



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

21. Juli 2022

Unternehmensberichtssaison: Rettung in letzter Sekunde?

Angesichts der Flut negativer Nachrichten – der andauernde Krieg in der Ukraine, die hohen Inflationsraten, steigende Zinsen et cetera pp. – konnten Anleger in diesem Jahr bislang nur verzweifeln. Kein Wunder also, dass sich der DAX kürzlich bei nur noch 12.400 Punkten wiederfand. Positive Dinge muss man hingegen mit der Lupe suchen, aber man kann sie finden! So haben sich viele Unternehmen trotz aller makroökonomischen Widrigkeiten auch im zweiten Quartal gut geschlagen; das ist zumindest der erste Eindruck, den die aktuelle Berichtssaison bei uns hinterlassen hat. Zwar verlief der Start etwas rumpelig, weil vor allem einige US-Großbanken ein enttäuschendes Zahlenwerk vorlegten, doch hat mittlerweile die Zahl der positiven Überraschungen bei den für das zweite Quartal berichteten Gewinnen und Umsätzen zugenommen.

Von den bislang gut 90 Unternehmen aus dem S&P 500 haben 72 Prozent die Gewinn- und 68 Prozent die Umsatzerwartungen übertroffen. Im Vergleich zu den letzten Quartalen, als diese Surprise-Ratios häufig bei 80 Prozent oder sogar noch höher lagen, ist dies ein eher schwaches Abschneiden. Was uns daran dennoch gefällt, ist die Tatsache, dass sich die Werte in den vergangenen Tagen kontinuierlich verbessert haben und die meisten Anleger eher mit noch schwächeren Zahlen gerechnet haben. Darauf deutet hin, dass im Laufe der bisherigen Quartalsaison die Kurse der berichtenden Unternehmen mehrheitlich angestiegen sind. Dies war in den vergangenen Jahren eher selten der Fall. Getreu dem Motto „buy the rumour, sell the fact“ wurden Aktien im Anschluss an gute Unternehmensnachrichten mehrheitlich verkauft –

erst mit einiger Verzögerung auf die positiven Daten stiegen die Kurse dann wieder an.

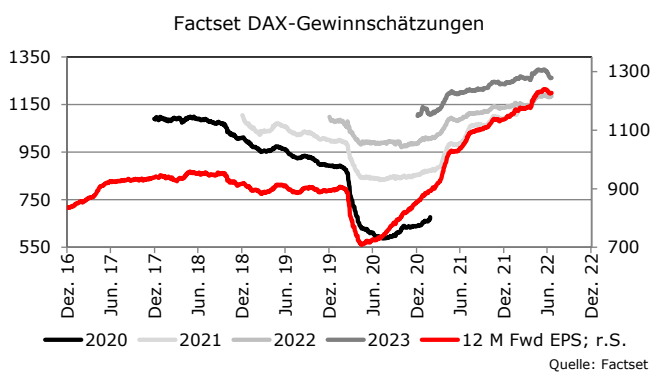
Aktuelle Berichtssaison S&P 500 Q2 2022 (Quelle: Factset)						
20/07/2022		davon:		positives Surprise-Ratio	Wertentwicklung	
		positiv	negativ		YTD	QTD
Consumer Discretionaries	Gewinn	10	3	77%		
	Umsatz	9	4	69%		
	Kursreaktion	6	1	86%	-25,8%	10,9%
Consumer Staples	Gewinn	6	2	75%		
	Umsatz	6	2	75%		
	Kursreaktion	2	5	29%	-6,4%	0,4%
Energy	Gewinn	1	2	33%		
	Umsatz	2	1	67%		
	Kursreaktion	1	1	50%	31,8%	2,0%
Financials	Gewinn	18	11	62%		
	Umsatz	18	11	62%		
	Kursreaktion	18	5	78%	-16,3%	3,9%
Health Care	Gewinn	8	2	80%		
	Umsatz	8	2	80%		
	Kursreaktion	1	6	14%	-9,0%	0,1%
Industrials	Gewinn	10	4	71%		
	Umsatz	8	6	57%		
	Kursreaktion	3	3	50%	-14,9%	3,2%
Information Technology	Gewinn	5	1	83%		
	Umsatz	5	1	83%		
	Kursreaktion	1	5	17%	-21,4%	8,0%
Materials	Gewinn	2	1	67%		
	Umsatz	2	1	67%		
	Kursreaktion	0	0	#DIV/0!	-17,7%	1,3%
Communication Services	Gewinn	4	0	100%		
	Umsatz	3	1	75%		
	Kursreaktion	2	0	100%	-26,4%	5,8%
Utilities	Gewinn	0	0	#DIV/0!		
	Umsatz	0	0	#DIV/0!		
	Kursreaktion	0	0	#DIV/0!	-4,6%	-2,6%
Real Estate	Gewinn	2	0	100%		
	Umsatz	1	1	50%		
	Kursreaktion	0	1	0%	-20,0%	1,6%
S&P 500	Gewinn	67	26	72%		
	Umsatz	63	30	68%		
	Kursreaktion	34	28	55%	-16,9%	4,6%

