

<https://blog.de.erste-am.com/2016/08/24/aktienausblick-die-rallye-bleibt-fragil/>

Aktienausblick: Die Rallye bleibt fragil

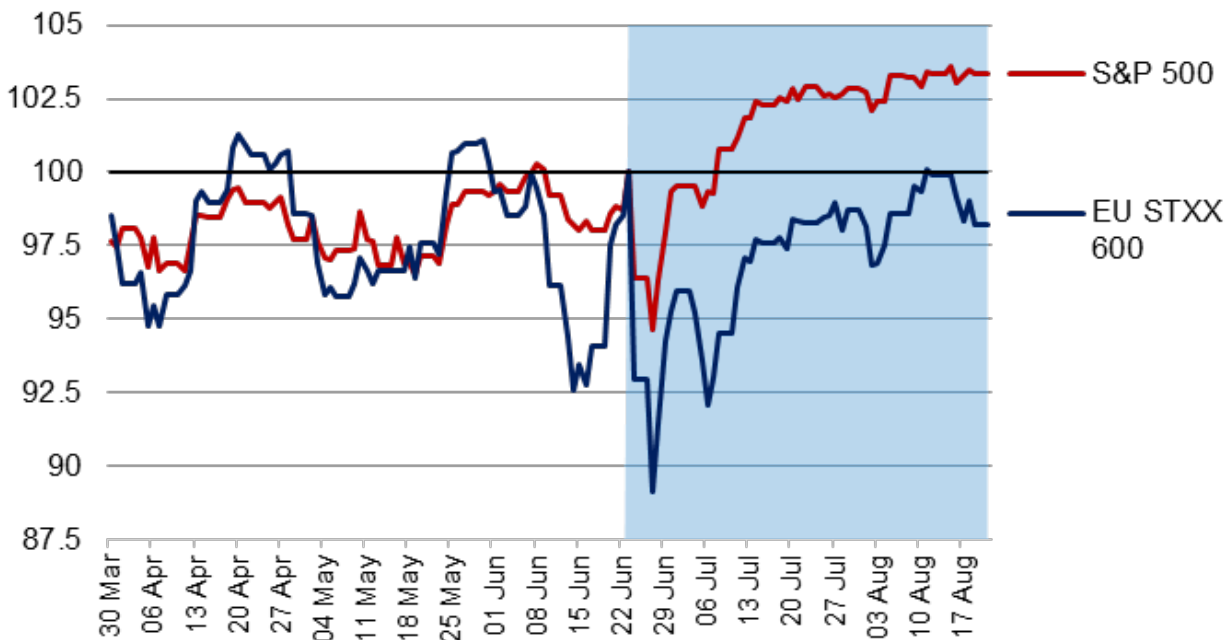
Peter Szopo



© © iStock.com

Das Brexit-Referendum war wie es scheint ein Non-Event. Das sagen uns zumindest die Märkte. Seit 24. Juni – dem Tag nach der Abstimmung – legten US-, europäische und japanische Aktienindizes etwa 10% in Lokalwährung zu (Stand per 19. August). Die Schwellenmärkte verzeichneten eine ähnliche Entwicklung. Ob sich die Rallye fortsetzt, hängt von mehreren, entgegengesetzten Faktoren ab. Während die Fundamentaldaten zur Vorsicht mahnen und auch die Bewertungen nicht unterstützen, sorgen die niedrigen Anleiherenditen und die generelle Wirtschaftspolitik auf den globalen Aktienmärkten vermutlich weiterhin für Auftrieb.

Index-Performance (23. Juni 2016=100)



Quellen: Bloomberg, Erste Asset Management

Das globale Wirtschaftswachstum ist keine Stütze für Aktienbörsen

Der globale Wirtschaftsausblick schwächtelt weiterhin. Nach der Brexit-Abstimmung wurden die 2017-Schätzungen für das BIP-Wachstum in Großbritannien, der Eurozone und den USA um 1,5 Prozentpunkte, 0,4 Prozentpunkte bzw. 0,1 Prozentpunkte zurückgenommen. Auch der IWF kürzte seine Wachstumserwartungen im Rahmen seiner Juli-Revision des World Economic Outlook um einen Zehntel Prozentpunkt auf 3,1% und 3,4% für 2016 bzw. 2017. Die Beschleunigung im Jahr 2017 ist ausschließlich auf höheres Wachstum in den Schwellenländern zurückzuführen.

Die Sicht, dass die Weltwirtschaft in eine Phase säkularer Stagnation 1) eingetreten ist – entweder aufgrund eines strukturellen Nachfragemangels (keynesianische Sicht) oder einer Verlangsamung des Produktivitätswachstums in Verbindung mit demographischen Trends (die angebotsseitige Version) – gewinnt zunehmend an Popularität. Für Anleger bedeutet das, dass das Wirtschaftswachstum weder auf kurze noch auf lange Sicht ein maßgeblicher Faktor für steigende Aktienkurse sein wird, zumindest nicht für die Aktienbörsen der entwickelten Welt.

