

Börsenmonitor August 2017



- **Der starke Euro und die Geopolitik halten die europäischen Börsen fest im Griff. Der DAX konsolidiert deshalb bereits den dritten Monat in Folge. In den USA gab es nochmal neue Rekordstände, die Börsen dort befinden sich erst ansatzweise in einer Konsolidierung.**
- **Nordkorea hat die politischen Risiken wieder stärker ins Bewusstsein gerückt. Unterdessen bleibt die Weltwirtschaft im Aufwärtstrend, ein stärkeres Abflauen der Konjunktur ist nicht zu erwarten.**
- **In Europa haben die Gewinnrevisionen nach unten gedreht, eine Ursache ist der feste Euro. In den USA bleiben die Gewinnerwartungen stabil, die Unternehmen profitieren vom schwächeren Dollar. Nach dem Sommerloch könnten die Berichte zum dritten Quartal wieder mehr Gewinndynamik entfalten. Das wäre dann der Impuls, den die Aktienmärkte brauchen.**

Ein starker Euro und die Politik halten die europäischen Börsen im Griff: Den dritten Monat in Folge konsolidiert der DAX im August jetzt, wobei sich die Einbußen verschmerzen lassen. Vom Jahres- und Allzeithoch bei 12.952 Punkten am 20. Juni bis zum Tief unter 12.000 Punkte vorvergangene Woche hat der deutsche Leitindex rund Tausend Punkte oder 7,8% abgegeben. Mittlerweile steht er knapp über der 12.000 Punkte-Marke. Nachdem sich im Nordkorea-Konflikt beide Parteien etwas zurückgenommen haben läuft eine kleine Zwischenerholung, wahrscheinlich ist aber, dass die Konsolidierung noch nicht beendet ist.

Wie stark die Euro-Aufwertung die Portfolio-Entwicklung aus Sicht eines europäischen Anlegers mittlerweile beeinflusst, zeigt der Renditevergleich an den Märkten seit Jahresbeginn. In DAX-Titeln gibt es bis heute ein Plus von 5,5% zu vermelden, und in europäischen Aktien sogar 6,3% inklusive Dividenden. Für US-Werte aber liegt die Wertentwicklung in Euro bei negativen 1,5% für den S&P500-Index bzw. einem Nullergebnis im Dow Jones (mit Dividenden). Und das, obwohl die amerikanischen Börsen in lokaler Dollar-Betrach-

tung am laufenden Band neue historische Rekordstände erreicht haben. Zuletzt bis zum 8. August für zehn Tage in Folge. Die schnelle Abwertung des Dollar von über 10% seit Anfang April hat die Wertentwicklung von US-Aktien in Euro aber komplett konterkariert.

Die laufende, und eigentlich überfällige Konsolidierung an den Aktienbörsen könnte noch eine Zeitlang anhalten. Schließlich haben die US-Börsen noch kaum in Ansätzen korrigiert und stehen – in Dollar – nur knapp unter ihren Allzeit-Höchstständen.

Auslöser für eine schwächere Phase könnte das weiter schwindende Vertrauen in Donald Trump sein. Der US-Präsident verliert immer mehr Gefolgsleute, die Wirtschaftsbosse gehen zu ihm auf Distanz und aus den Reihen der Republikanischen Partei wird immer mehr Kritik laut. Das schwächt seine Durchsetzungsfähigkeit noch mehr und macht die Umsetzung seiner im Kern wirtschaftsfreundlichen Absichten (Steuerreform, Gesundheitsreform, Infrastrukturprogramm) immer unrealistischer.

Auch das saisonale Muster spricht für eine zunächst weiter antriebslose Börsen-Phase. Mit den restlichen Augusttagen und vor allem dem September müssen wir die zwei saisonal schwächsten Börsenmonate erst noch hinter uns bringen.

