

Paradigmenwechsel

Autor



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

Im Überblick

- Der Kapitalertrag bestimmt die Aktienkurse.
- Zwei Positivfaktoren für den Kapitalertrag sind zu Negativfaktoren geworden.
- Man sollte daher wählerisch sein.

Auf den Kapitalertrag kommt es an

Der Marktwert von Aktien, ob börsennotiert oder nicht, beruht auf einer Reihe von Annahmen über künftige Kapitalerträge. Wenn sich die Gewinnprognosen ändern, reagieren die Kurse. An der Börse kann das schnell gehen. Bei nicht börsennotierten Titeln kann es länger dauern, ist aber auch hier nur eine Frage der Zeit.

Seit dem Ende der internationalen Finanzkrise haben Anleger sehr viel verdient. Länder- und stilübergreifend legten die Kurse zu, und zwar vor allem aufgrund steigender Nettoerträge der Unternehmen. Natürlich stiegen manche Aktien stark überdurchschnittlich – etwa hochkapitalisierte US-Wachstumstitel –, doch waren Kapitalerträge und Wertzuwachs alles in allem beachtlich. Kaum etwas schien die Märkte zu bremsen.

Außer in der Zeit nach den Lockdowns mit ihren großen Konjunkturprogrammen stagnierte die Wirtschaft jahrelang, weil zu viel gespart und zu wenig investiert wurde. Am Ende schadete das auch den Umsätzen der Unternehmen. Dass viele Firmen weltweit trotz allem noch sehr gut verdienten, lag nicht zuletzt an fallenden Kapital- und Betriebskosten.

So viel zur Vergangenheit – aber wie geht es weiter? Seit 2022 sind Kapital- und Betriebskosten gestiegen. Im Folgenden erklären wir, warum wir keine Rückkehr zu den früheren Tiefstständen erwarten und was das für risikoreiche Wertpapiere bedeuten kann.

Zwei wichtige und miteinander verbundene Faktoren

Die Bank of England hat eine Geschichte der Zinsen in den letzten 5.000 Jahren vorgelegt – eine bemerkenswerte Leistung. Darin erfahren wir, dass die Zinsen noch nie so niedrig waren wie 2021. Wer wie ich vor den frühen 1980ern geboren ist, hat sowohl das Allzeithoch als auch das Allzeittief der 5.000-jährigen Zinsgeschichte erlebt.

Jetzt, drei Jahre später, rechnen Investoren noch immer mit einer Lockerung der Geldpolitik weltweit – und das trotz Personalmangel und monatlich 250.000 neuen Stellen. Wenn die Geldpolitik wirklich gelockert wird – was auch ich erwarte –, muss man sich fragen, was das für die Zinsstrukturkurven und Langfristrenditen auf Dauer bedeutet.



Tagesgeldsätze und Kurzfristzinsen werden wohl bald fallen, aber viele Anleger erwarten auch einen drastischen Rückgang der Langfristrenditen und Kapitalkosten. Ich meine hingegen, dass niedrigere Kurzfristzinsen eher zu einer steileren Zinsstrukturkurve als zu billigeren Krediten führen. Vor allem glaube ich, dass die Fremdkapitalzinsen – ob für Verbraucher, Unternehmen oder den Staat – wohl kaum wieder auf ihre Allzeittiefs fallen. Dazu ist die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu hoch, Arbeitskraft zu knapp und der Investitionsbedarf zu groß.

Wenn ich das irgendwo sage, fragt man mich oft, ob die Notenbanken bei Marktturbulenzen nicht Einfluss auf die Zinsstrukturkurven nehmen. Natürlich möchten sie das gerne. Aber Wollen und Können ist zweierlei. Als die Ersparnisse hoch, die Ausgaben niedrig und Arbeitskräfte reichlich vorhanden waren (mit einer entsprechend geringen Verhandlungsmacht der Gewerkschaften) und das Wachstum ebenso niedrig war wie die Inflation, ließ sich die Zinsstrukturkurve wesentlich leichter steuern.

