

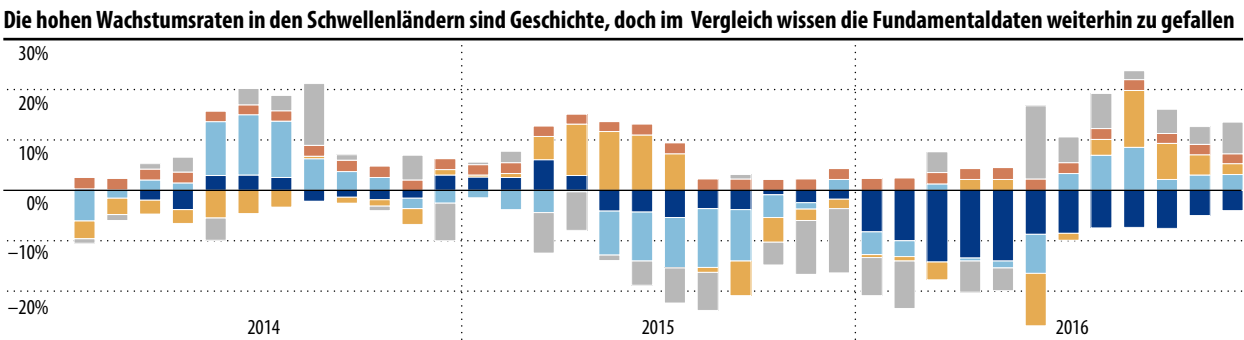
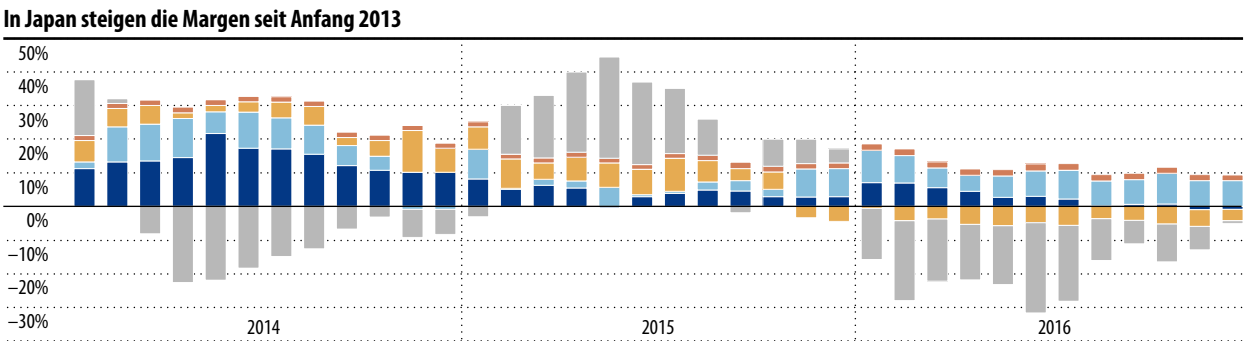
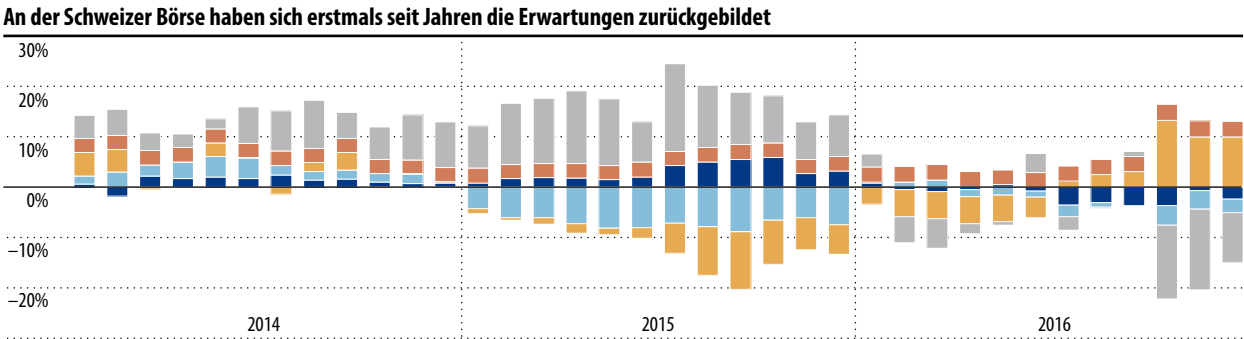