Als Impulsgeber für eine weitere Aufwärtsbewegung an den Aktienmärkten könnten in erster Linie, wie schon im Frühjahr, die Unternehmensgewinne fungieren. Damit ist aber nicht vor den Zwischenberichten zum dritten Quartal, also erst ab Mitte Oktober, zu rechnen.

Ein weiterer Anschubfaktor wäre eine doch schneller als erwartete Reform der Unternehmensteuern in den Vereinigten Staaten. Das wäre allerdings dann schon eine positive Überraschung, denn die Investoren haben die „große Steuerreform“ zwar noch nicht komplett abgeschrieben, erwarten sie aber jetzt erst für 2018. Gelänge es Donald Trump nach all den Misserfolgen tatsächlich bei der Steuerentlastung auf das Tempo zu drücken und die Republikanische Partei zu einigen, würde das die US-Börsen nochmals beflügeln.

Makroökonomie bleibt stützend für die Märkte: Nichts geändert hat sich an den guten weltwirtschaftlichen Rahmendaten. Die einschlägigen Frühindikatoren wie Einkaufsmanagerindizes und andere Stimmungsumfragen in der Wirtschaft zeigen zwar für die USA und Europa nach einer Spitze im Juni eine leichte Beruhigung im Juli, befinden sich aber historisch auf sehr hohen Niveaus. Harte volkswirtschaftliche Daten bestätigen die Indikatoren und unterfüttern die gute makroökonomische Lage.

So hat sich in den USA das Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal dank zunehmender Konsum- und Investitionsausgaben auf annualisiert 2,6% markant beschleunigt. Und auch in der Eurozone ist die gesamtwirtschaftliche Leistung mit einer Jahresrate von 2,2% zum Vorjahr so stark gewachsen wie seit dem ersten Quartal 2011 nicht mehr. Einschließlich Großbritannien und der anderen nicht-Euro Länder wächst die EU damit bereits seit sieben Quartalen schneller als die USA.

Neben den anziehenden Investitionen, die aber empfindlich auf eine Verschärfung bei den geopolitischen Unruheherden reagieren können, entwickeln sich auch die Arbeitsmärkte in den Amerika und Europa positiv. Bei zunehmender Beschäftigung und weiter niedriger Inflation fördern moderate Lohnzuwächse die gesamtwirtschaftliche Kaufkraft und sorgen für eine anhaltend hohe Konsumnachfrage.

In Deutschland ziehen vor dem Hintergrund der besten Stimmung in der Wirtschaft seit der Wiedervereinigung (Ifo-Umfrage vom Juli) auch die Investitionen an, die Baukonjunktur brummt ohnehin schon seit einiger Zeit. Mehrere Bankvolkswirte haben jüngst ihre Prognosen deutlich angehoben und prognostizieren jetzt 2017 ein deutsches Wirtschaftswachstum von 2%. Ähnlich gute Fundamentaldaten kamen zuletzt aus Europa, wo auch der Süden (Wachstum in Spanien +3,1% im zweiten Quartal), vor allem aber die osteuropäischen Staaten wieder nennenswerte Wachstumsraten erzielen (Polen +4,4%, Tschechien +4,5%, Rumänien +5,7%). Sie profitieren auch von der Lokomotive Deutschland, da viele der dortigen Unternehmen in die Liefer- und Wertschöpfungskette global agierender Konzerne eingebunden sind.

Mäßige Inflation hilft den Zentralbanken:

Für die Notenbanken besteht nach wie vor kein Anlass schneller und stärker auf das Bremspedal zu steigen. Die Konsumentenpreise in Europa lagen im Juli um 1,3% über Vorjahr, im Februar betrug die Teuerung noch 2,0%. Zwar sind günstige Basiseffekte beim Rohöl und importierten Rohstoffen mitverantwortlich dafür, aber die Kerninflation unter Eliminierung dieser Effekte ist mit 1,2% ebenfalls unter Kontrolle. In den USA liegt sie mit 1,7% etwas höher, hat sich aber von einer Spitze im Januar (2,3%) überraschend klar zurückgebildet.

