

MAKROPERSPEKTIVEN

„AMERICA FIRST“: Die Outperformance amerikanischer Aktien

Anlässlich des 10-jährigen Jubiläums der Lehman-Pleite wird zur Zeit viel über die Ursachen und Lehren aus der Finanzkrise geschrieben. Konsens ist, dass sich die USA schneller und besser erholt haben als die meisten anderen Länder

über den +400% des S&P 500 oder gar den mehr als +600% amerikanischer Technologiewerte.

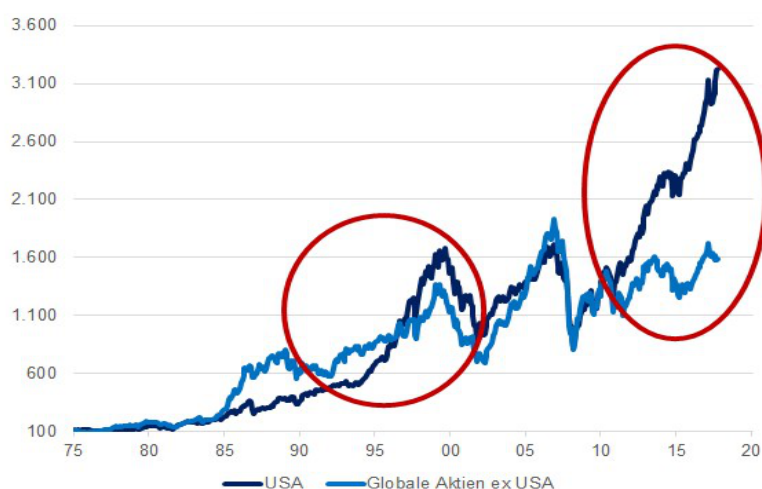
Eine derartige Outperformance amerikanischer Aktien hat es in der Historie immer wieder gegeben, zuletzt zwischen 1988 und 2000 (vgl. Grafik 1). Auch damals spielten Technologiewerte eine große Rolle. Deren überdurchschnittliche Wertentwicklung kam allerdings mit dem Platzen der „Dot.com“-Blase zu einem jähen Ende. Auch wenn die aktuelle Situation kaum mit der damaligen vergleichbar ist – die meisten Technologiewerte verfügen inzwischen über satte Gewinne und nicht nur hohe „Click“-Raten – lohnt sich doch ein Blick auf die Ursachen hinter der besseren Wertentwicklung amerikanischer Aktien. Besonderes Augenmerk wollen wir dabei auf die Entwicklung in diesem Jahr legen.



von Dr. Ernst Konrad

Dies spiegelt sich auch in der relativen Wertentwicklung der Aktienmärkte einzelner Länder oder Regionen wider. Zwar hat sich beispielsweise der DAX seit März 2009 immerhin mehr als verdreifacht. Dieser Anstieg verblasst allerdings gegen-

Grafik 1: America First nicht erst seit Donald Trump



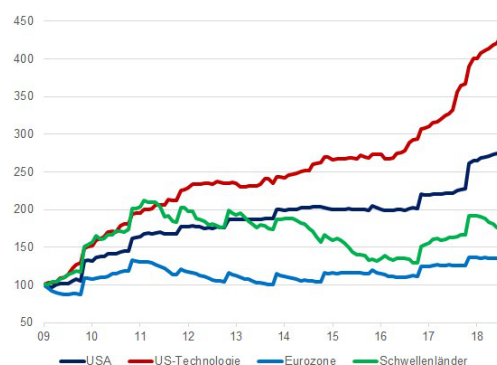
DIE URSACHEN:

(a) Übertreffende Gewinnentwicklung

Aktienkurse und Unternehmensgewinne bewegen sich meist in synchronen Zyklen. Zwar können auch andere Einflussfaktoren wie z.B. niedrige Zinsen oder ein gesteigerter Risikoappetit für Kauflaune sorgen. Aber ohne die „Unterfütterung“ mit Unternehmensgewinnen ist eine derartige Phase auch schnell wieder vorbei.

