

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDEN

NR. 113, FEBRUAR 2016

BÄR OHNE EIGENSCHAFTEN

Der Zusammenhang zwischen Börse und Meinungen ist eng. Manchmal ist er auch zu eng, wenn die Anleger händeringend eine Geschichte suchen, um das zu rechtfertigen, was sie tun. Das ist insbesondere der Fall, wenn die Aktienmärkte, wie seit heute früh, in einem offiziellen Bärenmarkt sind. Zu Jahresanfang sind die Aktienmärkte gefallen, aus Furcht, China könnte den Renminbi unkontrolliert abwerten. Dann stellte sich heraus, dass die Abwertung recht gering war. Aber dann kam die Furcht auf, die Nichts fallen und die weiter ab. Allerdings dies für den schlecht war und dass Januar nicht mehr die Furcht auf, die USA Rezession geraten und stürzten weiter ab. heraus, dass es der entwickelten Welt und dass die Zentralbank sich



Schau' mir in die Augen

Ölpreise könnten ins Aktienmärkte stürzten stellte sich heraus, dass Konsumenten gar nicht die Ölpreise seit Mitte fielen. Aber dann kam könnten in eine die Aktienmärkte Allerdings stellte sich Wirtschaft in der einigermaßen gut ging amerikanische keineswegs genötigt sah, die Zinsen zu senken. Aber dann kam die Furcht auf, den Zentralbanken könnten die Mittel ausgehen, sich gegen eine Deflationsspirale zu stemmen und die Aktienmärkte stürzten weiter ab. Allerdings stellte sich heraus, dass die Zentralbanken noch lange nicht am Ende waren (Japan drückte die 10-jährigen Zinsen unter die Nulllinie, die Fed ließ diesen Schritt offen). Aber dann kam die Furcht auf, das Bankensystem könnte mit den niedrigen Zinsen nicht umgehen und die Aktienmärkte stürzten weiter ab. Allerdings stellte sich heraus, dass es den Banken weder gut noch schlecht geht, ihnen aber heute ein erheblich größerer Kapitalpuffer zur Verfügung steht, als noch vor wenigen Jahren. So hat die Commerzbank die Dividendenzahlungen an die Aktionäre wieder aufgenommen und der Chef von JPMorgan hat den Absturz genutzt, um für 26 Millionen Dollar Aktien des eigenen Instituts zu kaufen.

Der Kursverfall ist in diesem Sinne schwer zu begreifen, keine Begründung bleibt ihm dauerhaft erhalten. Es ist, als handle es sich um einen Krach ohne Eigenschaften. Darüber sind die Kurse auf ein Niveau gefallen, welches mit einer deutlichen Rezession konsistent ist. Der Dax ist von seinem Höchstkurs im April 2015 um knapp 30% gefallen, seit Jahresanfang sind es knapp 20%. Damit werden die für dieses Jahr geschätzten Gewinne etwa 11-mal gezahlt (KGV) und die Dividendenrendite liegt bei 3,8%. Geht man davon aus, dass die Gewinne, wie in einer ordentlichen Rezession üblich, um 20% fallen, haben wir ein KGV von 13,7 und eine hohe Dividendenrendite, denn Dividenden werden nicht leicht gekürzt.

Der langjährige Durchschnitt des KGV liegt etwa bei 12,5. Die Bewertung des DAX liegt damit aktuell unter dem Durchschnitt und die Dividendenrendite deutlich darüber. Die Aktienmärkte sind also etwa so bewertet, wie es in einer Rezession zu erwarten wäre. Aber sind wir in einer **Rezession**?

Die Aktienkurse sagen ja, die üblichen Indikatoren sagen nein. Der [Geschäftsklimaindex](#) des IFO-Instituts ist zurückgegangen, allerdings fast ausschließlich aufgrund der Erwartungen - die gegenwärtigen Bedingungen bleiben sehr gut. In den USA sieht es ähnlich aus: Produktion und Auftragseingänge sind beim [Einkaufsmanager-Index](#) (für das zyklische verarbeitende Gewerbe) sehr solide, nur der Export stottert aufgrund des starken Dollars. Die Unternehmensgewinne, soweit sie schon abschließend für das Jahr 2015 berichtet wurden, sind im Rohstoffbereich miserabel, aber der Rest der Wirtschaft verzeichnet leicht steigende Gewinne (zuletzt hat Adidas von guten Geschäften in den USA und China berichtet). Der Ausblick auf das nächste Jahr ist ebenfalls nicht besonders schlecht und hängt, wie immer, von der Branche ab. Schließlich bringt der makroökonomische Blick auf die Wirtschaft auch kein anderes Bild: Der [GDPnow](#) Indikator der Atlanta Fed sieht die gegenwärtigen Bedingungen als konsistent mit einem Wachstum von 2,5% p.a. an. **Aus den Fakten lässt sich also keine Rezession herauslesen.**

