

Quartalssaison Q1/2014: Hohe Erwartungen

Description

Heute nach Börsenschluss meldet Alcoa Zahlen für die zurückliegenden drei Monate Quartal und eröffnet damit in den USA die Saison der Quartalsberichte. In dieser Woche melden u.a. noch die Finanzkonzerne JPMorgan und Wells Fargo.

Für die Unternehmen des S&P 500 werden im Jahresvergleich plus 1,2% Gewinnsteigerung im ersten Quartal erwartet, zu Jahresanfang waren es noch 6,5%. Als Grund für die Abwärtsrevision wird der harte Winter angegeben, der auch dafür verantwortlich gemacht wird, dass das US-BIP im ersten Quartal vermutlich nicht einmal um ein Prozent zugelegt hat. Die allgemeine Erwartung ist, dass die Gewinne im S&P 500 im zweiten Quartal deutlich ansteigen werden und den Effekt des harten Winters mehr als ausbügeln.

Standard and Poor's sagt für 2014 eine Steigerung der "as reported" (für die zurückliegenden vier Quartale) Gewinne je Aktie um 19% voraus. Zunächst hatte S&P für 2015 auch einen Zuwachs um weitere 24% auf dann 147,50 Dollar Gewinn je Aktie vorhergesagt. Dies war dann aber doch zu viel – S&P zog die Prognose für 2015 zurück.

Auf Basis eines Kurses des S&P 500 von 1872 ergibt sich bei einem geschätzten Gewinn je Aktie von 100 Dollar ein KGV von 18,7. Bereinigt man dieses um zyklische und preisliche Faktoren (Shiller-CAPE) kommt man auf 75 Dollar je Aktie, was einem KGV von knapp 25 entspricht. Das liegt etwas unter dem Wert vom Jahresende 2013. Die [Überbewertung kommt nach den hier gemachten Ausführungen auf rund 26%](#).

Der folgende Chart von [Crestmont Research](#) zeigt mit seiner grünen Linie in etwa auch den Verlauf der linearen Regression der Gewinne je Aktie nach Shiller-CAPE über die zurückliegenden knapp 130 Jahre (siehe [hier!](#)).



Es wird deutlich, dass sich über die Dekaden die Spitzen der Gewinnentwicklung immer stärker von ihrer langfristigen Trendlinie („grün“) entfernen. In der Spitze 2006 lag der Gewinn „as reported“ je Aktie rund 22 Dollar über der Trendlinie, jetzt sind es über 40 Dollar.

Wir hatten [hier](#) und [hier](#) schon erörtert, dass der Spielraum für weitere signifikante Gewinnsteigerungen mittlerweile eng geworden ist. Die Vorhersage von S&P von weiteren 19% Zuwachs im laufenden Jahr

kontrastiert zudem außerordentlich stark mit den drei bis vier Prozent, die an BIP-Zuwachs für die Weltwirtschaft erwartet werden.

Eine solche Divergenz wäre in einer frühen Aufwärtsphase eines Konjunkturzyklusses nichts Besonderes, in der wir uns jedoch nicht mehr befinden. Die folgende Darstellung zeigt die jährlichen Gewinnzuwächse seit 1950. Recht deutlich lässt sich ein Muster ausmachen, das nach zwei bis fünf Aufwärtsjahren ein bis zwei Abwärtsjahre zeigt. Entgegen der weit verbreiteten Annahme, die "Große Moderation" habe den Geschäftszyklus Ende der 1990er Jahre zu Grabe getragen, lebt dieser munter weiter. Im Gegenteil, seine Ausschläge werden sogar größer, was mit dem zuvor gezeigten Chart zusammenpasst.



Die Erwartungen an die Gewinnentwicklung der Unternehmen im S&P 500 sind deutlich übertrieben positiv. Die Unternehmen sind nach KGV bereits klar überbewertet.