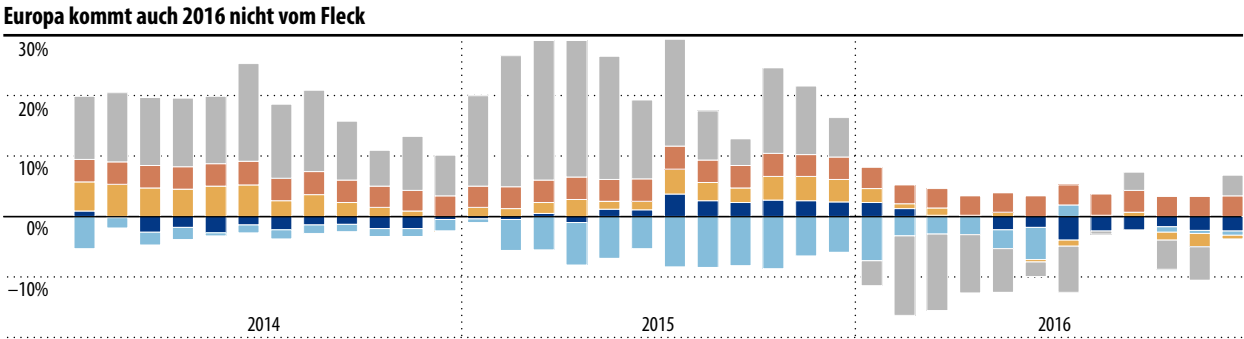
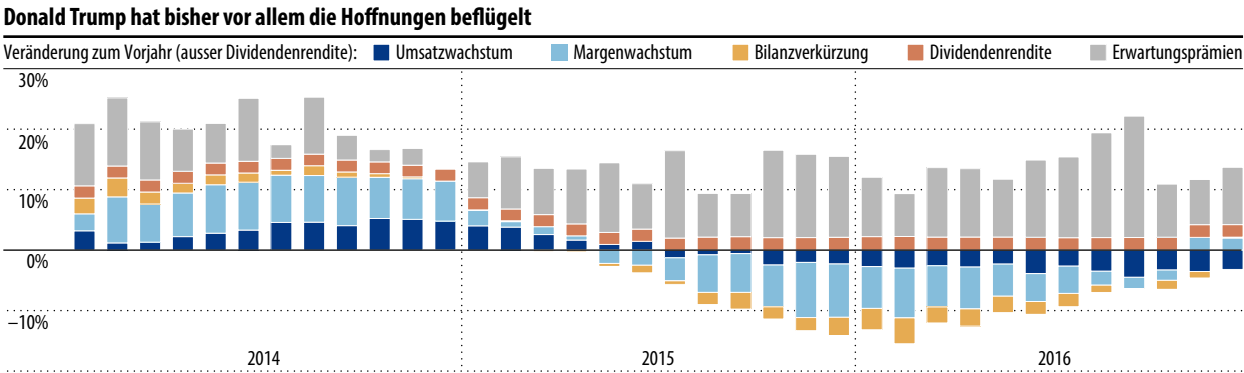
Märkte

