

APROPOS...

info@ethenea.com | www.ethenea.com

„Paint It, Black“

Geringes Wachstum, niedrige Zinsen, geringe Volatilität, geringe Inflation und hohe Erträge – so lässt sich das Umfeld am besten beschreiben, mit dem Investoren aktuell konfrontiert werden. Dieses Umfeld ist in der Tat marktfreundlich, aber es ist auch dissonant und fragil. Ein tieferer Einblick in die Geschichte der US-Erträge ab dem Zweiten Weltkrieg kann hier in vielerlei Hinsicht lehrreich sein. Die heutigen hohen Erträge sind das Ergebnis mehrerer Faktoren, bei denen Zinsen eine wichtige Rolle spielen. In diesem Zusammenhang nimmt die aktuelle Debatte über die erste Zinserhöhung der Federal Reserve (Fed) eine ganz neue Wendung.

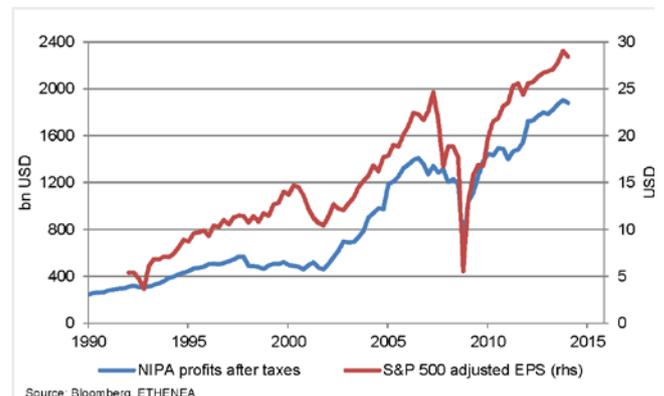
In den Vereinigten Staaten verzeichnet der S&P 500-Index in diesem Jahr bisher eine gute Leistung, indem er zum ersten Mal die Marke 2000 erreicht hat. Das Zusammenspiel von geringer Volatilität (niedrige Risikoprämie), niedrigen Zinsen (geringer Abzinsungsfaktor) und hohen Erträgen (hohe Profitabilität) war sicherlich der Hauptgrund für diesen Erfolg. Während die Fed die Höhe der Zinssätze festlegt und die Volatilität beeinflusst, sind die Entwicklungen der Erträge komplexer, da verschiedene Kräfte im Spiel sind.

Das bereinigte Ergebnis pro Aktie (*Adjusted Earnings per Share*, EPS) ist die übliche Kennzahl, an die sich Investoren halten. Diese Methode wird zum Beispiel angewandt, um die bekanntesten Aktienbewertungskennzahlen, also die des Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV oder *Price Earnings Ratio*), zu berechnen. Im ersten Quartal dieses Jahres belief sich das bereinigte EPS auf 28,42 USD (Grafik 1). Seit Anfang der Statistik zum bereinigten EPS im Jahr 1992 sind die Erträge um den Faktor 5,3 gestiegen. In der Zwischenzeit ist das nominale BIP nur um den Faktor 2,7 angewachsen. In anderen Worten: Die Erträge sind doppelt so schnell gewachsen wie die Gesamtwirtschaft.

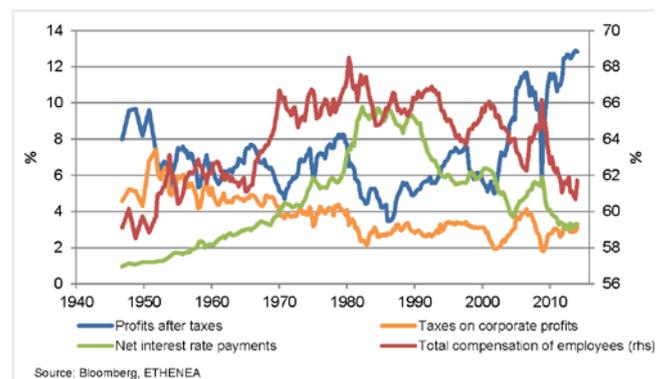
Eine andere Statistik zu den Unternehmensgewinnen, der *Gewinn nach Steuern*, veröffentlicht von der Nationalgesamtrechnung (*National Income and Product Accounts*, NIPA) und dargestellt in Grafik 1, ist in vielerlei Hinsicht aufschlussreich. Sie wirft ein Licht auf die Mechanismen, die hinter der Gewinn-Generation stehen. Insbesondere zeigt sie, wie die breite Wertschöpfung der Wirtschaft unter den Wirtschaftsteilnehmern wie den Arbeitnehmern (in Form von Löhnen), der Regierung (Steuern) oder den Firmeninhabern (Gewinne) verteilt wird.

