

Börsenmonitor März 2020



- **Erst in den USA ignoriert, dann panikartig an den Börsen eingepreist. Das Coronavirus sorgt für eine heftige Marktkorrektur und eine lange nicht mehr erlebte Volatilität. Dow Jones und DAX-Index liegen um mehr als 16% unter ihren Höchstständen aus dem Februar. Zyklische Aktien und Branchen sind die Hauptverlierer, Versorger liegen im Plus.**
- **Die Unternehmen warnen vor Einbußen im ersten Quartal, bleiben aber für das gesamte Jahr meist (noch) bei ihren Prognosen. Das Virus wird als eine vorübergehende Belastung einkalkuliert, die im zweiten Halbjahr zumindest zum Teil aufgeholt werden kann.**
- **Die wichtigen Konjunktur-Frühindikatoren zeigen sich bisher erstaunlich widerstandsfähig. Wachstumsprognosen und Gewinnsschätzungen sinken, aber nur langsam. Die Börsen preisen aber schon einen stärkeren Verfall und zum Großteil bereits eine Rezession ein.**

Eine Korrektur als gefühlter Crash: Von Sorglosigkeit bis zur Panik hat es genau sieben Börsentage gedauert. Gerade noch erreichten Dow Jones (bei 29.568 Punkten) und DAX (13.795 Punkte) Allzeit-Höchstwerte, da setzte mit aller Macht die lange ausgebliebene Korrektur ein. Es ist die erste seit dem vierten Quartal 2018. Der Rutsch von der Spitze war mit minus 16,5% oder knapp 4.900 Punkten im Dow und im gleichen Ausmaß im DAX-Index gewaltig und vollzog sich in wenigen Handelstagen. Im Herbst 2018 dauerte die Abwärtsphase drei Monate an, lange genug, dass sich bei den Anlegern ernsthafte Baisse-Gefühle breit machen konnten. Am Ende lag der Dow Jones zu Weihnachten 2018 16,4% tiefer, ganz ähnlich wie heute.

Eine Baisse-Stimmung will nach den großen Kurszuwächsen im Vorfeld diesmal noch nicht so recht aufkommen. Aber war es das schon? Wahrscheinlich nicht. Die Börsen starten, angeführt von den USA, erste Stabilisierungsversuche, können aber die längerfristigen wirtschaftlichen Auswirkungen der Virus-Pande-

mie (Coronavirus=COVID-19) noch nicht richtig einpreisen. Das führt zu den heftigen Schwankungen wie wir sie derzeit erleben, 1.000 Punkte-Bewegungen im Dow Jones in die eine oder andere Richtung sind praktisch an der Tagesordnung.

Im günstigen Fall bilden die Börsen jetzt nahe ihrer Tiefs eine längere Seitwärts-Bodenbildung aus. Ein schneller, V-förmiger Rücklauf auf die alten Hochs ist sehr unwahrscheinlich. Die Märkte brauchen Zeit, um die veränderte Gewinnsituation der Unternehmen und darauf aufbauende Bewertungsmodelle fest greifen zu können. Aber die weitere Ausbreitung und der Verlauf von COVID-19 werden uns noch eine ganze Weile beschäftigen, damit verbunden wird es weiter Ankündigungen von vorübergehenden Schließungen von Produktionsstätten und Unterbrechungen der Lieferketten geben.

Dieser negative „Newsflow“ mit täglichen Gewinnwarnungen von immer mehr Unternehmen, wird in die laufenden Erholungsbewegungen hinein immer wieder zu Rückschlägen führen. Eine sehr positive Nachricht, die das Erholungsszenario erheblich beschleunigen würde, wäre das Auftauchen eines wirksamen Impfstoffs gegen COVID-19. Fachleute rechnen damit aber erst in ein oder sogar eineinhalb Jahren bei voller Verfügbarkeit.

