

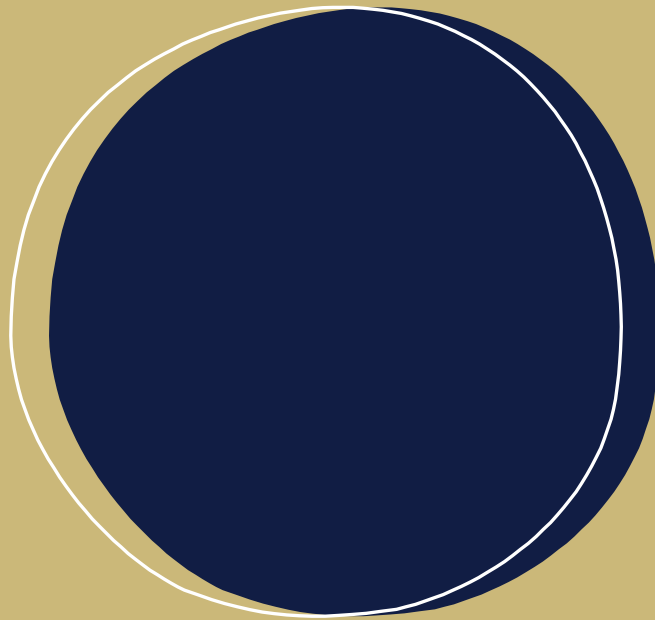
# News aus den Finanzmärkten

Die Welt nach der Krise

Teil 4: Die Unternehmen in der Führungsrolle

14. Dezember 2009

---





Die Welt nach der Krise

## Teil 4: Die Unternehmen in der Führungsrolle

Bernd Hartmann, Asset Allocation Strategist und  
Rolf Kuster, Junior Asset Allocation Strategist

**Die relative Stärke der Unternehmen in einem schwierigen Umfeld, sowie die Stabilisierung der Realwirtschaft waren der Startschuss für eine eindrucksvolle Aktienmarktrallye. Eine hohe Liquidität, die Notenbankpolitik und tiefe Bewertungen treiben die Erholung seit März. Nun tritt der Markt in eine neue Phase, in der vor allem die Unternehmensgewinne die Kurse bewegen werden. Doch wie sehen die Unternehmensgewinne nach der Krise angesichts moderaten Wirtschaftswachstums aus?**

### Unternehmen zunächst hart getroffen

Die Gewinne der Unternehmen sind in der Krise um 31% (USA) bzw. 43% (Europa) eingebrochen. Die globale Wirtschaftskrise traf die Unternehmen gleich doppelt:

- Zunächst verbuchten sie einen deutlichen Umsatzeinbruch von durchschnittlich mehr als 14%. Besonders hart traf es die zyklischen Industrien.
- Viele Unternehmen mussten die Lücke in ihrem Cashflow zwischenfinanzieren. Allerdings führte die Kreditkrise zu hohen Risikoaufschlägen für Fremdkapital-Finanzierungen, sofern die Banken überhaupt noch bereit waren, Kredite zu vergeben. Die Finanzinstitute sahen sich selbst mit rekordhohen Abschreibungen von bisher 1700 Mrd. USD konfrontiert.

### Unternehmen reagierten rasch

Angesichts dessen navigierten die Unternehmen relativ erfolgreich durch die Krise. Anders als beim Platzen der Dot.com-Blase befanden sich die Nicht-Finanz Unternehmen in solider Verfassung, als sie von der Krise erfasst wurden: Sie

verfügen über schlanke Strukturen. Vor der Krise gab es praktisch keine überbewerteten Übernahmen. Die Verschuldung wurde in den vergangenen Jahren stark reduziert – heute sind 23% der Unternehmen praktisch schuldenfrei. Die Qualität des Managements hat deutlich zugenommen. Lagerbestände wurden in der vergangenen Rezession auf Kosten unausgelasteter Kapazitäten ab- anstatt aufgebaut.

Diese Ausgangslage ermöglichte eine schnelle und effiziente Kostensenkung als Reaktion auf den Umsatzeinbruch. In den USA wurden im Verlauf der Rezession fast doppelt so viele Beschäftigte abgebaut, wie der Rückgang des BIP erfordert hätte. Die Profitabilität der Unternehmen stieg schlagartig um 5.2% - so stark wie noch in keiner früheren Rezession. Der Rückgang der Energie- und Rohstoffpreise half, die Kosten zusätzlich zu senken.

