

Eine kleine Erinnerung von Moody's

Autor



Robert M. Almeida
Portfoliomanager und
Global Investment Strategist

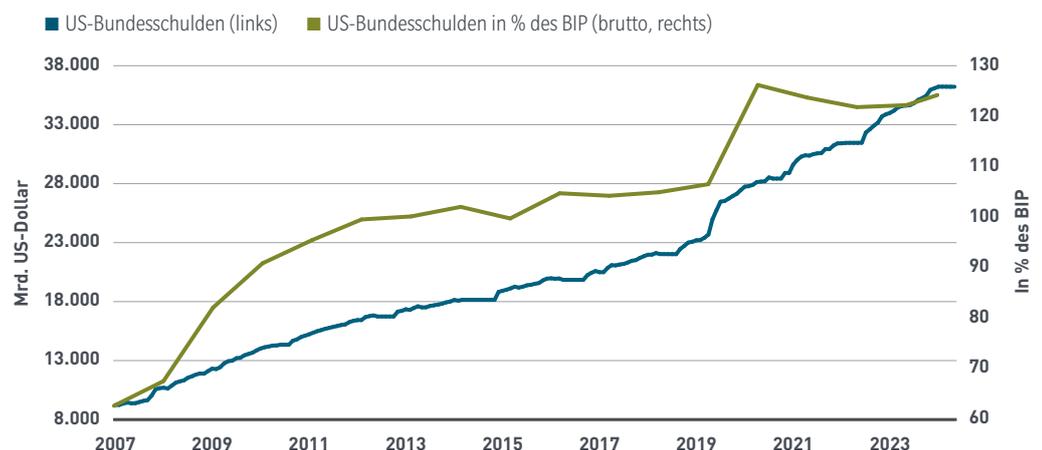
Im Überblick

- Nicht die Inflation treibt die Renditen, sondern die Unsicherheitsprämie.
- Die hohen Staatsschulden und die derzeitige Unsicherheit verhindern fallende US-Langfristrenditen – selbst dann, wenn die Fed die Zinsen senkt.
- Vielleicht werden die Märkte künftig wieder mehr von den Fundamentaldaten als von der Politik bestimmt.

Seit der internationalen Finanzkrise 2008 hat die Fed versucht, mit immer neuen Liquiditätsspritzen die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes wieder zu steigern und Anlageverluste möglichst zu verhindern. Aber schon [letzten Monat](#) schrieben wir, dass sich Liquidität nur auf zweierlei Weise schaffen lässt: durch höhere Einkommen oder durch höhere Schulden. Als Haushalte und Unternehmen nach der Finanzkrise weniger Geld ausgaben, wurde daher die Politik aktiv.

Weil jeder die Zahlen kennt, hier nur eine kurze Zusammenfassung: Von 10 Billionen US-Dollar im Jahr 2007 haben sich die US-Staatsschulden bis heute mehr als verdreifacht, auf über 36 Billionen (grüne Linie in Abbildung 1). Bereinigt um das Wirtschaftswachstum haben sie sich fast verdoppelt: die Schuldenstandsquote stieg von 65% auf 125% des BIP (blaue Linie).

Abbildung 1: Kräftiger Anstieg der Schulden in den USA, egal, wie man misst



Quelle: Bloomberg. US-Bundesschulden (US Treasury Total Public Debt Outstanding): Monatsdaten vom 31. Dezember 2007 bis zum 30. April 2025. US-Schuldenstandsquote (US Gross Federal Debt as % of GDP): Jahresdaten vom 31. Dezember 2007 bis zum 31. Dezember 2024.

