

Quartalssaison Q3/2013

Description

Aktien haben in diesem Jahr bis jetzt eine beeindruckende Rallye hingelegt – und das trotz monetärer und fiskalischer Unsicherheiten und einem wenig beeindruckenden Bild der wirtschaftlichen Entwicklung.

Unter dem Strich hat sich gezeigt, dass Anleger bereit sind, für flach verlaufende Unternehmensgewinne mehr zu bezahlen. Mit anderen Worten, das Kurs-Gewinn-Verhältnis ist angestiegen. Es [liegt aktuell bei knapp 25](#), wenn man die Berechnungsmethode von Shiller zugrunde legt, die in einem gleitenden zehn Jahre weiten Fenster einen zyklischen Inflations-Ausgleich durchführt (Cyclically Adjusted PE Ratio – CAPE Ratio).



Das Anleger-Verhalten geht zu einem gewichtigen Anteil auf die lockere Geldpolitik der Fed zurück, die Investoren in riskantere Assets und damit auch Aktien drückt.

Die Fed hat ihre Bereitschaft erklärt, ihre QE-Maßnahmen zu reduzieren, die "Märkte" hatten einen ersten Schritt in dieser Richtung Mitte September erwartet. Die Fed zog allerdings unter Hinweis v.a. auf den sich anbahnenden politischen Streit um Not-Budget und Schuldendeckel zurück.

Mit der gestrigen Veröffentlichung der US-Arbeitsmarktdaten erwarten nun immer mehr Marktteilnehmer, dass das sogenannte QE-Tapering erst im Frühjahr 2014 oder sogar später beginnen wird. Die Fed hat ihre QE-Politik nämlich auch verknüpft mit der nachhaltigen Verbesserung der Situation auf dem Arbeitsmarkt, die [nominierte Nachfolgerin von Bernanke auf dem Chef-Sessel der Fed, Yellen](#) wird als Verfechterin einer solchen Ausrichtung angesehen. Die Zahl der neuen Jobs blieb im September deutlich unter den Erwartungen.

Damit erhalten die Akteure, die auf die lockere Geldpolitik der Fed setzen, eine weitere Schonfrist. Sie

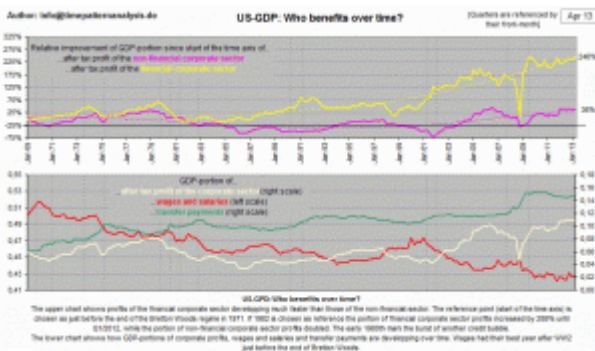
wetten damit letzten Endes auf weitere Makroschwäche, die sich in bestenfalls schleppender Gewinnentwicklung niederschlägt, womit sie gleichzeitig auf ein steigendes KGV setzen, wenn sie weiter Aktien kaufen.

Eine andere Haltung nehmen die Akteure ein, die mit einer Wachstumsbeschleunigung ab dem vierten Quartal rechnen. Eine Wette hierauf ist zugleich eine Wette auf ein eher früheres als späteres QE-Tapering. Die spannende Frage ist, inwieweit diese Wachstumsbeschleunigung die Unternehmensgewinne und damit die Aktienkurse weiter antreibt und so den „Liquiditätseffekt“ (bzw. dessen Signalwirkung) (oder auch die Reaktion der in ihren Erwartungen enttäuschten ersten Anlegergruppe) überkompensiert.

Je weniger die Politik der Fed künftig unterstützend wirkt, je mehr wird sich das Augenmerk wieder richten müssen auf die fundamentalen wirtschaftlichen Zusammenhänge.

Die Gewinnentwicklung ist normalerweise der hauptsächliche Treiber hinter den Aktienkursen. Eine [Untersuchung von Vanguard](#) hat festgestellt, dass das o.g. Shiller-PE eine wichtige Rolle spielt.

Die Gewinne der S&P 500 Unternehmen haben im zweiten Quartal mit 260,3 Mrd. Dollar ein Allzeithoch erreicht. Inflationbereinigt gilt das in etwa auch. Bezieht man die Unternehmensgewinne auf das BIP, so zeigt sich ebenfalls ein Rekordniveau.



