

Börsenmonitor Januar 2018



- **Die Börsen starten nach einem guten Aktienjahr 2017 auch freundlich ins neue Jahr. Die US-Indizes preisen die Steuerreform ein und bewegen sich auf Rekordhöhen. Dagegen hält der weiter erstarkte Euro die europäischen Märkte und vor allem die exportempfindlichen deutschen Aktien zurück.**
 - **Das wirtschaftliche Umfeld könnte für die Börsen kaum besser sein: Wachstumsbeschleunigung der Weltwirtschaft, wegen der Steuersenkung in den USA zweistelliger Anstieg der Unternehmensgewinne und trotz der etwas weniger expansiven Geldpolitik weiter niedrige Zinsen. Politische Risiken treten da vorerst in den Hintergrund.**
 - **Störfaktor höhere Inflation? Sie könnte die Notenbanken dazu zwingen zügiger zur „Normalisierung“ zurückzukehren oder sogar auf einen restriktiven Kurs umzuschalten. Die ohnehin bereits reduzierte Liquiditätsflut könnte dann schneller als erwartet komplett versiegen.**
- Start ins neue Börsenjahr mit Kursrekorden:** Schon in den ersten Tagen des neuen Jahres stehen die Börsen heute etwa vier (Deutschland) bis sieben Prozent (USA) höher als zur Jahreswende. Insofern läuft 2018 noch besser an als das Vorjahr, in dem die Märkte erst im Februar so richtig Fahrt aufnehmen. Die US-Börsen eilen vorneweg und preisen die Senkung der Unternehmenssteuern ein. Europäische Aktien und die exportabhängigen deutschen Standardwerte aus dem DAX-Index werden vom festen Euro ausgebremst, der gegenüber dem US-Dollar schon wieder 4% an Wert gewonnen hat. Weltweit handelt es sich allerdings um eine Schwäche des Dollar, der gegen fast alle maßgeblichen Währungen abwertet. Das wiederum kommt den großen multinationalen US-Unternehmen auf der Umsatz- und Ertragsseite massiv zugute.
- Unternehmensgewinne treiben die Börsen an:** Neben den Dollar-Vorteilen hat vor allem die Steuerreform mit der Senkung des Unternehmenssteuersatzes von 35% auf 21% dazu geführt, dass die Gewinnvorausschätzungen für die US-Gesellschaften in den vergangenen Wochen deutlich heraufgesetzt wurden.

Statt um gut 10% wird jetzt für die 500 größten Aktiengesellschaften (S&P500-Index) ein durchschnittlicher Anstieg um fast 16% im laufenden Jahr erwartet. Im nächsten Jahr könnten dann nochmals 10% obendrauf kommen. Die besseren Aussichten, die auch von guten gesamtwirtschaftlichen Daten und einem erwarteten stärkeren Wirtschaftswachstum untermauert werden, wurden an der Börse unmittelbar in steigende Kurse umgesetzt. Somit ist die Gewinnbewertung der amerikanischen Aktien mit KGV (Kurs/Gewinnverhältnis) von 19 für 2018 und etwa 17 für nächstes Jahr unverändert hoch geblieben. Die Steuerreform ist also im Markt eingepreist.

Günstiger bewertet sind da noch Europas Börsen mit einem 2018er KGV von 15,4 bezogen auf den umfassenden Stoxx600-Index und moderaten 13,7 für die 30 DAX-Werte. Viele europäischen Konzerne mit Produktionswerken in den USA, wie etwa die deutschen Autobauer, profitieren ebenfalls von der US-Steuerreform. Aber der positive Ertragseffekt wird durch den starken Euro konterkariert, so dass die Gewinnschätzungen in Europa nicht mit nach oben ziehen und die für 2018 erwartete Verbesserung bei etwa 9,5% bleibt.

