



Quartalssaison und weiter

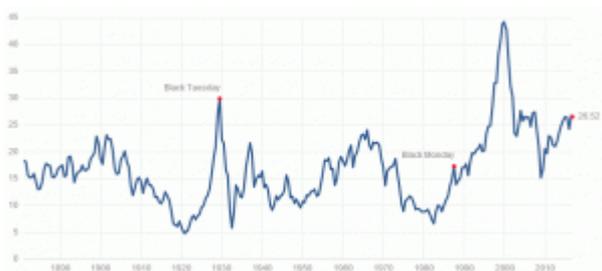
Description

Die Saison der Quartalsberichte für das abgelaufene dritte Quartal ist angelaufen. Die Zahlen von Alcoa, das Unternehmen, das diese Periode inoffiziell einläutet, haben enttäuscht, die hohen Erwartungen an die Gewinnentwicklung wurden nicht getroffen. Zudem wurde die Umsatzprognose reduziert. Das dürfte ein wichtiger Auslöser für den Einbruch des S&P 500 in der ersten Wochenhälfte gewesen sein. Auch schwache chinesische Handelsdaten belasteten, die Exporte gingen im Jahresvergleich um 10% zurück.

Allgemein wird davon ausgegangen, dass im ersten Quartal das Tief der Gewinnentwicklung erreicht wurde. Im zweiten Quartal ging die Gewinnrezession erleichtert weiter, auch für das dritte Quartal wird bisher eine negative Entwicklung erwartet. Das wäre das fünfte, bzw. sechste Quartal in Folge. So weit mir bekannt, gab es eine solche Serie zumindest nach dem zweiten Weltkrieg bisher nicht.

Hoffnungen auf eine bald wieder positive Gewinnentwicklung konzentrieren sich auf den Energiebereich, der zu etwa einem Fünftel in die Berechnungen des S&P 500 eingeht. Seine Gewinne hängen eng mit der Entwicklung des Ölpreises zusammen. Die Ölpreise haben zu Jahresbeginn einen Boden gebildet (Brent Öl bei knapp 30 Dollar), dann erfolgte per Juni ein Anstieg auf rund 53 Dollar. Danach wurde Anfang August ein Tief bei 43 Dollar markiert, die aktuelle Notierung liegt wieder am oberen Ende des zuletzt etablierten Bereichs.

Das zyklisch adjustierte und inflationsbereinigte KGV im S&P 500 ([Shiller-CAPE](#)) kommt gegenwärtig auf 26,5 – ein historisch hoher Wert. Auch das solchermaßen nicht bereinigte KGV liegt gegenwärtig bei 24,7.



Solch hohe KGV-Bewertungen wie aktuell lassen sich auch in Zeiten von Liquiditätsflut nicht beliebig lange durchhalten. Die Erwartungen für die nächsten Quartale sind ambitioniert, so wird damit gerechnet, dass die Gewinne im vierten Quartal um 5,3% im Jahresvergleich steigen, im ersten Quartal 2017 sollen sogar +12,3% werden ([Chartquelle](#)).



Für die kurzfristige Entwicklung ist von Bedeutung, wie viele Unternehmen positiv überraschen. Wenn die Erwartungen nur tief genug angesiedelt sind, werden solche Fälle häufiger auftreten. In diesem Sinne sind die aktuell recht niedrig angesiedelten Erwartungen eher kursstützend.

Die Frage ist, ob eine Gewinnentwicklung in dem erwarteten Ausmaß realistisch ist und zu dem mittlerweile recht weit entwickelten Konjunkturzyklus passt. Üblicherweise steigen die Gewinne nach einer Rezession an, gestützt durch niedrige Arbeitskosten und lockere Geldpolitik (niedrige Zinsen). Im Fortgang des Konjunkturzyklus erholt sich der Arbeitsmarkt. Je weiter er sich seiner Kapazitätsgrenze nähert, je stärker steigen die Arbeitskosten. Wenn die Produktivitätsentwicklung dies nicht kompensieren kann, sinkt das Gewinnpotenzial. Dies gilt auch, wenn die Marktmacht der Unternehmen nicht ausreicht, um die Preise zu steigern und so die gestiegenen Arbeitskosten an die Konsumenten weiter zu geben.

Es ergibt sich ein typischer Verlauf von Arbeitskosten, bzw. Unternehmensgewinnen im Verhältnis zur Nettowertschöpfung der Unternehmen. Nach Ende einer Rezession nimmt das Verhältnis der Arbeitskosten zur Wertschöpfung ab, das der Gewinne zur Wertschöpfung zu. Im Fortgang des Konjunkturzyklus wird beim ersten Verhältniss ein Boden erreicht, beim zweiten ein Topp. Dieser Umkehrpunkt lag für den aktuellen Zyklus Anfang 2015. Der Chart wurde bereits [hier](#) gezeigt.



Die Voraussetzungen aus makroökonomischer Sicht sind ungünstig, dass sich die Erwartungen an eine sich schnell verbessernde Gewinnentwicklung materialisieren. Wie bereits gesagt, können dem Rückgang der Gewinnentwicklung produktive Investitionen entgegen wirken, sowie Preismacht der Unternehmen. Die Investitionstätigkeit ist in den zurückliegenden Jahren aber vergleichsweise schwach.

