

Börsenmonitor Mai 2018



- **Der April sorgte für eine weitreichende Erholung an den Aktienmärkten. Ähnlich schwungvoll hat auch der Mai begonnen. Der etwas stärker gewordene Dollar hilft vor allem den europäischen Aktien.**
- **Gute Unternehmensberichte liefern den Treibstoff für die aktuell starke Börsenphase. Und neue Querschläger von Seiten der Politik sind vorerst ausgeblieben. Energiewerte liegen wegen des gestiegenen Ölpreises in Europa vorne, vor Technologieaktien, Automobilteilen und Versicherungen.**
- **Die Fundamentalfaktoren sprechen für höhere Aktienkurse. Die politischen Unsicherheiten sind gleichwohl nicht vom Tisch, die Börsen haben sich aber damit arrangiert. Die Korrektur war hilfreich, die Gewinnbewertung der Märkte ist mit einem KGV 2019 von 13,9 in Europa (Dax 12,3) und 15,5 in den USA konstruktiv. Ohne Krisenverschärfung im Nahen Osten können die Märkte im dritten Quartal neue Hochs anlaufen.**

Auf Erholungskurs: Seit dem Jahrestief Ende März steigen Aktien wieder. Ein kräftiges Plus von vier Prozent im April und nochmal drei Prozent bisher im Mai, das ist die überzeugende Bilanz des europäischen Benchmark-Aktienindex Stoxx600 in den vergangenen sechs Wochen. Die Aufwärtsbewegung hat die europäischen Börsen wieder auf den Stand von Anfang Februar zurückgeführt, fast drei Prozent über den Jahresschlussstand 2017. Anleger in Europa können sich also wieder über ein leichtes Jahresplus freuen. Der DAX liegt mit plus 0,7% noch etwas hintendran. In Amerika (S&P500-Index) liegt der Zugewinn für europäische Investoren dank des zuletzt wieder etwas stärkeren Dollar ebenfalls bei etwa drei Prozent.

Weltweit lieferten Dividendenpapiere im bisherigen Jahresverlauf in Euro etwa zwei Prozent Rendite ab (MSCI Weltaktienindex). Unterdurchschnittlich entwickeln sich derzeit die Börsen in den Schwellenländern, die von schwächeren Währungen und gedämpften Wachstumserwartungen zurückgehalten werden. Auf Rohstoffimporte angewiesene Länder werden zudem von den steigenden Erdöl- und Rohstoffpreisen belastet.

Leicht aufgehellte Anlegerstimmung: Die Konjunktursorgen sind wieder etwas kleiner geworden, denn die letzten verfügbaren Daten aus den Vereinigten Staaten und China signalisieren fortgesetztes Wachstum. Vor allem der Arbeitsmarktbericht in den USA, wo im April mit 3,9% die niedrigste Arbeitslosenquote seit dem Jahr 2000 gemessen wurde, und höhere Auftragseingänge der US-Industrie lassen eine Trendfortsetzung der guten Konjunktur erwarten. Das gilt auch für Europa, hier aber wahrscheinlich mit etwas abgeschwächter Dynamik. Auch die unter Ökonomen verbreiteten Befürchtungen einer Beschleunigung der Inflation haben sich angesichts der jüngsten Daten wieder gelegt.

Geblichen ist allerdings die generelle Unsicherheit über den zunehmenden Protektionismus. So wurden die angedrohten US-Zölle auf europäische Stahlimporte von Donald Trump nur bis Ende Mai aufgeschoben. Verhandlungen zwischen den Amerikanern und den in vielen Punkten uneinigen Europäern finden bisher nur rudimentär statt.

Die Börsen scheinen sich nach dem ersten Schock mit der unsicheren handelspolitischen Lage arrangiert zu haben. Jedenfalls sind die Tagesauschläge und schnellen Richtungswechsel an den Börsen merklich zurückgegangen, die Volatilität hat sich vorerst normalisiert. Das bedeutet aber nicht, dass bei unerwarteten Ereignissen oder neu aufkeimenden geopolitischen Konflikten (z.B. Potenzial einer offenen militärischen Auseinandersetzung zwischen Israel und Iran), die starken Schwankungen nicht sofort wieder zurückkehren können.

