

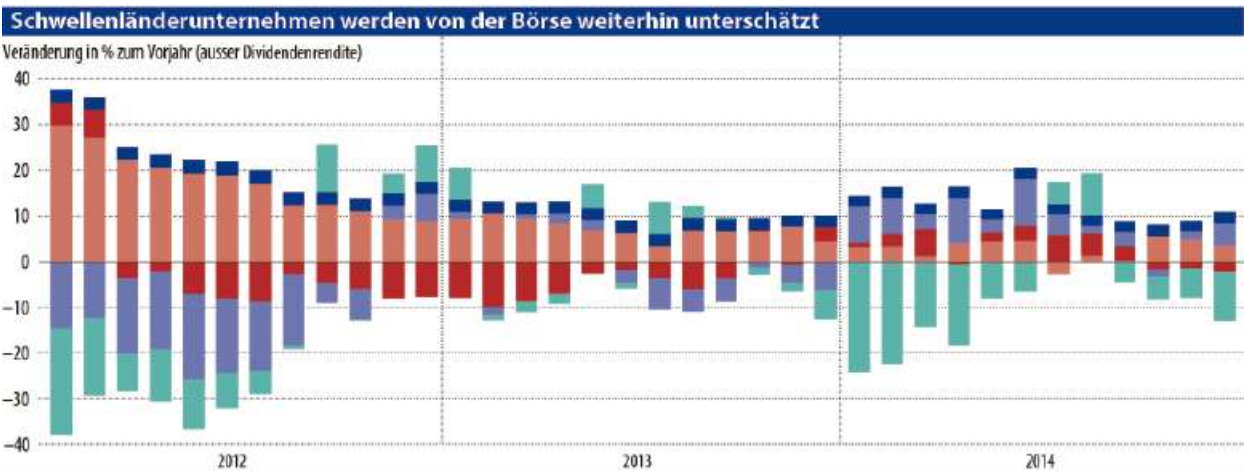
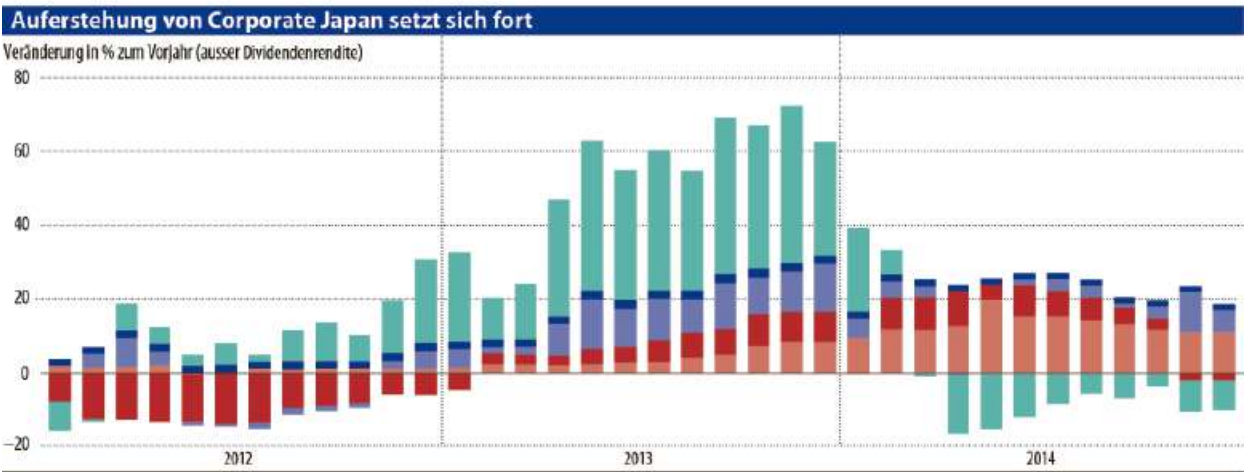
