

Börsenmonitor April 2018



- **Vom Jahrestief haben sich die Börsen mittlerweile etwas erholt, der April verläuft bis jetzt positiv. Die politische Großwetterlage hat aber für neue Unsicherheit gesorgt (Protektionismus, Russland, Syrien). Besonders im Handelskonflikt USA vs. China bzw. Europa liegen Risiken für die Weltwirtschaft.**
- **In nächster Zeit dürften sich die Börsen weiter im Spannungsfeld zwischen den politischen Friktionen einerseits und den starken Unternehmensgewinnen und dem soliden Weltwirtschaftswachstum auf der anderen Seite bewegen. Gute Unternehmensberichte führten zuletzt wieder zu steigenden Kursen bei einzelnen Titeln und Branchen.**
- **Die weiter guten Fundamentalfaktoren und die niedrigere Bewertung der Märkte sprechen für aktuell gute Einstiegsmöglichkeiten bei Aktien. Mit etwas Geduld gegenüber der Politik besteht bei einem langfristigen Anlagehorizont derzeit ein gutes Chancen/Risikoverhältnis.**

Das Börsengift Unsicherheit lässt die Märkte weiter schwanken und überschattet die gute Ertragslage der Unternehmen: Die zahlreicher gewordenen politischen Unwägbarkeiten - neben dem von Donald Trump mit Strafzöllen entfachten Handelskonflikt nun auch eine Sanktionsverschärfung gegenüber Russland und eine militärische Eskalation in Syrien - sorgen immer wieder für starke Tagesschwankungen und abrupte Richtungswechsel an den Aktienmärkten. Dazu kommt noch die Angst vor einer Regulierungsverschärfung für die großen Internetkonzerne nach dem Datenskandal bei Facebook.

Da verwundert es den Beobachter schon fast, dass sich der April trotzdem bisher eher von der Sonnenseite zeigt. Denn sowohl in Europa als auch in den USA liegen die Hauptaktienindizes mit etwa drei Prozent im Plus. Viel Negatives wurde bereits in den schwachen Wochen zuvor, im März, eingepreist. Insgesamt, seit Jahresbeginn, verzeichnen Aktien in Europa leichte Verluste (Stoxx600 -2,2%, DAX -2,6%) und die US-Indizes in Dollar leichte Zugewinne (S&P500-Index +1,2%, Nasdaq +5,5%).

Die kräftigste Erholung, ausgehend von den bisherigen Jahrestiefs Ende März, verzeichneten in Europa mit Kursgewinnen zwischen 7% und 7,5% die als defensiv geltenden Aktien der Haushaltsgüterproduzenten und Telekomfirmen, aber auch die Ölkonzerne und die zyklische Autoindustrie. In den USA haben die Energiewerte (ebenfalls Öl- und Gas) mit plus 6,5% klar die Nase vorn, vor dem Telekomsektor, der Rohstoffbranche und nicht zyklischen Konsumtiteln (Haushaltsgüter und Nahrungsmittel), die alle im Durchschnitt über 3% zulegen konnten.

Die Schlusslichter bilden in Europa Medienwerte, Banken und Aktien aus der Urlaubs- und Freizeitindustrie, allesamt mit weniger als 3,5% Plus. In den USA zählen zyklische Konsumwerte (Autohersteller, Airlines) und ebenfalls Finanztitel zur Gruppe der Nachzügler. Die Erholung verlief also von Branche zu Branche sehr ungleich und vorwiegend bei defensiven, also weniger konjunkturabhängigen Aktiensegmenten.

Die Berichtssaison könnte positive Impulse für die Börsen liefern: In den nächsten Wochen werden die Märkte wohl im Spannungsfeld aus politischer Großwetterlage und guten Unternehmensergebnissen bleiben. Für das zurückliegende erste Quartal werden die besten Unternehmensbilanzen seit sieben Jahren erwartet. Neben Mehrumsätzen aufgrund der guten Weltwirtschaftslage und operativen Verbesserungen werden die Gewinne der US-Gesellschaften zusätzlich angetrieben durch die zum Jahreswechsel eingeführte Steuerreform mit einer umfangreichen Senkung des Ertragsteuersatzes von 35% auf 21%.