Quelle: Factset

Insofern lässt sich das Zwischenfazit ziehen, dass die bisherige Berichtssaison zwar schlechter ausgefallen ist als das zuletzt üblich war, angesichts der geringen Erwartungshaltung die Kurse dennoch mehrheitlich zulegen konnten. Es würde uns nicht überraschen, wenn sich dieses Reaktionsmuster im Laufe der restlichen Berichtssaison fortsetzen würde, sodass sich der Aktienmarkt in den kommenden zwei bis drei Wochen weiter erholen könnte. Doch was kommt danach?

Der seit Jahresbeginn zu beobachtende Börsenabschwung ist vor allem auf die gestiegenen Zinsen zurückzuführen, die zu einer Korrektur der zuvor hohen Aktienmarktbewertungen geführt hat. Vor allem deutsche und europäische Aktien sind bezogen auf das Kurs-Gewinn-Verhältnis mittlerweile recht günstig bewertet (DAX-KGV: 11 vs. 12,5 im Durchschnitt der vergangenen 20 Jahre, Stoxx 50-KGV: 12 vs. 13,4), beim S&P 500 mit einem KGV von 16,6 hat sich die Bewertung ihrem langjährigen Mittelwert von 15,7 deutlich angenähert. Unter der Voraussetzung, dass der Inflationshöhepunkt erreicht ist und die US-Notenbank sowie die Europäische Zentralbank die Zinsen nicht stärker erhöhen als es derzeit erwartet wird, sollte der Druck auf die Bewertungsmultiplikatoren nachlassen.

Dennoch sind damit noch nicht alle Steine aus dem Weg geräumt, denn genauso wichtig wie der Multiplikator sind die Unternehmensgewinne, und diese sind eine Funktion der wirtschaftlichen Entwicklung. Aus makroökonomischer Sicht gibt es eine Reihe von Signalen, die auf eine deutliche wirtschaftliche Abschwächung oder sogar auf eine bevorstehende Rezession hindeuten, sowohl in den USA als auch in Europa. In den Firmenbilanzen sieht man allerdings bislang wenig konkrete Hinweise, die auf ein sich verdüsterndes Konjunkturszenario schließen lassen. Auch dies ist ein Grund für die zuletzt bessere Verfassung der Aktienmärkte, weil Anleger nach dem Zinsschock in den letzten Wochen auch noch begonnen haben, einen wirtschaftlichen Schock einzupreisen.



Allerdings ist die Berichtssaison immer nur der Blick in den Rückspiegel, wichtiger für den Aktienmarkt ist jedoch der Blick nach vorn. Auch hier gilt, dass von den Unternehmen ihre Perspektiven für das zweite Halbjahr bislang eher positiv eingeschätzt werden. Eine rückläufige Nachfrage wird von den wenigsten erwartet und wenn doch, sollen Preiserhöhungen den negativen Mengeneffekt kompensieren können. In der Eurozone, wo

sich die Konjunktur bereits deutlich abgeschwächt hat, profitieren die international tätigen Unternehmen zudem von der Schwäche des Euro. So ist beispielsweise die erwartete Steigerungsrate der DAX-Gewinne für dieses Jahr seit Februar von zwei auf sechs Prozent angestiegen. Für das nächste Jahr sind die Unternehmensanalysten in den vergangenen vier Wochen allerdings vorsichtiger geworden, der erwartete Gewinnzuwachs für 2023 hat sich von neun auf sieben Prozent reduziert.