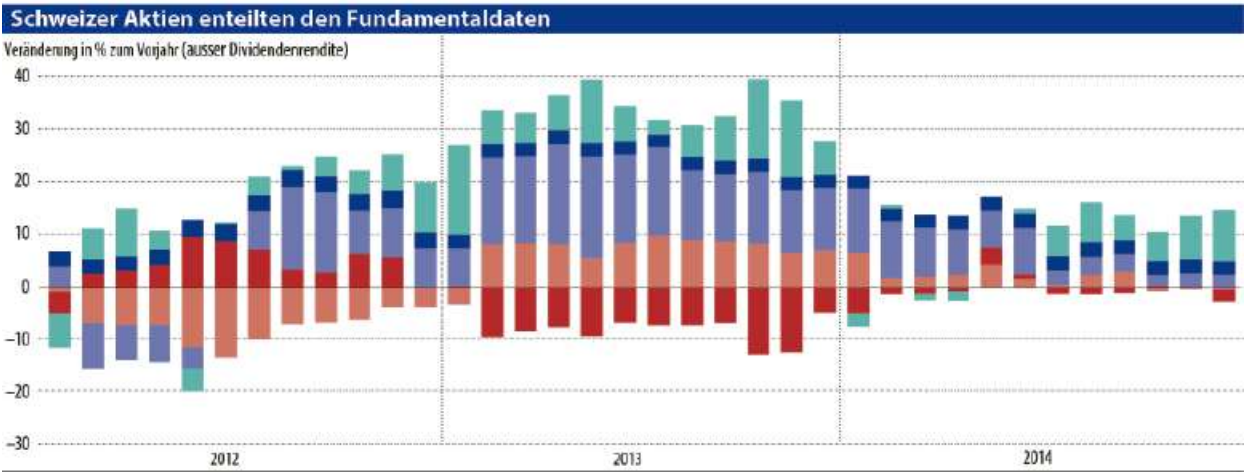
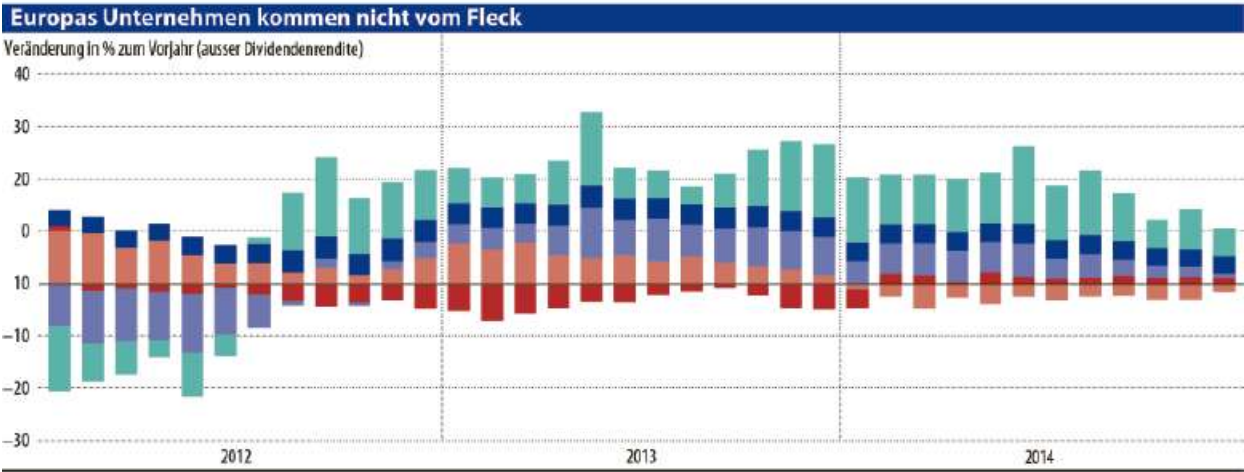
Märkte