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

- 18 Vor einer Zinssenkung in der Schweiz
- 18 SNB gegen Abschaffung von Bargeld
- 19 Die Riesenkonzerne bereiten Sorgen
- 22 «Value-Aktien sind extrem günstig»

Was hinter den Kursavancen steckt

An der US-Börse eilen die Kurse den Unternehmensgewinnen voraus. Das ist in Japan und den Schwellenländern anders. Weiter nicht vom Fleck kommt Europa.



Quelle: CEAMS CE Asset Management / Grafik: FuW, br

GREGOR MAST

Die Euphorie an den Aktienmärkten kennt seit der Wahl von Donald Trump keine Grenzen. Das gilt besonders für die US-Börse, die von einem Höchst zum nächsten eilt. Doch sind die Avancen fundamental gerechtfertigt?

Dass bisher hauptsächlich das Prinzip Hoffnung vorherrscht, zeigt eine Auswertung des Meilemer Vermögensverwalters CEAMS CE Asset Management, der den Gesamtertrag eines Aktienmarktes in die einzelnen Treiber zerlegt (vgl. Textkasten unten rechts). Steigen die Börsen schneller als die Unternehmensgewinne, baut sich eine Erwartungsprämie auf.

Das ist in den USA der Fall. Der wichtigste Treiber der Hausse war die Bewertungsexpansion (graue Balken in der Grafik). Der Umsatz von Corporate America war 2016 wegen schwacher Resultate aus dem Rohstoffbereich sogar rückläufig. Immerhin konnten sich die Margen erholen. Nur scheint das Potenzial für eine weitere Ausweitung begrenzt, weil sie in den USA bereits stattlich sind. Dazu kommt, dass sich langsam Lohndruck aufbaut – eine Entwicklung, die durch Trumps Konjunkturprogramm noch verstärkt würde.

Erfreulich ist auch, dass die US-Unternehmensbilanzen nicht weiter verlängert wurden. Vor allem 2015 wurden die boomenden Aktienrückkäufe durch die Aufnahme von Fremdkapital finanziert. Dank abnehmender Rückkäufe und zurückhaltender Neuverschuldung hat sich die Bilanzqualität nicht weiter verschlechtert.

Potenzial ist vorhanden

Weiterhin keine Lebenszeichen sendet Europa, wo sämtliche fundamentalen Treiber negativ sind. Seit 2011 sinken die Margen – und dies, obwohl sie schon lange gedrückt sind. Dazu schrumpft der Umsatz, und auch die moderate Verlängerung der Bilanzen drückt die Gewinne.

Dass dennoch ein leichtes Plus resultierte, ist einzig der Dividendenrendite und dem Aufbau einer Erwartungsprämie zu verdanken. Letztere ist in den letzten Jahren stetig gestiegen. Weitere Avancen sind deshalb nur wahrscheinlich, wenn endlich die Unternehmensgewinne anziehen. Immerhin ist das Potenzial dank bescheidener Margen und der sich abzeichnenden Konjunkturerholung vorhanden.

Unter sinkendem Umsatz- und Margenwachstum leiden auch Schweizer Gesellschaften. Offensichtlich wirkt der Frankenschock immer noch nach. Im Gegensatz zu den anderen Börsen ist die Erwartungsprämie stark geschrumpft. Das liegt vor allem an der enttäuschenden Kursentwicklung der grosskapitalisierten Werte, die dank der sinkenden Bewertung jedoch attraktiver wurden.

Zu einem grossen Umschwung kam es bei der Entwicklung der Schweizer Unter-

nehmensbilanzen, die nicht mehr verlängert, sondern in Relation zum Börsenwert verkürzt wurden. Ein Haupttreiber ist gemäss Diego Föllmi von CEAMS der verstärkte Aufbau der Cash-Quoten bei mehreren Gesellschaften wie SGS, der den Unternehmenswert drückt. Der Enterprise Value berechnet sich aus der Summe von Marktkapitalisierung und Fremdkapital abzüglich liquider Mittel.

Die erfreulichsten Fundamentaldaten weist Japan auf. Zwar wächst der Umsatz kaum noch. Dafür weiten sich seit Anfang 2013 die Margen aus. Anfänglich lag das vor allem an der massiven Abwertung des Yens. Der Trend hat sich jedoch 2016 fortgesetzt, obwohl die japanische Valuta zwischenzeitlich erstarkte. Inzwischen scheint die verbesserte Corporate Governance die jahrelang gedrückten Unternehmensgewinne wachgeküsst zu haben. Dennoch sind die Erwartungsprämien nicht weiter gestiegen.

Attraktive Mischung

Gesund präsentiert sich die Lage auch in den Schwellenländern. Abgesehen vom Umsatzwachstum, das in Dollar umgerechnet wird und vor allem wegen der schwachen chinesischen Valuta unter Druck steht, fallen alle Treiber positiv aus. Das gilt auch für die Erwartungsprämie, deren leichter Anstieg nach jahrelangem Rückgang allerdings keine Gefahr darstellt.

Während also in den USA das Prinzip Hoffnung und in Europa Flaute herrscht, bieten Valoren aus Japan und den Schwellenländern eine attraktive Mischung aus steigendem Gewinn und niedriger Erwartungsprämie. Schweizer Multis sind ebenfalls attraktiver geworden.

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.