



„Herbststürme an den Börsen“

Phase der Neubewertung
Korrektur oder Trendwende?
Kommt eine Rezession?
Monat der Politik

In unserem letzten Portfoliomanagementbericht verwiesen wir darauf, dass es abseits der Berichtssaison „altbekannte“ (Politik-) Themen waren und sind, die die Märkte in ihren Bann ziehen. Dabei hält sich unsere Einschätzung, dass diese einzeln beherrschbar sind, in Summe jedoch in der Tat größere Käuferzurückhaltung nach sich ziehen können, wie im aktuellen Umfeld zu beobachten ist. Das führt auch -wieder- zu größeren Tagesschwankungen, die allerdings historisch eher „normal“ sind. Der liquiditätsgetriebene Kursaufschwung der letzten Jahre verlief nahezu ohne Rücksetzer und auch sehr schwankungsarm. Willkommen in der „alten“ Normalität.

Eine differenzierte Betrachtung der einzelnen Felder ist derzeit nicht zu erkennen und dieser Cocktail an Gründen und der enttäuschende Beginn der europäischen Berichtssaison führen gemeinsam dazu, dass sich dann doch das erwartete Drehbuch für das 4. Quartal geändert hat. Ein neuer Realitätscheck steht an. Die unterschiedlichen Impulsfelder im Einzelnen:

Der schon lange schwelende Handelskonflikt zwischen den USA und China belastet und die Berichtssaison zeigt, dass diese Unsicherheit bereits konkrete Spuren in den Bilanzen der Unternehmen hinterlassen hat. Das verdeutlichen einerseits die Zahlen europäischer Konzerne, die stark in den Emerging Markets vertreten sind. Andererseits ist China bislang der große Verlierer der Trump'schen Politik, wo die Börsenkurse in diesem Jahr bisher ca. 20% nachgaben.

Chinas Wirtschaft legte (nach Angaben des Statistikamtes in Peking) im 3. Quartal 2018 um 6,5% (leicht unter den erwarteten 6,6%) im Vergleich zum Vorjahreszeitraum zu. Das derzeitige Wachstum ist das schwächste seit der Finanzkrise 2009 und die Einkaufsmanagerindizes notieren nur noch knapp im Wachstumsmodus. Demnach kann davon ausgegangen werden, dass Regierung und Notenbank mit einer expansiveren Geld- und Fiskalpolitik in den nächsten Wochen/Monaten Impulse schaffen wollen. Zudem erscheint eine vorübergehende Zollübereinkunft mit den USA nunmehr wahrscheinlicher, womöglich auf dem G20-Gipfel Ende November in Buenos Aires.

Die Frage nach dem „Brexit“ (geordnet oder ungeordnet?) bleibt auch weiterhin offen. Die Irland-Grenzfrage ist nach wie vor ungelöst, jedoch stimmen die letzten Signale (aus Brüssel und Berlin) zuversichtlich, dass Richtung Dezember sich auch dort eine Lösung abzeichnet.

Italien hat mit seiner Haushaltspolitik sehr eindringlich die Diskussion um die Zukunft der Europäischen Union und des Euros zurück auf die Agenda gehievt. Italiens Ausgabenpläne sind nicht mit den Plänen Brüssels in Einklang zu bringen. Daher war es folgerichtig, dass die EU-Kommission die Pläne zurückweist. Italien wird allerdings wenig Bereitschaft zeigen, die Pläne zu ändern. Was ist zu tun? Die Möglichkeiten der EU sind schon rein rechtlich begrenzt. Schafft dagegen der Kapitalmarkt entsprechenden Druck? Die Refinanzierung wird für Italien teurer, eine unmittelbare Haushaltskrise droht aber nicht, da immer noch in beträchtlichem Umfang Anleihen fällig werden, deren Kupons über dem aktuellen Marktniveau liegen. Sollten jedoch die Ratingagenturen die Einstufungen in den „Ramschbereich“ drücken, werden die Renditen noch massiver anziehen. Der Leidensdruck für Italien würde zunehmen. Der Lerneffekt auch? Das Beispiel Türkei zeigt, dass es in der Tat einen solchen Lerneffekt geben kann. Als die Refinanzierung Mitte August immer teurer wurde, zeigte sich die türkische Regierung „plötzlich“ deutlich „beweglicher“ in Ihren Maßnahmen.

