

# Das Ende der fallenden Kapitalintensität

## Autor



Robert M. Almeida, Jr.  
Portfoliomanager und  
Global Investment Strategist

## Im Überblick

- Aufgrund der Globalisierung fällt die Kapitalintensität seit Jahrzehnten.
- Das kehrt sich jetzt um, weil Unternehmen ihre Lieferketten überprüfen und mehr investieren.
- Einige Unternehmen werden damit gut zurechtkommen, viele aber nicht.

Mit dem plötzlichen Inflationsanstieg 2022 endete der jahrzehntelange Zinsrückgang. Zwar fallen die Anleihenrenditen jetzt wieder etwas, weil die straffen Finanzbedingungen Konjunktur und Wachstum dämpfen. Dennoch rechnen wir in nächster Zeit nicht im Entferntesten mit so niedrigen Kapitalkosten wie in den letzten Jahren, als die Notenbanken die Zinsen mit Quantitative Easing künstlich niedrig hielten. Alles findet irgendwann sein Gleichgewicht, und Zinsen sind keine Ausnahme – meiner Meinung nach aber jetzt auf einem höheren Niveau.

Wegen der höheren Kapitalkosten werden Unternehmen die Anlegererwartungen nicht mehr so leicht erfüllen können. Schon früher habe ich das als Teil eines großen Paradigmenwechsels beschrieben: Die Zeiten der mühelosen Erträge gehen vorbei; man verdient weniger und muss mehr dafür tun. Die größte Veränderung sind sicherlich die höheren Kreditzinsen, aber das ist nicht alles. In dieser Ausgabe von *Strategie aktuell* geht es deshalb um etwas anderes: den langfristigen Anstieg der Investitionsausgaben und dessen Auswirkungen auf die Gewinne.

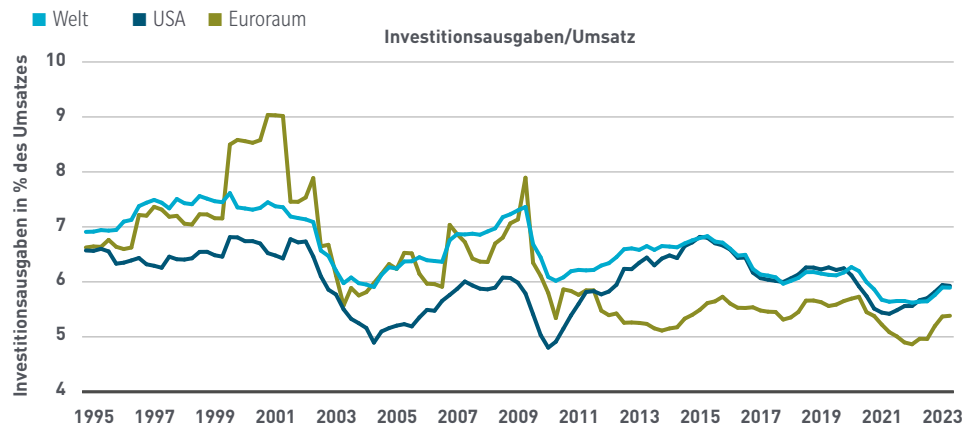
## Fallende Kapitalintensität war einmal

Die Globalisierung, vor allem Chinas Auftritt auf der Weltbühne Mitte der 1990er-Jahre als kostengünstiger Produktionsstandort, hat alles verändert. Aus dem schlafenden Riesen wurde die zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt, mit Auswirkungen weit über das Land hinaus. Industrieländerunternehmen brauchten dadurch deutlich weniger Kapital, weil sie die Produktion an kostengünstigere Standorte auslagerten.

Die Unternehmen mussten also nicht mehr so viel in Maschinen investieren, weil China und auch andere asiatische Länder das für sie übernahmen (Abbildung 1). Die Kapitalintensität – der Quotient aus Anlagevermögen und Umsatz – fiel daher kontinuierlich.



