REYL
innovative banking

MARKET INSIGHT

Februar / März
2019

SCHÄTZUNGEN ZUM ERTRAGSWACHSTUM KÖNNTEN WEITER SINKEN UND AKTIEN-MÄRKTE BELASTEN

MARCO BONAVIRI
SENIOR PORTFOLIO MANAGER

«Der Konsens über das Ergebniswachstum ist noch viel zu optimistisch und unabhängig vom makroökonomischen Kontext.»

Der Zeitraum der letzten beiden Monate wird zweifellos zu einer Sammlung unvergesslicher Ereignisse an den Finanzmärkten: Auf den schlimmsten Monat Dezember seit 1931 folgte der beste Monat Januar seit 1987. Wenn etwas diese Umkehrung demonstriert hat, dann ist es dies: Haupttreiber risikoreicher Vermögenswerte sind nicht Gewinnprognosen, makroökonomische Daten, Politik oder gar die Linien in den Charts. Nein, das einzig Ent-scheidende ist der Geldbetrag, den die US-Notenbank Fed in das System eingespeist oder entnommen hat - das heisst ob Notenbankpräsident Jay Powell «hawkish» oder «dovish» ist.

Das Antizipieren einer Pause im sich verschärfenden Geldmengenzyklus der US-Notenbank und die verminderten Bedenken hinsichtlich des Austrocknens der globalen Liquidität haben die Stimmung der Anleger angeheizt und die stärkste Aktienmarkterholung seit 40 Jahren ausgelöst. Die andere Seite der Medaille ist, dass diese Umkehrung der Geldpolitik nun erwartet wird und sich die Anleger wieder auf die wirtschaftlichen Fundamentaldaten und Unternehmensaussichten konzentrieren können. Hier liegt das Problem: Wir beobachten eine überraschende Diskrepanz zwischen dem Konsens über die Gewinnsteigerung der Unternehmen und dem nachlassenden Konjunkturausblick für 2019 und 2020.

GEWINNENTWICKLUNG WENIGER ENTSCHEIDEND

In normalen Zeiten ist es die Dynamik der Ertragsrevisionen, die die Entwicklung der Aktienmärkte stark beeinflusst. Wenn Aktienanalysten ihre Wachstumserwartungen nach oben korrigieren, steigen das Vertrauen der Anleger und ihre Risikobereitschaft. Das treibt die Aktienmarktindizes in die Höhe. Die Finanzmärkte wenden sich jedoch manchmal von der Dynamik der Aktiengewinne (EPS) ab und konzentrieren sich auf andere Faktoren. Nach unserer Analyse ist genau das seit Beginn der Erholung geschehen, die am Heiligabend begann: Die EPS-Wachstumsprognosen wurden in allen Märkten sehr stark nach unten korrigiert, während der S&P 500 um mehr als 17% gestiegen ist (siehe Grafik). Überraschenderweise zieht diese Polarität im Moment nicht wirklich die Aufmerksamkeit der Anleger auf sich, da sie alle mehr von der Fed und dem linearen Anstieg der Indizes besessen sind.

Für die USA besteht der Konsens unter den Analysten darin, dass sich das Umsatzwachstum von 6,9% im Jahr 2018 auf 3,4% im Jahr 2019 abschwächen und sich dann im Jahr 2020 wieder auf 4,5% beschleunigen wird[1]. Beim EPS wird nach einem geschätzten Rückgang des Wachstums von 18,6% im Jahr 2018 auf 4,8% im Jahr 2019 ein Wachstum von mehr als einer Verdoppelung auf 9,8% im Jahr 2020 erwartet. Noch bedeutsamer ist, dass nur 3 von 23 Sektoren im Jahr 2019 ein negatives Wachstum aufweisen und die Nettomarge steigen dürfte – von 12,5% im Jahr 2018 über 13% im Jahr 2019 bis 13,4% im Jahr 2020. Unabhängig von der vergeblichen Debatte über den Beginn der nächsten Rezession erwarten die Ökonomen gemäss Bloomberg-Konsens eine Abschwächung des Wirtschaftswachstums von 2,9% im Jahr 2018 auf 2,5% im Jahr 2019 und auf 1,9% im Jahr 2020. Darüber hinaus hat die jüngste Verlangsamung in einigen zyklischen Wirtschaftszweigen wie Immobilien und verarbeitendes Gewerbe die Wahrscheinlichkeit einer Rezession im nächsten Jahr deutlich erhöht[2].

