

Märkte

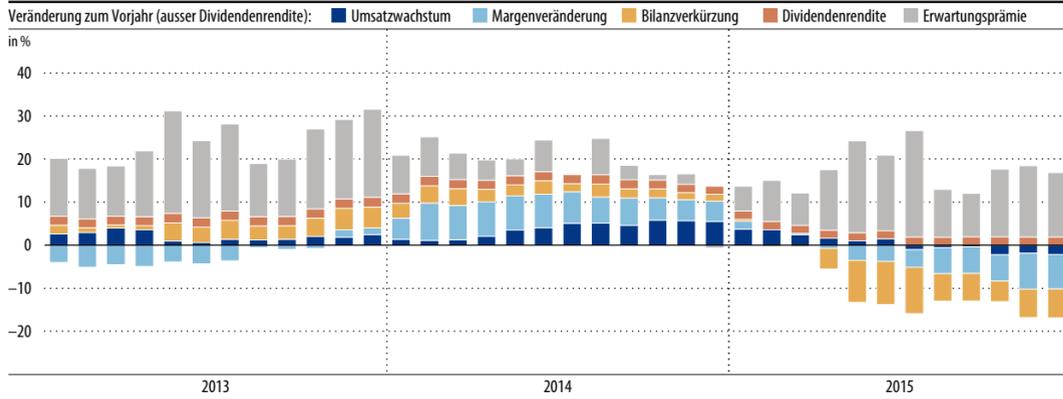
Alle Börsen, Devisen, Obligationen, Rohstoffe im Monitor ab Seite 32

- 18 Weniger neue Anleihen emittiert
- 19 «Effiziente Märkte für Lebensmittel»
- 20 Finanzmarktgesetze zurückweisen
- 21 Trügerische Rekordpreise für Kunst

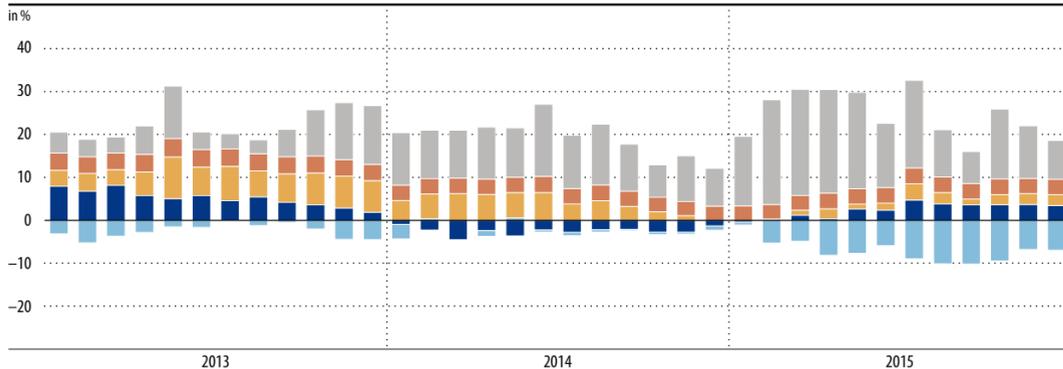
Börsen erwachen aus ihrem süßen Traum

Auch 2015 wurden die Aktienmärkte hauptsächlich vom Prinzip Hoffnung getrieben. Der Kurseinbruch hat Börsen und Fundamentals näher zusammengeführt.

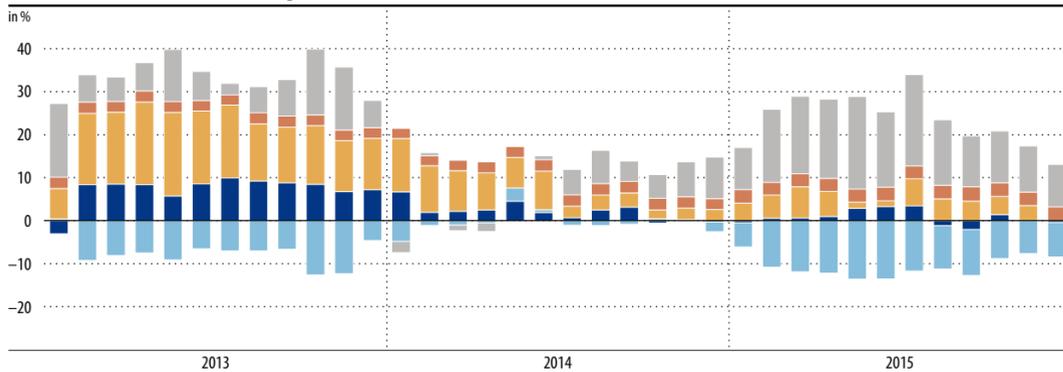
An der US-Börse steigt einzig die Erwartungsprämie



