

Monatsbericht Mai 2010

Strategiebericht des Fondsmanagers

Gewinnmargen bald auf Rekordniveaus?



Das National Bureau of Economic Research (NBER) ist ein privates, US-amerikanisches Forschungsinstitut, das sich unter anderem damit beschäftigt, den Beginn und das Ende von Rezessionen in den USA zu bestimmen. Bei der Frage nach dem Beginn der letzten Rezession herrschte im Konjunkturausschuss noch weitestgehend Einigkeit darüber, dass diese im Dezember 2007 eingesetzt hatte. Auch wenn die Stimmung an den Finanzmärkten seit einigen Quartalen ein völlig anderes Bild vermittelt, so ist sich der NBER-Konjunkturausschuss bis heute nicht einig darüber, ob und wann die Rezession für überwunden erklärt werden kann. Die Problematik der Festlegung hängt dabei insbesondere damit zusammen, dass der Ausschuss sich auf mehrere Indikatoren abstützt, die nicht immer in die gleiche Richtung weisen.

Als wichtigste Indikatoren für die Wirtschaftsleistung werden dabei insbesondere die Industrieproduktion, Handelsumsätze und die durchschnittlichen Realeinkommen (ohne staatliche Transferzahlungen) beobachtet. Während die meisten Indikatoren darauf hinweisen, dass die Rezession nach NBER-Definition beendet ist, bereitet vor allem ein wichtiger Indikator, nämlich der Arbeitsmarkt, weiterhin Kopfzerbrechen. Während die Beschäftigung und damit zusammen die durchschnittlichen persönlichen Realeinkommen mit dem Ende einer Rezession üblicherweise wieder steigen, wird bisher (siehe Chart rechts) vergeblich auf diese Entwicklung gewartet. Während die Einkommen zuvor vor allem wegen des Stellenabbaus gesunken sind, scheint die Erholung bisher am Arbeitsmarkt fast spurlos vorbeigegangen zu sein. Ablesbar ist dies an der Erwerbslosenquote, die mit 9.7% weiterhin auf einem doppelt so hohen Niveau verharrt wie vor der Krise. Und das bei einer Zahl, die bereits ausgiebig beschönigt ist, da sie oftmals als Leistungsausweis für die Regierungsarbeit eines Landes herangezogen wird. Während die maximal mögliche Bezugsdauer für Arbeitslosengeld in den USA vor der Krise bei etwa sechs Monaten lag, wurde Sie im Laufe der Krise auf etwa 18 Monate hochgeschraubt. Alle Arbeitslosen, die seit mehr als sechs Monaten Unterstützung erhalten, gelten jetzt laut Statistik aber nicht mehr als arbeitslos, da sie in „normalen Zeiten“ aus der Statistik herausgefallen wären.



Nach der gleichen Logik könnte man sich auch die gesamte Weltwirtschaftskrise wegdiskutieren, da diese in „normalen Zeiten“ ja auch nicht zur Regel zählt.

Wie auch immer, völlig unbegründet ist die Zurückhaltung des NBER-Konjunkturausschusses bezüglich der offiziellen Erklärung des Rezessionsendes jedenfalls nicht. An der Börse sieht es dagegen wieder einmal ganz anders aus.

Börse sehr euphorisch

Während einige fundamentale Indikatoren weiterhin gemischte Signale aussenden, ist die Stimmung an den Börsen – trotz des Trubels um Griechenland – weiterhin recht positiv. Für den S&P 500 ist das P/E-Verhältnis von 12 im März 2009 auf aktuell über 18 gestiegen (Chart rechts, grüne Linie). Da ein P/E von 18 aber nicht als besonders günstig zählt, tendieren die Analysten vermehrt dazu, ihre Kaufempfehlungen alleine auf Basis von geschätzten P/Es zu begründen. Da verkaufsorientierte Analysten quasi berufsbedingt zu einem gewissen Optimismus tendieren müssen, fallen die für die kommenden zwölf Monate geschätzten P/Es in der Regel tiefer aus. Aktuell befindet sich das geschätzte P/E-Verhältnis (Chart, rote Linie) bei 14 was bedeutet, dass die aktuell für die letzten zwölf Monate ausgewiesenen Gewinne in den nächsten zwölf Monaten um durchschnittlich 30% steigen müssten. Interessanterweise werden dagegen die Wachstumsprognosen für die Unternehmensumsätze konservativer eingeschätzt als die Gewinne. Diese beiden Prognosen können jedoch nur dann sinnvoll unter ein Dach gebracht werden, wenn man davon ausgeht, dass die Gewinnmargen stark ansteigen werden. Genauer gesagt müssten die Gewinnmargen wieder die Rekordhöhen von 2007 erreichen, was angesichts der weiterhin fragilen Lage der Realwirtschaft nicht gerade realistisch scheint. Daraus folgt, dass mit den gestiegenen Erwartungen in Bezug auf die Gewinne auch das Enttäuschungspotential wieder merklich zugenommen hat.



Es ist wichtig, dass langfristig orientierte Anleger sich von dieser Euphorie jetzt nicht anstecken lassen. Das ARVEST-Anlagekomitee hat in der Vergangenheit bewiesen, dass sich eine kritische Distanz zur Marktstimmung langfristig im wahrsten Sinne des Wortes auszahlt.

30.04.2010
ARVEST Funds AG,
Beyzade Han, Fondsmanager