

## Gewinnwachstum schlägt Bewertung

J.P. Morgan Assetmanager betrachtet Europa als Wachstumsmotor der Weltwirtschaft

**Trotz gestiegener Bewertungen und einem weit fortgeschrittenen Konjunkturzyklus in den USA erwartet J.P. Morgan Asset Management noch weiter steigende Aktienkurse. Solange die Gewinne weiter wachsen, werde dieser Trend auch anhalten, argumentiert der Vermögensverwalter.**

**Börsen-Zeitung, 22.2.2018**  
sts Frankfurt – Die Europäer können nach Ansicht von Karsten Stroh ruhig etwas selbstbewusster auftreten. „Europa ist der Wachstumsmotor der Welt“, sagte der Client-Portfoliomanager bei J.P. Morgan Asset Management im Mittwoch in Frankfurt. Der Vermögensverwalter bevorzugt derzeit europäische Aktien, neben solchen aus Schwellenländern. „Europa wächst stärker als im langfristigen Durchschnitt und über seinem Potenzial“, sagte er. Damit sollten bald auch die Folgen der globalen Finanzkrise und der Euro-Staatsschuldenkrise überwunden sein. Damit die Wirtschaft der Eurozone wieder das Niveau vor der Doppelkrise erreicht, seien noch 14 Monate auf dem aktuellen Wachstumspfad nötig. Und das sei nicht unwahrscheinlich, denn die Frühindikatoren ließen schon jetzt eine Fortsetzung der jüngsten Entwicklung in den nächsten sechs bis zwölf Monaten erwarten.

„Die Eurozone ist mitten im Konjunkturzyklus und hat noch Aufholpotenzial“, sagte Tilmann Galler, globaler Kapitalmarktexperte des Vermögensverwalters. Zwar seien die USA schon weiter im Zyklus fortgeschritten, sprich näher als Europa an der nächsten Rezession, doch derzeit stünden in allen Industrieländern auf Basis der Frühindikatoren wie Einkaufsmanagerindizes die Signale auf weiteres Wirtschafts-

wachstum. Auch die Schwellenländer sähen ein positives Momentum, wozu neben der Erholung der Rohstoffpreise auch die Aussicht auf einen schwächeren Dollar beitrügen. „Der Dollar kommt wegen des Zwillingsdefizits unter Druck“, sagte Galler. Er bezog sich dabei auf das Leistungsbilanzdefizit der USA von zuletzt 2,3% der Wirtschaftsleistung und die Erwartung, dass die massiven Steuersenkungen der Trump-Regierung das Haushaltsdefizit weiter aufblähen. Mittelfristig bestehe deshalb Gefahren für die US-Wirtschaft aus einem Anstieg der Inflation, insbesondere wenn wie zuletzt die Produktivität nicht richtig steigt.

### „Illusorische“ Zinserwartung

Vor diesem Hintergrund rechnet Galler mit drei bis vier Zinserhöhungen der Notenbank Federal Reserve um jeweils 25 Basispunkte im laufenden Jahr. Damit könnte der US-Leitzins bis auf 2,5% steigen, während der Marktkonsens derzeit nur zwei bis drei Schritte eingepreist habe.

Für die Eurozone bezeichnete Galler Hoffnungen auf eine erste Zinsanhebung im laufenden Jahr als „illusorisch“. Die Europäische Zentralbank (EZB) werde zunächst das Anleihekaufprogramm beenden, den Markt beobachten und dann erst dann die Zinsen anheben. Galler erwartet dies für Sommer 2019. Dennoch werde die Liquiditätsversorgung der Märkte nachlassen, so dass „die Anleihemärkte unruhiger werden.“ Für US-Staatsanleihen rechnet er in diesem Jahr mit einem Renditeanstieg auf 3 bis 3,5% von aktuell 2,9%.

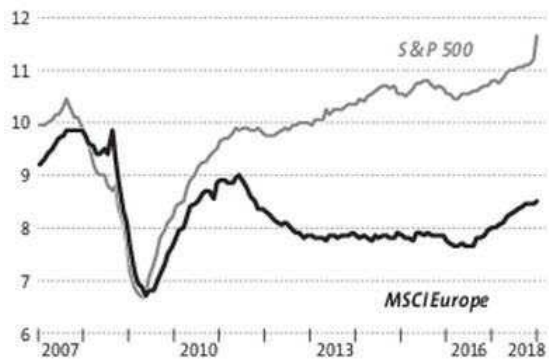
Aktien sind nach Gallers Einschätzung zwar nicht mehr günstig, entscheidend sei jedoch der Anstieg

der Gewinne je Aktie. „Gewinnwachstum schlägt Bewertung“, sagte er. Solange die Wirtschaft noch wachse, würden auch die Unternehmensgewinne anziehen, das gelte auch für die späte Phase des Konjunkturzyklus in den USA. Europäische Aktien sind den Daten des Vermögensverwalters aktuell nicht überteuert, sondern sind im langjährigen Durchschnitt bewertet (siehe Grafik). Das vom Markt erwartete Kurs-Gewinn-Verhältnis (Forward-KGV) im MSCI-Europe-Index habe Ende 2017 bei 15,0 und damit leicht über dem seit 1993 bestehenden Mittel von 14,7 gelegen. „Das ist nichts, was mir zu denken gibt“, betonte Stroh. „Entscheidend ist die Gewinnentwicklung.“ Hier hätten europäische Aktien noch Nachholbedarf gegenüber US-Werten (siehe Grafik), zudem würden im Aufschwung die Gewinnmargen europäischer Firmen stärker steigen.

Grund dafür ist, was Stroh als „Operational Leverage“ bezeichnete. Im Kostenmanagement seien die europäischen Unternehmen ohnehin gut, aber im globalen Vergleich sei ihr Fixkostenanteil recht hoch, auch wegen der größeren Bedeutung der Industrie. Mit steigender Auslastung verteilten sich die Fixkosten besser und die Margen zögen an. Stroh rechnet deshalb in den nächsten ein bis zwei Jahren mit Überraschungen bei den Gewinnen europäischer Konzerne. Für Euro-Aktien sei aktuell mit einem jährlichen Ertrag von 5,5% zu rechnen, erklärte Jakob Tanzmeister, Client-Portfoliomanager im Multi-Asset-Team. „Aktienmärkte sind nicht billig und es ist keine Zeit, sorglos Risiken am Markt zu nehmen“, sagte er. „Aber später Zyklus heißt auch nicht Rezession.“

## Europa hat noch Luft nach oben

Verhältnis von Ergebnis zu Umsatz der gelisteten Unternehmen je Aktie in Prozent



© Börsen-Zeitung

## Erwartetes Kurs-Gewinn-Verhältnis\* im MSCI Europe



\* Forward KGV

Quelle: JP. Morgan Asset Management