

EZB bleibt aktienfreundlich

Die EZB hat ihr Kaufprogramm um neun Monate verlängert. Präsident Draghi hat versichert, dass sie die Wirtschaft noch mehrere Jahre unterstützen wird. Die Kombination aus anziehender Inflation, moderatem aber steigendem Wachstum und anhaltend expansiver Geldpolitik sollte europäische Risikoaktiva unterstützen. Darüber hinaus wird der Dax im internationalen Vergleich auf historisch günstigen Niveaus bewertet.

Die EZB wird ab April zwar die monatlichen Anleihekäufe von EUR 80Mrd. auf EUR 60Mrd. senken, diese Käufe aber bis mindestens Ende 2017 fortführen. Damit hat sich ein allfälliges Tapering – also eine stetige Reduktion der Anleihekäufe – fürs Erste erledigt und die Diskussion darüber dürfte wohl erst in Q3 nächstes Jahr zurückkehren. Gleichzeitig hat Draghi deutlich gemacht, dass die Wirtschaft der Eurozone noch für mehrere Jahre auf die Hilfe der EZB angewiesen sein wird. Selbst in einem sehr günstigen Szenario wird die EZB kaum vor Ende 2018 ganz aus ihren Anleihekäufen aussteigen können und die Leitzinsen am kurzen Ende bleiben im Einklang mit ihrer Forward Guidance noch erheblich länger auf historisch niedrigen Niveaus. Hiermit unterstützt die EZB einen globalen Reflationierungsprozess, der schon in diesem Sommer eingesetzt hat und mit einer Versteilerung der Zinsstrukturkurven einhergeht. Aus strategischer Perspektive dürften diese Trends auch in den nächsten Quartalen anhalten.

Break-even Inflationsraten steigen auf globaler Basis



Dazu kommt, dass sich der Ausblick für die Weltwirtschaft trotz aller politischer Risiken langsam aufhellt. Die globale Industrierezession, die insbesondere durch den Kollaps der Energiepreise seit 2014 ausgelöst wurde, klingt ab und die Vorlaufindikatoren deuten auf eine zwar moderate so doch geographisch breit abgestützte Erholung. Darüber hinaus tragen die Reflationierungsbemühungen wichtiger Zentralbanken langsam Früchte und gehen mit abklingenden Deflationsrisiken einher. Trotzdem bleiben Realzinsen niedrig und unterstützen das Wachstum. Zu guter Letzt helfen eine steilere Zinskurve und höhere ultra-lange Zinsen den Banken und Versicherern. Diese Kombination aus sich aufhellendem Wirtschafts- und Inflationsausblick gekoppelt mit einer anhaltend sehr expansiven Geldpolitik dürfte Risikoaktiva gerade auch in der Eurozone in den nächsten Monaten unterstützen.

Der deutsche Aktienmarkt sollte auch von einer im internationalen Vergleich günstigen Bewertung profitieren. Das lässt sich z.B. anhand der relativen Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGV) für das jeweils nächste Jahr darstellen. So wurde der Dax relativ zum S&P500 in den letzten 10 Jahren zumeist mit einem relativen KGV von 0,8 bis 0,85 bewertet (das heisst, der Dax hat normalerweise ein um 15-20% tieferes Forward KGV als der S&P). Seit Frühjahr 2015 ist die Bewertung des Dax im internationalen Vergleich allerdings deutlich gesunken. Das relative KGV steht jetzt im Vergleich zum S&P500 nur noch bei 0,75.

Dies erstaunt umso mehr, als die Renditen von US Treasuries in diesem Zeitraum stärker gestiegen sind als Bundrenditen, was eher für eine gegenteilige Entwicklung sprechen würde. Doch auch innerhalb der Eurozone ist der Dax historisch moderat bewertet. So ist die relative Bewertung des Dax seit der Finanzkrise im Vergleich zum EStoxx50 stetig gesunken, obwohl er in dieser Zeit deutlich outperformt hat. Ende 2015 hat die relative Bewertung - sei es auf Forward KGV aber auch auf EBITDA-Basis - ein Niveau erreicht, das zuletzt vor 10 Jahren gesehen wurde, als die deutsche Arbeitslosigkeit auf einem Rekordhoch von 12% stieg. Dieser Bewertungsabschlag deutscher Aktien erscheint nicht gerechtfertigt.

Relative Bewertung des Dax im Vergleich zum EStoxx50



MainSky AG
Reuterweg 49
D-60323 Frankfurt am Main

Telefon: 069 - 150 49 680-0
Telefax: 069 - 150 49 680-29
E-Mail: info@mainsky.de