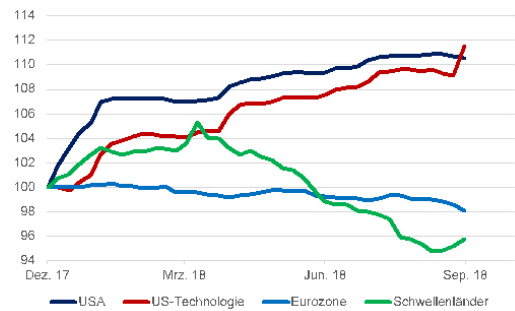
Seit dem Ende der Finanzkrise und dem Tiefpunkt der Aktienmärkte im März 2009 ragt die Gewinndynamik in den USA (+175%) und insbesondere im Technologie-sektor (+330%) heraus. Im Vergleich hierzu entwickelten sich die Gewinne von Unternehmen außerhalb der USA, in den Schwellenländern und vor allem in der Eurozone eher enttäuschend (vgl. Grafik 2). Neben dem bereits vor der Finanzkrise geringeren Anteil der Technologieunternehmen am „Gewinnkuchen“ sind gerade europäische Finanzwerte im Vergleich zu ihren amerikanischen Mitbewerbern immer noch deutlich von dem Gewinnniveau der ersten Hälfte der 2000er-Jahre entfernt.

Grafik 2: Deutliche Divergenz zwischen den USA und dem Rest der Welt ...



Dass in diesem Jahr im Grunde nur die US-Börse die Anleger erfreuen konnte, ist angesichts der stark divergierenden Gewinnentwicklung (vgl. Grafik 3) im Rückblick also nicht wirklich überraschend.

Grafik 3: ...hält auch in diesem Jahr an



(b) „Animal Spirits“ vs. „Safety First“

An Donald Trump wird ja selten ein gutes Haar gelassen, aber jüngst hat Robert Shiller, Nobelpreisträger des Jahres 2013 und „Vater“ des nach ihm benannten Shiller-KGV, eine Lanze für ihn gebrochen: Seine Wirtschaftspolitik, vor allem die Steuerreform und Deregulierungsmaßnahmen, Sorge nicht nur für höhere Unternehmensgewinne, sondern habe auch die „Animal Spirits“ unter den amerikanischen Anlegern und Unternehmen geweckt. Trotz der hohen Unsicherheit an den Finanzmärkten nach den deutlichen Kursgewinnen der vergangenen Jahre blicken Investoren wieder zuversichtlicher nach vorne und sind deswegen auch bereit, weiterhin Aktien zu kaufen. Dies unterscheidet den amerikanischen Anleger vom Europäer oder gar Deutschen, der sich doch eher gemäß dem Motto „Safety First“ verhält.

(c) „Politische Großwetterlage“ trotz Trump für US-Börsen kein Thema

Zwar hat zumindest die gefühlte (wirtschafts-)politische Unsicherheit global nicht zuletzt seit Beginn der Amtszeit Donald Trumps merklich zugenommen. Interessanterweise sind die negativen Auswirkungen in Europa aber stärker fühlbar als in den USA und überlagern andere positive Entwicklungen. So ist die Korrelation zwischen der politischen Unsicherheit (gemessen anhand eines sogenannten „Economic Policy Uncertainty“-Index, der verschiedene Medien nach Schlagwörtern untersucht) und der Aktienkursentwicklung in

den USA seit 2016 kontinuierlich zurückgegangen, während sie in Europa im dritten Quartal sogar wieder zugenommen hat (vgl. *Grafik 4*). Zwar gilt auch hier die alte Börsenweisheit, dass der Einfluss der Politik auf die Kursentwicklung nur „kurze Beine“ hat, aber trotzdem sind die vorübergehenden negativen Auswirkungen offensichtlicher deutlicher zu spüren als in den USA.

Grafik 4: Einfluss der Politik auf die Aktienkursentwicklung in den USA rückläufig, nicht aber in Europa



WIE GEHT ES WEITER?

Um das Ergebnis vorwegzunehmen: Wir erwarten, dass sich die Outperformance amerikanischer Aktien allmählich ihrem Ende nähert und gerade europäische Werte vor einer Aufholbewegung stehen. Für diese These spricht unseres Erachtens vor allem die Gefahr einer in den Konsenschätzungen noch nicht eingepreisten abnehmenden Gewinndynamik bei amerikanischen Unternehmen. Diese passt immer weniger zu einem KGV von 18 (auf Basis der erwarteten Gewinne des Jahres 2019).