Nun haben wir aber Aktienkurse, die eine andere Sprache sprechen. Sie bewerten die meisten Unternehmen wie sonst nur in einer Rezession. Ein Zusammenbruch in China, wenn sich dort die Kredite der letzten fünf Jahre als nicht werthaltig herausstellen? Das kann sein. Pleiten im Rohstoffsektor? Das ist wahrscheinlich, aber kaum genug, um eine Bankenkrise auszulösen. Wenn es aber nicht zu einer Rezession kommt, dann sind die Aktienmärkte heute sehr billig.

Die Erklärung für die gegenwärtigen Kurse scheint in folgendem **Dreischritt** zu liegen: **Erstens** entwöhnen sich die Anleger gerade von dem billigen Geld und der mehr oder weniger expliziten Versicherung der Zentralbanken, man werde die Aktienmärkte zur Not stützen. Seit Alan Greenspan gehörte die Pflege der Märkte zum Repertoire der Zentralbanker, Frau Yellen scheint sie aber ihrer eigenen Vernunft überlassen zu wollen. So paradox es klingt, die Börsen sind nach dem endgültigen Ende der Finanzkrise riskanter geworden: Ihnen fehlt der Rückhalt durch die Zentralbanken.

Zweitens haben viele Anleger festgestellt, dass einige ihrer Aktien doch sehr teuer geworden sind im Aufschwung der letzten Jahre - weit teurer als es die Gewinnentwicklung gerechtfertigt hätte. Dies trifft insbesondere auf Wachstumswerte zu, die in einer stagnierenden Welt mit einer Prämie bewertet wurden, die sie nun wieder einbüßen.

Und drittens führen diese Verkäufe ab einem bestimmten Punkt zu immer neuen Verkäufen und es etabliert sich eine Spirale nach unten. Es wird zum Verhaltensmuster, dass es immer richtig ist, jeden Aufschwung mit Verkäufen zu begrüßen. Und mit jedem neuen Abschwung werfen immer neue Aktionäre das Handtuch, teils weil sie nicht mehr zusehen wollen, teils weil sie sich zuvor übernommen haben und nun finanziell am Ende sind. Dadurch verursachen sie einen neuen Abschwung, der wiederum neue Verkäufe provoziert ... und so weiter, bis keine Verkäufer mehr da sind und irgendjemand feststellt, dass es der Wirtschaft eigentlich gut geht und dass die Aktien billig geworden sind.

Wo und wann dieser Bärenmarkt zu Ende sein wird, entzieht sich der Kenntnis des rationalen Anlegers. Denn wieviel Vernunft in den Kursen ist und wie viel Gefühl, ist immer erst im Nachhinein festzustellen. Heute können wir sagen, dass die Kurse im letzten April (DAX bei 12.300 Punkten) zu hoch waren, aus pragmatischer Sicht keine Kaufkurse. Allerdings bringt diese Einsicht für die Gegenwart nichts. Denn sie sagt nichts darüber aus, ob der DAX bei den heutigen 8.800 Punkten fair oder billig oder teuer bewertet ist. So sehr Kurse nach oben übertreiben können, so sehr können sie es auch nach unten. So sehr es nervenberuhigend sein mag, sich dem Sog zu überlassen und zu verkaufen, um sich keinen weiteren Verlusten auszusetzen, so wenig lässt sich dies rational begründen.

Rational ist es, auf die Bewertungen der Aktien sowie den Zustand der Bilanzen und der Geschäftsmodelle zu achten, das Rezessionsrisiko richtig einzuschätzen und sich einen langen Zeithorizont zu bewahren.

Wo die Aktienmärkte in drei Monaten stehen, kann man nur raten - und das ist immer gefährlich. Dass sie aber in drei oder fünf Jahren deutlich höher stehen werden, ist eine Vermutung, die sich gut begründen lässt.

Dr. Georg Graf von Wallwitz

DISCLAIMER: Dieser Artikel enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement. GmbH. Diese Meinungen können sich jederzeit ändern, ohne dass dies mitgeteilt wird. Der Artikel dient der Unterhaltung und Belehrung und ist kein Anlagevorschlag bezüglich irgendeines Wertpapiers, eines Produkts oder einer Strategie. Die Informationen, die für diesen Artikel verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann. Die Quelle für die Grafiken ist, so weit nicht anders vermerkt, Bloomberg.