

Ausserordentlich hohe Gewinnmargen in den USA werden sinken

24. Februar 2023

- Der Anteil der Gewinne am Bruttoinlandprodukt in den USA ist derzeit ausserordentlich hoch, weil die Unternehmer seit Jahren ihre Preise stärker erhöhen konnten als die Lohnstückkosten anstiegen.
- Die Gewinnmargen wurden ebenfalls durch rückläufige Fremdkapitalkosten unterstützt.
- In der Zukunft dürften die Gewinnmargen nach unten tendieren, da die Lohnstückkosten stärker als die Preise steigen dürften und die Zinserhöhungen die Fremdkapitalkosten nach oben treiben werden.
- Aktienrückkäufe werden seltener, verwässernde Kapitalerhöhungen weniger selten - spätestens mit dem nächsten Konjunkturabschwung. Kreditwürdigkeitsprüfungen werden bei der Aktienselektion wichtiger werden.

Thomas Härter, Investment-Strategie

Seit vielen Jahren ist in den USA die Gewinnquote der Unternehmungen angestiegen, die Lohnquote gesunken. Die Gewinnquote ist der Anteil des Bruttoinlandproduktes, der an die Unternehmungen geht. Die Lohnquote ist der Anteil des Bruttoinlandproduktes, der den Arbeitern und Angestellten zu Gute kommt.

Was hat dies mit Aktien zu tun? Je höher die Gewinnquote ist, desto höher ist tendenziell die Gewinnmarge der Unternehmungen und desto höher sind demzufolge tendenziell die Unternehmensgewinne.

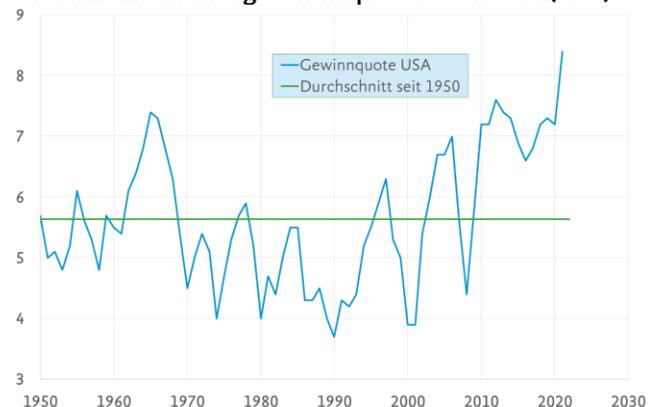
Warum nur tendenziell? Bei der Gewinnquote findet das Bruttoinlandprodukt Verwendung, das heisst man blickt auf die Gewinne, die in den USA durch inländische Betriebsstätten entstanden sind (sogenanntes «Inlandskonzept» im Gegensatz zum «Inländerkonzept»). Gewinne oder Verluste von ausländischen Töchtern der US-Firmen werden nicht berücksichtigt.

Der Löwenanteil der Gewinne eines Aktienindex wie dem S&P 500 wird jedoch durch dieses Konzept erfasst. Grafik 1 zeigt die Entwicklung der Gewinnquote für die USA seit 1950.

Sie ist derzeit mit 8.4 % im historischen Vergleich hoch und liegt fast 50 % über dem Durchschnitt von 5.6 %!

Warum? Was wird die Zukunft bringen?

Grafik 1: Entwicklung Gewinnquote in den USA (in %)

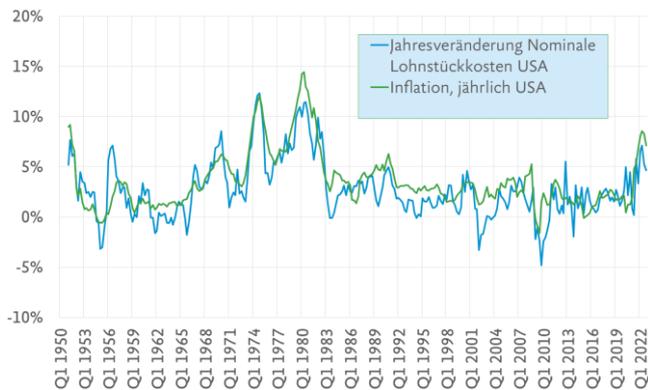


Normalerweise steigen die Lohnstückkosten ungefähr im Ausmass der Inflation. Das heisst, es gelingt den Unternehmungen ungefähr den Anstieg der Lohnkosten pro Stück auf die Preise zu überwälzen. Ebenso gelingt es den Angestellten und Arbeitern, die Löhne im Ausmass der Preissteigerungen und des Produktivitätswachstum zu erhöhen. Verdoppeln sich die Preise, verdoppeln sich die Löhne. Kann pro Stunde doppelt so viel hergestellt werden, verdoppeln sich die Löhne ebenfalls.

