

Übertrieben hohe Erwartungen an die Sitzung der US-Notenbank?

Schenkt man den Gerüchten Glauben, erwarten einige Finanzmarktakteure, dass die US-Notenbank (Mittwoch) die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen fixiert oder eine Fixierung (Yield Curve Control) in Aussicht stellt. Diese Erwartungshaltung erscheint jedoch etwas übertrieben zu sein, da die Renditen immer noch niedrig sind und auch der Markt für Staatsanleihen keine Turbulenzen zeigt. Es besteht also Enttäuschungspotenzial. Gleichzeitig verbessern sich die Konjunkturdaten kontinuierlich, wie der US-Geschäftsklimaindex der kleineren und mittleren Unternehmen (Dienstag) und der Geschäftserwartungsindex aus Japan (Montag) zeigen dürften. Vor diesem Hintergrund besteht durchaus das Risiko, dass die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen tendenziell wieder auf über 1,0 % steigen könnte. Auch in einem strukturellen Szenario „japanischer Verhältnisse“ können die Renditen von Staatsanleihen durchaus über mehrere Monate hinweg klettern – wenn auch nur in begrenztem Umfang. Die Inflationsdaten aus China und den USA (beide Mittwoch) dürften signalisieren, dass die Coronakrise überwiegend ein Nachfrageschock ist und daher die Inflationsrisiken eher gering sind.

Brexit ohne Abkommen wahrscheinlich

Die Verhandlungen über ein Freihandelsabkommen zwischen Großbritannien und der EU stocken. Offensichtlich hat Großbritannien kein Interesse, größere Zugeständnisse zu machen, da die Brexit-Verfechter das Land vollständig unabhängig von den Regeln und Gesetzen der EU machen wollen. Auch scheint sich Großbritannien nicht an die Zusagen halten zu wollen, die eine offene Grenze zu Irland gewährleisten. Es ist zu befürchten, dass die britische Regierung unter Boris Johnson den Brexit ähnlich schlecht managt wie die Coronapandemie. Im Januar 2021 droht also der britischen Wirtschaft ein neuer Negativschock.

Ursprünglich war Großbritannien in den Verhandlungen im Vorteil, da ein „harter Brexit“ die europäische Wirtschaft in einer sehr fragilen Lage getroffen hätte; eine Einigung auf fiskalische Hilfen auf EU-Ebene hätte daher sicherlich einige Monate gedauert. Jetzt jedoch sind die fiskalischen Schleusen in Europa weit geöffnet, so dass die EU schnell auf einen möglichen Brexit-Schock reagieren kann. Darüber hinaus könnte ein schlecht gemanagter „harter Brexit“ eine Schließung der irischen Grenze zur Folge haben. Die US-Demokraten werden jedoch nur einem Freihandelsabkommen zwischen den USA und Großbritannien zustimmen, wenn die irische Grenze offen ist.

Über die Bewertung der Aktienmärkte

Derzeit wird die Bewertung der Aktienmärkte wieder in den Medien intensiv diskutiert. In der Theorie ist die Bewertung eigentlich sehr einfach zu berechnen: Aktienkurs im Verhältnis zu Unternehmensgewinn. Nach meiner Erfahrung wendet jedoch jeder Aktienstrategie seine eigenen bevorzugten Bewertungsmaßstäbe an. Das kann dazu führen, dass es zu völlig konträren Aussagen über die Attraktivität der Aktienmärkte kommt – wie auch derzeit. Die Differenzen entstehen dadurch, dass einerseits unterschiedliche Maßstäbe für die Unternehmensgewinne herangezogen (z. B. EPS, EBITDA, Cashflow etc.) und andererseits Erwartungen oder schon veröffentlichte Gewinnraten verwendet werden.

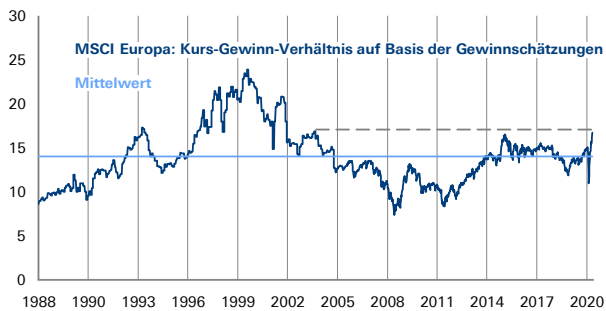
So ist die Bewertung europäischer Aktien Anfang Juni auf den höchsten Stand seit 2003 gestiegen, legt man die Erwartungen der Analysten für die Gewinne pro Aktie¹ für die nächsten zwölf Monate zugrunde. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis² für den MSCI Europa lag am 2. Juni bei 16,8 im Vergleich zum langfristigen Durchschnitt seit 1988 von 14,0.