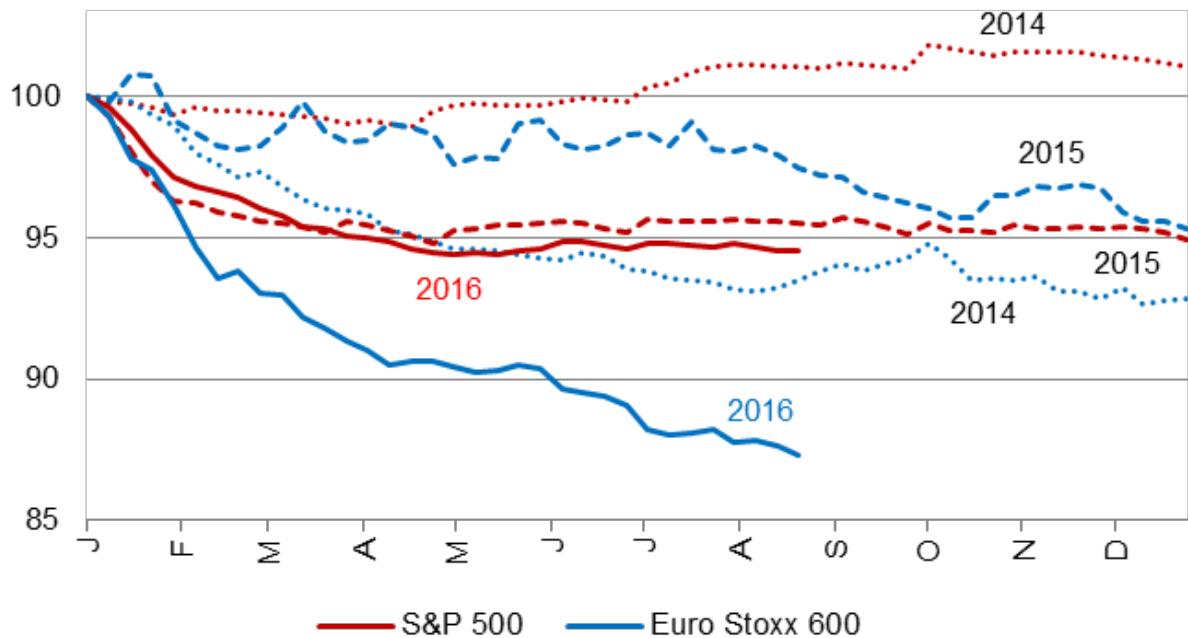
1) Die säkulare Stagnation entsteht bei relativ hohem Pro-Kopf-Einkommen, bei dem infolge zu hoher durchschnittlicher Sparquote das geplante Sparen die geplante Investition übersteigt. Dadurch wird ein langfristiger Kontraktionsprozess (Schrumpfungsprozess) ausgelöst.

Matte Gewinnentwicklung bei den Unternehmen könnte zu einem Ende kommen

Vor dem Hintergrund der verhaltenen makroökonomischen Fundamentaldaten waren auch die Unternehmensgewinne in den vergangenen Quartalen ein Negativfaktor für die Aktienperformance. In den USA war Q2 2016 das siebente aufeinanderfolgende Quartal mit fallenden Unternehmensgewinnen. In Europa, wo die Gewinndynamik in den letzten fünf Jahren schwächelte, wird es das vierte derartige Quartal sein.

Gewinnrevisionen für USA und Europa im Vergleich

(Gewinn-je-Aktie-Schätzungen für 2014, 2015 und 2016 im Vergleich seit Jahresbeginn; jeweils indiziert auf 100)



Quellen: Bloomberg, Erste Asset Management

Dies schlägt sich auch in den Gewinnrevisionen seitens der Analysten in den letzten Monaten nieder. Diese gehen seit Jahresbeginn sowohl in den USA, als auch in Europa zurück. Vor allem in Europa fielen die Gewinndaten deutlich: Der erwartete Gewinn-je-Aktie wurde seit Jänner um mehr als 12% hinunter revidiert.

Dagegen übertraf die derzeitige, fast abgeschlossene Gewinnsaison die Erwartungen. Auf beiden Seiten des Atlantiks gab es deutlich mehr positive Gewinnüberraschungen als negative, was die Erwartung nährt, dass es im kommenden Quartal zu einem Ende der Gewinnrezession kommen könnte.