Zu lange zu sorglos: Dass sich die Märkte erst jetzt ernsthaft mit den wirtschaftlichen Folgen des Virusausbruchs beschäftigen, liegt an der zu lange vorherrschenden Sorglosigkeit, insbesondere unter den US-Anlegern. Das Epidemie-Zentrum lag „weit weg“ in China und sollte der gesunden US-Wirtschaft nichts anhaben können. Aber weit gefehlt. Mit den ersten, und heute nahezu täglichen, Gewinnwarnungen großer US-Unternehmen wie Apple, Microsoft, Visa oder Mastercard, rückte schlagartig ins Bewußtsein, wie anfällig aufgrund der maximierten internationalen Arbeitsteilung und der Globalisierung auch die amerikanischen Großkonzerne sind.

Und so hat sich aus der 4%igen Mini-Korrektur Ende Januar erst in der zweiten Abwärtswelle ab dem 20. Februar eine handfeste Korrektur entwickelt. Dazwischen trieben die Anleger die

Aktienindizes noch einmal auf neue Rekordstände hoch, den DAX am 17. Februar auf die Marke von 13.795 Punkte und in den USA den S&P500-Index zwei Tage später auf 3.386.

Soforthilfe von den Notenbanken: Wie durch die großen und kleinen Krisen früherer Jahre konditioniert, setzten die Marktteilnehmer auch dieses Mal wieder darauf, dass die Notenbanken der Wirtschaft und dem Finanzsystem beispringen, unbegrenzt Geld in die Märkte pumpen und, soweit noch möglich, die Zinsen senken. Und tatsächlich hat die Federal Reserve in den USA bereits als erste reagiert und den Leitzins in einer außerordentlichen Sitzung kräftig um 0,50% gesenkt. Ein Vorgang, den es zuletzt im Oktober 2008 unmittelbar nach dem Lehman-Zusammenbruch gab.

Zwar kam es diesmal nicht wie damals zu einer konzertierten Aktion mehrerer Notenbanken, erwartet wird aber, dass auch die Europäische Zentralbank (EZB) Maßnahmen ergreift. In ihrem stark beschränkten Werkzeugkasten bleiben da neben einer kleinen Ausweitung der Anleihenkäufe fast nur noch die TLTRO-Programme, mehrjährige umfangreiche Refinanzierungsgeschäfte zwischen der EZB und dem Bankensystem. Die Zinsen auf EZB-Bankeinlagen noch tiefer unter die aktuellen minus 0,5% zu drücken wäre kontraproduktiv. Hilfreich für die Wirtschaft sollten aber die mittlerweile in mehreren Ländern angekündigten oder geplanten fiskalischen Ausgaben- und Investitionsprogramme sein.

Wirkt die Geld-Impfung oder verpufft sie wirkungslos? Klar ist, dass mit einer Flut an billigem Geld nicht die Ausbreitung des Coronavirus aufgehalten werden kann. Außer einem psychologischen Effekt, um bei den Unternehmensentscheidern für etwas bessere Stimmung zu sorgen, taugt das Mittel vor allem dann, wenn die Wirtschaft die Blockade überwunden hat. Sie kann dann umso schneller wieder Fahrt aufnehmen. Wenn die Investitionsbereitschaft erst wieder da ist, kann das billige Geld bei der Rückkehr zur Normalität und dem Aufholen entgangener Geschäftsmöglichkeiten helfen.

Bei dem COVID-19 Effekt handelt es sich um einen externen Schock, der die gesamte Weltwirtschaft erfasst hat. Im Unterschied zu den Ölpreis-Schocks 1973 und 1979/80, als der Wohlstand aus den industrialisierten Volkswirtschaften in die „Petrodollar“-Staaten umverteilt wurde, sind heute alle Länder negativ betroffen.

Der Vorteil gegenüber den Öl-Schocks liegt in der desinflationären Wirkung des COVID-19 Virus. Es betrifft die Angebots- und Nachfrageseite gleichzeitig, führt aber nicht wie die Ölpreis-Explosion zu einer Hochinflation, die dann von den Zentralbanken mit sehr viel höheren Zinsen bekämpft werden musste. Im Gegenteil bewirken die angebots- und nachfrageseitigen Wachstumseinbußen Druck auf die Rohstoff- und Erdölpreise (dem die OPEC mit Produktionskürzungen entgegensteuern will). Das lässt den Notenbanken den notwendigen Spielraum für Zinssenkungen und einem Öffnen der Geldschleusen.