In den USA sind die Prognosen für den S&P 500 mit Gewinnsteigerungsraten von zehn Prozent in diesem und neun Prozent im nächsten Jahr sogar noch optimistischer. Bei genauerem Hinsehen stellt man fest, dass die positive Einschätzung für dieses Jahr sehr stark von den Unternehmen im Energiesektor beeinflusst wird, deren Gewinne vom hohen Ölpreis profitieren. Dagegen werden für die Finanzwerte und für Unternehmen aus dem Kommunikationsdienstleistungssektor rückläufige Erträge erwartet. Für die Branche diskretionärer Konsum sowie für die Technologieunternehmen aus dem Nasdaq 100-Index werden mehr oder weniger stagnierende Gewinne vorhergesagt. 2023 soll sich das Blatt dann wenden: Während die Gewinne der Energie- und übrigen Rohstoffunternehmen sinken, werden für den diskretionären Konsum Zuwachsraten von mehr als 35 Prozent und für die großen Technologieunternehmen von 15 Prozent erwartet. Dies scheint aus heutiger Sicht zu optimistisch zu sein.

Genau aus diesem Grund kann man unserer Meinung nach noch keine generelle Entwarnung für die Börsen geben. Dazu ist die Diskrepanz zwischen negativen Makro-Daten und positiven Unternehmensnachrichten zu groß. Von daher spricht zwar einiges dafür, dass die nächsten Wochen an der Börse erfreulich verlaufen, ein Test der alten Tiefstände halten wir aber immer noch für wahrscheinlich. Sollten sich die Börsen nämlich zunächst positiv entwickeln, hätte dies Auswirkungen auf die generellen Finanzierungsbedingungen. Vor allem die US-Notenbank hat diese genau im Blick, um daraus Rückschlüsse für ihre weitere Geldpolitik zu ziehen. Mit anderen Worten: Je positiver sich die Aktienkurse entwickeln, umso größer die Wahrscheinlichkeit, dass die Federal Reserve die Zinsen doch stärker erhöht als erwartet – was wiederum die Aktienkurse belasten wird. Aus diesem Teufelskreis gibt es solange kein Entrinnen, solange die Inflationsraten nicht deutlich Richtung zwei oder zumindest drei Prozent sinken.