Aktienbewertung liegt über historischem Durchschnitt

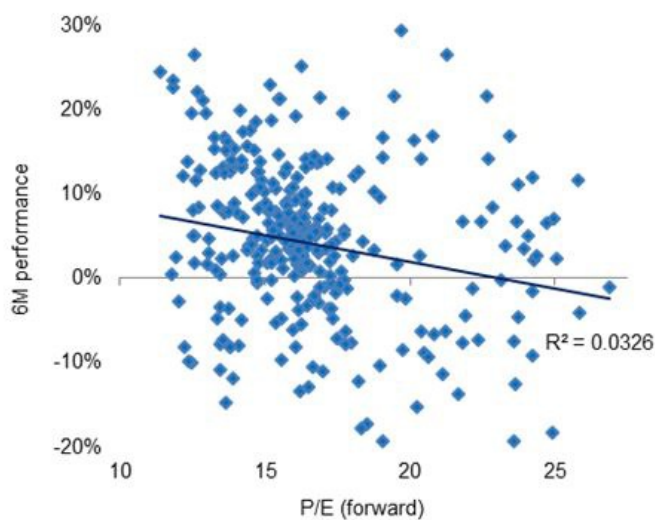
In den USA, Europa und den Schwellenmärkten liegen die Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGVs) derzeit 20% über dem langfristigen Durchschnitt. Lediglich Japan erscheint auf Basis der Historie nicht überbewertet. Allerdings ist die aggregierte Bewertung kein verlässlicher Indikator für die kurzfristige Entwicklung von Märkten. Für die USA (wo längere Aktienkursreihen verfügbar sind als für andere Märkte) zeigt die Regressionsanalyse zwischen erwartetem KGV und der Aktienkursentwicklung der nachfolgenden sechs Monate lediglich eine schwach negative Beziehung, und der Erklärungswert ist gering ².

²) Das Bestimmtheitsmaß R² beträgt nur 3%.

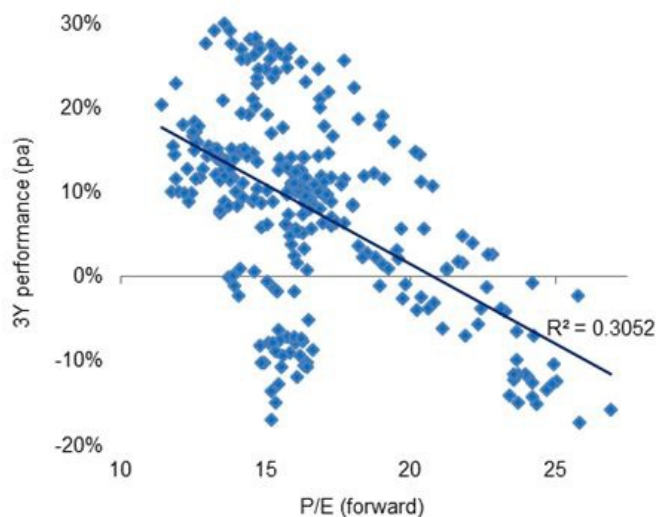
Über einen längeren Zeitraum ist der Zusammenhang zwischen Bewertung und Index-Performance hingegen ausgeprägter. Aber selbst von einem erhöhten KGV von 18,6x (wie derzeit) ausgehend, impliziert die Regression über einen Zeitraum von drei Jahren einen erwarteten Ertrag von etwa 4% jährlich (basierend auf Daten seit 1990) – was nicht aufregend ist, aber auch kein Katastrophen-Szenario darstellt.

Bewertung und Index-Performance (S&P 500)

KGV vs. 6M-Performance



KGV vs. 3J-Performance



Quellen: Bloomberg; Erste Asset Management.

Aktien sind attraktiv im Vergleich zu Anleihen

Zwar sehen die Aktienbewertungen per se im Vergleich zu den historischen Daten nicht allzu verlockend aus, doch im Vergleich zu Anleihen sind sie überaus attraktiv. Den genauen Höhepunkt des Anleihemarktes auszurufen ist zwar ein riskantes Unterfangen, doch angesichts negativer Renditen bei 10-jährigen deutschen oder japanischen Staatsanleihen ist kaum noch Potenzial auszumachen.

Im Vergleich zu diesen Staatsanleihen errechnet sich für Aktieninvestoren aufgrund der negativen Zinsen ein komfortabler Sicherheitspolster: Selbst wenn die Dividendenzahlungen bei europäischen Aktien schon morgen um die Hälfte gekürzt würden, und der Euro-Stoxx-600 Aktienindex um 20% über die nächsten zehn Jahre fallen sollte, ist am Ende die Wertentwicklung annähernd gleich gut (bzw. gleich schlecht), wie wenn man eine zehnjährige deutsche oder japanische Staatsanleihe bis zur Endfälligkeit halten würde.