Insofern bestehen bei der Bekämpfung dieses biologischen externen Effekts COVID-19 bessere Voraussetzungen für die Notenbanken als zu Zeiten der Ölpreisschocks. Aber erst wenn Produktionsketten und die internationale Arbeitsteilung wieder ungestört funktionieren, können ihre Maßnahmen auch Wirkung entfalten.

Zinsen im freien Fall, Flucht in sichere Häfen: Die Dringlichkeit einer starken Fed-Reaktion und die zurückgekehrten Rezessionsbefürchtungen haben die Renditen im freien Fall nach unten gezogen. Der Zins für zehnjährige US-Staatsanleihen (Treasuries) hat erstmals überhaupt die Ein-Prozent-Marke unterschritten und ist seit gestern weiter dramatisch auf ein historisches Tief von 0,7% gestürzt. Zu Jahresbeginn lag er noch bei 1,9%. In Deutschland ist die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen wieder auf die alten Tiefs von minus 0,7% zurückgefallen und in Frankreich mit minus 0,36% nahe an das Tief vom August letzten Jahres herangerückt.

Gleichzeitig steigt der Goldpreis, zuletzt auf 1.687 USD und damit um 11% über Jahresanfang. Das Edelmetall gilt trotz der Preis- und Währungsschwankungen, denen es unterliegen kann, als sicherer Hafen, die neben den

Treasuries, Bundesanleihen und dem Schweizer Franken immer wieder in unsicheren Zeiten in großem Stil angesteuert werden.

Konjunkturindikatoren außerhalb Chinas noch überraschend stabil: Die Frühindikatoren für die Wirtschaft in Europa und den USA zeigten sich zuletzt erstaunlich Virus-resistent und widerstandsfähig gegenüber der lahmen Weltkonjunktur. Sowohl die Umfrage des Ifo-Instituts zu den Geschäftserwartungen der deutschen Unternehmen als auch der Einkaufsmanagerindex und die Stimmungsumfrage der EU in der Eurozone verbesserten sich Ende Februar, letztere bereits den vierten Monat in Folge. Ähnlich stabil und unaufgeregt sind die Umfrageergebnisse zu den Aussichten der US-Wirtschaft. Wobei auch dort vorneweg der Dienstleistungssektor ein positives Wachstum erwartet.

Im Gegensatz dazu sind die meisten harten Daten aus der Wirtschaft schlecht. Ausnahme sind die Einzelhandelsumsätze und der Häusermarkt in den USA, in Deutschland die Baukonjunktur und der Dienstleistungssektor. Zu den verbliebenen Konjunkturstützen zählen auch der Arbeitsmarkt in den Vereinigten Staaten, der im Februar mit 273.000 spürbar mehr neue Stellen als erwartet geschaffen hat. Auch die Zahlen für die beiden vorangegangenen Monate wurden noch einmal substantiell nach oben korrigiert.

Schwer hat es weiter die gesamte Industrie. In Deutschland ist die Autoproduktion im Februar um weitere 12% gefallen, die Exporte lagen sogar um 17% unter Vorjahr und die Neubestellungen aus dem Inland um 14%. In China, dem wichtigsten Markt für die deutschen Autohersteller, sind die Fahrzeugverkäufe im Februar um 80% eingebrochen. Auch der deutsche Maschinenbau und die Chemieindustrie sind stark in Mitleidenschaft gezogen.

Für China erwarten Ökonomen mittlerweile einen Einbruch beim Bruttoinlandsprodukt im ersten Quartal um bis zu 4% zum Vorjahr. Entsprechend wird auch das Weltwirtschaftswachstum deutlich schwächer gesehen. Die OECD rechnet jetzt nur noch mit einem Anstieg der globalen Wirtschaftsleistung von 2,4% nach plus 3% im Vorjahr.