**Abbildung 1: Weniger Investitionen durch Produktionsverlagerungen nach Asien**



Quelle: Refinitiv Datastream. Quartalsdaten vom 31. März 1995 bis zum 30. September 2023. Angaben jeweils für den Gesamtmarkt.

Das ist wichtig, weil der Zusammenhang zwischen Investitionsausgaben und Kapitalertrag langfristig und invers ist. Wenn die Kapitalintensität fällt, steigt ceteris paribus der Kapitalertrag, weil weniger Kapital eingesetzt wird. Außerdem sorgt die Produktionsverlagerung für niedrigere operative Ausgaben, weil weniger Mitarbeiter benötigt werden.

Die Kombination aus hohen Fremdkapitalquoten infolge künstlich niedriger Zinsen und fallenden Anlageinvestitionen sorgte für enorm hohe Aktionärsenerträge. Aber das ging zulasten von Sparern und Arbeitnehmern und verschärfte die Einkommensungleichheit. Beides ist jetzt vorbei.

### In Zukunft steigende Kapitalintensität

In Zeiten von Corona und des russischen Kriegs gegen die Ukraine hat sich gezeigt, dass die Kundennachfrage aufgrund von Produktionsengpässen bisweilen nicht gedeckt werden kann. Für ein Auto sind Tausende von Bauteilen nötig, und wenn nur ein einziges fehlt, steht die Produktion still. Für Unternehmen ist es heute wichtiger, ein Produkt auch bei einer niedrigeren Marge sofort liefern zu können, als um den Preis von Lieferschwierigkeiten eine hohe Marge anzustreben. In den Medien ging es meist um den Bau von Halbleiter- und Elektroautofabriken, doch setzen auch die Hersteller anderer Elektrogeräte sowie Chemie- und Medizintechnikfirmen auf Repatriierung und Kapazitätsausbau. Auch in anderen Sektoren wird wieder mehr investiert.

Der sich anbahnende kalte Krieg zwischen den USA und China und zuletzt der heiße Krieg im Nahen Osten lassen die Lieferkettenrisiken weiter steigen. Auch wenn wir das genaue Ausmaß noch nicht kennen, rechnen wir damit, dass die Deglobalisierung die Kapitalverwendung verändert. In den letzten Jahren wurde viel Kapital über Dividenden, Aktienrückkäufe und Übernahmen an Aktionäre ausgeschüttet. Jetzt rechnen wir hingegen mit höheren Investitionsausgaben. Das dürfte die Erträge künftig schwächen.



### Warum das wichtig ist

Kurzfristig reagieren die Wertpapierkurse auf Daten wie die monatlichen Beschäftigungs- oder Inflationszahlen. Langfristig kommt es aber auf den Kapitalertrag an. Wenn Lieferkettenstabilität wieder wichtiger wird als Lieferketteneffizienz, müssen wenig kapitalintensive Unternehmen trotzdem investieren. Das schadet ihren Erträgen.

Kapitalallokation ist nicht nur ein Thema für Finanzinvestoren, sondern auch für Unternehmen. Aktien- und Anleihenurse sind Scorecards, wobei der Markt die Punkte vergibt. Vorbei gehen die Zeiten, als der Rückenwind durch künstlich niedrige Zinsen und die Globalisierung schlechte Anlageentscheidungen weitgehend folgenlos machte. Jetzt kann man sich nicht mehr so viele Fehler leisten.

Gut geführte Unternehmen können dennoch weiter stabile Erträge erzielen. Dazu müssen die Geschäftsleitungen verstehen, dass Kapital nicht immer so günstig sein kann wie in der Coronazeit und dass die Lieferketten wieder kürzer werden müssen. Hoch verschuldete Unternehmen mit hohem Kapitalbedarf könnten aber enttäuschen. Da die Wertpapierkurse von den Erträgen abhängen, dürfte deshalb auch am Markt ein Paradigmenwechsel anstehen: Einzelwertauswahl und aktives Management werden wieder wichtiger. ▲

Die hier dargestellten Meinungen sind die des Autors/der Autoren und können sich jederzeit ändern. Sie dienen ausschließlich Informationszwecken und dürfen nicht als Empfehlung, Aufforderung oder als Anlageberatung verstanden werden. Prognosen sind keine Garantien.