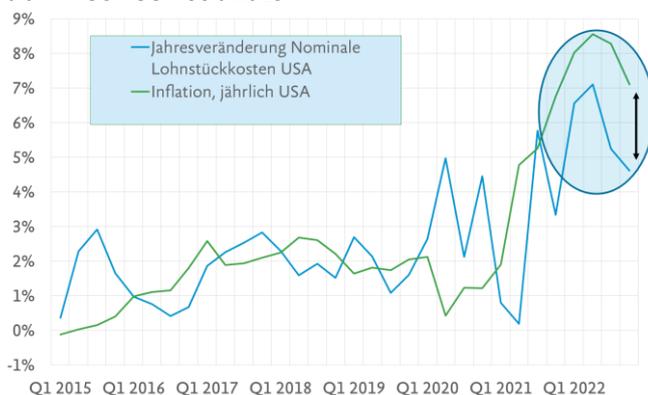
Grafik 2 zeigt, dass Lohnstückkosten und Inflation langfristig im Durchschnitt tatsächlich ungefähr gleich hoch waren und ähnliche Zyklen aufwiesen.

In den letzten Jahren tat sich jedoch eine Schere zwischen der höheren Inflation und der tieferen «Lohnstückkosteninflation» auf, wie Grafik 3 zeigt. Genauere Erläuterungen zum Zusammenhang zwischen Preisen, Löhnen und der Gewinnmarge finden sich für interessierte Leser im Anhang.

Grafik 2: Entwicklung der Lohnstückkosten und der Inflation in den USA seit 1950



Grafik 3: Entwicklung der Lohnstückkosten und der Inflation in den USA seit 2015



Die Unternehmungen konnten ihre Preise aggressiv erhöhen. Den Angestellten und Arbeitern hingegen gelang es bisher nicht, einen vollen Inflationsausgleich und eine vollständige Beteiligung an der höheren Arbeitsproduktivität zu erzielen.

Grafik 3 zeigt, dass die Lohn-Preis-Spirale anscheinend durch die Fed erfolgreich bekämpft werden konnte: Sowohl die Lohnstückkosten- als auch die Konsumentenpreis-inflation weisen einen sinkenden Trend auf. Aufgrund der anhaltend restriktiven Geldpolitik, den vorgenommenen Zinserhöhungen und der Bilanzschrumpfung dürfte sich dieser Trend zu tieferen Lohnzuwächsen und Inflationsraten in den nächsten Quartalen vorübergehend fortsetzen.

Die US-Gewinnquote ist deutlich über dem langfristigen Durchschnitt. Es gibt gute Gründe, warum sie in Zukunft fallen dürfte:

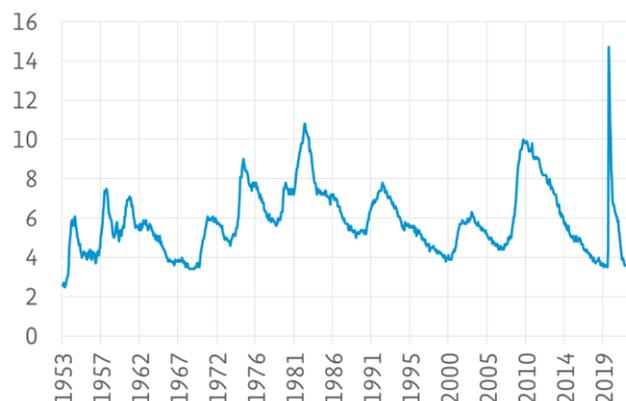
1. Die US-Konjunktur dürfte sich weiter abschwächen. Die bereits vorgenommenen Zinserhöhungen und 2-3 weitere Zinserhöhungen im Ausmass von 25 Basispunkten, sowie die schrumpfende Geldmenge werden mit hoher Wahrscheinlichkeit zu einem weiteren

Wachstumsrückgang führen. Damit wird die Preissetzungsmacht der Unternehmungen abnehmen, Preiserhöhungen werden schwieriger werden.