Gewinnerwartungen unter Druck: Mit den Konjunkturerwartungen kommen auch die Prognosen für die Unternehmensgewinne zunehmend unter Druck. Weltweit wird kein Gewinnanstieg mehr, sondern ein Rückgang um bis zu vier Prozent kalkuliert. Auch für die eher widerstandsfähigen US-Unternehmen sinken sie mit jeder neuen Gewinnwarnung mehr und mehr Richtung Nulllinie. Derzeit liegt die Kalkulation für das erste Quartal noch bei knapp plus 3%, Tendenz aber fallend. Zu Jahresbeginn war die Erwartung noch mehr als doppelt so hoch.

In Europa werden die Unternehmensgewinne (Stoxx600-Index) im ersten Quartal nun mit 1,4% unter Vorjahr prognostiziert. Es wäre bereits das fünfte Quartal in Folge mit nachgebenden Ergebnissen. Eine solch lange Gewinnrezession hat es seit der Finanzkrise nicht mehr gegeben. Und es ist keinesfalls ausgemacht, dass die Gewinne sich im zweiten Halbjahr unmittelbar wieder erholen.

Die meisten Unternehmen kalkulieren mit einem Aufholeffekt im zweiten Halbjahr, stellen ihn aber unter den Vorbehalt, dass die Ausbreitung von COVID-19 bis dahin eingedämmt ist. Sie drücken sich noch vor realistischen Prognosen für die nächsten Monate und die zweite Jahreshälfte. Die Analysten folgen ihnen mit kleinen Schritten bei den Gewinnanpassungen nach unten. Die Börsen selbst haben aber mit der Korrektur bereits wesentlich niedrigere Gewinne eingepreist und nach Einschätzung einer großen Investmentbank sogar zu über zwei Dritteln eine Rezession, in der die Unternehmensgewinne typischerweise um etwa 20% sinken, vorweggenommen.

Größte Verluste erleiden zyklische Aktien:

Größte Wertvernichter sind in Europa (Stoxx 600) im bisherigen Jahresverlauf neben der Virus-infizierten Touristikbranche (über 25% Kursverlust) die klassischen zyklischen Sektoren Autos und Zulieferer (-23%), die Grundstoffindustrien einschließlich Chemie (-21%) und die Ölkonzerne (-21%), noch vor den Banken (-21%) und Medien (-16%). Ganz ähnlich ist das Bild in den USA (S&P500) mit den Öl- und Energiewerten ganz vorne (-25%), gefolgt von den Banken (-14%) und den Rohstoff- und Industriewerten (jeweils -10%).

Die stabilste Kursentwicklung lieferte in Europa und Amerika die Versorgerbranche (+9% bzw. +4,5%), vor Pharma- und Gesundheitsaktien (-3%) und Immobilien-Titeln. In den USA hielten sich die großen Gesellschaften aus der Informationstechnologie (-1%) und konjunkturstable Konsumwerte (-1%) tapfer, wobei die Tech-Konzerne noch von dem starken Kursanstieg in den ersten Jahreswochen zehren konnten.

Ende des Bullenmarkts? Noch haben Anleger wohl gute Chancen, dass dem nicht so ist. Bis jetzt handelt es sich nur um eine weitere Korrektur im langfristigen Aufwärtstrend. Frühere Baissen wurden so gut wie immer durch restriktive Notenbanken und dynamische Zinsanhebungszyklen ausgelöst. Weder eine Inflation noch ein restriktives Notenbankumfeld sind heute erkennbar. Im Gegenteil.

Rezessionen können auch durch externe Schocks (z.B. Ölpreis-Explosion) ausgelöst werden. Letztendlich hängt es in der „Virus-Krise“ davon ab, wie lange die Belastungen der Realwirtschaft durch die COVID-19 Ausbreitung anhalten und wann sie sich aus der Schockstarre befreien kann. Wenn die Angebotsseite wieder ohne Störungen läuft, müssen auch die Verbraucher wieder in die Läden kommen, damit die Konjunktur durchstartet. Dieser Zeitpunkt ist aus heutiger Sicht nicht seriös vorherzusagen. Aus Investorensicht gilt deshalb: Pulver (Barreserven) noch trocken halten für alle Fälle, und nur sukzessive in kleinen Schritten an den Börsen reinvestieren.

FIDUKA, 6. März 2020