Erwartetes Gewinnwachstum für 2019 und 2020 sehr ambitioniert

Die Gewinnerwartungen für US-Unternehmen sind im Gegensatz zur Eurozone oder den Schwellenländern seit Jahresbeginn auf hohem Niveau stabil geblieben, während sie für den Rest der Welt kontinuierlich nach unten revidiert wurden. Mittlerweile ist für die Eurozone und die Schwellenländer sogar ein Gewinnrückgang

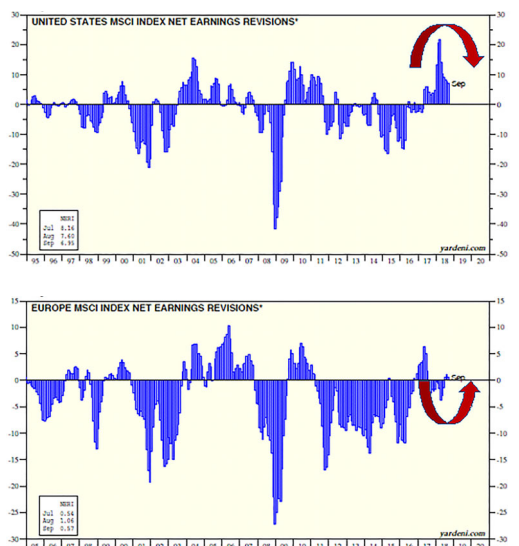
in den Kursen eskomptiert. Erst 2019 erwartet der Konsens wieder eine Belebung, erneut angeführt von den USA.

Tabelle: Erwartetes Gewinnwachstum für USA seit Jahresbeginn auf hohem Niveau stabil, in Eurozone und Schwellenländer ist sogar Gewinnrückgang eingepreist

Erwartetes Gewinnwachstum	2018	Zu Jahresbeginn	2019	2020
USA	+11%	+10%	+10%	+9%
Eurozone	-2%	+8%	+10%	+9%
Schwellenländer	-4%	+8%	+11%	+11%

Aber auch dort nehmen die positiven Gewinnrevisionen kontinuierlich ab, während sie sich in Europa von niedrigem Niveau allmählich wieder erholen (vgl. *Grafik 5*). Dies könnte unseres Erachtens die Initialzündung für europäische Aktien sein. Überdies sind gleichzeitig die Konjunkturdaten nach einer Schwächephase im zweiten Quartal wieder seit Wochen zu Gunsten Europas ausgefallen, ohne dass sich das bisher in einer besseren relativen Wertentwicklung niedergeschlagen hätte. Das Gegenteil ist vielmehr der Fall.

Grafik 5: Die positiven Gewinnrevisionen in den USA verlieren relativ zu Europa an Dynamik



Quelle: Yardeni Research

BBB-Anleiherendite höher als Rendite aus Dividenden und Aktienrückkäufen

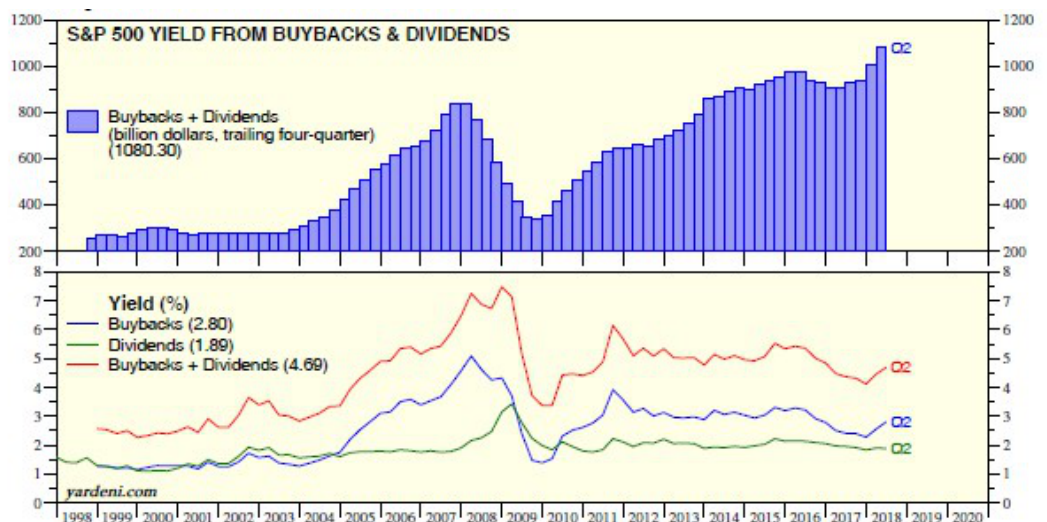
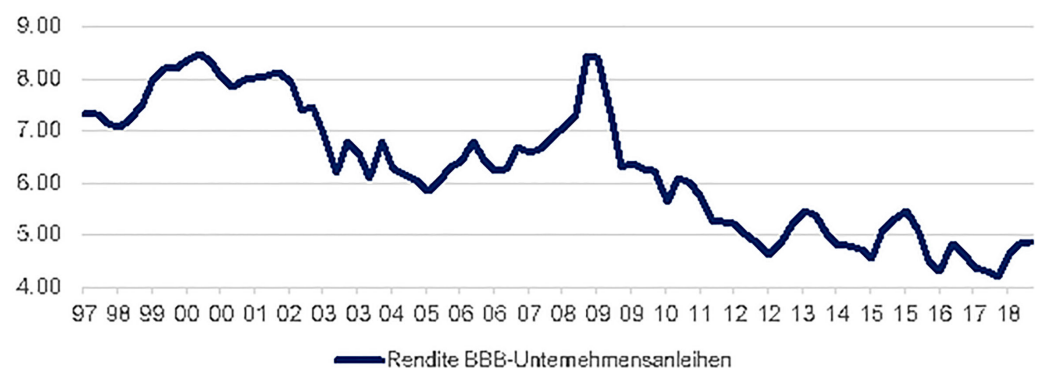
Gerade in den USA „überschlagen“ sich die Unternehmen mit Aktienrückkäufen, die zusammen mit den Dividendenzahlungen mit einem Volumen von über 1.000 Mrd. US-Dollar über die letzten 4 Quartale ein neues Allzeithoch erreicht haben. Die Rendite aus Dividenden und Aktienrückkäufen beträgt zwar vermeintlich stattliche 4,70%, liegt aber mittlerweile unter der durchschnittlichen Rendite von BBB-Unternehmensanleihen von knapp 5% (vgl. Grafik 6).