Neue Höchstmarken bereits im Blick? Kurzfristig sind Aktien zwar technisch leicht überkauft, im Trend dürfte es jetzt aber weiter nach oben gehen. Für den eher unwahrscheinlichen Fall einer schnellen Lösung im Handelskonflikt zwischen den USA und China bzw. USA und Europa, wären unmittelbar neue Höchststände an den Märkten zu erwarten. Die fehlenden vier bis fünf Prozentpunkte sind schnell greifbar, denn ehemals schon erreichtes, und in der Korrektur wieder verloren gegangenes Terrain, können die Börsen bei einer Stimmungsverbesserung erfahrungsgemäß relativ schnell zurückerobern. Shorteindeckungen

von Leerverkäufern, die auf fallende Kurse gesetzt haben, verstärken dann häufig den Trend nach oben.

Da eine schnelle Lösung der Handelsthematik zwischen Donald Trump und Europa aber wenig wahrscheinlich ist, dürfte ein Szenario einer langsamen Aufwärtstendenz, unterbrochen von kurzfristigen Rückschlägen, realistischer sein. Aber auch dann sollten noch in diesem Jahr neue Höchststände an den Börsen erreicht werden, sofern die Weltwirtschaft auf Wachstumskurs bleibt und die Unternehmensgewinne die Prognosen einhalten. Der Weg dahin würde nur etwas länger dauern.

Denn die aktuellen Gewinnbewertungen von Aktien sind nicht zu hoch, sie lassen noch Spielraum nach oben. Das gilt auch in der gegenwärtigen Frühphase restriktiver werdender Notenbanken. Bleibt die Inflation verhalten, könnte der Zinsanhebungstrend in den USA früher als erwartet wieder beendet sein.

Inflationsgefahr überschätzt? Die jüngsten Daten aus Europa zu den Konsumentenpreisen im April weisen mit einer Jahresrate von 1,2% und in der Kernrate von 0,7% auf eine äußerst moderate Teuerung hin. Die Werte liegen tiefer als dem Herbst 2017, wenig deutet auf einen inflationären Preisdruck hin.

In den USA lag die Jahresrate im April in der von der Zentralbank bevorzugten Definition ohne Energie- und Nahrungsmittel (Kernrate) wie im Vormonat bei 2,1%. Einschließlich der um 7,9% höheren Energiepreise und Kosten für Nahrungsmittel (+1,4%) ist die Inflation mit 2,5% zwar spürbar höher als in Europa, blieb aber unter den Markterwartungen. Die langfristigen Zinsen im zehner- und dreißigjährigen Bereich gaben daraufhin nach.

Trotz steigender Energiepreise liegen die Teuerungsraten also unter den Prognosen. Was steckt dahinter? In Europa fallen die Preise für Dienstleistungen verhaltener aus, weil sie, wie häufig zu beobachten, vor den Osterfeiertagen angehoben und anschließend wieder geglättet worden sind.

Augenfällig ist auch, dass die weltgrößten Konsumgüterproduzenten Nestle, Procter &

Gamble und Unilever im Rahmen ihrer Quartalsbilanzen unisono von einem scharfen Wettbewerb und nachgebenden Abgabepreisen für ihre Produkte in Nordamerika und Europa berichten. Sie haben offenbar keine Preissetzungsmacht. Dazu trägt auch der stark wachsende Online-Konsum und die damit einhergehende Preistransparenz bei. Häufig müssen die Hersteller bei großen Einzelhandelsketten Preisreduktionen in Kauf nehmen.

Wenn selbst die marktdominanten Konsumgüterproduzenten keine Preisanhebungen durchsetzen können, spricht wenig für eine gefährlich hohe Inflation. Der Wettbewerbsdruck ist zu groß, die Notenbanken brauchen die Zinskeule nicht auszupacken.