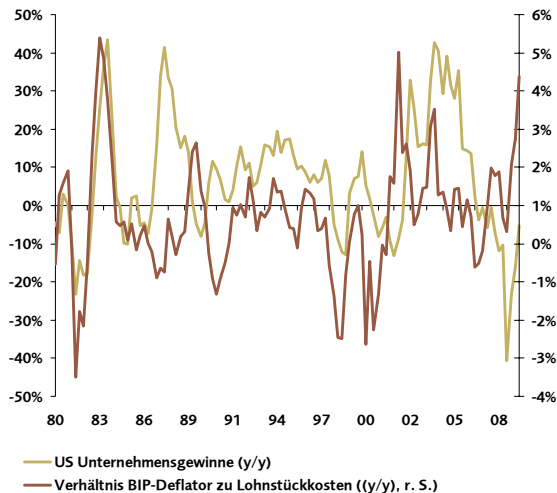
BIP, Beschäftigung und Produktivität während Rezessionen

Rezession		Veränderungsrate		
Start	Ende	BIP	Beschäftigung	Produktivität
Jul 53	Apr 54	-1.9%	-2.7%	1.1%
Aug 57	Mrz 58	-3.1%	-3.4%	1.6%
Apr 60	Jan 61	-0.5%	-2.1%	0.5%
Dez 69	Okt 70	-0.2%	-0.8%	2.8%
Nov 73	Feb 75	-2.3%	-1.4%	1.7%
Jan 80	Jun 80	-2.2%	-0.8%	-1.1%
Jul 81	Okt 82	-2.6%	-2.9%	-0.8%
Jul 90	Feb 91	-1.4%	-1.0%	-0.7%
Jan 01	Okt 01	0.1%	-1.0%	2.2%
<b>Mittelwert</b>		<b>-1.6%</b>	<b>-1.8%</b>	<b>0.8%</b>
<b>Dez 07</b>	<b>Okt 09</b>	<b>-2.8%</b>	<b>-5.2%</b>	<b>2.7%</b>

Quelle: VP Bank, Thomson Datastream

Den fallenden Kosten verdanken die Unternehmen steigende Gewinnmargen noch während der Rezession. Ihre erstaunlich hohe Marktmacht verhinderte ein Abgleiten in die Deflation. Sinkende Input-Preise und fallenden Lohnkosten mussten nicht in vollem Umfang an die Kunden weitergegeben werden.

US-Margenindikator und Unternehmensgewinne



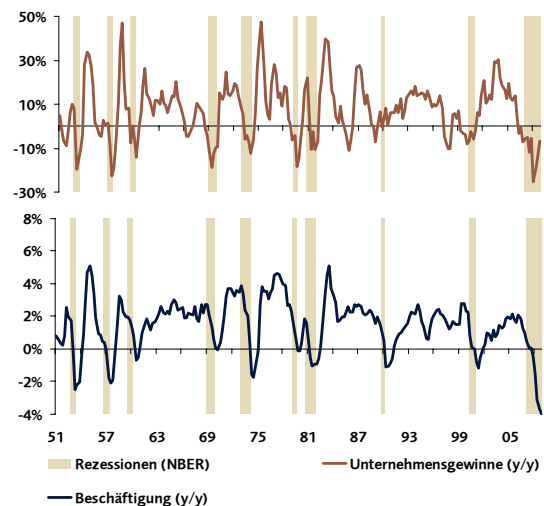
Quelle: VP Bank, Thomson Datastream

Die Quartalsergebnisse bestätigen, dass sich die Unternehmen in einer besseren Verfassung befinden, als die Analysten erwartet haben. Rund 84% der Q3-Ergebnisse übertrafen die Prognosen – dies ist der höchste Wert seit 1993, als diese Daten erstmals systematisch erfasst wurden. Allerdings beruhen die positiven Überraschungen vorwiegend auf Kosteneinsparungen. Positive Überraschungen auf der Umsatzseite lagen mit 59% nur leicht über den Erwartungen.