Die Unternehmen haben in den zurückliegenden Jahren wesentliche Rationalisierungsreserven gehoben, was zu der schwachen Entwicklung am Arbeitsmarkt mit beigetragen hat. Ihre Gewinne sind so v.a. durch Verbesserung der Gewinnmarge gewachsen. Die Umsatzentwicklung blieb hinter der Gewinnentwicklung zurück. Damit ist davon auszugehen, dass steigende Gewinne künftig zunehmend mit steigenden Umsätzen verknüpft sein müssen. Das bedeutet, dass das nominale BIP-Wachstum künftig eine größere Rolle spielen dürfte als ihm gemeinhin bei der Kursentwicklung zu kommt.

Die Gewinnerwartungen zeigen einen stetig ansteigenden Verlauf. So wird für Q3/2013 eine Gewinnsteigerung von 3,8% im Jahresvergleich erwartet, in Q4/2013 sollen es 4,5% werden und 5,6% im ersten Quartal 2014. Für das Gesamtjahr 2014 wird eine Gewinnsteigerung von 11,8% erwartet.

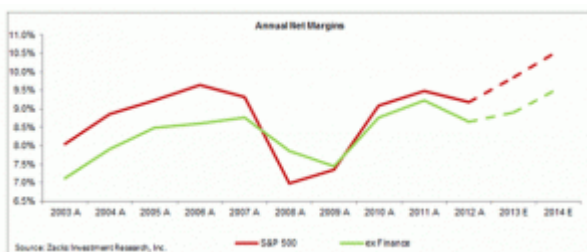


Was kann die optimistischen Gewinnerwartungen stützen? Wir hatten schon festgestellt, dass der Weg wohl hauptsächlich über Umsatzsteigerungen gehen muss.

Der [IWF hatte kürzlich den Ausblick auf die Weltwirtschaft](#) als leicht wachsend, jedoch nicht als dynamisch aufwärts gekennzeichnet. Allgemein wird davon ausgegangen, dass sich das US-BIP in Q4 etwas besser entwickeln wird als in Q3. Für 2014 wird von US-Analysten ein Wachstum jenseits von 3% erwartet. Der IWF geht von lediglich 2,6% aus (nach 1,6% in 2013), von den übrigen Weltregionen einschließlich Europa sollen keine besonderen Wachstumsimpulse ausgehen.

Die S&P 500 Unternehmen erzielen etwa 60% ihrer Umsätze im Inland. Die US-Unternehmensumsätze sollen in 2014 um 4,2% wachsen. Das erwartete Gewinnwachstum von 11,8% dagegen gestellt, bedeutet, dass man weiterhin mit einer sich deutlich überdurchschnittlich entwickelnden Gewinnmarge rechnet. Ist das realistisch?

Die Margen entwickeln sich zyklisch, sie beginnen gegen Ende einer Rezession zuzunehmen, in der Erholungsphase kommt dann der Punkt, wo Kapazitätsgrenzen erreicht werden und die Kosten insgesamt steigen. Dann sinken die Margen wieder. Auch wenn die Situation hier noch nicht angelangt sein mag, so dürfte der Spielraum für eine weitere deutliche Margenverbesserung nicht mehr üppig sein. Die Rettung in der Not könnte in Produktivitätsverbesserungen bestehen. Die müssten allerdings erheblich sein und daher sind starke Zweifel angebracht.



Was wird geschehen, wenn die Schätzungen der Gewinnentwicklung für Q4 in den nächsten Wochen reduziert werden? Können die Aktienmärkte das dann weiterhin übergehen, wie sie es in den zurückliegenden Quartalen getan haben? Nachdem man zunächst gehofft hatte, dass bereits Q3 eine Wachstumsbeschleunigung bringt, hat man sich nun auf Q4 versteift. Was, wenn auch diese Erwartung wieder enttäuscht wird? Werden die Anleger dann erneut hoffen oder dieses Mal realisieren, dass die Erwartungen zu optimistisch sind und Gewinne mitnehmen.

Man sollte nicht blind darauf setzen, dass sich das bisherige Spiel endlos wiederholt. Das gilt umso mehr, je weiter die Indices noch laufen und je höher die Aktienbewertung damit ausfällt.

[Unter Verwendung von Material von [Zacks Investment Research](#)]