Schneller steigende Unternehmensgewinne geben den US-Aktien Impulse: Vier von fünf Unternehmen in den USA haben die Gewinnerwartungen in ihren Zwischenbilanzen zum ersten Quartal übertroffen. Häufiger als sonst haben die Vorstände bereits zu diesem frühen Zeitpunkt ihre Jahresprognosen angehoben. In erster Linie multinationale Industriekonzerne wie Honeywell, Boeing, United Technologies und Caterpillar haben die Jahresziele heraufgesetzt. Daraus lässt sich ein hohes Vertrauen in die Weltkonjunktur und eine anhaltend kräftige Kundennachfrage ableiten.

Aber auch die großen Technologiewerte Apple, Microsoft, Amazon, Micron und Netflix haben überzeugende Resultate abgeliefert. Wurde zu Jahresbeginn für die S&P500-Indexgesellschaften im ersten Quartal noch mit einem Gewinnwachstum von 18% zum Vorjahr gerechnet, sind es jetzt plus 24%. Unterschätzt wurden vor allem die Wirkung des schwächeren Dollarkurses auf Umsätze und Betriebserträge und der Steuerreform auf die Nettogewinne.

Niedrigere Steuern tragen knapp ein Viertel zum Gewinnanstieg von 24% bei. Etwa 13% beträgt der Anstieg vor Steuern, also operative Verbesserungen mit Unterstützung durch die Währung. Der Rest entfällt auf die in den USA allgegenwärtigen Aktienrückkäufe. Die höheren Gewinne machen US-Aktien preiswerter, der Bewertungsaufschlag zu den europäischen Börsen ist deshalb der niedrigste seit vier Jahren.

Massiver Währungsgegenwind bremst die europäischen Unternehmen: Umgekehrt trifft der feste Euro Europas Unternehmen empfindlich. Die umrechnungsbedingten Währungseinbußen schmälerten die Umsätze im Auftaktquartal um bis zu 10% (Unilever, Danone).

Besonders ungemütlich ist es für die Autohersteller. Daimler erwartet 2018 eine Ergebnisschmälerung von 1,3 Mrd. EUR allein aus der Wechselkursentwicklung. Trotzdem soll das operative Ergebnis leicht zulegen, womit der Autokonzern seine durch Effizienzsteigerungen in der Fertigung und den Markterfolg der erneuerten, renditestarken S-Klasse- und SUV-Fahrzeuge unterlegte, tatsächliche Ertragskraft demonstriert. BMW erwartet zusätzliche Belastungen zwischen 500 Mio. und 1 Mrd. EUR, davon zwei Drittel aus der Währung und ein Drittel aus höheren Rohstoffkosten. Der Münchener Konzern rechnet damit, die operative Rendite trotzdem im Zielbereich zwischen 8% und 10% behaupten zu können.

Neben den Autobauern, von denen auch VW im ersten Quartal besser abschnitt als kalkuliert, haben unter Europas Schlüsselbranchen vor allem Tech-Werte (SAP, ASML, Infineon), die Chemie-Branche (BASF, DSM, Lanxess) und die Rückversicherer (Munich Re, Hannover Rück) die Prognosen übererfüllt. Insgesamt traf das aber auf weniger als die Hälfte aller Zwischenberichte in Europa zu. Positive Gewinnrevisionen, wie in den USA, blieben deshalb in Summe in Europa aus.

Resümee: Niedrige Inflation und ein gleichzeitig solides Wirtschaftswachstum bilden weiter ein optimales Umfeld („Goldilocks“) für die Aktienmärkte, sofern ein Hochziehen von Handelsschranken vermieden wird. Der in Kürze längste Bullenmarkt in der Börsenhistorie kann also noch eine Weile in die Verlängerung gehen. Für eine gegenteilige Diagnose fehlen die Anzeichen: fallende Unternehmensgewinne, rasch steigende Zinsen oder ein Konjunktur einbruch.