

Zwischenstand Quartalssaison

Description

In der laufenden Quartalssaison haben per 22.1.2013 74 Unternehmen aus dem S&P 500 Ergebnisse für das vierte Quartal 2012 berichtet, dabei haben 62,2% die Gewinnerwartungen übertroffen. Hierfür liegt der Mittelwert seit 1994 bei 62%, der Mittelwert über die jüngsten vier Quartale kommt auf 65%.

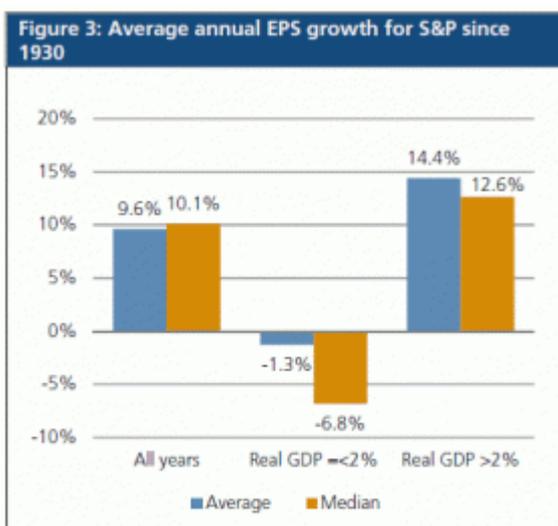
Die aktuelle Erwartung für die Q4-Gewinnzuwächse beträgt plus 2,6% nach plus 1,9% zu Beginn der Quartalssaison. Anfang Oktober waren plus 9,9% im Jahresvergleich erwartet worden. Bei solch tief gelegten Erwartungen fällt es erst einmal nicht schwer, positiv zu überraschen...

Die Frage ist, ob das noch zu den weit gelaufenen Kursen passt.

Langfristig dürfte das Wachstum der Unternehmensgewinne vom nominalen BIP-Wachstum getrieben werden, schreibt Austin Graff, Pimco, in "[Searching for Growth in a Low-Growth World](#)". Kurz- und mittelfristig gebe es aber deutliche Divergenzen. So sind seit der Finanzkrise die Gewinne der S&P 500 Unternehmen deutlich angewachsen, die wirtschaftliche Entwicklung hingegen blieb unsicher und verhalten.

Die Faktoren, die dies bewirkt haben, scheinen nun nachzulassen, das Wachstum der Unternehmensgewinne wird künftig insgesamt weniger stark ausfallen, schreibt er weiter. Diese Behauptung wird dadurch untermauert, dass die Unternehmensgewinne in 2011 im Vergleich zu 2010 noch um über 15% gestiegen sind, für das Gesamtjahr 2012 jedoch nur noch ein Zuwachs von unter 3% erwartet wird.

Die durchschnittlichen jährlichen Gewinnzuwächse (pro Aktie) in Abhängigkeit des BIP-Wachstums zeigt die [folgende Grafik](#). Ein reales BIP-Wachstum von 2% hat sich in der Zeit von 1930 bis 2011 als Scheidelinie erwiesen. In 25 von 82 Jahren lag das BIP-Wachstum darunter und erbrachte im Mittel eine jährliche Gewinnschrumpfung von 1,3%.



Source: Robert Shiller Data, BEA National Accounts, PIMCO calculations, as of 18 January 2013.
Note: Shiller data based on S&P 500 and prior to 1957 on S&P 90.



Die Gewinnschätzungen (Gewinn je Aktie vor Einmal-Effekten) für 2013 belaufen sich im Konsens für die USA nach Graff auf plus 10,6%, weltweit sollen sie um 21,5% steigen. Das kontrastiert mit den Konsensschätzungen für das BIP, hier wird für die USA von plus 2,0% ausgegangen, weltweit von plus 2,4%. Entweder bestehen die Faktoren, die bisher für die Divergenz von Unternehmensgewinnen gesorgt haben, weiter fort oder der Gewinnausblick ist unrealistisch. In jedem Fall passt es zu dem notorischen Optimismus der Analysten-Zunft, auf die [hier Bezug genommen wird](#).