Was ist jetzt anders?

Geändert hat sich vor allem, dass die Ersparnisse der Haushalte heute für Lebensmittel, Wohnen und Energie ausgegeben werden und Unternehmen investieren, um ihre Lieferketten zu verkürzen. All das geschieht in einer Zeit, in der Arbeitskräfte knapp und teuer sind. Diese Ausgaben sorgen daher nicht nur für mehr Wachstum, sondern auch für mehr Inflation. Hinzu kommt, dass die Inflation heute sowohl höher als auch volatil ist als vor einigen Jahren und die Haushaltsdefizite seitdem kräftig gestiegen sind. Der Anleihenmarkt schränkt die Handlungsfähigkeit der Fiskalpolitik daher ein, wie die britische LDI-Krise vor 18 Monaten deutlich zeigte. Für risikobehaftete Wertpapiere ist das nicht folgenlos, denn der Kapitalertrag muss jetzt wesentlich höher sein, damit ein Unternehmen etwas verdienen kann.

Hinzu kommt die Globalisierung. Zusammen mit dem Just-in-time-Konzept hat sie den Unternehmensgewinnen sehr geholfen, denn Lagerhaltung ist teuer. Wer weniger Waren vorhält, hat mehr Kapital für andere Zwecke, kann effizienter arbeiten und höhere Gewinne erzielen. Wegen der kostengünstigen Produktion von Industriegütern vor allem in Asien konnten viele westliche Konzerne Arbeitskosten sparen, und Multinationals brauchten weniger zu investieren, weil sie die Produktion auslagern. Bei fallender Kapitalintensität steigen ceteris paribus die Gewinne. Doch weil viele Industrieländerunternehmen wegen der Globalisierung auf einen großen Kapitalstock verzichten konnten, wurden die 2010er auch zum Jahrzehnt der Stagnation. Die Globalisierung ist also nicht ohne Risiken. Corona, aber auch der Krieg zwischen Russland und der Ukraine und der neue Krieg im Nahen Osten zeigen das anschaulich.

Globalisierung im Wandel

Just in time und Globalisierung setzen Frieden voraus. Die Schiffe wurden größer und konnten mehr Container transportieren, weil die nach dem Zweiten Weltkrieg entstandenen Militärblöcke die Weltmeere sicher gemacht haben. Unternehmen müssen sich darauf verlassen können, dass Güter pünktlich eintreffen, und das war auch der Fall. Weil das Vertrauen wuchs und Größenvorteile immer wichtiger wurden, hat sich der Anteil des Seetransports am Weltmarkt mehr als verdoppelt. Zugleich gingen die Frachtraten zurück, und die Gewinne stiegen kräftig.

Seefracht ist noch immer billig, aber die Kosten steigen. Mehr Sorgen macht, dass durch die Pandemie und durch zwei echte Kriege (und einen kalten) das Risiko gestiegen ist, dass produktionswichtige Bauteile nicht rechtzeitig eintreffen. Unterdessen ist die Produktionsverlagerung nach Asien keine Option mehr, weil Asien nicht mehr billig ist und Arbeitskräfte auch hier fast überall knapp sind.

Die Globalisierung ist nicht vorbei, und auch just in time ist nicht passé. Dennoch rechne ich damit, dass die Lieferketten kürzer werden oder die Kosten steigen – vielleicht auch beides.



Wählerisch sein

Neben dem Konjunktur- und dem Marktzyklus gibt es auch einen gesellschaftlichen Zyklus. Harte Zeiten haben die Menschen schon immer stärker gemacht. Weil sie dann besser mit Widrigkeiten zurechtkommen, werden auch die Zeiten wieder besser. Aber das macht die Menschen wieder schwächer, sodass die Zeiten schließlich wieder härter werden – und so weiter.