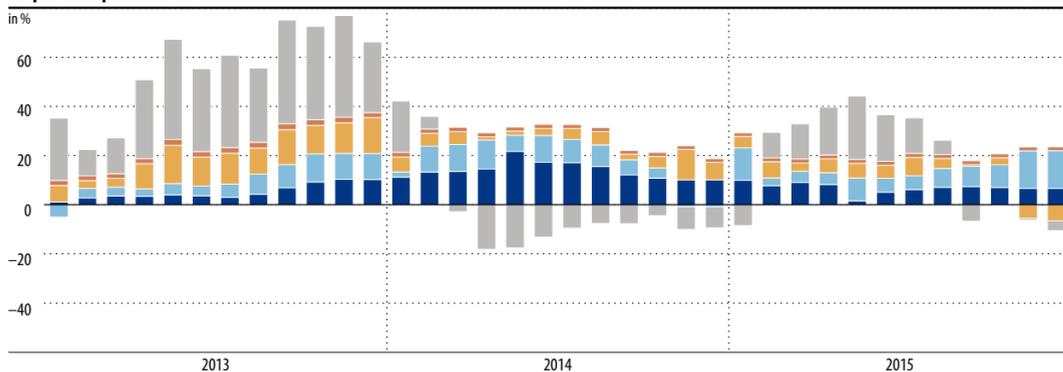
In Europa schrumpfen die Gewinnmargen auch 2015



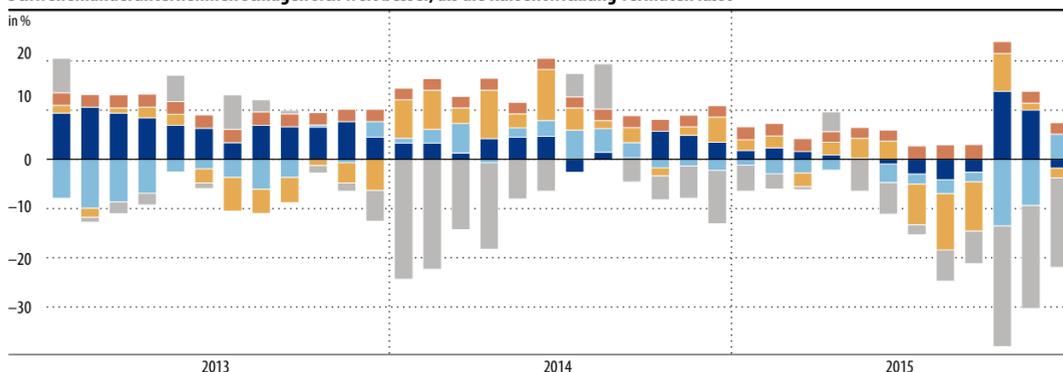
Der Frankenschock lastet auf der Marge, nicht aber auf der Schweizer Börse



Corporate Japan beeindruckt weiterhin mit den besten Fundamentaldaten



Schwellenländerunternehmen schlagen sich weit besser, als die Kursentwicklung vermuten lässt



GREGOR MAST

Es kommt die Zeit, da setzen sich die Fundamentaldaten durch. So könnte man die Turbulenzen der letzten Monate umschreiben. Zu diesem Schluss kommt, wer die Börsenperformance der vergangenen Jahre in die einzelnen Teile zerlegt. Das macht der auf Qualitätsanlagen spezialisierte Meilemer Vermögensverwalter CEAMS CE Asset Management, um neben der fundamentalen Unternehmens- auch die Performancequalität zu analysieren (vgl. Textkasten unten rechts).

Besten Anschauungsunterricht dafür liefert der US-Aktienmarkt. So waren die Kursavancen seit Herbst 2012 von der immer höheren Bewertung getrieben, während die Fundamentaldaten mit Ausnahme des Jahres 2014 wenig inspirierend ausfielen. Besonders düster präsentiert sich das letztjährige Bild, waren doch sowohl Umsatz- wie Margenwachstum negativ. Der starke Dollar, der Ölpreiserfall und die schwache US-Industriekonjunktur forderten ihren Tribut.

Problematisch ist auch der negative Beitrag, den die Verlängerung der Bilanz – in den Grafiken als negativer Beitrag aufgeführt – von Corporate America verursachte. Im Gegensatz zu den Vorjahren wurden die boomenden Aktienrückkäufe im 2015 demnach durch die Aufnahme von Krediten finanziert. Das schönt zwar das Gewinnwachstum, schwächt aber die Bilanz, was die Unternehmen im Wirtschaftsabschwung verwundbar macht.

Dass Anleger mit dem breiten US-Aktienmarkt 2015 trotzdem keine Verluste hinnehmen mussten, liegt vor allem an der Erwartungsprämie, die kräftig gestiegen ist. Auf Dauer kann die Abhängigkeit der Börsen von einer immer höheren Bewertung indes nicht gut gehen. Das haben die letzten Wochen gezeigt. Immerhin haben die Kursverluste die Aktienmärkte wieder näher an den Boden der wirtschaftlichen Realität gebracht.

Was ist nur mit Europa los?

Etwas besser erging es den europäischen Unternehmen, wo zumindest das Umsatzwachstum positiv zu Buche schlägt. Nur wurde dieses durch den Margenzerfall mehr als wettgemacht. Dass die Margen trotz schwachem Euro, kollabierenden Rohstoffpreisen und sinkenden Finanzierungskosten schrumpfen, ist eine Enttäuschung. Das gilt umso mehr, als die Gewinnspannen in Europa schon seit langem gedrückt sind und deshalb durchaus Raum für Verbesserung bieten würden.