### Unternehmen trotz schwachem Wachstum im nächsten Jahr

Für die Mehrzahl der börsengehandelten Unternehmen ist das Wachstum der Investitionen relevanter als das Wachstum des BIP. Angesichts der Schwäche der Konsumenten ist dies eine gute Nachricht für den Aktieninvestor: wir gehen davon aus, dass die wirtschaftliche Erholung zunächst von den Investitionen und nicht vom Konsum angetrieben wird.

Unternehmensgewinne und Beschäftigung



Quelle: VP Bank, Thomson Datastream

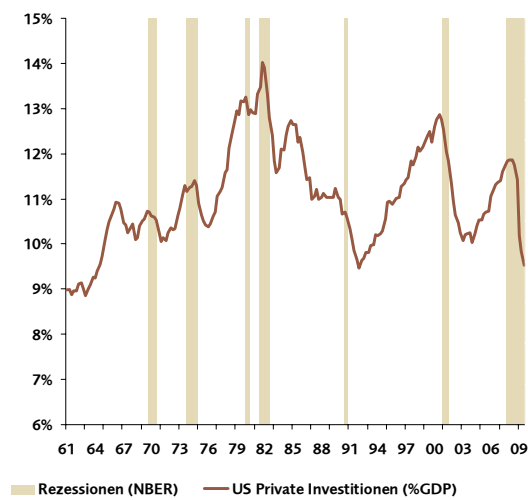
Die Arbeitsmarktstatistiken verzeichnen den grössten Beschäftigungsrückgang der Nachkriegszeit. Dies leistet einen wichtigen Beitrag zu den relativ hohen Gewinnmargen und einem moderaten Gewinnrückgang, der den in anderen Rezessionen kaum übersteigt. Auf das zukünftige Wirtschaftswachstum hat die hohe Arbeitslosigkeit aber sehr negative Auswirkungen. Es wird aufgrund des hohen Konsumanteils am BIP (rund 70% in den USA) zwangsläufig moderat ausfallen, wenn das verfügbare Einkommen der Haushalte fehlt. Die Bilanzen der privaten Haushalte bieten noch wenig Spielraum für eine Konsumausweitung.

### Investitionsgetriebenes Wachstum

Im Gegensatz dazu sind die Aussichten für die Investitionsnachfrage deutlich besser:

- **Wettbewerb:** Das wirtschaftliche Umfeld dürfte für einen anhaltend intensiven Wettbewerb sorgen. Gezielte Investitionen in Technologie und Maschinen helfen den Unternehmen dabei, noch schlanker und effizienter zu werden. Investitionen sind der Schlüssel zu weiteren Produktivitätsgewinnen.
- **Nachfragestau:** Die Unternehmen haben während der Krise nicht nur die Personalkosten reduziert, sondern auch ihre Investitionen stark gekürzt. In den USA brachen die Investitionen (ausserhalb des Immobilien-Sektors) um rund 21% ein, in Deutschland um 22%, und in Japan war der Rückgang mit 25% noch grösser. Mittlerweile ist der Anteil der Investitionen am BIP in diesen Ländern auf einem zyklischen Tief. Aufgrund dieser andauernden Zurückhaltung sollte alleine aufgrund der bald notwendigen Ersatzinvestitionen die Nachfrage nach Anlagegütern steigen.

US Investitionsquote in % GDP

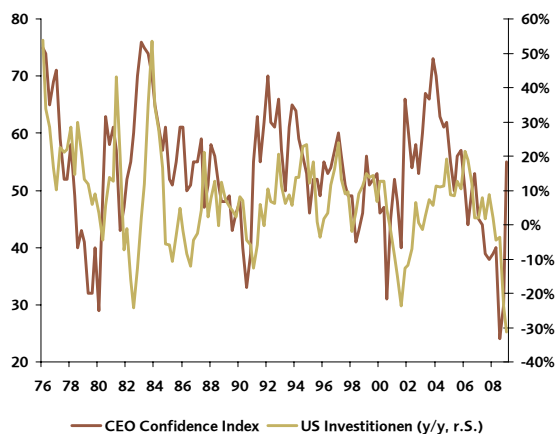


Quelle: VP Bank, Thomson Datastream

Zudem hat sich das Umfeld für eine dynamische Investitionstätigkeit deutlich verbessert:

- Die Visibilität der Unternehmen ist gestiegen, die Auftragslage hat sich verbessert. Das Vertrauen der Manager – in der Vergangenheit ein guter Frühindikator für die Investitionstätigkeit – kehrt zurück.
- Angesichts der tiefen Zinsen und in Erwartung einer verbesserten Verfügbarkeit von Krediten ist die Fremdfinanzierung von Investitionsprojekten interessant.