WAS IST MIT EURORAUM?

Die Diskrepanz zwischen Konjunkturprognosen und Geschäftsaussichten ist umso grösser, als es sich um eine intellektuelle Lücke handelt. Trotz der seit dem ersten Quartal 2018 anhaltenden Verschlechterung der Wirtschaft im Euroraum und der Prognosen über eine Verlangsamung des BIP-Wachstums in diesem Jahr - von 1,9% im Jahr 2018 auf 1,4% im Jahr 2019 - erwarten die Finanzanalysten eine leichte Beschleunigung des Umsatzwachstums von 3,1% im Jahr 2018 auf 3,8% im Jahr 2019. Hinzu kommt eine deutliche Beschleunigung des EPS-Wachstums von 3,1% im Jahr 2018 auf 7,5% im Jahr 2019. Das Ausmass dieses Optimismus ist gelinde gesagt exemplarisch: Nur einem der 23 betrachteten Sektoren wird für 2019 ein Rückgang prognostiziert und die Nettomarge sollte sich sogar leicht von 7,2% auf 7,6% verbessern.

Angesichts des Zusammenhangs zwischen Wirtschaftswachstum und Ertragswachstum hat die nachlassende Makroprognose dazu geführt, dass die Aktienspezialisten in den letzten Monaten ihre EPS-Ziele für 2019 deutlich gesenkt haben: Seit Jahresbeginn hat sich der Konsens beim EPS-Wachstum in nur wenigen Wochen von 7,7% auf 5% Wachstum reduziert. Der Konsens erwartet nun sogar ein negatives Wachstum von -1,7% bei einer Jahresrate im ersten Quartal 2019 - dem ersten Quartal mit einem Rückgang seit dem zweiten Quartal 2016. Wir sind jedoch der Meinung, dass der Konsens über das Ergebniswachstum noch viel zu optimistisch und unabhängig vom makroökonomischen Kontext ist. Wie können wir eine Steigerung von Umsatz und Gewinn in einem Konjunkturzyklus rechtfertigen, der an Dynamik verliert? Wie können wir eine Margenausweitung bei steigenden Finanzierungs- und Lohnkosten erklären?

MUSTER DER SAISONALITÄT

Es gibt andere, eher technische Argumente für weitere Abwärtsrevisionen des EPS. Erstens beobachten wir bei den Revisionen ein Muster der Saisonalität: Analysten warten in der Regel, bis sie die endgültigen Zahlen für das vergangene Geschäftsjahr sowie für das erste Quartal des laufenden Jahres vorliegen haben, bevor sie ihr Kursziel deutlich revidieren. Die Wachstumserwartungen sind zu Beginn des Jahres generell hoch und werden dann ab dem zweiten Quartal deutlich nach unten korrigiert. Zweitens scheint es, dass Finanzexperten nach den Untersuchungen von Société Générale am Ende des Zyklus zunächst den theoretischen Wert von Wertpapieren durch Erhöhung der gewichteten

durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC, weighted average cost of capital)) senken. Dann stufen sie in einer zweiten Runde ihre Schätzungen weiter herab, um die Verschlechterung der Wachstumsaussichten zu berücksichtigen. Zumindest ist das in den Jahren 2001 und 2008 geschehen. Und es sei darauf hingewiesen, dass Analysten im Jahr 2018 den WACC tatsächlich erhöht haben.

Wer hat Recht? Die Ökonomen oder die Aktienanalysten? Die Quellen des Pessi-mismus unter den Wirtschaftsexperten sind vielfältig: Obwohl sie keinen Rekord von genauen Vorhersagen aufweisen, gehen unsere Beobachtungen auch in ihre pessimistische Richtung. Es gibt viele inländische makroökonomische Faktoren, die das Wachstum der US-Unternehmensgewinne beeinflussen können: die Stärke des US-Dollars, der Vertrauensverlust aufgrund von Unsicherheiten über den Handelskrieg zwischen den USA und China, die negativen Auswirkungen der Lähmung der US-Regierung («Shutdown») und die Reduzierung der Geldmenge. Die Prognosen der Unternehmen spiegeln bereits eine Verlangsamung des Gewinnwachstums - oder sogar einen Rückgang - und eine Reduktion der Margen wider. Die internationalen Bedingungen sind ebenso besorgniserregend, einschliesslich der schnellen Verschlechterung des Welthandels, der Verlangsamung des chinesischen Wachstums und der gefährlichen Annäherung der Eurozone an eine Rezession. Die negativen Auswirkungen der Verschlechterung der weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen sind in den Ergebnissen des vierten Quartals 2018 sichtbar: Die US-Unter-nehmen mit dem höchsten internationalen Engagement leiden mehr als die mit dem niedrigsten - EPS von 8,4% gegenüber 16,6%; Umsatz von 6,7% gegenüber 7,2%.