Gleichzeitig erwarten wir, dass die Rückkaufaktivitäten in den kommenden Quartalen an Schwung verlieren werden. Hierfür spricht, dass Unternehmen jahre-

lang Aktienrückkäufe zu Lasten von Realinvestitionen, v.a. in Forschung und Entwicklung, bevorzugt haben. Dadurch wurde der Gewinn pro Aktie zwar kurzfristig gesteigert, allerdings auf Kosten der mittelfristigen Wachstumschancen. Zuletzt zeichnet sich aber ein gewisses Umdenken in den Vorstandsetagen ab. Apple wird beispielsweise über die nächsten 5 Jahre 350 Mrd. US-Dollar in amerikanische Standorte investieren und rechnet mit 20.000 zusätzlichen Arbeitsplätzen.

Dieser Trend ist auch gesamtwirtschaftlich zu erkennen. Unternehmensinvestitionen sind zuletzt wieder mit einer Jahresrate von 6% gewachsen, ihr Anteil an der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung liegt mit gut 17% aber immer noch um 3% unter dem Vorkrisenniveau.

Grafik 6: BBB-Unternehmensanleihen werfen mittlerweile wieder mehr ab als Dividenden und Aktienrückkäufe zusammen



FAZIT

Der amerikanische Aktienmarkt lebt aktuell in der besten aller Welten, was sich auch im überdurchschnittlichen Kursanstieg gerade in den letzten Monaten niedergeschlagen hat. Europäische Aktien „verkaufen“ sich hingegen unter Wert. Aus diesem Grund erwarten wir in den nächsten Monaten wieder eine bessere Wertentwicklung. Dies bedeutet freilich nicht, dass wir US-Aktien jetzt verkaufen, sondern nur, dass wir nicht weiter aufstrecken wollen. Denn eines lehrt die historische Erfahrung: Sollte es, aus welchen Gründen auch immer, zu einer Kurskorrektur kommen, was nicht unserem Basis-Szenario entspricht, werden sich amerikanische Aktien erneut als der vermeintlich sicherere Hafen erweisen.

Dieser Trend ist auch gesamtwirtschaftlich zu erkennen. Unternehmensinvestitionen sind zuletzt wieder mit einer Jahresrate von 6% gewachsen, ihr Anteil an der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung liegt mit gut 17% aber immer noch um 3% unter dem Vorkrisenniveau.

DISCLAIMER:

Dieser Artikel enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement GmbH. Diese Meinungen können sich jederzeit ändern, ohne dass dies mitgeteilt wird. Der Artikel dient der Unterhaltung und Belehrung und ist kein Anlagevorschlag bezüglich irgendeines Wertpapiers, eines Produkts oder einer Strategie. Die Informationen, die für diesen Artikel verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann. Die Quelle für die Grafiken ist, soweit nicht anders vermerkt, Bloomberg.