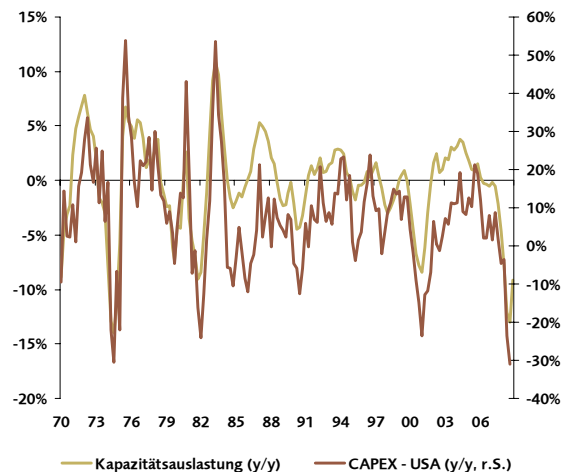
CEO Confidence-Index sollte Investitionen steigen lassen



Quelle: VP Bank, Thomson Datastream

Die niedrige Kapazitätsauslastung steht dazu nur scheinbar in einem Widerspruch. In der Vergangenheit erfolgte die Erholung der Investitionstätigkeit meist parallel zu dem Anstieg der Kapazitätsauslastung. Natürlich wird nicht jede Branche ihre Investitionstätigkeit gleichermassen erhöhen. In der US-Autoindustrie oder der Finanzindustrie etwa wird es wohl kaum mehr als Ersatzinvestitionen geben.

Investitionen folgen eng der Kapazitätsauslastung



Quelle: VP Bank, Thomson Datastream

### Deutliche Gewinnerholung ist die Folge

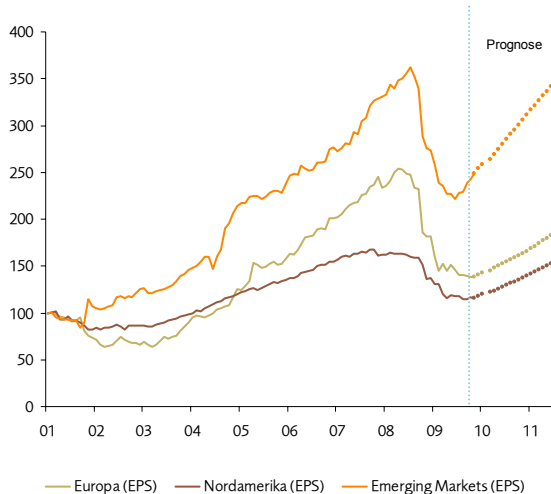
Neben dem mittelfristigen Trend zu investitionsgetriebenem Wachstum sollten die Unternehmensgewinne in den kommenden Monaten von zusätzlichen, einmaligen Impulsen profitieren. Einige davon haben den Gewinneinbruch während der Krise verstärkt, liefern aber jetzt im Gegenzug positive Impulse.

- Die Lagerbestände wurden im Verlauf der Rezession stark abgebaut. Der Lagerzyklus hat zwar gedreht, der Aufbau ist aber noch kaum fortgeschritten und sollte nun an Fahrt gewinnen.
- Die Unternehmen sollten bis Mitte 2010 vom starken wirtschaftlichen Momentum profitieren.
- Die Unternehmen werden von einer Wiederbelebung des globalen Handels stark profitieren. Besonders Unternehmen mit Kunden aus den Schwellenländern gehören hier zu den Gewinnern.

### Aktien bleiben also auch 2010 interessant

Vor diesem Hintergrund dürften die Unternehmensgewinne vor einer weiteren, deutlichen Erholung stehen. Dies wird zum Teil von den Analysten auch so erwartet. Die prognostizierten Gewinnwachstumsraten für 2010 liegen bei 21% für die USA und 24% für Europa. Da die Aktienmärkte auf Basis der aktuellen, zyklisch tiefen Unternehmensgewinne fair bewertet sind, ergibt sich daraus aber eben auch weiteres Kurspotenzial.