¹ EPS: Earnings per Share

² Kurs-Gewinn-Verhältnis auf Basis der Analystenschätzungen für die Gewinne der nächsten zwölf Monate (12 months forward price earnings ratio)

Europäische Aktien scheinen auf den ersten Blick hoch bewertet zu sein

Auf Basis der Gewinnschätzungen von I/B/E/S für die kommenden 12 Monate

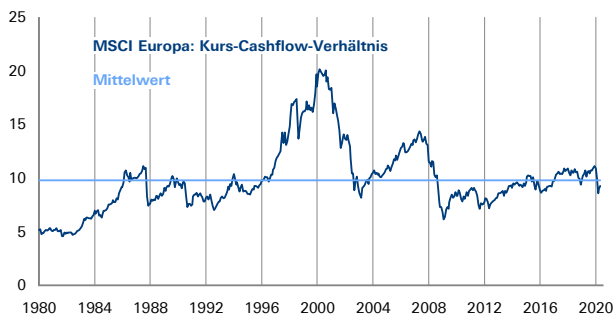


Quellen: Thomson Reuters Datastream, Metzler; Stand: 2.6.2020

Eine andere Möglichkeit ist es, den Cashflow der Unternehmen auf Basis veröffentlichter Bilanzen zur Bewertung heranzuziehen. Unsere Analysen zeigen, dass der Cashflow besser mit den makroökonomischen Entwicklungen korreliert ist als die Gewinne pro Aktie, da die Unternehmen hierfür vermutlich weniger Spielraum in der Bilanzgestaltung haben. Darüber hinaus ist es wichtig, die Entwicklung des Cashflows um den Konjunkturzyklus zu bereinigen, da in einem Boom die Unternehmensgewinne nur vorübergehend hoch sind und daraus ein Fehlsignal aufgrund einer künstlich zu niedrigen Bewertung resultieren könnte. Prof. Robert Shiller empfiehlt daher, den gleitenden Durchschnitt der Unternehmensgewinne über zehn Jahre heranzuziehen, um den Einfluss der Konjunktur zu bereinigen. Ende Mai lag das konjunkturbereinigte Kurs-Cashflow-Verhältnis bei 9,3 im Vergleich zum langfristigen Durchschnitt von 9,8 seit 1980.

Auf den zweiten Blick sind Aktien jedoch günstig bewertet

Auf Basis des gleitenden Durchschnitts über zehn Jahre



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Metzler; Stand: 31.5.2020

Sind europäische Aktien nun hoch oder niedrig bewertet? Nur die Entwicklung der Wirtschaft kann diese Frage beantworten. Kommt es zu einem „L“ – also zu einem Konjunkturerholung –, sind europäische Aktien hoch bewertet, da die Analysten den Gewinnrückgang schon in ihren Erwartungen berücksichtigt haben und auf absehbare Zeit nicht mit einer größeren Erholung der Unternehmensgewinne gerechnet werden kann. Es wäre eine Situation vergleichbar mit Griechenland, wo die Wirtschaft in der Staatsschuldenkrise 2010 kollabierte und sich seitdem nicht wieder erholt hat. Sollte jedoch die Pandemie einen zwar heftigen, aber doch normalen Konjunkturzyklus verursacht haben, dann sind europäische Aktien niedrig bewertet, was auch unser Basiszenario ist.

Der Vorteil der Bereinigung der Unternehmensgewinne um den Konjunkturzyklus lässt sich sehr schön anhand der Bewertungen in den Jahren 2007/08 zeigen. So ließ der künstliche Kreditboom in vielen Volkswirtschaften die Unternehmensgewinne sprudeln, sodass die Analysten die Gewinnschätzungen immer weiter nach oben revidiert hatten. Zwischen Juni 2005 und dem Crash 2008 zeigte das Kurs-Gewinn-Verhältnis auf Basis der Analystenschätzungen sogar eine Unterbewertung europäischer Aktien. Die konjunkturbereinigte Bewertung dagegen ließ eindrücklich die Blase am Aktienmarkt erkennen.

Eine gute und erfolgreiche Woche wünscht

Edgar Walk
Chefvolkswirt Metzler Asset Management

Metzler Asset Management

Metzler Asset Management GmbH
Untermainanlage 1
60329 Frankfurt am Main
Telefon (0 69) 21 04 - 11 11
Telefax (0 69) 21 04 - 11 79
asset_management@metzler.com
www.metzler.com/asset-management

Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird.

Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.