Sofern nicht anders angegeben, sind die hierin enthaltenen Logos sowie Produkt- und Dienstleistungsbezeichnungen Handelsmarken von MFS® und seinen Tochtergesellschaften. In manchen Ländern sind sie außerdem eingetragene Warenzeichen.

Herausgegeben von: **USA:** MFS Investment Management; **Lateinamerika:** MFS International Ltd.

**Bitte beachten Sie, dass dieses Dokument in Europa und der Pazifikregion nur für die Weitergabe an professionelle Investoren und institutionelle Kunden bestimmt ist. In Kanada ist das Dokument nur für die Weitergabe an institutionelle Kunden bestimmt.**

**Hinweis für Anleger in Kanada:** Herausgegeben in Kanada von MFS Investment Management Canada Limited. **Hinweise für Anleger in Großbritannien und der Schweiz:** Herausgegeben in Großbritannien und der Schweiz von MFS International (U.K.) Limited (MIL UK), einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (Private Limited Company) mit Sitz in England und Wales, Zulassungsnummer 03062718. Das Investmentgeschäft von MIL UK steht unter der Aufsicht der britischen Financial Conduct Authority. MIL UK, ein indirektes Tochterunternehmen von MFS®, hat seinen Sitz in der One Carter Lane, London, EC4V 5ER. **Hinweise für Anleger in Europa (ohne Großbritannien und Schweiz):** Herausgegeben in Europa von MFS Investment Management (Lux) S.à.r.l. (MFS Lux), einem in Luxemburg für das Management von Luxemburger Fonds zugelassenen Unternehmen, das institutionellen Investoren Investmentprodukte und -leistungen anbietet. Der Unternehmenssitz ist in der Rue Albert Borschette 4, L-1246 Luxemburg, Tel. +352.282.612.800. Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Investoren. Andere dürfen sich nicht darauf verlassen. Auch darf das Dokument nicht an Personen weitergegeben werden, wenn eine solche Weitergabe gegen die geltenden Vorschriften verstoßen würde. **Singapur:** MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M). **Australien/Neuseeland:** MFS International Australia Pty Ltd. (MFS Australia) ist ein in Australien unter der Nummer 485343 eingetragener Finanzdienstleister. MFS Australia steht unter der Aufsicht der Australian Securities and Investments Commission. **Hongkong:** MFS International (Hong Kong) Limited (MIL HK) ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die der Aufsicht der Hong Kong Securities and Futures Commission (SFC) untersteht und von ihr zugelassen wurde. MIL HK darf Wertpapiere handeln, regulierte Assetmanagementgeschäfte abschließen und bestimmte Investmentdienstleistungen „professionellen Investoren“ gemäß Securities and Futures Ordinance (SFO) anbieten. **Für professionelle Investoren in China:** MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, China, ist eine registrierte chinesische Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die Finanzmanagementberatung anbieten darf. **Japan:** MFS Investment Management K.K. ist zugelassen als Financial Instruments Business Operator, zugelassen als Kanto Local Finance Bureau (FIBO, Nr. 312), Mitglied der Investment Trust Association, Japan, und Mitglied der Japan Investment Advisers Association. Da die von den Investoren zu tragenden Gebühren von verschiedenen Umständen abhängen – Produkte, Dienstleistungen, Anlagezeiträume und Marktumfeld –, können weder deren Gesamthöhe noch die Berechnungsmethoden im Voraus offengelegt werden. Alle Finanzinstrumente gehen mit Risiken einher, unter anderem dem Risiko von Marktschwankungen, sodass Investoren ihr investiertes Kapital verlieren können. Investoren sollten vor einer Anlage den Verkaufsprospekt und/oder die in Art. 37-3 des Financial Instruments and Exchange Act genannten Dokumente sorgfältig lesen.