## EPS Wachstum und Prognosen



Quelle: VP Bank, I/B/E/S

Im Portfoliokontext sind Aktien vor allem gegenüber Anleihen interessant. Nach der starken Rallye von Unternehmensanleihen, aufgrund der hohen Staatsverschuldung und angesichts drohender Kursverluste bei steigenden Zinsen dürften Anleihen ein schwieriges Jahr vor sich haben.

Einige Unsicherheiten lassen allerdings einen wenig geradlinigen Verlauf erwarten:

- Wie geordnet werden die Notenbanken ihre expansive Geldpolitik zurückfahren können? Wir erwarten eine sukzessive, geordnete und angekündigte Rücknahme der ausserordentlichen Massnahmen. Zinserhöhungen dürften in den USA, Europa und der Schweiz erst im 3. Quartal folgen.

- Kann der Konsument wie Phoenix aus der Asche wieder auferstehen? Auf die starken Impulsen im ersten Halbjahr werden schwächer Makrodaten folgen, wenn der Konsum schwach bleibt – wie gross wird die Ernüchterung sein? Aktuell wird solch ein Szenario allgemein vom Markt erwartet. Die verhaltene Stimmung trotz der erheblichen Zugewinne zeigt hier, dass die Investoren durchaus realistisch sind.
- Werden die Investoren ihr Augenmerk auf die tatsächlichen oder die zu erwarteten Gewinne richten? Mit zunehmenden Kursgewinnen werden Aktien auf Basis der Vorjahresgewinne teurer. Angesichts des starken Einbruchs ist dies gerechtfertigt, solange die Gewinnwachstumsraten realistisch sind.

### Fazit

Die börsengehandelten Unternehmen befinden sich trotz der negativen Auswirkungen der Krise in einer relativ guten Verfassung. Ihre Gewinne sollten sich in den kommenden Monaten deutlich verbessern. Aktien haben angesichts der zu erwarteten Gewinnerholung Kurspotenzial. Allerdings dürften weitere Kursgewinne mit stärkeren Schwankungen verbunden sein.

Wie sieht die Welt nach der Krise aus? Ihr Economics and Investment Team hat in den letzten Wochen und Monaten erste Antworten auf diese Frage formuliert. Mit dem vorliegenden Beitrag zur Zukunft der Unternehmen schliessen wir unsere erste Einschätzung ab und bedanken uns für Ihr Interesse. Das Aussehen der Welt nach der Krise wird uns aber noch einige Zeit beschäftigen. Viele Aspekte nehmen erst langsam Formen an.

# Die VP Bank Gruppe

Die Verwaltungs- und Privat-Bank Aktiengesellschaft ist eine in Liechtenstein domizilierte Bank und untersteht der Finanzmarktaufsicht Liechtenstein (FMA), Heiligkreuz 8, Postfach 684, LI-9490 Vaduz, [www.fma-li.li](http://www.fma-li.li).

## Verwaltungs- und Privat-Bank Aktiengesellschaft

Aeulestrasse 6 - LI-9490 Vaduz - Liechtenstein

Tel +423 235 66 55 - Fax +423 235 65 00

[info@vpbank.com](mailto:info@vpbank.com) - [www.vpbank.com](http://www.vpbank.com) - MwSt.-Nr. 51.263 - Reg.-Nr. FL-0001.007.080

## VP Bank (Schweiz) AG

Bahnhofstrasse 3

Postfach 2993

CH-8022 Zürich

Schweiz

Tel +41 44 226 24 24

Fax +41 44 226 25 24

[info.ch@vpbank.com](mailto:info.ch@vpbank.com)

## IFOS Internationale Fonds Service Aktiengesellschaft

Aeulestrasse 6

LI-9490 Vaduz

Liechtenstein

Tel +423 235 67 67

Fax +423 235 67 77

[ifos@vpbank.com](mailto:ifos@vpbank.com)

## IGT Intergestions Trust reg.

Aeulestrasse 6

LI-9490 Vaduz

Liechtenstein

Tel +423 233 11 51

Fax +423 233 22 24

[igt@vpbank.com](mailto:igt@vpbank.com)