Die Landtagswahlen in Bayern und Hessen haben die Problematik der Großen Koalition in den Fokus gerückt. Es ist davon auszugehen, dass Anfang Dezember die CDU nicht nur einen neuen Vorsitzenden wählt, sondern, dass im Falle einer Ernennung von Friedrich Merz, es recht zügig zu Neuwahlen kommen wird, da die SPD-Basis eine Neuordnung anstreben wird.

In den USA stehen dagegen die Zwischenwahlen an. Am 6. November werden Teile des Senats und das Repräsentantenhaus neu gewählt. Völlig offen ist, wie die Kapitalmärkte die Ergebnisse aufnehmen werden. Eine Wahl-Prognose ist nicht möglich, da es in den sog. „Swing-States“ um wenige tausend Stimmen Differenz geht. Es ist jedoch davon auszugehen, dass die Demokraten im Falle einer Rückeroberung des Repräsentantenhauses die Wirtschaftspolitik Trumps weitestgehend mittragen werden, so dass von diesem Ergebnis keine größeren Verwerfungen ausgehen sollten.

Im Oktober verstärkte sich an den Kapitalmärkten deutlich der Druck, sich von Risikoanlagen zu trennen. Damit hat sich auch fürs erste die Hoffnung gemindert, dass Europa die auffällige Divergenz des Jahres zu den USA von unten nach oben schließen könnte. In den USA sind Gewinnmitnahmen mittlerweile selbst in den Technologieaktien (Stichwort „FAANG“) zu beobachten und



damit auch in der letzten Bastion, die sich behaupten konnte und den Aufschwung des bisherigen Jahres quasi allein getragen hatte. Amazon ermäßigte sich beispielsweise seit Anfang September um knapp 30%, was einer Marktkapitalisierung von rund 300 Mrd. USD entspricht.

Mit Spannung erwarten wir die US-Notenbanksitzung am 8. November. Der dortige Arbeitsmarkt brummt weiter, die Stundenlöhne legten mit 3,1% so stark zu wie seit zehn Jahren nicht mehr. Das Schreckgespenst Inflation ist also definitiv auf der Tagesordnung. Es ist davon auszugehen, dass die FED verbal die nächste Zinserhöhung für den Dezember vorbereiten wird. Das bedeutet für den Aktienmarkt, dass dieser steigende Refinanzierungskosten der Unternehmen und höhere Diskontfaktoren bei der Aktienbewertung reflektieren muss.

Die Berichtssaison sollte eigentlich für den Jahresabschluss positive Impulse liefern. Die Ausgangslage war dabei gar nicht mal so schlecht. Das weltweite Konjunkturwachstum ist nach wie vor in Takt, das synchrone, wenn auch sich verlangsamende Wachstumstempo (IWF nahm für 2019 seine Prognose von 3,9% auf 3,7% zurück) der großen Wachstumsregionen. Allerdings waren die Analysten zu optimistisch, insbesondere für deutsche Konzerne. Zu Jahresbeginn waren die Analysten noch davon ausgegangen, dass die Gewinne im Schnitt um 10% steigen werden. Tatsächlich stagnieren die Gewinne bislang aber.

Die Berichtssaison der USA (S&P500) liegt dagegen schon zu gut der Hälfte hinter uns. Gut drei Viertel konnten die Erwartungen übertreffen, welche aber nicht durch Anschlusskäufe honoriert wurden. Durch die Kursrückgänge haben sich zumindest Bewertungsrelationen wieder verbessert. Der amerikanische Aktienindex S&P500 notiert jetzt mit einem KGV von gut 15 unter dem 5-Jahresdurchschnitt (16,5) und noch knapp über dem 10-Jahresdurchschnitt (14,5).