Trifft es zu, dass Unternehmensgewinne und Wirtschaftswachstum nun wieder stärker konvergieren und das Wirtschaftswachstum real schwach bleibt, so dürfte das Umsatzwachstum insgesamt geringer ausfallen. Wenn man weiter davon ausgeht, dass die Inflation aufgrund der Liquiditätsschwemme der Notenbanken künftig zunehmen wird, wird das Umsatzwachstum der Unternehmen mehr und mehr von der Preisentwicklung beeinflusst. Unternehmen erwirtschaften in einem solchen Umfeld dann und nur dann überdurchschnittliche Gewinne, wenn ihr Geschäftsmodell auf Märkte abzielt, deren Entwicklung durch Inflation gestützt wird, schreibt Graff.

Die Umsatzentwicklung ist ein Faktor beim Unternehmensgewinn, ein anderer sind die Kosten.

Aus Sicht von Anlegern sind generell Unternehmen interessant, die Einsparpotenziale bieten. Auch wenn das häufig auf eine Einzel-Analyse von Firmen-Daten hinausläuft, so gibt es auch branchenweite Bedingungen. Gegenwärtig können z.B. zahlreiche europäische Banken möglicherweise deutliche Kosten sparen, wenn sie ihre [EZB-Kredite durch Interbanken-Kredite ablösen](#). Auch Telecom-Unternehmen können profitieren, wenn sie gemäß neuen europäischen Regulierungen Infrastrukturen gemeinsam aufbauen und nutzen können.

Ein zweiter Komplex der Kosteneinsparung betrifft die Beschaffungsseite von Unternehmen. Das können z.B. Standortvorteile bei der Beschaffung von Rohstoffen sein, die nicht ohne weiteres von Konkurrenten gleichermaßen genutzt werden können. Niedrigere Einstandskosten garantieren selbst bei schleppenden Umsatzzuwächsen hohe Margen. Gerade im Rohstoff- und Energiesektor spielen Standortvorteile eine große Rolle, auch über kürzere und günstigere Transportwege. In den USA wäre „Fracking“ herzustellen.

Der dritte Komplex der Kosteneinsparung betrifft Unternehmen, die Inflations-bezogene Umsätze generieren, insbesondere dann, wenn diese auch noch stärker steigen als die Kosten. Gewinne können durch ein (fortgeschrittenes) inflationäres Umfeld belastet werden, wenn Kostensteigerungen nicht (mehr) an die Endverbraucher weitergegeben können. Unternehmen mit Preismacht sind eher in der Lage, Kosten zu überwälzen, insbesondere dann, wenn sie das vertragliche Recht haben, Kostensteigerungen weiterzugeben. Hierzu zählen etwa Eigentümer und Betreiber von kritischen Infrastruktur-Systemen, aber häufig auch (Sach)-Versicherungen. Was Unternehmen mit „natürlicher“ Preismacht angeht, so sind die traditionell defensiven Sektoren Nahrungsmittel und Energie zu nennen, sowie der Health-Care-Bereich.

Wenn wir nach Jahren der Divergenzen, in denen der Zusammenhang zwischen Unternehmensgewinnen und Wirtschaftswachstum gestört war, allmählich wieder (in dieser Hinsicht) zur Normalität zurückkehren, dann müsste sich "eigentlich" auch wieder durchsetzen, dass die Unternehmensgewinne die entscheidenden langfristigen Treiber für Aktienkurse sind.

