

Börsenmonitor März/April 2019



- **Nach dem starken Jahresauftakt waren die Börsen leicht überhitzt und sind in eine Konsolidierung übergegangen. Diese Phase könnte noch eine Weile anhalten, bis die drängenden Probleme Brexit und Handelsbeziehungen geklärt sind. Also im Trend zunächst seitwärts mit stärkeren Schwankungen.**
- **Von der Konjunktur gehen weltweit keine Impulse aus. Aktuelle Daten weisen auf ein Anhalten der Wachstumsabschwächung hin. Erste Stabilisierungsanzeichen zeigen sich aber in den Stimmungsindikatoren, wie z.B. der Ifo-Umfrage. Sie spiegeln etwas mehr Zuversicht in der Handelsfrage wieder, können aber rasch ins Negative umschlagen bei einem harten Brexit oder neuen Strafzöllen.**
- **Die Notenbanken sorgen wieder für mehr Liquidität an den Märkten, denn Inflation und Wachstum sind niedrig. Leitzinsanhebungen sind vorerst vom Tisch und die Anleihenrenditen fallen. Das verschafft den Aktien mittelfristig Rückenwind.**

Konsolidierung nach kräftigem Kursplus zum Jahresauftakt: Nach dem schwachen Dezember und der nahezu V-förmigen Erholung im Januar und Februar sind die Börsen kurzfristig etwas überkauft und brauchen eine Atempause. Dies zumal sich die politischen Risiken und Konjunkturwolken noch nicht verzogen haben.

Der Brexit gestaltet sich verzwickter denn je und die Handelsgespräche zwischen den USA und China sind, trotz optimistischer Äußerungen aus den USA und von Donald Trump, noch keinesfalls in trockenen Tüchern. Sollte beides schiefgehen, wäre an den Aktienmärkten erst einmal mit einer schärferen Korrektur zu rechnen.

Bis dahin, und solange die Handelsverhandlungen von positiven Tönen begleitet werden, steht nach über 11% Indexanstieg im Dow Jones und im DAX wohl eine Zeit lang eine Fortsetzung der begonnenen Konsolidierung an.

Negative Gewinnrevisionen sind vorerst zum Stillstand gekommen: Die Gewinnerwartungen für 2019 sind noch leicht steigend, aber bei weitem nicht mehr so dynamisch wie es noch vor einem halben Jahr prognostiziert

wurde. Zurückgenommene Konjunkturprognosen, vorsichtigere Ausblicke der Unternehmen und die eine oder andere Gewinnwarnung haben ihre Spuren hinterlassen. Für die größten US-Konzerne aus dem S&P500-Index wird jetzt für 2019 ein Gewinnanstieg von 4% kalkuliert (nach plus 24% in 2018, angetrieben durch die Steuerreform) und den breiten europäischen Index Stoxx600 ein Plus von etwa 5,5%.

Zuletzt haben sich diese Prognosen vorerst stabilisiert, nachdem sie seit Anfang Januar von etwas über 8% (USA) bzw. plus 9% (Europa) zurückgestutzt worden sind. Damit die Aktienbörsen ihren Anstieg überhaupt nachhaltig fortsetzen können, ist aber ein stabil aufwärts gerichteter Gewinntrend Grundvoraussetzung. Für nächstes Jahr werden derzeit plus 11,5% (USA) bzw. plus 9,2% (Europa) erwartet, vor dem Hintergrund des aktuellen Wirtschaftswachstums also durchaus ambitionierte Gewinnzuwächse.

Fed lässt Anleiherenditen purzeln: Die US-Notenbank nahm auf ihrer Sitzung am 20. März ihre eigenen Erwartungen von bisher zwei Zinserhöhungen auf keine mehr in diesem Jahr zurück. Sie wird auch die Rückführung der Bilanzsumme ab Mai von 30 Mrd. Dollar auf 15 Mrd. Dollar monatlich drosseln und von Oktober an komplett einstellen. Das war mehr als die Märkte erwartet hatten.

Als Folge verflachte sich die US Zinsstrukturkurve weiter und ist jetzt nahezu invers. Die Rendite zehnjähriger Papiere sank auf 2,4%, nachdem sie im November noch bei 3,2% lag. Ein positiver Konjunktoreffekt hieraus dürfte sich im Bausektor einstellen, wo der zuletzt stagnierende Häusermarkt eine Belebung erfahren könnte. Die 30-jährigen Benchmark-Hypothekenzinsen sind von über 4,8% auf 4,2% zurückgelaufen.

Auch in Europa entfaltete der Schwenk der Federal Reserve in Verbindung mit schwächeren Konjunkturdaten und einer rückläufigen Inflation Einfluss auf die langfristigen Zinsen. Erstmals seit 2016 sanken die Renditen für zehnjährige Bundesanleihen wieder in den negativen Bereich. Und zehnjährige französischen Regierungsanleihen verzinsen sich nur noch mit 0,35% gegenüber noch 0,9% im Oktober

vorigen Jahres. Dagegen erweisen sich die italienischen Renditen aufgrund der Haushaltsprobleme am Markt weniger elastisch. Trotzdem sind sie von 3,6% aktuell auf 2,5% gesunken, den Stand vom Juli 2018.