Natürlich ist nichts unmöglich, wie sich in den letzten Jahren gezeigt hat, doch so ein Szenario ist derzeit eher unwahrscheinlich. Das spricht eindeutig für Aktienveranlagungen.

Unterstützung von Seiten der Fiskalpolitik?

Zusätzlich zur Bewertung relativ zu Anleihen könnte die jüngste Stärke des Aktienmarkts auch mit Anlegererwartungen bezüglich einer Neuausrichtung der Wirtschaftspolitik zu tun haben. In den USA wie auch in Europa wird die Fiskalpolitik vermutlich expansiver. Ausschlaggebend ist vor allem das Erstarken populistischer politischer Bewegungen – in Europa genährt vom Brexit-Referendum und Migrationsproblemen, in den USA im Zusammenhang mit den Präsidentschaftswahlen. Darüber hinaus wird Japan vermutlich ebenso auf fiskale Expansion setzen, nachdem von Premierminister Abes berühmten „drei Pfeilen“ bisher nur einer (nämlich der geldpolitische) abgeschossen wurde. Eine Hinwendung zu einer expansiveren Fiskalpolitik in allen drei entwickelten Hauptregionen der globalen Wirtschaft würde in stärkerer Nachfrage und (nominellem) Wachstum resultieren, was auf moderatem Inflationsniveau generell positiv für Aktien ist. Nach Jahren, in denen man sich nur auf die Zentralbanken verließ, sehen die Märkte nun einen zweiten Silberstreifen am Horizont.

Wichtige rechtliche Hinweise

Hierbei handelt es sich um eine Werbemitteilung. Sofern nicht anders angegeben, Datenquelle ERSTE-SPARINVEST Kapitalanlagegesellschaft m.b.H., Erste Asset Management GmbH und ERSTE Immobilien Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. Unsere Kommunikationssprachen sind Deutsch und Englisch.

Der Prospekt für OGAW-Fonds (sowie dessen allfällige Änderungen) wird entsprechend den Bestimmungen des InvFG 2011 idgF erstellt und im „Amtsblatt zur Wiener Zeitung“ veröffentlicht. Für die von der ERSTE-SPARINVEST Kapitalanlagegesellschaft m.b.H., Erste Asset Management GmbH und ERSTE Immobilien Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. verwalteten Alternative Investment Fonds (AIF) werden entsprechend den Bestimmungen des AIFMG iVm InvFG 2011 „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ erstellt und im Falle der ERSTE Immobilien Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. im „Amtsblatt zur Wiener Zeitung“ bzw. auf der Homepage unter www.ersteimmobilien.at veröffentlicht.

Der Prospekt, die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ sowie die Wesentliche Anlegerinformation/KID sind in der jeweils aktuell gültigen Fassung auf der Homepage www.erste-am.com bzw. www.ersteimmobilien.at abrufbar und stehen dem interessierten Anleger kostenlos am Sitz der jeweiligen Verwaltungsgesellschaft sowie am Sitz der jeweiligen Depotbank zur Verfügung. Das genaue Datum der jeweils letzten Veröffentlichung des Prospekts, die Sprachen, in denen die Wesentliche Anlegerinformation/KID erhältlich ist sowie allfällige weitere Abholstellen der Dokumente sind auf der Homepage www.erste-am.com bzw. www.ersteimmobilien.at ersichtlich.

Diese Unterlage dient als zusätzliche Information für unsere Anleger und basiert auf dem Wissensstand der mit der Erstellung betrauten Personen zum Redaktionsschluss. Unsere Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Bedürfnisse unserer Anleger hinsichtlich des Ertrags, steuerlicher Situation oder Risikobereitschaft. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Fonds zu.



Peter Szopo

Peter Szopo ist seit März 2015 Chief Equity Strategist der Erste Asset Management. Zuvor war er bereits als Berater für das Aktienfondsmanagement der Erste Asset Management für Zentral- und Osteuropäische Aktienmärkte tätig. Von November 2009 bis April 2013 war er Leiter der Researchabteilung der Alfa-Bank

in Moskau.

Nach seiner Research-Arbeit im WIFO (Austrian Institute of Economic Research) von 1978 bis 1990 arbeitete er als Wertpapierspezialist in verschiedenen leitenden Funktionen bei international renommierten Investmentbanken. Die Funktion „Head of Research“ hatte er während dieser Zeit beispielsweise bei der Creditanstalt Investmentbank, UniCredit Bank Austria, bei Robert Fleming Securities und bei Bank Sal. Oppenheim inne.

Neben seiner Analysetätigkeit war er von 1997 bis 2000 bei der Eastfund Management als Fondsmanager für Zentral- und Osteuropa Aktien tätig.