Grafik 2 zeigt die nationale Einkommensverteilung seit dem Zweiten Weltkrieg. Auch bekannt als Gewinnspanne, liegt der

Anteil der Gewinne nach Steuern im Nationaleinkommen derzeit bei 12,8 % und repräsentiert damit den höchsten Anteil seit 70 Jahren. Die Gewinnspanne erlebte zwei unterschiedliche Phasen. Zwischen dem Zweiten Weltkrieg und den frühen 1980er-Jahren schrumpfte die Gewinnmarge von fast 10 % auf weniger als 3,5 %. In der Zwischenzeit wurde der Anteil der Gesamtvergütung der Mitarbeiter von 59 % auf mehr als 68 % erhöht, während die Zinszahlungen von 1 % auf 9,5 % erhöht wurden. In den 80er-Jahren starteten dann entgegengesetzte Bewegungen. Die Gewinnspanne wurde weiter erweitert, von weniger als 3,5 % hin zu aktuell 12,8 %, während die Gesamtvergütung und die Zinszahlungen sich von 68,5 % auf 61,7 % bzw. von 9,8 % auf 3,3 % verringerten. Der Anteil der Unternehmenssteuern sank bis in die 1980er und blieb dann ziemlich stabil, bei etwa 3 %.



Grafik 1: S&P 500- und NIPA-Gewinne



Grafik 2: Einkommensverteilung des Nationaleinkommens in Prozent

Relativ gesehen, beschreiben Arbeitnehmer und Gläubiger jetzt einen kleineren Anteil am gesamtwirtschaftlichen

¹ ohne Vorratsbewertung und Änderungen des Kapitalverzehr



APROPOS...

info@ethenea.com | www.ethenea.com

Einkommen als vor 40 Jahren. Das bedeutet jedoch nicht, dass sie im US-Dollar-Bereich schlechter dran sind: Seit 1980 wurde die Mitarbeitervergütung insgesamt um 5,7 multipliziert und die Zinszahlungen um 2,8.

Diese beiden Phasen haben ihren Ursprung in verschiedenen Episoden der Zeitgeschichte. Erstens fand der Rückgang der langfristigen Zinsen von mehr als 15 % auf heutzutage weniger als 2,5 % statt, nachdem Paul Volcker im Jahr 1979 zum Vorsitzenden der US-Notenbank gewählt wurde. Es geschah damit zur gleichen Zeit, als die Deregulierung der Finanzmärkte unter Präsident Ronald Reagan zu einer zunehmenden finanziellen Hebelwirkung der US-Firmen führte und die Gewinne steigerte (Grafik 3). Zweitens hat die rasche Globalisierung der Weltwirtschaft und der Arbeitskraft sicherlich die Lohninflation gedämpft. Darüber hinaus haben der Bankrott der kommunistischen Länder und der Rückgang der sozialistischen Ideologie als Alternative zum Kapitalismus die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer geschwächt – wie der säkulare Rückgang der Gewerkschaft zeigt.