Alle Börsen, Devisen, Obligationen, Rohstoffe im Monitor ab Seite 21

- 18 US-Häusermarkt auf dem Prüfstand
- 19 Griechenlands Schuldenpoker
- 19 Schweizer Zinsen im Tief
- 20 Silber entkoppelt sich von Gold

Was die Aktienmärkte antreibt

In den USA und Japan waren die Kursgewinne 2014 durch die operative Leistung gerechtfertigt, während die Schweizer Börse vom Prinzip Hoffnung lebt.



Quelle: CEAMS CE Asset Management, Bloomberg, MSCI / Grafik: FuW, mmsb

GREGOR MAST

Das Jahr 2014 geht als ein gutes für Aktien in die Geschichtsbücher ein. Weder die diversen regionalen Krisenherde noch das schleppende Weltwirtschaftswachstum konnten den wichtigsten Aktienmärkten etwas anhaben. Investoren mögen sich deshalb fragen, was die Börsen angetrieben hat.

Dazu muss die Börsenperformance in die einzelnen Teile zerlegt werden. Das macht der auf Qualitätsanlagen spezialisierte Meilemer Vermögensverwalter CEAMS CE Asset Management, um neben der fundamentalen Unternehmens- auch die Performancequalität zu analysieren.

Langfristig entspricht der Aktienertrag 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.

Fundamentals holen auf

Wie die Analyse zeigt, waren die Kursavancen 2014 besser durch die Fundamentaldaten zu erklären als im Vorjahr, als die meisten Börsenplätze vom Prinzip Hoffnung lebten. Am überzeugendsten fiel der operative Leistungsausweis in den USA aus, wo die hohen Erwartungen des Vorjahres zumindest teilweise durch anziehendes Umsatz- und Margenwachstum erfüllt wurden. Als Folge hat sich keine weitere Erwartungsprämie aufgebaut.

Trotzdem fragt sich, ob die US-Börse ihren Höhenflug ungebremsst fortsetzen kann. Es wird immer schwieriger, die bereits rekordhohen Margen weiter zu steigern. Die stolze Bewertung des US-Marktes erhöht zudem die Anfälligkeit für Enttäuschungen, die wegen des starken Dollars und der bevorstehenden geldpolitischen Kehrtwende zahlreicher werden könnten.

Ganz anders präsentiert sich das Bild am europäischen Aktienmarkt, wo weder beim Umsatz noch bei der Marge Lebenszeichen auszumachen sind – im Gegenteil: Das Umsatzwachstum schwächte sich sogar noch weiter ab und war übers Gesamtjahr rückläufig. Immerhin konnte sich die Marge stabilisieren, was ange-

sichts ihres niedrigen Niveaus aber als Enttäuschung zu werten ist.

Trotz des mageren Erfolgsausweises warfen europäische Aktien einen ansprechenden Ertrag ab. Nur ist er fast ausschliesslich auf die Erwartungsprämie und die Dividenden zurückzuführen. Für nachhaltige Kursavancen müssten nun aber endlich die Unternehmensgewinne anziehen. Potenzial dafür besteht angesichts des schwachen Euros durchaus.

Der lahmen Konjunktur ihres wichtigsten Handelspartners konnten sich Schweizer Unternehmen nicht entziehen. Auch hierzulande kam das Umsatzwachstum zum Erliegen, während die Marge sogar leicht schrumpfte. 2015 dürfte sich die Lage weiter eintrüben, ist doch der Frankenaufwertungsschock von Mitte Januar in den Zahlen noch nicht enthalten.

Der Schweizer Börse konnte diese Wachstumsdelle nichts anhaben, zählte sie doch auch 2014 zu den Überfliegern. Mit Abstand den höchsten Performancebeitrag lieferte allerdings die steigende Bewertung. Die in den vergangenen Jahren aufgebaute Erwartungsprämie erhöht die Verwundbarkeit bei Enttäuschungen.

Auferstehung auf japanisch

Weiterhin zu überzeugen vermochten japanische Unternehmen. Zwar konnten die Margen auch dort nicht gehalten werden, doch dafür beschleunigte sich das Umsatzwachstum. Der Kabutocho hat demnach die hohen Erwartungen, die sich im Vorjahr gebildet haben, teilweise erfüllt. Trotzdem zügelte der Markt seinen Optimismus, hinkte die Börse doch den Unternehmensgewinnen hinterher.

Das mag an aufkommenden Zweifeln liegen, ob die auch als Abenomics bekannte Mischung aus expansiver Geld- und Fiskalpolitik wirklich funktioniert. Der schwache Yen hat zwar das Umsatzwachstum begünstigt, auf Dauer sollte der Aufschwung aber selbsttragend werden. Die dazu benötigten Strukturreformen – der dritte Pfeil von Abenomics – lassen nach wie vor auf sich warten.

In den Schwellenländern lasten diverse Krisenherde auf den Börsen. Den Unternehmen geht es aber weniger schlecht, als die Nachrichten vermuten lassen. Zwar hat sich das Umsatzwachstum in den letzten Jahren abgeschwächt, beträgt aber immer noch 3% – in Dollar. Einen bedeutenden – wenn auch nicht nachhaltigen – Gewinnbeitrag leistete die Bilanzverkürzung.

Zwar könnten die Margen als Folge der Rohstofflastigkeit der Emerging Markets weiter unter Druck stehen. Dieser Effekt dürfte aber in den Kursen eingepreist sein, war die Erwartungsprämie in den letzten Jahren doch meist rückläufig. Allein 2014 betrug der Rückgang 11%. Die Schwellenländereuphorie, vor noch nicht allzu langer Zeit das dominierende Anlagethema, ist verfliegen. Entsprechend wird das Enttäuschungspotenzial immer kleiner.