

POLITIK 01.01.2014

Die Illusion steigender Unternehmensgewinne



Das Anlagejahr 2013 wird allen als starkes Aktienjahr in Erinnerung bleiben, weil beispielsweise der US-Leitindex Dow Jones oder der in Deutschland für börsennotierte Unternehmen Orientierung gebende DAX neue Rekordstände erreichten. Anders werden dies Aktienanleger in Schwellenstaaten sehen. Selbst die chinesischen Aktienindizes konnten keinen nachhaltigen Wertzuwachs erzielen. Deswegen lohnt sich ein besonders intensiver Blick auf die börsennotierten Unternehmen in den USA, da dort die Indizes wirkliche Allzeithochs erzielt haben. Anders als der DAX, der als sogenannter Performance-Index auch Dividenden berücksichtigt und daher eigentlich rund 20 % unter seinem Allzeithoch vor 13 Jahren notiert, wurden dort wirklich Höchststände erreicht.

Als Begründung für die starken Kursgewinne wurden die nochmals höheren Unternehmensgewinne und das niedrige Zinsniveau herangezogen. Besonders Letzteres lässt sich einfach erklären. Bei einem Leitinsniveau in den USA von nahe 0 % p. a. und zehn Jahre laufenden US-Staatsanleihen, die im letzten Jahr im Tief bei ca. 2 % p. a. notierten, ist eine Aktie mit einer Dividendenrendite von 4 % bis 5 % pro Jahr deutlich attraktiver. Dieser Mehrertrag führt auch dazu, dass Schwankungen leichter akzeptiert werden, zumal viele Anleger nur Aktienkurssteigerungen wahrgenommen haben und die teilweise hohen Wertschwankungen innerhalb einzelner Aktien ignorierten.

Allerdings hat diese Beschränkung auf die Dividendenrendite zwei weitere Aspekte, die man nicht unterschätzen sollte. Zum einen stellt sich die Frage, wie nachhaltig eine solche Dividendenrendite ist. Wenn sie mit steigenden Unternehmensgewinnen einhergeht, ist dies ein Indikator für eine gute Anlage – wenn die Gewinnsteigerungen tatsächlich auf operative Verbesserungen zurückzuführen sind. Zum anderen ist diese Betrachtung sehr stark davon abhängig, dass es eine dauerhaft nachhaltig positive Differenz zwischen Dividendenrendite und Zinsniveau gibt. Nun behaupten aber viele Fachleute, die Aktie sei als „Basis-Investment“ unverzichtbar, damit man Wertzuwächse erzielen kann. Die Zinsen auf der Anleienseite würden nicht einmal die – allerdings immer weiter sinkende – Inflation ausgleichen oder die Zinsen würden steigen, so dass man bei Investitionen Kursverluste hinnehmen müsse. Jede dieser Pauschalierungen ist gefährlich, weil es gerade im Bereich der Zinspapiere eine große Bandbreite möglicher Anlagen gibt und neben dem allgemeinen Zinsniveau noch Fragestellungen wie Laufzeiten, Bonität des Emittenten und Währungskomponenten Einfluss nehmen können. Unterstellt man allerdings einfach die These, die Anleihen Kurse werden in den nächsten Monaten fallen, werden auch die Zinsen steigen. Falls dann die Unternehmensgewinne nicht analog weiter steigen, verliert die Aktie dann zumindest bei einem Teil der Anleger wieder an Attraktivität.

Nun gehen volkswirtschaftliche Theorien häufig von steigenden Zinsen aus, wenn sich die Konjunktur besser entwickelt. In Phasen, die nicht so stark durch politische Einflussnahmen und Marktverzerrungen durch die Notenbanken geprägt sind, ist dies häufig richtig. Dann würde eine Zinssteigerung mit einer verbesserten konjunkturellen Situation einhergehen, die wiederum von einer besseren wirtschaftlichen Entwicklung der Unternehmen herrührt. Dies hätte mindestens selektiv steigende Unternehmensgewinne zur Folge. Aktuell wird allerdings das Zinsniveau eben durch politische Einflussnahme und Notenbankpolitik niedrig gehalten. Ändert sich diese Ausrichtung, können die Zinsen steigen und so die Differenz zwischen dem allgemeinen Zinsniveau und einer Dividendenrendite von börsennotierten Unternehmen reduzieren. Viel entscheidender sind allerdings die Auswirkungen möglicher Zinssteigerungen auf die Unternehmensgewinne. Betrachtet man die Unternehmensberichte des Jahres 2013 genau, fällt in den USA, aber insbesondere bei deutschen Unternehmen auf, dass die Gewinnsteigerungen i. d. R. nicht mit einem Umsatzwachstum einhergehen, sondern aus Produktivitätsgewinnen oder günstigen Refinanzierungskosten entstanden sind. Hier gibt es etliche Unternehmen, die ihre Zinskosten um mehr als ein Drittel durch Anschlussfinanzierungen, vorzeitige Ablösungen bestehender Anleihen oder günstigere Kreditmittel aus dem Finanzsektor refinanzieren konnten.