Kein unmittelbarer Handlungsdruck also, weshalb die Wahrscheinlichkeit für eine weitere (fünfte) Zinserhöhung durch die amerikanische Notenbank Federal Reserve im Dezember nach aktuellen Marktumfragen des Nachrichtendienstes Bloomberg sich jetzt nur noch auf ein Drittel beläuft. Im Juli waren es noch fast 50%. Zinsanhebungen auf den Sitzungen im September und November werden als gänzlich unwahrscheinlich betrachtet.

Sehr gute Berichtssaison, Gewinnrevisio- nen tendieren trotzdem leicht abwärts:

Gegen Ende der Berichtssaison mehren sich vor allem in Europa die Anpassungen der Gewinnschätzungen nach unten. Erste Unternehmen weisen nun auch auf den festen Euro als Belastungsfaktor hin. Trotzdem ist die Berichtssaison insgesamt positiv verlaufen, vor allem in den USA. Dort haben mehr als drei Viertel der S&P500-Unternehmen die Erwartungen übererfüllt, in Europa liegt die Quote mit 54% nur bei etwas über der Hälfte.

Unter den DAX-Gesellschaften blieben sogar mehr als die Hälfte hinter den Prognosen zurück. Unter den zu kurz gesprungenen sind illustre Namen wie Bayer, Deutsche Börse, Henkel oder HeidelbergCement. Umgekehrt lagen dieses Mal die Versorger über den Erwartungen und auch die großen Autofirmen haben die Prognosen übertroffen. Aber für deren Aktionäre gab es trotz des weiter guten operativen Geschäftsverlaufs wegen der schlechten Presse um Dieselemissionen und Kartellverdacht nur bittere Kursverluste. Besser als erwartete Resultate lieferte die Versicherungsbranche ab, wo die Allianz ein hervorragendes

Ergebnis präsentierte, während auf der anderen Seite die beiden größten deutschen Geschäftsbanken, Deutsche Bank und Commerzbank, schwach abschnitten.

International zählen zu der Gruppe der prominentesten Enttäuschungen der größte Lebensmittelkonzern, Nestle, die Nummer Eins der Ölbranche, Exxon, der größte US-Mischkonzern General Electric und die von einem Hacker-Angriff lahmgelegte britische Reckitt-Benckiser. Dazu der unter Preisdruck und permanenten Umstrukturierungen leidende schwedische Telekomausrüster Ericsson und, mit Cisco Systems auch der Vorreiter und das Schwergewicht unter den Anbietern von Internet-Hardware.

Per Saldo überwogen im Technologie- und Industriesektor dennoch die positiven Überraschungen, mit dem weltweit größten Unternehmen nach Börsenkapitalisierung, Apple, an der Spitze. Auch die Softwarehäuser Microsoft und Oracle, Internetfirmen Facebook und Netflix, die Halbleiterhersteller Texas Instruments, Micron und Nvidia, und etablierte Industrie-Größen wie United Technologies, Caterpillar und Honeywell schnitten besser ab als erwartet.

In der an den Börsen hoch kapitalisierten Pharma- und Biotechnologiebranche überwogen ebenfalls bei weitem die positiven Berichte von Biogen, Amgen, Celgene und Gilead sowie den Europäern Sanofi und Roche gegenüber einzelnen Minder-Performern wie Pfizer und AstraZeneca. Und auch nicht alle Öl&Gas-Multinationals enttäuschten. Die Europäer BP, Royal Dutch, Total und Eni litten zwar ebenfalls unter dem gedrückten Rohölpreis, konnten aber zumindest die Prognosen erreichen.

Unter den Banken fielen die Investmentbank Goldman Sachs mit unerwartet hohen Einbußen im Anleihengeschäft und die französische Großbank Societe Generale negativ auf. Die meisten Institute, wie die US-Häuser JP Morgan, Morgan Stanley, Citigroup und Bank of America, und unter den Europäern HSBC, BNP Paribas, Unicredit und die ING Group erreichten oder übertrafen die Vorgaben.