Im amerikanischen S&P500-Index werden deshalb für alle 11 Sektoren Gewinnverbesserungen erwartet, am stärksten für die Energiewerte (Öl- und Gasförderung), den Rohstoffsektor, die Technologiekonzerne und die Banken. Im Durchschnitt wird mit einem Plus von 19% kalkuliert, im Oktober, vor Bekanntgabe der Unternehmenssteuerreform waren es noch 10%.

Das übliche Muster der vergangenen Jahre, die hohen Gewinnerwartungen in den USA vor

Veröffentlichung der Zwischenberichte sukzessive zurückzuschrauben und später die niedrigeren Hürden zu übertreffen, wird also diesmal durchbrochen. Die Ertragsschätzungen wurden in den vergangenen Wochen trotz der Marktturbulenzen Zug um Zug angehoben, und es bestehen sogar gute Chancen, dass sie trotzdem noch übertroffen werden. In erster Linie könnte das auf stärker im Inlandsgeschäft verankerte mittelgroße und kleinere US-Unternehmen zutreffen, die überproportional von der Steuersenkung profitieren werden.

Den fünf größten US-Bankhäusern jedenfalls ist es bereits gelungen, mit ihren Ergebnissen die Investorenerwartungen klar zu schlagen. Im Zahlenwerk finden sich starke Hinweise, dass neben den operativen Verbesserungen vor allem die Wirkung der Steuerreform auf die Gewinne je Aktie noch unterschätzt wird. Zum Beispiel hat die nach Marktkapitalisierung und Bilanzsumme größte Bank, JP Morgan Chase, vor Steuern einen operativen Gewinnanstieg von 2,3 Mrd. USD (auf 10,7 Mrd. USD im Quartal) erwirtschaftet und musste trotz dieses Mehrertrags rund 240 Mio. USD weniger Steuern als im Vorjahr abführen. Diese Entlastung führt dann zu einem fulminanten Anstieg beim Gewinn je Aktie von über 43%, deutlich mehr als von Analysten prognostiziert.

Ähnlich sieht es bei den anderen Großbanken Citigroup und Bank of America aus. Bei Bank of America trägt der Steuereffekt allein sogar rund ein Drittel zum 30% höheren Nettogewinn bei. Operativ konnten sich die amerikanischen Geldhäuser besonders kräftig im Aktienhandel verbessern, wo sie dank der Marktschwankungen und einem explodierenden Geschäft mit Derivaten (Marktabsicherung von Investoren angesichts der veränderten Risikolage) um bis zu 38% zulegen konnten. Aber auch im Privat- und Firmenkundengeschäft und im Management von Vermögensanlagen legten Umsätze und Gewinne erheblich zu.

Außerhalb des Finanzsektors fielen bisher die Zwischenberichte des größten Elektronik- und Halbleiterkonzerns Samsung und des US-Streamingdienstes Netflix positiv auf. Netflix konnte im ersten Quartal den Umsatz um 40% steigern, über 7,4 Mio. neue Kunden gewinnen, davon 5,5 Mio. außerhalb der USA, und den Gewinn um mehr als 60% steigern.

Bis vor wenigen Tagen war die gute Ertragssituation der Unternehmen angesichts der politischen Unruhe am Markt weitgehend verpufft, mittlerweile setzen sich aber gute Zahlen auch wieder in steigende Aktienkurse um. In der Fülle könnten sie Wirkung zeigen und zu wieder festeren Börsen führen, sofern sich die Politik etwas beruhigt. Wenn Vernunft einkehrt und verhandelt statt weiter sanktioniert wird, bieten sich bei Aktien Einstiegsgelegenheiten. Auch die amerikanischen Unternehmensbosse haben kein Interesse an der Errichtung von Handelsschranken. Das würde die in internationaler Arbeitsteilung aufgebauten Liefer- und Wertschöpfungsketten der Konzerne massiv stören.

