung.

Trotzdem wird für die 500 größten US-Konzerne aus dem S&P500-Index für 2019 eine Gewinnverbesserung um über 6% prognostiziert, im Herbst waren es aber noch gut 10%. Im Ausnahmejahr 2018 dürfte der Gewinnzuwachs aufgrund des Steuersenkungseffekts bei knapp 24% gelegen haben. In Europa rechnet man 2019 mit einem Gewinnplus von 8% nach plus 6% im Vorjahr, und für die 30 deutschen DAX-Unternehmen mit einer Erholung von plus 10%, die auf einen 5%igen Gewinnrückgang 2018 folgen soll. Der DAX litt 2018 unter den schrumpfenden Erträgen der großen Autokonzerne, insofern ist seine markante Unterperformance gegenüber anderen Märkten auch fundamental nachvollziehbar.

US-Banken sprengen alle Gewinnrekorde:

Bei den US-Bankhäusern ist die Welt aber in Ordnung. Mit Ausnahme des Platzhirsches JP Morgan konnte die Gewinndynamik bei den sechs größten Instituten überzeugen. Zusammen verdienten sie 2018 nach Steuern 120 Mrd. USD, das sind gut 50 Mrd. USD mehr als im Vorjahr. Ein guter Teil davon ist der US-Steuerreform geschuldet, aber auch im operativ aussagekräftigeren Vergleich beim Ergebnis vor Steuern verdienten die sechs US-Institute über 14 Mrd. USD oder 10% mehr als 2017. Die durchschnittliche Steuerquote der Gruppe beträgt – Donald Trump sei Dank –mäßige 20% und dürfte typisch für den Gewinnverlauf in den meisten US-Branchen sein. JP Morgan alleine kam auf einen Rekordgewinn von 32,5 Mrd. USD netto und hat damit in nur einem Jahr die Deutsche Bank (Marktkapitalisierung 16 Mrd. EUR) und die Commerzbank (8 Mrd. EUR) komplett „hinzuverdient“.

Zum Vergleich: die Deutsche Bank wird wahrscheinlich ein Nettoergebnis von unter einer Milliarde Euro ausweisen und konnte in ihren besten Zeiten vor der Finanzkrise einen Überschuss von 6,5 Mrd. EUR erwirtschaften. Nicht nur die Deutsche Bank, auch die anderen europäischen Häuser mit Ausnahme der britischen HSBC, muten von der anderen Seite des

Atlantik aus betrachtet inzwischen wie Zwerge an. Früher oder später sind grenzüberschreitende Fusionen von europäischen Kreditinstituten wohl unvermeidbar.

An Profitabilität stark aufgeholt haben im vergangenen Jahr vor allem Bank of America (Nettogewinn 28 Mrd. USD), Mutter der Investmentbank Merrill Lynch, und Citigroup (18 Mrd. USD Gewinn). Die Bankkonzerne konnten ihre Erträge neben dem brummenden Konsumentenkreditgeschäft auch im Investmentbanking in der Beratung bei Fusionen und Übernahmen zweistellig, und im Aktienhandel leicht steigern. Bei letzterem kam ihnen die hohe Marktvolatilität zugute. Stärker als erwartet rückläufig war dagegen das Anleihengeschäft und auch bei Börsengängen von Unternehmen sanken die Einnahmen.

Weniger Gegenwind von der Geldpolitik:

Vor dem Hintergrund des nachgebenden Inflationsdrucks und der Verlangsamung der Weltwirtschaft ist für die kommenden Monate erst einmal eine Unterbrechung des Zinsanhebungszyklus der US-Notenbank zu erwarten. Die Federal Reserve hat mit insgesamt neun Zinsanhebungen seit Dezember 2015, davon vier im vergangenen Jahr, den Leitzins von knapp über Null auf 2,4% erhöht und versucht zudem die durch jahrelange Anleihenkäufe aufgeblähte Bilanzsumme zu normalisieren. Weitere Anhebungen sind für den späteren Jahresverlauf nur unter der Prämisse zu erwarten, dass die US-Konjunktur wieder spürbar anzieht.

Denn die Inflation ist weiter in Schach. In den USA ist die Kernrate ohne Energie und Nahrungsmittel im Dezember bei 2,2% unverändert geblieben und für alle Güter und Dienstleistungen von 2,2% auf 1,9% gefallen. In der Eurozone ist die Teuerung wegen der nachgebenden Rohöl- und Energiepreise im Dezember von 1,9% auf 1,6% gefallen, die Kernrate lag unverändert niedrig bei 1,0%. Die Europäische Zentralbank wird mindestens bis Herbst, wahrscheinlich aber sogar das gesamte Jahr über und bis weit in 2020 hinein an ihrer Nullzinspolitik festhalten. Neue zusätzliche Anleihenkäufe wird es zwar keine mehr geben, aber ablaufende Papiere wird die EZB ersetzen. Die Bilanzsumme wird somit bei 4,7 Billionen EUR eingefroren.

Die langfristigen Marktzinsen sind aufgrund der niedrigeren Inflationserwartungen deutlich gesunken. Zehnjährige Staatsanleihen in den USA rentieren nur noch mit knapp 2,8% im Vergleich zu über 3,2% Anfang November. Die Verzinsung gleichlaufender deutscher Bundesanleihen ist auf unter 0,3% gesunken und hat sich seit Anfang Oktober halbiert. Weiter magerere Zeiten für Zinsjäger also. Ein Inflationsausgleich lässt sich nur mit Dollaranleihen erzielen und in Europa allenfalls wenn höhere Risiken, zum Beispiel in Italien, eingegangen werden. Aber selbst dort sind trotz der Haushaltskontroverse die zehnjährigen Renditen für Staatspapiere auf 2,7% gefallen, von über 3,6% Mitte November.

Fazit: Wenn in der Politik Vernunft einkehrt, die Handelsstreitigkeiten beigelegt, die Haushaltssperre in den USA nicht wie von Trump angedroht noch bis zur Jahresmitte beibehalten wird, und der Brexit geregelt und nicht wie bisher chaotisch verläuft, kann eine andauernde Verlangsamung der Weltwirtschaft bis hin zu einer Rezession vermieden werden. Erfahrungsgemäß würden die Aktienmärkte auf die Verluste des Vorjahres dann mit einer kräftigen Gegenbewegung reagieren. Gestützt wird diese positive Hypothese von der niedrigen Gewinnbewertung der Märkte. Aktien sind derzeit so preiswert wie zuletzt 2013. Aber die Politik muss, anders als 2018, mitspielen.

FIDUKA, 18.1.2019