Die Branchenrangfolge an den Börsen spiegelt die Berichtsaison wider: Seit der Jahresmitte konnten Rohstoff- und Minenaktien als bester Sektor leicht um 2% in Euro zulegen. Sie profitieren vom Preisanstieg der wichtigsten Ertragsquelle, Eisenerz, und anderen Basismetallen wie Kupfer und Zink. Es folgen auf Platz zwei Technologiewerte (+1,9%), unter Führung der Apple-Aktie, vor den Versorgern knapp dahinter (+1,8%). Beide Sektoren wurden von guten Zwischenberichten getragen.

Am Ende der Liste rangieren Aktien aus der Gesundheitsbranche (-4,5%) und der Öl- und Gasförderung (-3,3%). Der aggregierte Weltaktienindex büßte im gleichen Zeitraum 1% in Euro ein (in US-Dollar aber +1,8%). Seit Jahresbeginn liegen Anleger mit Technologieaktien weitaus am besten (+13,6% in Euro), während man mit Titeln aus der Ölförderbranche (-18,1% inkl. Dividenden) und Telekomwerten (-5,2% inkl. Dividenden) nur draufzahlte.

Deutsche Standardaktien sind international preiswert: Nicht erst seit der Konsolidierung sind deutsche Dividentitel im internationalen Kontext sehr günstig gepreist. Mit dem Indexrückgang liegt das DAX-KGV 2017 und 2018 jetzt nur noch bei 13,4 bzw. 12,5, das sind zwei volle Punkte weniger (entsprechend die kompletten Gewinne zweier Geschäftsjahre) als durchschnittlich für europäische Aktien bezahlt werden und sogar etwa 30% unter der Bewertung für US-Aktien.

Weil die amerikanischen Börsen nach ihrem Hochlauf seit November bisher kaum an Terrain eingebüßt haben und nahe ihrer Höchststände notieren, sind US-Aktien immer noch verhältnismäßig teuer. Die 500 größten Titel aus dem Standard & Poors Index sind mit dem 19-fachen Multiplikator der für 2017 erwarteten Gewinne und dem 17,2-fachen Multiplikator für 2018 bewertet.

Aktien aus Europa liegen dazwischen, sie notieren im Mittel bei KGVs von 15,7 (2017) und 14,4 (2018). Weil das Durchschnittswerte für die 600 führenden Unternehmen Europas sind, zusammengefasst im Stoxx600-Index, beinhalten sie auch die größten deutschen Aktien-

gesellschaften. Neben sämtlichen Standardtiteln aus dem DAX auch Nebenwerte, zum Beispiel aus dem MDAX-Index, die oft deutlich teurer bewertet sind, zum Teil wegen ihres hervorgehobenen Spezialitätencharakters als international führende Unternehmen in Marktischen.

Für den DAX aber gilt, er ist seit dem Juni-Rekordhoch bei 12.951 Punkten preiswerter geworden, und ist damit auch signifikant billiger als bei seinem Höhenflug im Frühjahr 2015, als er erstmals über die 12.000 Punkte-Marke gestiegen war. Seit damals sind die Unternehmensgewinne spürbar angestiegen. War 2015 die Bewertung noch so hoch, dass die Kurse in der Folge bis zum Tiefpunkt im Februar 2016 um 30% einbrachen, so ist der Markt heute sehr viel niedriger bewertet, liegt im langfristigen Durchschnitt und bildet gegenüber Anleihen die klar bessere Alternative. Weil sie auch im Vergleich mit ihren europäischen und US-Pendants günstig sind, können Anleger die jetzt laufende Konsolidierung zum Aus- oder Aufbau von längerfristigen Positionen in deutschen Aktien nutzen.

FIDUKA, 21.8.2017