REYL
innovative banking

MARKET INSIGHT

November 2018

REYL
innovative banking

AKTIENRÜCKKÄUFE: WORAUF KOMMT ES BEIM WEITEREN ANSTIEG DER US-AKTIEN AN?

Aktienrückkäufe sind in den USA in diesem Jahr ein heisses Thema. Sie stehen regelmässig in den Schlagzeilen mit den Argumenten, dass die Hausse der Börse nur ihnen zu verdanken ist oder dass sie soziale Ungleichheiten verstärken. Ohne in diese unfruchtbare Diskussion einzutreten scheint es, dass das vorherrschende Dogma an der Wall Street ist, dass die US-Unternehmen durch den massiven Rückkauf ihrer Aktien zum Anstieg der Preise beitragen. Denn wenn ein Unternehmen eigene Aktien zurückkauft, reduziert es die Anzahl der im Umlauf befindlichen Anteilscheine und erhöht damit das Ergebnis pro Aktie. Dadurch erhalten die verbleibenden Aktionäre eine höhere Entschädigung, was in der Theorie zu einem Anstieg des Aktienkurses führt. Da drei Viertel der S&P-500-Unternehmen Aktienrückkaufprogramme am Laufen haben, braucht es nicht viel um zum Schluss zu kommen, wie wichtig sie sind. Aber wie sieht es tatsächlich aus?

Ein Drittel basiert auf Rückkaufprogrammen

Seit Beginn dieses Börsenzyklus sind Aktienrückkaufprogramme in den USA ein wiederkehrendes Thema. Sie sind vor allem die Folge von höheren Gewinnen, dem Anstieg der finanziellen Hebelwirkung und in jüngster Zeit aufgrund der Steuerreform. Es scheint, dass die grösste Nachfrage nach Aktien in den Vereinigten Staaten seit einigen Jahren infolge der Aktienrückkaufprogramme von den Unternehmen selbst kommt, sie übersteigt sogar die Nachfrage nach ETFs. Laut JP Morgan[1]. beläuft sich der kumulierte Betrag der in den USA durchgeführten Aktienrückkäufe seit 2008 auf 4,5 Billionen US-Dollar. Das entspricht 30% der in diesem Zeitraum gestiegenen Marktkapitalisierung und vermittelt einen Eindruck vom Umfang der Aktienrückkaufprogramme. In den letzten zwölf Monaten schätzen wir den Wert der Aktienrückkäufe auf 640 Milliarden US-Dollar, was ebenfalls einem Anstieg von 30% gegenüber den letzten zwölf Monaten entspricht[2]. Für das gesamte Jahr 2018 könnten die Rückkäufe sogar um mehr als 40% steigen und 800 Milliarden US-Dollar überschreiten. Und für 2019 schätzt Goldman Sachs, dass die Rückkäufe voraussichtlich um mehr als 20% steigen und einen historischen Höchststand von rund einer Billion US-Dollar[3] erreichen werden. Diese Beträge sind schwindelerregend und umso bedeutender, als in diesem und im nächsten Jahr – erstmals seit 2007 – voraussichtlich mehr Mittel für Aktienrückkäufe eingesetzt werden als für Investitionen. Mit einer Liquiditäts-zu-Vermögens-Quote von 12%, also nahe an historischen Höchstständen, verfügen die US-Unternehmen über ausreichend Vermögen, um ehrgeizige Aktienrückkaufprogramme durchzuführen.

Bargeldrückführung für Rückkaufprogramme

Die von der Trump-Regierung im Dezember 2017 verabschiedete US-Steuerreform ist eine der wichtigsten in der Geschichte der USA. Sie spielte in diesem Prozess eine wichtige Rolle, insbesondere durch die Senkung der Unternehmenssteuer von 35% auf 21%. Dies parallel zur Möglichkeit für multinationale Unternehmen, Bargeld im Ausland zu einem bevorzugten Steuersatz zurückzuführen, das Volumen wird auf 2,5 Billionen US-Dollar geschätzt. Nach drei Quartalen scheint es, dass die Hälfte der tatsächlich zurückgeführten Beträge für die Ausweitung oder Einleitung von Aktienrückkaufprogrammen verwendet wurde. Dies führt zu einem spektakulären Anstieg in den Jahren 2018 und 2019. Als Beweis dafür ist der Anteil der 2018 durchgeführten, fremdfinanzierten Rückkäufe unter 15% gesunken – verglichen mit mehr als 30% im Jahr 2017.