Im Artikel "[Aktien – was bewegt Kurse?](#)" wird eine gewisse langfristige Abhängigkeit der Aktienkursentwicklung von der Gewinnentwicklung (KGV nach Shillers "CAPE" – s.u.) bestätigt. Eine Abhängigkeit der Kurse von der BIP-Entwicklung besteht hingegen nicht. Wenn Kurse und Gewinne gleichlaufen, Kurse und BIP-Entwicklung aber nicht, dann kann die Korrelation zwischen BIP-Entwicklung und Gewinnentwicklung nicht besonders ausgeprägt sein. Das zieht die entsprechende Behauptung von Graff in Zweifel. Dessen Hinweise zum Zusammenhang zwischen Inflation, Umsatz, Kosten und

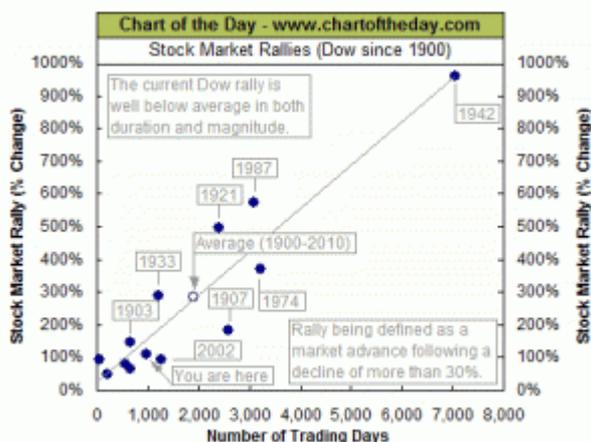
Unternehmensgewinnen bleiben jedoch gültig.

Der [folgende Chart](#) zeigt die Entwicklung des nach Shiller preislich und zyklisch bereinigten Kurs-Gewinn-Verhältnisses im S&P 500 ("CAPE"). Eingezeichnet ist der Bereich zwischen 6 und 23, der historisch die Entwicklung eingegrenzt hatte. Seit Mitte der 1990er Jahre hat er jedoch an Relevanz eingebüßt. Aktien sind aktuell nicht mehr billig, aber teuer sind sie nur in Bezug auf die Entwicklung bis zur Mitte der 1990er Jahre.



In dem erwähnten Artikel "[Aktien – was bewegt Kurse?](#)" wird als eine wesentliche Triebkraft hinter den Aktienkursen auf den [Herdentrieb](#) hingewiesen und davon ausgegangen, dass der breite US-Aktienmarkt im Zeitraum 2012 bis 2020 nicht wesentlich von dem seit 1926 beobachteten historischen Durchschnitt von real 6,8% p.a. Ertrag abweichen wird. Der Herdentrieb braucht "Treibstoff" – und der ist mit der lockeren Geldpolitik der Notenbanken reichlich vorhanden.

Der nächste Chart legt denn auch nahe: Die Aktienmärkte haben im historischen Vergleich der Bullruns noch ziemlich viel Luft nach oben. Das bedeutet freilich nicht, dass es im kürzeren Zeitfenster zu erheblichen Rücksetzern kommen kann (und wird). So lange diese unter 30% Einbruch bleiben, setzen sie die dem Chart zugrunde liegende Auswertung nicht zurück.



Folgt man der Argumentation von Graff, so haben von den genannten Bereichen aus Sicht eines europäischen Anlegers (etwa mittels ETFs) gegenwärtig Rohstoffe, Nahrungs-Rohwaren, auch Gas und Öl, zudem Versorger und Telekom Nachholbedarf. Health-Care-Aktien sind bereits gut gelaufen, ebenso Aktien im Bereich Nahrungsmittel. Banken sollten von der oben angesprochenen Entwicklung und der [Verwässerung von Basel III](#) profitieren.

Verwandtes Thema "Inflations-Illusion" in: "[Inflation – Sein oder Schein?](#)"

Nachtrag:

(19.2.13) Mittlerweile haben 392 oder 78% der S&P 500 Unternehmen berichtet. 70% haben die



Gewinnerwartungen geschlagen, für Q3 waren es 64%. 66% haben die Umsatzerwartungen geschlagen, für Q3 waren es 40%. Historischer Mittelwert der „Beat-Rate“ für Gewinn und Umsatz ist 62%. Die Gewinne liegen für Q4 7% höher als vor einem Jahr, die Umsätze 1% höher. Zu Beginn der Quartalssaison war eine Gewinnsteigerung für Q4 von 1,9% erwartet worden, im Oktober waren es 9,9%.