Auch um die Preismacht der Unternehmen ist es nicht wirklich gut bestellt. Die Kernraten liegen mittlerweile zwar wieder deutlich über einem Prozent, die breiter gefassten Verbraucherpreisindices hängen jedoch noch nahe Null fest. Der US-PPI ist auch im September aufs Jahr gesehen mit -1,1% negativ. Er hat sich damit jedoch deutlich von seinem Tief im Februar bei -5,1% abgehoben. Das spiegelt die Stabilisierung der Rohstoffpreise insgesamt wider. Üblicherweise läuft der CPI vier bis sechs Monate nach. Von daher sollte für die nächsten Monate eine ansteigende Verbraucherpreis-Inflation erwartet

werden. Das dürften bullische Akteure an den Finanzmärkten als positiv für die Gewinnentwicklung interpretieren.

Von den Arbeitskosten ist vorläufig keine Unterstützung für die Gewinnentwicklung zu erwarten. Der folgende [Chart](#) zeigt die jährlichen Veränderungen der Arbeitskosten aus einer etwas anderen Perspektive, nämlich auf der Grundlage des Produkts aus Arbeitsplätzen, Arbeitslohn und Arbeitszeit. Die Dynamik ist geringer als vor 2008 und erst recht vor 2000. Der jährliche Zuwachs pendelt seit August 2010 zwischen 1,7% und gut 5%, aktuell liegt er bei 4,7%; die Arbeitskosten liegen heute etwa 25% höher als zu Beginn des Jahres 2008. Die Gewinnentwicklung spiegelt die Bodenbildung wider, aktuell liegt die jährliche Veränderung bei -1,7% (für das zweite Quartal).



Die makroökonomischen Voraussetzungen für eine kräftige Gewinnentwicklung sind damit aus meiner Sicht ausgesprochen ungünstig. Die bullischen Hoffnungen dürften auf der Preisentwicklung ruhen und hier spielen die Energiepreise eine wichtige Rolle. Sie müssen weiter fest bleiben, um diese Phantasie wach zu halten.

Die Beziehung zwischen Ölpreis und Aktienkursen, hier am Beispiel des Dow Jones Industrial Average hat [Tom McClellan](#) in seinem aktuellen Newsletter untersucht. Er hat festgestellt, dass sich der Kursverlauf des Aktienindex sehr gut mit dem um zehn Jahre vorwärts verschobenen Preisverlauf bei Öl deckt.



Diese Synchronität ist über die zurückliegenden mehr als hundert Jahre überraschend gut. Über die inhaltlichen Zusammenhänge müsste man genauer nachdenken, sicher prägt sich hier die überragende Rolle aus, die Öl für die Art unseres Wirtschaftens spielt. Eine Zeitverschiebung um zehn Jahre ist zu lang, um vorrangig konjunkturelle Gründe auszumachen. Bleiben strukturelle Zusammenhänge: Wenn etwa der Ölpreis nachhaltig steigt, wird mit Verzögerung nach Alternativen gesucht, deren industrielle Umsetzung Zeit braucht. Zusätzlich besteht womöglich noch ein anderer Zusammenhang: Nachhaltig höhere Ölpreise schlagen über die Kosten und bei bestehender Marktmacht der Unternehmen auf die Verbraucherpreise durch und unterstützen so die Gewinnentwicklung (und damit die Kursentwicklung).

Der folgende Chart zeigt ein kurzfristigeres Bild. Demnach hätte der Dow Jones übergeordnet noch deutliches Kurspotenzial.



Allerdings gießt McClellan Wasser in den Wein: Exogene Schocks stören den Zusammenhang beider Zeitreihen zeitweilig, schreibt er. Die große Frage ist, ob die Rohstoffblase 2008 ein solches exogenes Ereignis war. War sie alleine den Aktivitäten von Hedge Fonds zuzuschreiben oder haben diese nur die sowieso vorhandene Marktdisposition genutzt? Im ersten Fall sollte man die Relevanz des damaligen Ölpreisverlaufs für die künftige Aktienkursentwicklung schlicht vergessen, im zweiten Fall sollte sein Echo aber in den künftigen Aktienkursen wiederhallen. McClellan glaubt, dass wir zumindest den ersten Teil der seinerzeitigen Aufwärtsbeschleunigung beim Öl in den ersten Monaten 2017 widergespiegelt sehen sollten, genauso wie wir im laufenden vierten Quartal den vom Ölpreis avisierten Boden bekommen sollten (siehe gestrichelte Linie im Chart), der den Aufwärtsschwung in 2017 hinein einleitet.

Wir wissen alle, dass makroökonomische Zusammenhänge häufig erst mit großer Verzögerung auf die Aktienkursentwicklung durchschlagen. Das gilt umso mehr, je mehr Aktienmaterial große Adressen über die Jahre angehäuft haben. Kurz- und mittelfristig ist für die Kursentwicklung der Herdentrieb entscheidend. „Fundamentale“ Argumente zählen da wenig, gegebenfalls werden negative Umstände umgedeutet und wenn gar nichts mehr hilft, sagt irgendwer „dieses Mal ist alles anders“. Das geht bis zu dem Punkt, wo die widrigen Umstände so deutlich und die Abstände zum erreichten Kursniveau so extrem geworden sind, dass der Herdentrieb in kollektive Fluchtbewegung umschlägt. Möglicherweise sind wir noch nicht an diesem Punkt, die Argumentation von McClellan „hat was“.

Die Quartalssaison hat begonnen, die Erwartungen sind nicht sehr hoch. Gleichzeitig sind die makroökonomischen Voraussetzungen für eine starke Gewinnentwicklung in den kommenden Quartalen ungünstig. Damit erweist sich die KGV-Bewertung von Aktien als dauerhaft hoch. Phantasie für eine bullische Kursentwicklung könnte da (nur) die Entwicklung der Verbraucherpreise bringen. Hierzu gibt es interessante Parallelen zwischen dem Ölpreis und dem DOW Jones.