Die EZB agiert wieder mit langfristigen Wertpapierpensionsgeschäften: Die Europäische Zentralbank wird im September ihr TLTRO-Programm (Targeted Longer Term Refinance Operations) aus den Jahren 2016/17 wieder aufleben lassen, um den Banken bei der anstehenden Refinanzierung der damaligen, mehrjährigen Wertpapierpensionsgeschäfte kräftig unter die Arme zu greifen. Diese Liquiditätswelle dürfte auch den Aktien zugute kommen.

Denn die Magerrenditen bei festverzinslichen Papieren machen Aktien relativ wieder attraktiver, zumal deren Dividendenrenditen in Europa (Stoxx600-Index) bei 3,6% und für die deutschen Standardwerte aus dem DAX mit 3,3% einträglich höher liegen.

Die sogenannte Gewinnrendite für Aktien, also der für 2019 erwartete Nettogewinn des Unternehmens in Relation zu seiner Börsenkaptalisierung, liegt in Europa im Durchschnitt bei gut 7% und in den USA (S&P500-Index) bei knapp 6%, beinhaltet also signifikante Risikoprämien im Vergleich zu einem „risikolosen“ Zins (wie Bundesanleihen oder US-Staatsanleihen). Selbst angesichts der mannigfaltigen geo- und wirtschaftspolitischen Risiken ist dieser Abschlag im Vergleich zu Zinspapieren kaum gerechtfertigt – außer es käme wirklich zu einer Rezession.

Gewinnbewertung von Aktien moderat: Laut einer Analyse der Investmentbank Merrill Lynch liegen die Aktienkurse relativ zu Bonds sogar auf einem 100-Jahres-Tief. Und der Kursverlauf europäischer Aktien im Vergleich zu US-Titeln befindet sich auf einem 50-Jahres-Tief. Tatsächlich sind bei einer Betrachtung der Gewinnbewertung einzelner Märkte europäische Werte in der Regel preiswerter als amerikanische, derzeit aber mit einer historisch hohen Differenz. So liegt das Kurs/Gewinnverhältnis (KGV) 2020 für europäische Aktien bei 12,9, für die 30 DAX-Werte sogar nur bei 11,6, während für US-Aktien im Mittel ein Gewinnmultiplikator von 15,3 bezahlt wird.

Zum Teil ist das fundamental gerechtfertigt, aber viel Negatives dürfte in Europa bereits eingepreist sein, wie die spürbare Konjunkturverlangsamung, und das Brexit-Chaos.

Zehn Jahre Bullenmarkt - was lief und was nicht? Am 9. März hat sich zum zehnten Mal der Tiefpunkt der Weltbörsen in der Finanz- und Wirtschaftskrise gejäht. An diesem Tag vor zehn Jahren sackte der Dow Jones Index bis auf 6517 und der DAX auf 3589 Punkte ab. Von da an ging es zehn Jahre bergauf, unterbrochen von einigen Korrekturen wie 2011, 2012, 2015/16 und 2018, und phasenweise unter heftigen Schwankungen.

Diese kräftigen Rücksetzer, wie zuletzt im vierten Quartal 2018, blieben den Anlegern zwar nicht erspart, wurden aber stets innerhalb weniger Monate wieder ausgebügelt. Aktien waren in diesem Zeitraum uneingeschränkt die beste Anlageklasse, allenfalls Immobilien verzeichneten noch einen dynamischen Preistrend. Der S&P500-Index hat sich in Euro gerechnet und einschließlich Dividenden vom Tief fast versechsfacht, der Stoxx600, DAX und die Schwellenländermärkte immerhin mehr als verdreifacht.

Erhebliche Umbrüche gibt es seitdem in der Unternehmenslandschaft. Technologiewerte wie Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet (Google), oder Facebook haben die globalen Führungspositionen unter den wertvollsten Unternehmen erobert und ehemalige Spitzenreiter wie den Ölmulti Exxon oder den weltgrößten Einzelhandelskonzern WalMart vom Thron gestoßen. General Electric, ebenfalls einmal eines der wertvollsten Unternehmen der Welt, ist durch grobe Fehler in der Geschäftspolitik sogar in die zweite Liga abgestiegen und aus dem Dow Jones verbannt worden.

Unter den Banken, den Sinnbildern der damaligen Krise, konnten die inzwischen wieder sehr ertragsstarken US-Häuser ihre Position sogar ausbauen, während die europäischen Institute zu den Absteigern zählen. Daneben bilden sowohl in den USA als auch in Europa Energiewerte, Versorgeraktien und Telekom-Konzerne die Schlusslichter im Zehnjahresrückblick. Spannend zu beobachten, welche Veränderungen es durch neue Geschäftsmodelle,

Übernahmen oder Fusionen, strategische Fehler oder erfolgreiche Emporkömmlinge in den kommenden zehn Jahren geben wird.

FIDUKA, 27.3.2019