Steigt nun das Zinsniveau, relativiert sich dieser Vorteil sehr schnell und kann dann – ohne Kompensation in anderen Bereichen – ein Belastungsfaktor für die Unternehmensgewinne werden und dann zu einer Reduzierung der Dividende oder zu einer Tendenz führen, in deren Folge dann unternehmerische Substanz ausgeschüttet wird. In der Vergangenheit war hierfür in Deutschland ein bekanntes Beispiel die Aktie der Deutschen Telekom. Dies hat sich in den letzten Jahren allerdings stark relativiert. Aktuell erlebt man dies noch sehr stark bei offenen Immobilienfonds, deren erzielte Rendite häufig zwischen 1 % p. a. und 1,5 % p. a. liegt, aber bis zu 2 % p. a. ausgeschüttet werden. Bei solchen laufenden Zahlungen zu Lasten der Substanz wird – etwas vereinfacht formuliert – den Anlegern die Anlagesumme teilweise wie ein Gewinn ausbezahlt. Wenn man gleichzeitig die Ausweitung der Preisabschläge bei in Abwicklung befindlichen Immobilienfonds betrachtet, weiß man, wie viele Risiken in vordergründig noch gut laufenden Immobilienfonds stecken, die weiterhin insbesondere von einigen Institutsgruppen gerade Privatanlegern als Alternative für Sparanlagen angeboten werden. Damit ist natürlich ein hohes Risiko verbunden.

Dies gilt auch für die aktuell vielfach zu hörende, pauschale Aussage, Aktien profitieren von steigenden Zinsen. Neben den bereits genannten Aspekten gibt es ein wesentliches Argument, mit dem diese These zumindest in Frage gestellt wird. Manche Unternehmen wissen derzeit einfach nicht, was sie mit der zur Verfügung stehenden unternehmerischen Liquidität tun sollen. Gerade aufgrund der schwierigen politischen Situation in den USA schrecken dort Unternehmen vor Investitionen zurück. Die Kreditseite ist dort neu strukturiert, sodass sich dort neben schon erfolgten Rückführungen von Verbindlichkeiten auch keine Handlungsoptionen anbieten. Also entscheidet man sich – teilweise auf Druck von Finanzinvestoren –, eigene Aktien zurückzukaufen. Die so entstehende Nachfrage führt zu steigenden Kursen. Die geringe Anzahl an umlaufenden Aktien erhöht den Gewinn pro Aktie, allerdings nicht den Unternehmensgewinn. Für den einzelnen Aktionär ist dies unproblematisch, so lange das so agierende Unternehmen die eigenen Aktien zu einem angemessenen Preis zurückgekauft hat. War dieser Preis zu hoch, hat man so mehr Liquidität aufgewendet, als notwendig wäre und so faktisch die Unternehmenssubstanz gemindert. Wenn man sich dann in einigen Jahren bei einem ggf. niedrigeren Kurs und höherem Zinsniveau diese Liquidität durch eine Refinanzierung wieder neu beschaffen will, ist dies durch eine dann erfolgende Kapitalerhöhung in Relation ein teurer Weg. Insofern muss man die mittel- und langfristige Strategie eines solchen Weges kritisch hinterfragen.

Das niedrige Zinsniveau stützt Unternehmensgewinne dann, wenn die Umsätze steigen, weil die Investitions- oder Konsumneigung zunimmt. Diese Tendenz ist stärker in den USA und teilweise China als in Europa zu erkennen. Dies führt dann zu steigenden Umsätzen, die sich im Gewinnwachstum des jeweiligen Unternehmens bemerkbar machen können, wenn neben den günstigen Refinanzierungskosten auch in allen anderen Bereichen eine hohe Kostendisziplin herrscht. Allerdings stellt sich auch hier die Frage, was passiert, wenn das Zinsniveau steigt, weil in diesem Fall die Investitions- und Konsumneigung zurückgehen könnte, was zu sinkenden Umsätzen führen würde, die dann möglicherweise eher Ertragsrückgänge als –steigerungen nach sich ziehen würden.

Als Fazit ist festzuhalten, dass auch das Anlagejahr 2014 Herausforderungen mit sich bringen wird und die einfachen Antworten häufig eben nicht die richtigen Lösungen darstellen. Viel mehr wird auch im gerade begonnenen Anlagejahr der Schlüssel zum Anlageerfolg in einer adäquaten Diversifikation mit einer Einbeziehung von Anleihen und Aktien liegen.

Nähere Informationen bietet der aktuell von der DVAM Deutsche Vorsorge Asset Management GmbH herausgegebene Finanzmarktausblick 2014. Noch näher am Marktgeschehen sind Sie mit dem DVAM-Finanzmarkt-Newsletter, der wöchentlich per Mail erscheint. Beides können Sie per Mail unter info@dv-am.de oder telefonisch 05231 603-578 anfordern.

Schön M. Die Illusion steigender Unternehmensgewinne. Passion Chirurgie. 2014 Januar; 4(01): Artikel 06_01.