Dennoch teilen wir die derzeitige Begeisterung für Aktienrückkäufe nicht. Erstens wurden in den letzten zwölf Monaten fast 45% der zurückgekauften Volumen von 20 Unternehmen erworben. Dabei lag das Trio Apple, Oracle und JP Morgan an der Spitze. Eine solche Konzentration kann nicht dem gesamten Markt zugutekommen. Während das Niveau der Rückkäufe auf einem historischen Höchststand liegt, sollte zweitens nicht vergessen werden, dass sich der Marktwert ebenfalls auf einem historischen Höchststand befindet. Die Marktkapitalisierung des S&P-500-Index überschritt kurz vor der Korrektur im Oktober erstmals 25 Billionen US-Dollar. Der Wert der in den letzten zwölf Monaten zurückgekauften Aktien, so exorbitant der Betrag auch erscheinen mag, entspricht damit nur 2,7% der aktuellen Marktkapitalisierung des S&P 500 und liegt weit hinter den Spitzenwerten der Jahre 2007 und 2013 von mehr als 5%. Schliesslich birgt eine Strategie, die Wertpapiere mit einer hohen Rückzahlungsrendite bevorzugt, erhebliche Risiken. Dies basierend auf dem gekauften Betrag rollierend über zwölf Monate, gemessen an Marktkapitalisierung und Rückkaufrendite. Diese Unternehmen haben die niedrigen Nachkrisenzinsen oft zur Finanzierung ihrer ambitionierten Aktienrückkaufprogramme genutzt und sind damit überdurchschnittlich verschuldet, wie die Schuldenquote (Nettoverschuldung/Ebitda) des S&P 500 Buyback[4] zeigt. Im aktuellen Kontext steigender Zinsen beginnen die Investoren, diese Unternehmen zu bestrafen.

Mehrwert infrage gestellt

Grundsätzlich entwickeln sich Aktien mit einer hohen Rückzahlungsrendite besser als der Markt, wenn Aktienrückkäufe den Anstieg der Aktienmärkte deutlich unterstützen. Unsere Tests zeigen, dass sich eine Auswahlstrategie für die 100 Titel im S&P 500 mit der höchsten Rückzahlungsrendite seit Beginn des Bullenmarktes im März 2009 bewährt hat[5]. Die jährliche Outperformance dieser Strategie in der aktiengewichteten Version betrug 11% und diejenige der nach Marktkapitalisierung gewichteten Version 4%. Dennoch ist der

Tracking Error dieser Portfolios mit dem S&P-500-Index hoch[6] und die relative Performance ist weitgehend auf sektorale Abweichungen zurückzuführen[7]. Um die intrinsische Relevanz von Aktienrückkäufen als Risikofaktor besser einschätzen zu können, teilen wir das Universum anhand der Rückzahlungsrendite in Quantile auf und neutralisieren Sektoren. Mit diesem Ansatz können wir nicht zu dem Schluss kommen, dass Aktienrückkäufe einen Mehrwert darstellen. Tatsächlich zeigte in den vier getesteten Versionen[8] nur eine ein überzeugendes Outperformance-Profil. Grosse Aktienrückkaufprogramme reichen einfach nicht mehr aus, damit Unternehmen den Markt übertreffen können.

Aktienrückkäufe sind ein technischer Faktor, sicherlich ein positiver, aber derzeit nur ein kleines Zahnrad im Mechanismus der Aktienkurssteigerungen. Obwohl ihr Wert in den Jahren 2018 und 2019 historische Höchststände erreicht und Schlagzeilen in den Medien macht, konzentrieren sie sich auf wenige Riesenkonzerne und bleiben im Vergleich zum US-Aktienmarkt bescheiden. Der Mehrwert einer auf Aktienrückkäufen basierenden Aktienaus wahlstrategie wird höchstwahrscheinlich mehr aus dem Branchenengagement als aus dem inneren Wert dieses Risikofaktors abgeleitet. Schliesslich scheint uns, dass in einer Zeit, in der die Margen bereits sehr hoch sind der weitere Anstieg des Marktes vor allem auf dem Umsatz- und Gewinnwachstum und damit auf der Robustheit des Konjunkturzyklus beruht.