2. Der Druck zu höheren Lohnstückkosten dürfte trotz Konjunkturabschwächung nach einer vorübergehenden Delle anhalten, da Arbeit vergleichsweise knapp bleiben dürfte. Grafik 3 zeigt, dass die Arbeitslosenquote mit rund 3.4 %, dem tiefsten Wert seit der Mondlandung 1969, aussergewöhnlich tief ist. Arbeit ist also knapp, es ist schwierig geeignete Fachkräfte zu finden. Die demographische Entwicklung trägt ebenfalls zur Verknappung der Arbeiter bei. Die Babyboomer gehen in Rente, die Zahl der Neueinsteiger in den Arbeitsmarkt sinkt. Deshalb ist es wahrscheinlich, dass die Lohnstückkosten in Zukunft wieder stärker als die Preise steigen dürften.

Die Gewinnquote in den USA wird deshalb aller Voraussicht nach in Zukunft einen sinkenden Trend aufweisen.

Grafik 4: Arbeitslosenquote USA seit 1953 (in %)



Die Nettogewinnmargen dürften in Zukunft neben höheren Ausgaben für Löhne- und Gehälter auch durch den Anstieg der Fremdkapitalkosten unter Druck kommen. Die Gewinn- und Verlustrechnung wurde seit den 1990er Jahren stark durch rückläufige Zinsen und damit rückläufige Finanzierungskosten entlastet. Damit konnten die Firmen ein «aggressives Earnings-Per-Share Management» betreiben: Aufgrund tiefer Zinsen konnten die Firmen billige Kredite aufnehmen und mit diesen eigene Aktien zurück kaufen. Dadurch verteilte sich der Gewinn (der aufgrund der tiefen Zinsen wenig durch höhere Fremdfinanzierungskosten belastet wurde) auf weniger Aktien. Somit konnte durch Ersatz von Eigenkapital durch Fremdkapital ein Wachstum der Kennzahl «Gewinn pro Aktie» ausgewiesen werden. Mit den deutlich höheren Zinsen dürfte der Rückkauf von eigenen Aktien in Zukunft deutlich weniger attraktiv sein. Der Posten «Zinsausgaben» dürfte in den Gewinnrechnungen wieder an Relevanz gewinnen und dazu beitragen, dass die Gewinnmargen unter Druck kommen werden.

Einige Firmen haben das Spiel, teures Eigenkapital durch billiges Fremdkapital zu ersetzen, zu aggressiv betrieben und fahren einen zu hohen «Leverage» (damit ist das Verhältnis Eigenkapital zu Fremdkapital gemeint). Damit droht das Gegenteil von Aktienrückkäufen: Verwässerung. Diese tritt ein, wenn Fremdkapital durch Eigenkapital ersetzt wird, oder schlimmer ersetzt werden muss, weil der Markt oder die Aufsichtsbehörden dies erzwingen. Der Gewinn, d.h. der Erfolg des operativen Geschäfts verteilt sich dann auf mehr Aktien, der Gewinn pro Aktie sinkt. Insbesondere die «erzwungenen» Kapitalerhöhungen führen zu Stresssituationen, weil die neu geschaffenen Aktien oft nur mit einem hohen Abschlag, d.h. zu tieferen Kursen Abnehmer finden, so dass viele neue Aktien ausgegeben werden müssen und die Verwässerung dementsprechend hoch ist.

Fazit und Anlageempfehlung:

Die Gewinnmargen und der Anteil der Gewinne von US-Unternehmungen am Bruttoinlandprodukt sind historisch gesehen ausserordentlich hoch.

In Zukunft dürften beide sinken, weil die effektiven Lohnkosten relativ zu den Absatzpreisen steigen dürften. Arbeit wird aufgrund der demographischen Entwicklung knapper und somit teurer.

Die Gewinnmargen werden ebenfalls durch gestiegene Fremdkapitalkosten belastet werden. Der Ersatz von teurem Eigenkapital durch billiges Fremdkapital im Rahmen von Aktienrückkaufprogrammen wird in Zukunft weniger aggressiv stattfinden können. Im Gegenteil: mit den steigenden Fremdkapitalkosten dürften mehr Firmen gezwungen sein, Kapitalerhöhungen durchzuführen und Fremdkapital durch Eigenkapital zu ersetzen.