Auf dem Alten Kontinent gab es dagegen eine ganze Reihe von Gewinnwarnungen, in deren Zusammenhang die Kurse deutlicher nachgaben. Dabei sind es sogar ganz unterschiedliche Branchen, die mit ihren Zahlen nicht überzeugen konnten. So gab es Prognoseanpassungen beispielsweise von diversen Automobiltiteln (auch vom WLTP-Zulassungsprozess gebremst), Deutsche Post, FMC (fast 20% Tagesverlust der Aktie!), Heidelberg Cement, Henkel, Krones, Michelin, RWE, Philips, Thyssen oder Zalando. Es ist offensichtlich, dass politische Reformen wie in den USA fehlen, ja die Politik sogar eher als Hemmschuh wahrgenommen wird. Zudem sind insbesondere die global tätigen Exportunternehmen von den Währungsturbulenzen in den Schwellenländern wie Brasilien, Südafrika oder Türkei deutlicher betroffen als die US-Pendants, die ausschließlich auf Ihrem heimischen Binnenmarkt agieren. So muss leider festgehalten werden, dass auch diesbezüglich die Schere zwischen USA und Europa sich nicht zu Gunsten Europas schließt, sondern weiter auseinandergeht.

Übergeordnet sind die Gewinnrends aber nach wie vor intakt, die Gewinndynamik nimmt jedoch ab. Vor dem Hintergrund der anziehenden Renditen (USA) wird das aber scheinbar nicht mehr ohne weiteres akzeptiert. Demnach sind für den Dax die US-Renditen schon maßgeblich, sind es doch die US-Investoren, die kaufen und verkaufen und fehlende Nachfrage erhöht die Tagesschwankungen.

Eine nahende Rezession der Weltwirtschaft lässt sich jedoch derzeit noch nicht aus den Zahlen ableiten. Somit bleibt ein ausgeprägter Crash nicht das von uns favorisierte Szenario. Wir glauben ebenfalls, dass durch die Korrektur schon einiges eingepreist ist. Auch das Risiko einer Rückkoppelung der Kursverluste auf die Konjunktur sehen wir derzeit ebenfalls noch als überschaubar an. Allerdings bleibt das Potential vorerst auch nach oben überschaubar, solange die Mixtur an offenen Fragen ungeklärt bleibt. Ein Tradingmarkt erscheint das wahrscheinlichste Szenario. Daher gilt es, sich durch die relative Schwäche europäischer Aktien im [Hansen & Heinrich Universal](#) nicht verunsichern zu lassen und selektiv nach Chancen zu suchen, da das fundamentale Umfeld für Aktien in Europa besser ist als die Kurse vermuten lassen, zumal sich der Kreditzyklus, auch vor dem Hintergrund der sinkenden Arbeitslosenquote, weiter positiv entwickelt. Die Bewertungen vieler alternativer Anlageklassen sind derzeit zu hoch, um Renditen der letzten Jahre einfach fortzuschreiben. Daher wird sich unserer Meinung nach früher oder später der Blick auf europäische Aktien richten, wo ausgesuchte Aktien uns relativ angemessen/preiswert bewertet erscheinen.

Gerade im Vergleich zu passiven ETFs sollte man mit unserem Ansatz der Investition in Value-Titeln zukünftig Erfolg haben. Die Kurse fallen derzeit teilweise schneller als die Gewinne und das macht die Unternehmen trotz der reduzierten Gewinnerwartungen wieder preiswerter. Man spürt, dass die Gleichung hohes Wachstum automatisch höhere Aktienkurse derzeit nicht aufgeht. Die Kurse folgen eher den Kapitalströmen, die gerade im passiven ETF-Zeitalter schnell abgezogen werden können. Dadurch eröffnen sich jedoch, unserer Meinung nach, langfristige lukrative Perspektiven, denn Unterbewertungen werden früher oder später von aktiven Investoren gehoben werden.

Ein Beispiel sei mit Continental genannt, dass seine Gewinnprognose um knapp 20% senkte, der Kurs gab allerdings um über 40% nach. HeidelbergCement senkt seine Gewinnprognose um 11%, der Aktienkurs gab aber über 35% seit Jahresanfang ab. Continental zeigt aber gleichzeitig auch ein anderes Dilemma, nämlich eine ungeschickte Kommunikation mit den Kapitalmärkten. Zwei Gewinnwarnungen haben Vertrauen verspielt. Ceconomy (Metro-Abspaltung) schaffte sogar drei Gewinnwarnungen im Jahr 2018, die letzten beiden innerhalb von drei Wochen!