Meiner Meinung nach hatten es Unternehmen aufgrund der geld- und fiskalpolitischen Reaktionen auf die internationale Finanzkrise und Corona sehr gemütlich, und das war auch so gewollt. Die Anlageerträge stiegen. Leben, Geschäft und Investieren sind selten leicht. Aber die expansive Geld- und Fiskalpolitik hatte zuletzt zumindest das Investieren wesentlich einfacher gemacht.

Fazit

- Wir glauben, dass in den letzten Jahren vor allem fallende Kosten für hohe Kapitalerträge gesorgt haben, und nicht etwa Wachstum.
- Aber die Kosten fallen nicht mehr. Sie steigen wieder, während das Wachstum nicht Schritt hält.
- Die Risikoprämien von Aktien und Unternehmensanleihen sind recht niedrig, sodass Investoren kaum Fehler machen dürfen.

Wenn sich die Dinge so entwickeln wie beschrieben, dürften die Portfolioerträge künftig wieder mehr von den Fundamentaldaten der Unternehmen abhängen. Wertpapiere von Unternehmen, die mit den wieder höheren Kosten gut zurechtkommen, dürften die Titel ihrer schlechter vorbereiteten Konkurrenten dann hinter sich lassen.

Wenn alle drei Zyklen jetzt zu Ende gehen, werden die Zeiten für Unternehmen ungemütlicher. Die Widrigkeiten werden zunehmen, doch nach dem Paradigmenwechsel werden Geld- und Fiskalpolitik nicht mehr so locker sein können wie beim letzten Mal. Deshalb glaube ich, dass man bei der Portfoliokonstruktion unbedingt wählerisch sein muss. ▲



Die hier dargestellten Meinungen sind die des Autors/der Autoren und können sich jederzeit ändern. Sie dienen ausschließlich Informationszwecken und dürfen nicht als Empfehlung zum Kauf von Wertpapieren, 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 Bor-schette 4, L-1246 Luxemburg, Tel. +352282612800. 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. **Bahrain:** Dieses Dokument wurde nicht von der Zentralbank von Bahrain genehmigt, die auch nicht für dessen Inhalt verantwortlich ist. Im Königreich Bahrain werden diese Produkte nicht öffentlich angeboten. Dieses Dokument soll nur vom Empfänger gelesen werden und darf nicht an die Öffentlichkeit weitergegeben, ausgegeben oder ihr zugänglich gemacht werden. Die Zentralbank von Bahrain ist in keiner Weise für die Genauigkeit und Vollständigkeit der Aussagen und Informationen in diesem Dokument verantwortlich und erklärt ausdrücklich, keinerlei Haftung für jedwede Verluste zu übernehmen, die daraus entstehen, dass man sich auf den Inhalt dieses Dokuments ganz oder teilweise verlässt. Das Board und das Management des Herausgebers sind für die in diesem Dokument enthaltenen Informationen verantwortlich. Board und Management erklären, dass die in diesem Dokument enthaltenen Informationen nach ihrer Kenntnis und nach ihrem besten Wissen und Gewissen korrekt und frei von Auslassungen sind, die die Verlässlichkeit dieser Informationen beeinträchtigen können. Um dies zu gewährleisten, haben Board und Management mit gebührender Sorgfalt gehandelt. **Kuwait:** Dieses Dokument ist nicht für die Veröffentlichung in Kuwait bestimmt. Die hierin enthaltenen Informationen wurden nicht von der Kuwait Capital Markets Authority oder einer anderen zuständigen kuwaitischen Behörde für ein Angebot in Kuwait zugelassen. Diese Informationen werden in Kuwait weder privat noch öffentlich zugänglich gemacht. In Kuwait finden keine Werbemaßnahmen, Vertragsangebote oder Geschäftsanbahnungsaktivitäten statt mit dem Ziel, diese Informationen zu verbreiten. **Oman:** Für Einwohner des Sultanats Oman: Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind kein öffentliches Wertpapierangebot im Sultanat Oman gemäß dem Commercial Companies Law of Oman (Royal Decree 4/74) oder dem Capital Market Law of Oman (Royal Decree 80/98). Diese Informationen werden nur einem begrenzten Kreis von Unternehmen zugänglich gemacht, die als „Sophisticated Investors“ gelten (gemäß Artikel 139 der Executive Regulations of the Capital Market Law). Der Empfänger bestätigt, ein Sophisticated Investor zu sein, der die nötige Geschäfts- und Finanzerfahrung hat und die Chancen und Risiken einer Anlage einschätzen kann.