Grafik 3: Langfristige Zinssätze und Hebelwirkung

Die Fragilität des Ertragssystems resultiert im Wesentlichen aus dem geringen Zinsniveau und der hohen Hebelwirkung der US-Firmen. Geldpolitische Entscheidungen der Fed und die Reden von Entscheidungsträgern werden von Investoren wie Fußballspiele hinterfragt. In der Champions League der Finanzen könnte ein versehentliches Irrtum schädigende Auswirkungen haben. Im Juni 2013, nachdem die Fed angekündigt hatte, dass sie das Tempo ihrer Wertpapierkäufe (*Tapering*) reduzieren würde, sind die Aktienmärkte um 4,8 % gefallen, während die 10-Jahres-Treasury-Rendite innerhalb von ein paar Tagen um 30 Basispunkte stieg. Diese scharfen Korrekturen wurden vornehmlich durch Missverständnisse zwischen der Fed und den Marktteilnehmern verursacht.

Dieses Beispiel veranschaulicht die zentrale Rolle der Fed in diesem fragilen Umfeld. Da die Fed ihr Programm der Quantitativen Lockerung (*Quantitative Easing*) im Oktober stoppen wird, wäre der nächste evidente Schritt eine erste Zinserhöhung, wahrscheinlich in der Mitte des Sommers 2015. Die Investoren sind wegen möglichen Auswirkungen einer ersten Zinserhöhung an den Aktienmärkten nervös. Wird dies der Beginn eines Zinserhöhungszyklus wie im Jahr 2004 sein, und wenn ja, in welchem Tempo? Wie solide ist die US-Wirtschaft und wird die Inflation zurückschlagen? Diese Fragen sind derzeit offen und erklären die Nervosität der Anleger ganz gut.

Es ist schwer, sich für eine kontinuierliche Expansion der Gewinnspanne im gleichen Tempo wie in den letzten Jahrzehnten auszusprechen. Die US-Unternehmenssteuersätze sind im Vergleich zu OECD-Standards hoch, doch die hohen Staatsschulden garantieren, dass sie es kaum ablehnen würden. Die Zinsen sind praktisch bei Null und die positiven Auswirkungen auf die Erträge würden verblassen – selbst wenn sie bleiben, wo sie sind. Nur eine anhaltende Arbeitsmarktschwäche würde abartigerweise weiterhin die Gewinnmarge unterstützen.

Stellen Sie sich vor, dass das gesamtwirtschaftliche Einkommen und die Gewinne nach Steuern in den nächsten zehn Jahren weiterhin so wachsen, wie sie es seit dem Jahr 2000 taten (einschließlich der Finanzkrise), d. h. mit einer Jahresrate von 3,9 % für das Einkommen und von 9,4 % für die Gewinne. In einem solchen Szenario würde die Gewinnmarge im Jahr 2025 bei stellaren 21,5 % liegen.

Geringes Wachstum, niedrige Zinsen, geringe Volatilität, geringe Inflation und hohe Erträge ergeben ein dissonantes und fragiles Marktumfeld. Bereits die Rolling Stones sangen „No colors anymore, I want them to turn black“. Die Aktienbewertung scheint gestreckt zu werden, da die Erträge in den nächsten Jahren wohl kaum in dem Tempo zunehmen werden, wie sie in den letzten Jahrzehnten gewachsen sind. Vor allem, wenn die Fed das tut, wovon der Markt denkt, dass sie es tut – nämlich im nächsten Jahr die Zinsen zu erhöhen.

Yves Longchamp, CFA

Head of Macroeconomic Research
ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG

Hinweis: Bei der Anlage in Investmentfonds besteht, wie bei jeder Anlage in Wertpapieren und vergleichbaren Vermögenswerten, das Risiko von Kurs- und Währungsverlust. Dies hat zur Folge, dass die Preise der Fondsanteile und die Höhe der Erträge schwanken und nicht garantiert werden können. Die Kosten der Fondsanlage beeinflussen das tatsächliche Anlageergebnis. Maßgeblich für den Anteilserwerb sind die gesetzlichen Verkaufsunterlagen. Alle hier veröffentlichten Angaben dienen ausschließlich der Produktbeschreibung und stellen keine Anlageberatung dar und beinhalten kein Angebot eines Beratungsvertrages, Auskunftsvertrages oder zum Kauf/Verkauf von Wertpapieren. Der Inhalt ist sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Eine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit kann nicht übernommen werden. Munsbach, 1. September 2014.



ETHENEA
managing the Ethna Funds