Marktdaten

	Stand	Veränderung zum					
	21.07.2022 17:05	30.06.2022 -1 Woche	06.06.2022 -1 Monat	06.04.2022 -3 Monate	06.07.2021 -12 Monate	23.02.2022 Kriegsbeginn	31.12.2021 YTD
Aktienmärkte							
Dow Jones	31720	3,1%	-3,6%	-8,0%	-8,3%	-4,3%	-12,7%
S&P 500	3943	4,2%	-4,3%	-12,0%	-9,2%	-6,7%	-17,3%
Nasdaq	11866	7,6%	-1,6%	-14,6%	-19,1%	-9,0%	-24,2%
Russell 2000	1814	6,2%	-4,0%	-10,1%	-20,2%	-6,7%	-19,2%
DAX	13238	3,6%	-9,7%	-6,5%	-14,7%	-9,5%	-16,7%
MDAX	26674	3,3%	-12,7%	-12,9%	-22,8%	-16,3%	-24,1%
TecDAX	3036	5,2%	-5,1%	-7,6%	-15,7%	-3,3%	-22,6%
EuroStoxx 50	3583	3,7%	-6,6%	-6,3%	-11,6%	-9,8%	-16,6%
Stoxx 50	3544	2,7%	-3,6%	-5,2%	0,7%	-3,2%	-7,2%
SMI (Swiss Market Index)	11106	3,4%	-3,7%	-9,9%	-7,2%	-7,0%	-13,7%
FTSE 100	7253	1,2%	-4,7%	-4,4%	2,1%	-3,3%	-1,8%
Nikkei 225	27803	5,3%	-0,4%	1,7%	-2,9%	5,1%	-3,4%
Brasilien BOVESPA	97449	-1,1%	-11,6%	-17,6%	-22,1%	-13,0%	-7,0%
Russland RTS	1140	-15,2%	-3,2%	10,2%	-30,7%	-5,3%	-28,5%
Indien BSE 30	55682	5,0%	0,0%	-6,6%	5,3%	-2,7%	-4,4%
China CSI 300	4236	-5,6%	1,7%	-0,7%	-16,7%	-8,4%	-14,3%
MSCI Welt	2644	3,8%	-5,2%	-12,2%	-13,1%	-9,1%	-18,2%
MSCI Welt SRI	2475	0,8%	-7,0%	-15,7%	-14,7%	-12,1%	-23,5%
MSCI Emerging Markets	987	-1,4%	-7,9%	-13,6%	-26,7%	-18,3%	-19,9%
Zinsen und Rentenmärkte							
Bund-Future	151,28	250	233	-596	-2232	-1471	-2009
Bobl-Future	125,17	98	-9	-331	-921	-581	-807
Schatz-Future	109,37	23	-44	-132	-281	-233	-266
3 Monats Euribor	0,13	72	72	71	66	65	72
3M Euribor Future, Dez 2022	1,37	15	36	0	190	1	2
3 Monats \$ Libor	2,35	6	68	136	221	185	214
Fed Funds Future, Dez 2022	3,43	16	69	0	333	2	3
10-jährige US Treasuries	2,92	-5	-11	31	155	94	142
10-jährige Bunds	1,20	-17	-12	58	152	101	138
10-jährige Staatsanl. Japan	0,24	1	0	0	21	5	17
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,83	-21	-23	16	110	54	96
US Treas 10Y Performance	617,57	0,6%	1,3%	-2,6%	-11,5%	-7,6%	-11,6%
Bund 10Y Performance	587,99	2,1%	1,7%	-4,3%	-12,2%	-8,0%	-11,2%
REX Performance Index	459,35	1,0%	0,6%	-2,2%	-7,0%	-4,5%	-6,4%
IBOXX AA, €	2,36	-27	11	94	212	128	188
IBOXX BBB, €	3,61	-26	46	148	300	188	274
ML US High Yield	8,86	-10	150	242	430	300	395
Wandelanleihen Exane 25	6206	0,0%	-9,0%	-16,0%	-26,0%	-17,7%	-24,2%
Rohstoffmärkte							
S&P Commodity Spot Index	664,15	-6,4%	-18,7%	-6,9%	25,6%	0,8%	18,3%
MG Base Metal Index	380,38	-5,6%	-20,4%	-29,4%	-12,2%	-23,4%	-17,5%
Rohöl Brent	104,30	-9,2%	-12,8%	3,0%	39,6%	7,5%	33,0%
Gold	1716,35	-5,0%	-6,9%	-11,0%	-4,8%	-10,0%	-5,8%
Silber	19,14	-6,5%	-13,4%	-21,8%	-26,8%	-21,9%	-17,7%
Aluminium	2393,25	-1,3%	-13,0%	-29,9%	-4,6%	-27,9%	-14,7%
Kupfer	7506,25	-9,1%	-23,0%	-27,0%	-19,1%	-24,2%	-22,9%
Eisenerz	104,51	-19,6%	-27,8%	-34,7%	-52,0%	-26,9%	-7,1%
Frachtraten Baltic Dry Index	2113	-5,7%	-17,5%	-0,7%	-33,5%	-5,8%	-4,7%
Devisenmärkte							
EUR/ USD	1,0208	-1,7%	-4,8%	-6,5%	-13,8%	-10,0%	-9,9%
EUR/ GBP	0,8529	-0,9%	-0,1%	2,2%	-0,4%	2,1%	1,6%
EUR/ JPY	140,58	-0,7%	0,3%	3,9%	7,3%	7,7%	7,8%
EUR/ CHF	0,9893	-0,7%	-4,1%	-2,9%	-9,5%	-5,2%	-4,2%
USD/ CNY	6,7650	0,9%	1,6%	6,4%	4,4%	7,1%	6,4%
USD/ JPY	135,95	0,1%	3,1%	9,8%	22,9%	18,2%	18,1%
USD/ GBP	0,8358	1,5%	4,9%	9,4%	15,4%	13,3%	13,2%

Quelle: Refinitiv Datastream

Carsten Klude
+49403282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Mark Simon Landt
+49 40 3282-2988
mlandt@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die herein zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.