Wir empfehlen deshalb, bei der Aktienselektion ein besonderes Augenmerk auf die Kreditwürdigkeit der Unternehmungen zu richten. Spätestens beim nächsten Konjunkturabschwung dürfte sich diese Vorgehensweise auszahlen.

Anhang

Für interessierte Leser erklären wir den Zusammenhang zwischen Gewinnmargen, Inflation und Lohnstückkosten.

Teilt man das Bruttoinlandprodukt gemäss einer stark vereinfachten Verteilungsrechnung auf Unternehmungen und Unselbständige auf, gilt:

$$BIP = Gewinne + Arbeitseinkommen$$

Das, was erarbeitet wird, erhalten entweder die Unternehmer in Form von Gewinnen oder die Arbeiter und Angestellten in Form von Lohn oder Gehalt (auch die Staatsangestellten).

Teilt man beide Seiten durch das Bruttoinlandprodukt erhält man:

$$1 = Gewinnquote + Lohnquote$$

Die Gewinnquote ergibt sich als

$$Gewinnquote = 1 - Lohnquote$$

Die Lohnquote lässt sich auch schreiben als

$$Lohnquote = \frac{w * L}{P * Y}$$

w=Lohn pro Stunde

L=Stunden die insgesamt gearbeitet werden

w*L=gesamte Lohnkosten

Y=reales Bruttoinlandprodukt

P*Y=nominales Bruttoinlandprodukt

Die Lohnquote ist somit auch:

$$Lohnquote = \frac{w}{P} / \frac{Y}{L}$$

Realer Stundenlohn $\frac{w}{P}$ geteilt durch die Arbeitsproduktivität (wieviel Bruttoinlandprodukt wird pro Stunde erarbeitet). Je höher der Reallohn, desto höher die Lohnquote, desto tiefer die Gewinnquote. Je höher die Arbeitsproduktivität, desto höher die Gewinnquote, desto tiefer die Lohnquote. Ziel der Unselbständigen ist es, Reallohnsteigerungen mindestens im Ausmass des Wachstums der Arbeitsproduktivität zu erhalten. Gelingt dies nicht, wie in letzter Zeit der Fall, sinkt die Lohnquote, die Gewinnquote steigt.

Die Lohnquote ist ebenfalls:

$$Lohnquote = \frac{w * L}{Y} / P$$

Die Lohnquote ist umso höher, je höher die Lohnstückkosten $\frac{w * L}{Y}$ und je tiefer das Preisniveau P sind.

Betrachtet man die Veränderungsraten (mit einem «Dach» gekennzeichnet), gilt somit:

$$\widehat{\text{Lohnquote}} = \widehat{\frac{w * L}{Y}} - \hat{P}$$

Die Lohnquote steigt, wenn die Lohnstückkosten schneller steigen, als die Preise, wenn die Wachstumsrate der Lohnkosten pro Stück $\frac{w * L}{Y}$ höher ist als die Inflationsrate \hat{P} .

Obige Gleichung verdeutlicht den Verteilungskampf. Gelingt es den Unternehmungen die Preise schneller zu erhöhen, als die Arbeitnehmer ihre Stundenlöhne, adjustiert um den Produktivitätsfortschritt erhöhen können, sinkt die Lohnquote, die Gewinnquote steigt. Genau dies ist in der Vergangenheit geschehen.

In der Zukunft dürften die Lohnstückkosten stärker als die Absatzpreise der Unternehmungen ansteigen, die Gewinnquote somit sinken. Aufgrund demographischer Trends wird Arbeit zunehmend knapper: geburtenstarke Babyboomer gehen in Rente, geburtenschwache Jahrgänge treten in den Arbeitsmarkt ein.

Streng genommen ist das P in den obigen Gleichungen der Deflator des Bruttoinlandproduktes und nicht der Konsumentenpreisindex. Aufgrund des engen Zusammenhanges zwischen den beiden Preisen spielt dies für die vorliegende Argumentationskette keine wesentliche Rolle.

Datenquelle aller Grafiken & Berechnungen: Luzerner Kantonalbank und Refinitiv