Sind Aktien aktuell teuer? Aktien sind nicht überteuert, im Gegenteil, unter der Voraussetzung, dass der Aufwärtszyklus der Weltwirtschaft noch nicht an seinem Ende angekommen ist, sind Aktien heute wieder so günstig wie vor vier Jahren. Vor allem US-Titel sind in den vergangenen Monaten deutlich billiger geworden. Die Gewinnschätzungen sind aufgrund der solide wachsenden Weltwirtschaft und der Steuersenkung markant heraufgesetzt worden. In diesem Jahr wird mit etwa 20% Plus das stärkste Gewinnwachstum seit 2011 erwartet. Gleichzeitig haben sich die Kurse mit dem Auf und Ab seit Jahresbeginn per Saldo kaum verändert, so dass die Bewertung amerikanischer Aktien mit einem Kurs/Gewinnverhältnis von 16,9 für 2018 und 15,3 bezogen auf die Erwartungen für nächstes Jahr auf das Niveau von Mitte 2014 zurückgefallen ist.

Trotzdem müssen Anleger für US-Werte damit immer noch mehr bezahlen als für europäische Titel. In Europa liegen die entsprechenden KGVs bei 14,1 und 13,0 und für die 30 DAX-Werte sogar nur bei 12,4 bzw. 11,3. Das sind Bewertungsniveaus, wie wir sie 2014 und für den DAX im Jahr 2013 gesehen haben. Die Dividendenrenditen von 3,5% im Durchschnitt machen europäische Aktien vor allem auch gegenüber Anleihen deutlich attraktiver. In den niedrigen Bewertungsrelationen spiegelt sich in erster Linie die Unsicherheit der Investoren über eine weitere Eskalation im Handelskonflikt der USA mit China und Europa wieder. Deshalb müssen vor allem viele exportlastige

deutsche Unternehmen aus dem DAX-Index Risikoabschläge hinnehmen. Die könnten sich aber schnell auflösen, wenn der Handelsstreit ohne Errichtung von höheren Importschranken beigelegt wird.

Anleiherenditen tendieren auf erhöhten Levels seitwärts: An den Zinsmärkten ist es nach dem scharfen Renditeanstieg bis Mitte Februar in den letzten Wochen ruhig geblieben. Wahrscheinlich ist aber, dass sich der ansteigende Zinstrend auch am langen Ende weiter fortsetzen wird, denn die Inflationsraten dürften auf beiden Seiten des Atlantiks weiter moderat zulegen. Im März lag die Teuerung in den USA bei 2,4% und in der Kernrate bei 2,1%, in der Eurozone bei 1,4% bzw. 1,0%. Die Inflation wird also nicht ins Galoppieren kommen, sondern eher gemächlich ansteigen. Trotzdem wird die Federal Reserve in den USA den Leitzins in diesem Jahr mindestens noch zweimal anheben. Einige Ökonomen rechnen sogar mit sieben weiteren Zinsanhebungen in Amerika bis zum Jahresende 2019 auf dann 3,38%.

Die langfristigen Renditen werden sich entsprechend der Inflationserwartungen im Markt ebenfalls sukzessive nach oben bewegen, in Europa aber langsamer als in den USA. Noch kauft die Europäische Zentralbank monatlich für 30 Mrd. EUR Anleihen aus dem Markt, was hierzulande weiter Druck auf die Renditen auslöst. Spanische und italienische Anleiherenditen sind in den vergangenen Wochen weiter gefallen, in Spanien auf 1,2% für zehnjährige Papiere. Zehnjährige Bundesanleihen rentieren nach einem zwischenzeitlichen Anstieg auf 0,75% seit Ende März wieder bei mageren 0,5%, kürzere Laufzeiten nahe Null oder sogar darunter. Auf der Suche nach Rendite für unser Geldvermögen dürften also Aktien gegenüber Anleihen auf absehbare Zeit noch die bessere Wahl bleiben.

FIDUKA, 17. April 2018