## VP Bank (Luxembourg) S.A.

Avenue de la Liberté 26

LU-1930 Luxembourg

Luxembourg

Tel +352 404 770-1

Fax +352 481 117

[info.lu@vpbank.com](mailto:info.lu@vpbank.com)

## VPB Finance S.A.

Avenue de la Liberté 26

LU-1930 Luxemburg

Luxemburg

Tel +352 404 777 383

Fax +352 404 777 389

[info.lu@vpbank.com](mailto:info.lu@vpbank.com)

## VP Bank and Trust Company (BVI) Limited

3076 Sir Francis Drake's Highway

Road Town, Tortola

VG-British Virgin Islands

Tel +1 284 494 11 00

Fax +1 284 494 11 99

[info.bvi@vpbank.com](mailto:info.bvi@vpbank.com)

## VP Vermögensverwaltung GmbH

Theatinerstrasse 12

DE-80333 München

Deutschland

Tel +49 89 21 11 38-0

Fax +49 89 21 11 38-99

[info@vpvv.de](mailto:info@vpvv.de), [www.vpvv.de](http://www.vpvv.de)

## Verwaltungs- und Privat-Bank Aktiengesellschaft

Hong Kong Representative Office

Suites 1002-1003

Two Exchange Square

8 Connaught Place

Central - Hong Kong

Tel +852 3628 99 99

Fax +852 3628 99 11

[info.hk@vpbank.com](mailto:info.hk@vpbank.com)

## VP Wealth Management (Hong Kong) Ltd.

Suites 1002-1003

Two Exchange Square

8 Connaught Place

Central - Hong Kong

Tel +852 3628 99 00

Fax +852 3628 99 55

[info.hkwm@vpbank.com](mailto:info.hkwm@vpbank.com)

## VP Bank (Singapore) Ltd.

9 Raffles Place

#42-01 Republic Plaza

Singapore 048619

Tel +65 6305 0050

Fax +65 6305 0051

[info.sg@vpbank.com](mailto:info.sg@vpbank.com)

## VP Bank (Switzerland) Limited Moscow Representative Office

World Trade Center

Entrance 7, 5th Floor, Office 511

12 Krasnopresnenskaya Emb.

RU-123610 Moscow

Russian Federation

Tel +7 495 967 00 95

Fax +7 495 967 00 98

[info.ru@vpbank.com](mailto:info.ru@vpbank.com)

## VP Wealth Management (Middle East) Ltd.

Dubai International Financial Centre

The Gate Village

Building no 5

4th Floor, Unit 8

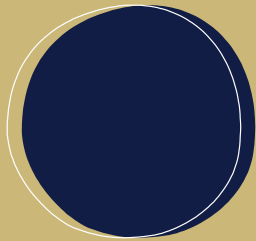
Dubai

United Arab Emirates

Tel +971 4 425 9250

Fax +971 4 425 9240

[info.ae@vpbank.com](mailto:info.ae@vpbank.com)



#### Wichtige Hinweise / Disclaimer

Diese Publikation wurde von unseren Mitarbeitern aufgrund von Informationsquellen erstellt, welche von uns als zuverlässig eingestuft werden. Obwohl wir bei der Erstellung dieser ausschliesslich zu Ihrer Information dienenden Publikation die grösstmögliche Sorgfalt walten lassen, können wir keine Garantie oder Zusicherung für die Vollständigkeit, Aktualität oder Richtigkeit des Inhalts dieser Publikation abgeben.

Die vorliegende Informationsschrift stellt insbesondere weder eine Offerte noch ein Angebot, aber auch keine Aufforderung zur Offertstellung oder ein öffentliches Inserat dar, welches zu Transaktionen mit den beschriebenen Produkten auffordert. Bezüglich der Gefahren, die Sie im Zusammenhang mit allfälligen Anlagen zu berücksichtigen haben, verweisen wir auf die Broschüre „Risiken im Effektenhandel“ des Liechtensteinischen Bankenverbandes und empfehlen, sich durch eine qualifizierte Fachperson (Kundenbetreuer) beraten zu lassen.

Abschliessend lehnen wir jegliche Haftung für sämtliche Schäden respektive Verluste, welche auf der Grundlage der in dieser Publikation enthaltenen Informationen geltend gemacht werden, ausdrücklich ab.

© VP Bank Gruppe