Das Umfeld wird herausfordernd bleiben, das ist uns bewusst. Die Kursbewegungen der vergangenen Wochen, zumal erstmals seit



HANSEN & HEINRICH
AKTIENGESELLSCHAFT

Portfolio Management

November 2018

langem auch die amerikanischen Märkte sich nicht widerstandsfähig zeigten, haben das deutlich gezeigt. Für dieses Umfeld haben wir unsere Handlungsfähigkeit, wie im letzten Bericht angekündigt, erhöht. Wir haben die Long-Futures geschlossen und teilweise Short Futures aufgenommen, welche wir beweglich einsetzen wollen. Daneben haben wir die Liquiditätsquote ein Stück weit erhöht und die Branchenaufteilung wie oben beschrieben entsprechend modifiziert. Nach den Gewinnwarnungen haben wir in Schwäche z.B. Positionen in Fresenius, Henkel oder SAP ausgebaut, LOreal oder LVMH nach langer Zeit wieder aufgenommen. Namhafte dividendenstarke Blue Chips, gerade aus den Sektoren Konsumgüterhersteller, Gesundheitswesen, Telekommunikation oder Versorgern, sollten eine Renaissance erleben. Diese bilden unseren Kern. Bilanzqualität mit ausreichend Eigenkapital und Ertragskraft sollten mit ihrem Bewertungspuffer verstärkter als reine Wachstumsphantasien in den Fokus der Anleger rücken.

Im [Strategie H&H](#) gilt es, mehrgleisig dem ambitionierten Marktumfeld zu begegnen. Einerseits spricht die Konjunktur noch für Wachstumswerte, gleichzeitig ist der Zyklus weit vorangeschritten. Auf der anderen Seite gibt es selektiv endlich wieder Zinsen, gleichzeitig beeinflussen die steigenden Zinsbewegungen die Anleihekurse niedrig verzinsten Anleihen enorm. Zudem sind die Anlagemärkte durch „künstlich“ niedrig gehaltene Zinsen historisch verzerrt, gleichzeitig begrenzen aber Robotisierung und Digitalisierung die Inflation.

Eine bequeme Anlagelösung, die allen Herausforderungen gerecht wird, gibt es nicht, der Investmentansatz muss stimmen. Wir steuern die Aktienquote aktiv durch den Einsatz von Futures. Somit bleiben wir in erstklassigen Qualitätsunternehmen investiert, reduzieren aber die Marktrisiken. Zudem sind die Aktien regional breit gestreut (Basis MSCI-World ETF, selektive Übergewichtung Deutschland, Untergewichtung Emerging Markets) und der Schwerpunkt wird sukzessive auf die sog. Large-Caps verlagert, da diese in schwächeren Konjunkturphasen sich traditionell robuster zeigen. Bei den Anleihen sind wir ebenfalls breit und überregional aufgestellt. Kurzlaufende Unternehmensanleihen, Wandelanleihen, Hybridanleihen oder interessante Neuemissionen bieten uns eine flexible Rentenstruktur. Barmittel, so unverzinst sie auf dem Konto auch verbleiben, bieten Stabilität und die Möglichkeit, in Schwächephase proaktiv Chancen wahrnehmen zu können. Daneben nutzen wir Strategien, die nahezu unkorreliert zu den klassischen Investitionsmöglichkeiten daherkommen. Das sind bspw. Long-/Short-Strategien, Gold, Volatilitäts- oder Makrostrategien, die einen anderen Ansatz verfolgen. Im Oktober zahlte sich diese Diversifizierung nur bedingt aus, da nahezu alle Anlageklassen sich im Kurs ermäßigten. Für die Zukunft wird es elementarer denn je sein, sich breit aufzustellen und dafür sehen wir uns mit unserer Aufstellung gut gerüstet. Am **15. November** werden wir eine weitere Ausschüttung an unsere Anleger vornehmen. **Pro Investmentfondsanteil werden 1,25 EUR ausgeschüttet.**



Andreas Fritz



Andreas Heinrich



Christian Böhm



Dr. Lars Slomka