Südafrika: Dieses Dokument wurde nicht vom Financial Services Board genehmigt. Weder MFS International (U.K.) Limited noch die einzelnen Fonds sind in Südafrika für den öffentlichen Vertrieb zugelassen. **Vereinigte Arabische Emirate (VAE):** Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen sind kein öffentliches Wertpapierangebot in den Vereinigten Arabischen Emiraten und sollen dies auch nicht sein, sodass sie nicht als solches verstanden werden sollten. Diese Informationen werden nur einem kleinen Kreis steuerbefreiter Investoren in den VAE zugänglich gemacht, die zu einer der folgenden Kategorien von Non-Natural Qualified Investors gehören: (1) Investoren, die ihre Anlagen selbstständig managen können, konkret (a) die Bundesregierung, lokale Regierungen, staatliche Stellen und Behörden oder Unternehmen im vollständigen Besitz einer dieser Institutionen, (b) internationale Institutionen und Organisationen oder (c) Personen, die eine Lizenz zur Ausübung geschäftlicher Tätigkeiten in den VAE haben, sofern Investieren ein Geschäftszweck dieser Personen ist, oder (2) Investoren, die von einem von der SCA zugelassenen Investmentmanager vertreten werden (jeder ein „Non-Natural Qualified Investor“). Diese Informationen und Daten wurden nicht von der Zentralbank der Vereinigten Arabischen Emirate, der Securities and Commodities Authority, der Dubai Financial Services Authority, der Financial Services Regulatory Authority oder einer anderen einschlägigen Zulassungsbehörde oder staatlichen Behörde der VAE (die „Behörden“) genehmigt, zugelassen oder registriert. Die Behörden sind in keiner Weise für Anlagen verantwortlich, die einer der genannten Empfänger in seiner Eigenschaft als Non-Natural Qualified Investor tätigt. **Saudi-Arabien:** Dieses Dokument darf im Königreich Saudi-Arabien nicht verbreitet werden, ausgenommen an Personen, die gemäß den Investment Funds Regulations der Capital Market Authority empfangsberechtigt sind. Die Capital Market Authority übernimmt keine Haftung für die Genauigkeit und Vollständigkeit dieses Dokuments und schließt explizit jegliche Haftung für Verluste aus, die dadurch entstehen, dass man dieses Dokument nutzt bzw. sich auf irgendeinen Teil dieses Dokuments verlässt. Potenzielle Käufer der hierin angebotenen Wertpapiere sollten die Richtigkeit der Informationen zu den Wertpapieren selbst überprüfen. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie einen zugelassenen Finanzberater konsultieren. **Katar:** Dieses Material bzw. dieser Fonds wird nur einer begrenzten Anzahl von Investoren angeboten, die willens und fähig sind, die Risiken einer Anlage in dieses Material bzw. diesen Fonds unabhängig zu prüfen. Dieses Material ist kein öffentliches Angebot und darf nur vom genannten Empfänger verwendet werden. Es darf an keine andere Person weitergegeben oder ihr gezeigt werden, mit Ausnahme von Mitarbeitern, Agenten oder Beratern im Zusammenhang mit der Prüfung durch den Empfänger. Dieser Fonds war und wird nicht bei der Zentralbank von Katar registriert. Auch ist keine Zulassung nach den Gesetzen des Staates Katar vorgesehen. In Katar werden keine Transaktionen vorgenommen. Alle Anfragen zum Material bzw. dem Fonds sollten an Ihren Ansprechpartner außerhalb Katars gestellt werden.