Investoren greifen bei niedrig bewerteten zyklischen Aktien zu: Autowerte (+10,9%), Bankaktien (+7,1%), Versicherungen (+5,9%) und die großen Öl- und Gaskonzerne aus dem Energiesektor (+5,1%), also vornehmlich zyklische Branchen mit niedrigen KGV-Bewertungen, liegen in Europa in den ersten Wochen in der Anlegergunst vorne, während defensive Aktien aus dem Nahrungsmittelsektor (-1,1%) und die zinssensitiven Immobilienwerte (-0,6%) gemieden werden. Zu letzteren zählen auch die wenig ertragsdynamischen Telekom-Firmen und Versorgerwerte, die auch in den USA die Schlusslichter bilden. Dort haben neben den vom steigenden Ölpreis profitierenden Energietiteln (+7,9%) vor allem zyklische Konsumwerte (+9,2%) wie die Autohersteller und besonders die in Europa unterrepräsentierten großen Technologiekonzerne (+8,4%) die Nase vorn.

Bankbilanzen in den USA mit Licht und Schatten: Obwohl die großen amerikanischen Bankhäuser ihre operativen Gewinne durchweg über den Markterwartungen steigern

konnten, liegt die Finanzbranche mit durchschnittlich 6,7% Kursgewinn bislang nicht im allervordersten Feld. Der Bankensektor bestreitet traditionell den Auftakt zur US-Berichtssaison und trotz teilweise erheblicher Einbußen im Handelsgeschäft mit festverzinslichen Produkten (Halbierung bei Goldman Sachs) und bestenfalls mauem Aktienhandel erzielten die sechs führenden Banken höhere operative Gewinne.

Zuzuschreiben ist dies einem äußerst erfolgreichen Investmentbanking mit sprunghaft gestiegenen Erträgen im Geschäft mit Börsengängen und Aktienplatzierungen und gleichfalls hohen Zuwächsen im Primärgeschäft mit Anleihen. Auch in der Fusions- und Übernahmeberatung war das Geschäft stark. Dazu tritt bei den großen Universalbanken wie Citigroup, Bank of America und JP Morgan ein ordentlich florierendes Privat- und Firmenkundengeschäft, in dem die Kreditinstitute auch vom steigenden Zinstrend und der anziehenden Wirtschaft profitieren. Und auch die Vermögensverwaltungseinheiten der Großbanken steigerten ihre Gewinnbeiträge signifikant, getrieben durch nennenswerte Geldzuflüsse und die gute Marktwertentwicklung ihrer Kapitalanlagen.

In anderen Branchen stehen die meisten Berichte noch aus. Gute Resultate legten die Ölserviceunternehmen Schlumberger und Halliburton, der Fahrzeughersteller General Motors, der Streaming-Dienst Netflix und der Mischkonzern United Technologies vor. General Electric enttäuschte dagegen erneut und muss sich einer Untersuchung seiner Bilanzen durch die Wertpapieraufsicht SEC unterziehen.

In Asien wartete der führende koreanische Technologiekonzern Samsung mit einem Ertragsprung in seiner Halbleitersparte auf. In diesem Sektor wurden die Markterwartungen bereits sehr hoch geschraubt und die Kurse haben hier zuletzt etwas korrigiert. In den USA betraf das Texas Instruments, die mit ihren Prognosen unter den Erwartungen blieben und damit auch in Europa (Infineon, Dialog Semiconductor) Druck auf die Kurse auslösten. Insgesamt haben in den USA bislang aber vier von fünf Unternehmen mit ihren Bilanzen die Prognosen übertroffen.