FAZIT

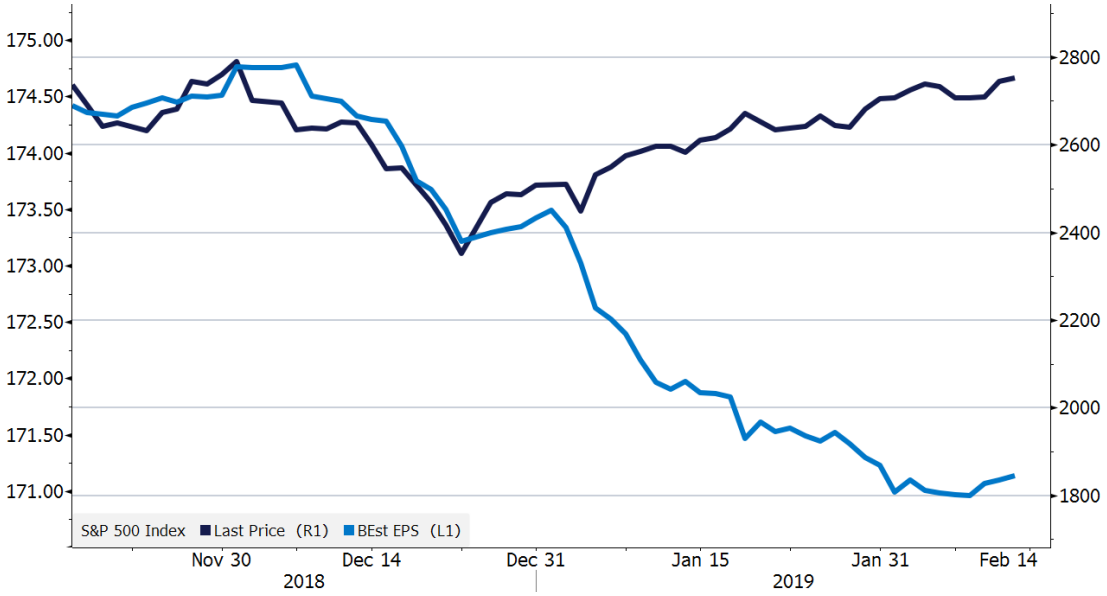
Angesichts des wirtschaftlichen Umfelds und der genannten technischen Faktoren sowie der Schwere und des Ausmasses der Abwärtsrevisionen in den letzten Monaten wäre es nicht verwunderlich, wenn das Ergebniswachstum in den Quartalen Q2 und Q3 im negativen Bereich bleibt. Das impliziert mit zwei aufeinander folgenden Quartalen negativen EPS-Wachstum im Jahresrythmus eine mögliche Rezession der Unternehmensgewinne. Auf jeden Fall erscheint uns die für das vierte Quartal prognostizierte Beschleunigung des Ergebniswachstums auf 9% zumindest unwahrscheinlich. Ohne zusätzliche Unterstützung durch die Zentralbanken könnten die Anleger über den Verlust des Konsensoptimismus enttäuscht sein und wieder risikoavers werden. Es sei denn, die Geschichte des synchronisierten Wachstums verwandelt sich selbst nach zehn Jahren übermässiger Unterstützung in eine globale Verlangsamung und die Zentralbanken kommen den Anlegern wieder zur Hilfe.

[1] Factset-Daten, Median der Sektorschätzungen (GICS Industry Groups; S&P 500 für US-Aktie, MSCI Europe für europäische Aktien) USA ohne Financials, europäische Zahlen ohne Finanz-, Energie- und Materialkosten
[2] Der 12-Monats-Indikator für eine Rezessionswahrscheinlichkeit der Fed ist seit November 2018 von 14% auf 23% gestiegen

«Wer hat Recht? Die Ökonomen oder die Aktienanalysten?»

REYL
innovative banking

GRAFIK: MARKT ERHOLTE SICH TROTZ NEGATIVER EPS-EFFEKTE



© 2019 Bloomberg Finance L.P.

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