[1] Quelle: JP Morgan, US Equity Strategy, 18. Oktober 2018
[2] Quelle: Reyl & Cie, Bloomberg
[3] Quelle: Goldman Sachs, Portfolio Strategy Research, 4. Oktober 2018
[4] 100 Titel des S&P 500 mit der höchsten Rückzahlungsrendite, verzögert um ein Quartal, vierteljährlich rebalanced, gleichgewichtet.
[5] 100 Titel des S&P 500 mit der höchsten Rückzahlungsrendite , monatlich rebalanced, gleichgewichtet
[6] 2.9% für das Marktkapitalisierungs-gewichtete Portfolio und 4,2% für das aktiengewichtete Portfolio.
[7] Am 26.10.2018 waren die 5 grössten sektoralen Abweichungen Konsumgüter (+9,5%), Finanzen (+9,2%), Fertigung (+6,2%), Kommunikationsdienstleistungen (-6,8%), Technologie (-5,7%).
[8] Monatlicher und halbjährlicher Rebalancing, ausgestattet und gewichtet nach Marktkapitalisierung

MARCO BONAVIRI
SENIOR PORTFOLIO MANAGER

« Der Wert der in den letzten zwölf Monaten zurückgekauften Aktien, so exorbitant der Betrag auch erscheinen mag, entspricht damit nur 2,7% der aktuellen Marktkapitalisierung des S&P 500 »

REYL
innovative banking

WICHTIGER HINWEIS - Dieses Dokument wird von der REYL & Cie Holding AG oder / und einem ihrer Organe (im Folgenden „REYL" genannt) herausgegeben und dient lediglich zu Informationszwecken und ist für die interne Verwendung bestimmt. Diese Dokument stellt weder eine persönlich Empfehlung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Bank- oder Anlageprodukten dar. Der Inhalt ist nur für den persönlichen Gebrauch des Empfängers bestimmt. Er darf weder vollumfänglich noch teilweise kopiert, reproduziert, verbreitet oder an Dritte weitergegeben werden. Nichts in diesem Dokument stellt eine Anlage-, rechtliche, buchhalterische oder steuerliche Beratung oder eine Zusicherung dar, dass eine Anlage oder Strategie für die jeweiligen persönlichen Umstände angemessen oder geeignet ist. Alle Anlageentscheidungen liegen in der alleinigen Verantwortung des Empfängers und stützen sich ausschliesslich auf die Einschätzung seiner persönlichen Umstände sowie seiner eigenen Interpretation der Informationen. Die Informationen und Daten dieses Dokuments stammen aus Quellen, die als zuverlässig angesehen werden; dennoch haftet oder garantiert REYL, ihre Verwaltungsratsmitglieder, Direktoren, Mitarbeiter, Vertreter und Aktionäre, weder jetzt noch zukünftig und weder ausdrücklich noch implizit für die Zuverlässigkeit, Richtigkeit oder Vollständigkeit dieses Dokuments oder der Daten, die diesem Dokument zugrunde liegen und übernimmt keine Verantwortung dafür, dass irgendeine Person auf die Angaben in diesem Dokument vertraut. Im Besonderen wird keine Haftung oder Garantie für die Erreichung oder Angemessenheit zukünftiger Prognosen, Ziele, Einschätzungen oder Vorhersagen, die dieses Dokument enthält, übernommen. Der Wert einer Kapitalanlage sowie der mit ihr erzielte Ertrag kann sowohl steigen als auch sinken, und Anleger erhalten den investierten Betrag unter Umständen nicht in vollem Umfang zurück. Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein zuverlässiger Massstab für die zukünftige Wertentwicklung. Das Dokument wurde von einer Abteilung erstellt, die nicht der organisatorischen Einheit der Finanzanalyse unterstellt ist. REYL unterliegt unterschiedlichen rechtlichen und regulatorischen Anforderungen, und es kann vorkommen, dass möglicherweise daher Wertpapiere und Anlageprodukte nicht in allen Rechtsordnungen und / oder für alle Personen angeboten werden können. REYL hat nicht die Absicht, Wertpapiere und Anlageprodukte in Ländern und Rechtsordnungen anzubieten, wo dies rechtlich und aufsichtsbehördlich untersagt ist. Den Empfängern dieses Dokuments wird daher empfohlen, sich dementsprechend persönlich lokal zu informieren.

WWW.REYL.COM