Die Notenbanken und die Inflation: Seit Jahren versuchen die Zentralbanken aus Angst vor Deflation die Preissteigerung nach oben zu bringen und fluten deshalb die Märkte über Anleiheaufkäufe (quantitative Lockerung) mit billigem Geld. Als Ziel wird die 2-Prozentmarke ausgegeben. Zuletzt lag die Inflation in der Eurozone bei einer Jahresrate von 1,4% und die Kernrate ohne Energie und Lebensmittel bei 0,9%. Im Herbst 2011 lag die Teuerung noch bei 3%. Warum aber steigt die Inflation bisher kaum an? Das kann verschiedene Gründe haben. Trotz der schnell wachsenden Zentralbankbilanz der EZB (seit Beginn der Anleiheaufkäufe im März 2015 auf über 4,4 Billionen EUR verdoppelt), nimmt die Geldmenge M1 nur mit einer Rate von etwa 9,5% zu und die weiter gefasste M2 nur mit 5%, beide deutlich langsamer als in den frühen 2000er-Jahren vor der Finanzkrise, oder gar in Zeiten der Hochinflation vor vier Jahrzehnten. Außerdem sinkt - kaum beachtet - bereits seit einigen Jahren die Geldumlaufgeschwindigkeit, die in der monetären Theorie neben der Zunahme der Geldmenge eine wichtige Rolle für steigende Güterpreise spielt.

Ein weiterer Grund kann in der Globalisierung liegen, die heute fast alle Güter dem Wettbewerb mit preisgünstigen Produkten aus chinesischer oder ostasiatischer Fabrikation aussetzt. Häufig herangezogen wird auch das sogenannte „Output Gap“, vereinfacht ausgedrückt ungenutzte Fertigungskapazitäten, die erst gefüllt werden müssen, bevor die Preise angehoben werden. Inzwischen ist aber in vielen Volkswirtschaften, z.B. Deutschland, Vollauslastung erreicht, so dass wieder mehr in neue Anlagen investiert werden muss. Auch Vollbeschäftigung ist in Deutschland und den USA annähernd erreicht, was zu etwas schneller steigenden Löhnen führen wird.

Mit Zeitverzögerung dürften sich diese Faktoren letztendlich auch in allmählich ansteigenden Inflationsraten niederschlagen. Ein Überschießen, also deutlich über die Notenbank-Zielmarken oder gar drei Prozent hinaus, erwarten wir aber nicht. Folglich wird die EZB ihr seit Januar auf 30 Mrd. EUR monatlich halbiertes Anleihenkaufprogramm wohl bis Ende September durchziehen, anschließend aber entweder in einem oder mehreren Schritten auf Null zurückführen.

In den USA wird die Federal Reserve wie angekündigt drei oder je nach Datenlage auch nur zwei Zinsschritte vornehmen, bei verhaltener Inflation weiter in 0,25%-Trippelschritten. Sollte die Teuerung schneller zunehmen und sich in der Kernrate (ohne Energie) der 3%-Marke annähern, müsste die Fed über mehrere Anhebungen im 0,5%-Rhythmus nachdenken.

Die Notenbanken als Spielverderber? Eine solche Verschärfung der Notenbankpolitik käme aus heutiger Sicht an den Kapitalmärkten unerwartet und würde, angefangen bei spürbar steigenden Zinsen, zunächst die Anleihen und nur wenig später auch die Aktienmärkte erschüttern. Es wäre das Risikoszenario eines ansonsten idealen Umfelds für nochmal moderat steigende Aktienkurse im Jahr 2018.

Unter dem Strich sehen wir für dieses Jahr Chancen für zwischen fünf und zehn Prozent höhere Börsen, ohne zu euphorisch zu sein, und unter nüchterner Abwägung der nach neun Jahren Kursaufschwungs erreichten Bewertung der Märkte. Politische Unwägbarkeiten wie die im März anstehenden Wahlen in Italien oder die Lage im Nahen Osten und Nordkorea sollten wieder zu mehr Schwankungen als im Vorjahr führen.

Auch mit den gewöhnlich zwei oder drei Konsolidierungsphasen innerhalb eines Jahres, die 2017 komplett ausgeblieben sind, sollten Anleger in diesem Jahr wieder rechnen. In solchen Phasen bieten sich dann auch wieder gute Einstiegsgemeinschaften, wobei wir Aktien aus Europa und den Schwellenländern gegenüber den höher bewerteten US-Werten als attraktiver erachten.

FIDUKA, 25. Januar 2018