Wie in den USA erklärt die Erwartungsprämie auch in Europa den Löwenanteil des Gesamtertrags. Das Anleihenkaufprogramm der Europäischen Zentralbank zeitigte demnach Wirkung. Allerdings gelten die ökonomischen Gesetzmäßigkeiten auch in Europa – ohne Gewinnwachstum sind die Avancen an den Börsen auf Sand gebaut. Die Voraussetzungen für eine Erholung wären eigentlich gegeben – nur galt dies schon letztes Jahr.

Nicht überraschend fällt das magere Abschneiden der heimischen Unternehmen aus. Der Frankenschock und die schleppende Weltwirtschaft ließen die zuvor stolzen Gewinnmargen dahinschmelzen und brachten auch das Umsatzwachstum zum Erliegen. Der kräftige Anstieg der Erwartungsprämie und die Dividendenrendite sorgten trotz des garstigen Umfelds für einen versöhnlichen Jahresausklang.

Irgendwann werden jedoch auch Schweizer Unternehmen nicht umhinkommen, die hohe Erwartungsprämie zu rechtfertigen, die in den letzten Jahren aufgebaut wurde. Immerhin hat sich die

Frankenstärke nicht weiter akzentuiert, was den Druck auf die Gewinne lindert. Sollte sich die Konjunktur bei den wichtigsten Handelspartnern nicht erholen, drohen indes weitere Kursrückschläge.

Keine Regel ohne Ausnahme – das gilt auch für die Börsen der Industrieländer. Während die amerikanischen und europäischen Aktienindizes vom Prinzip Hoffnung lebten, sind die Kursgewinne in Japan durch die operative Leistung erklärbar. Mehr noch: Die Unternehmensgewinne sind schneller gestiegen als der Nikkei 225. Dadurch hat sich die Erwartungsprämie sogar leicht reduziert.

Mit der operativen Entwicklung der letzten Jahre ist der Kabutocho in die hohen Erwartungen hineingewachsen, die nach der Wahl von Premier Shinzo Abe Ende 2012 aufgebaut wurden. Während seine auch als Abenomics bezeichnete Wirtschaftspolitik die Konjunktur des Inselreichs bisher mehr schlecht als recht zu beleben vermochte, scheint die ebenfalls von Abe angestossene Reform der Corporate Governance gewisse Früchte zu tragen. Diesen Befund legt zumindest die Entwicklung der Margen nahe, die trotz der Abkühlung in China und dem nicht weiter schwächelnden Yen gestiegen sind.

EmMa besser als ihr Ruf

Der eigenen Konjunkturschwäche nicht entziehen konnten sich die Schwellenländerbörsen, wo das Umsatzwachstum in Dollar gerechnet ins Minus drehte. Dafür konnte sich die Marge erholen, was zumindest teilweise auf die schwachen Währungen zurückzuführen sein dürfte.

Was angesichts der negativen Schlagzeilen aus den Schwellenländern und der miserablen Kursentwicklung der dortigen Börsen vergessen geht: Mit einem leichten Gewinnplus schnitten Emerging-Markets-Unternehmen besser ab als ihre Konkurrenten aus den USA und Europa, die einen Gewinnrückgang hinnehmen mussten. Als Folge hat sich die Diskrepanz in der Erwartungsprämie weiter zugunsten der Schwellenländer verschoben.

Zusammenfassend lässt sich sagen: Die Kursrückschläge der letzten Wochen haben den Börsen gutgetan, haben sich die Aktienmärkte doch den Fundamentaldaten wieder ein wenig angenähert. Wegen der hohen Erwartungsprämie dürften die Anlageerträge in den USA, Europa und der Schweiz künftig hinter der Gewinnentwicklung zurückbleiben. Eine Ausnahme bilden Japan und die Schwellenländer. Vor allem bei Letzteren ist schon sehr viel Negatives eingepreist.

Aktienertag erklärt

Langfristig entspricht der Aktienertag der Dividendenrendite und dem Gewinnwachstum je Aktie. Letzteres lässt sich weiter aufschlüsseln in die drei Komponenten Umsatzzuwachs, Veränderung der Gewinnmarge und Gewinnverdichtung durch Bilanzverkürzung.

Kurzfristig schwanken die Märkte indes stärker als die Fundamentaldaten. Der Grund ist die wechselhafte Stimmung der Investoren, die sich in der Bewertung spiegelt. Letztere lässt wiederum Rückschlüsse auf die Erwartungshaltung zu: Je teurer eine Anlage, desto höher sind die Wachstumserwartungen.

Steigen die Kurse schneller als die Gewinne, dann baut sich eine Erwartungsprämie auf – und umgekehrt. Aus qualitativer Sicht ist diese Prämie dem operativ abgestützten Performancebeitrag unterzuordnen. Auch die Gewinnverdichtung ist qualitativ minderwertig, weil sich die Bilanz nicht beliebig verkürzen lässt. **GM**