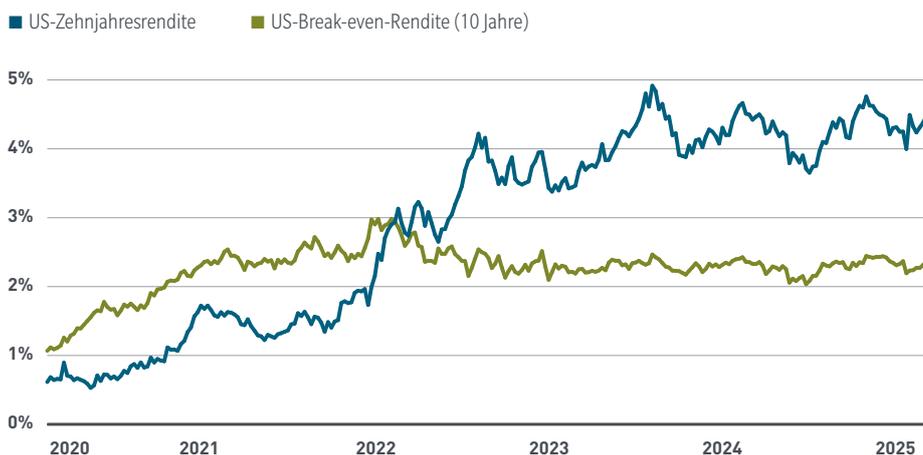
Die jüngste Herabstufung des US-Länderratings durch Moody's war keine Überraschung. Sie zeigt uns dennoch, dass Anleger einen wichtigen Risikofaktor berücksichtigen müssen. Er wurde in den letzten Jahren zwar immer wichtiger, vom Markt aber weitgehend ignoriert. Wahrscheinlich denken Sie jetzt an die Inflation. Aber ich meine etwas anderes.



Warum also nicht die Inflation?

Abbildung 2 zeigt die US-Zehnjahresrendite und die Break-even-Rendite laufzeitgleicher TIPS. Vom Coronatief bis 2022 sind die Renditen stark gestiegen, ausgelöst durch den Inflationsschock infolge der Pandemihilfen. Aber dann änderte sich etwas. Die Nominalrenditen stiegen weiter, die Break-even-Renditen nicht.

Abbildung 2: Die Nominalrenditen sind gestiegen, die Break-even-Renditen nicht



Quelle: Bloomberg. Wochendaten vom 1. Mai 2020 bis zum 16. Mai 2025.

Wäre die Inflation der Grund für den Renditeanstieg, würden die Unternehmen vermutlich die Preise anheben, und die nominalen Gewinnerwartungen würden steigen. Aber die Preise werden nicht erhöht, und die Gewinnerwartungen fallen, weil die Produktionsfaktoren noch immer wesentlich teurer sind als vor Corona (Abbildung 3).

Abbildung 3: Fallende Gewinnerwartungen



Quelle: FactSet. Wochendaten vom 2. Juni 2023 bis zum 16. Mai 2025.

Die steigenden Nominalrenditen und die Herabstufung durch Moody's könnten daher einen anderen Grund haben: eine höhere Unsicherheitsprämie.



Aber was ist das Risiko?

Finanzanlagen sind Anrechte auf Cashflows. Was dem einen zusteht, schuldet der andere. So gesehen entschädigen die Staatsanleihenrenditen die Gläubiger für die Unsicherheit über die Zukunft. Wenn sie zunimmt, fällt die Liquidität – und die Renditen steigen. Das erhöht die staatlichen Verbindlichkeiten.

Viel ist im Fluss. Man kann aber durchaus davon ausgehen, dass die Zölle künftig höher sein werden, als es die heutige Generation je erlebt hat. Zölle sind letztlich eine Steuer; sie entziehen der Volkswirtschaft Geld (Liquidität). Anleger verlangen dafür eine Entschädigung, ganz anders als in den 2010ern.

Warum die Fed künftig wohl nur wenig helfen kann

Assetmanager machen sich stets Gedanken über die amerikanische Notenbank. Ich kann das durchaus nachvollziehen. Aufgrund der Erfahrungen nach der internationalen Finanzkrise haben Anleger jahrelang geglaubt, dass Notenbanken die Langfristrenditen steuern können. Doch in den letzten Jahren sind die US-Schulden meist gestiegen, und immer mehr Kapital floss ins Land.

Wenn die Federal Funds Rate fiel, gingen meist auch die Unternehmensgewinne und das Wirtschaftswachstum zurück. Früher bedeutete schwächeres Wirtschaftswachstum meist fallende Langfristrenditen. Jetzt glaube ich aber, dass die hohen Staatsschulden und die große Unsicherheit einen Renditerückgang selbst dann verhindern, wenn die Fed die Zinsen senkt. Künftig könnten Zinssenkungen Unternehmensgewinnen und Kursen also weniger helfen als früher.

Fazit

Nichts spricht für einen Rückgang der enormen US-Staatsschulden, aber viel für eine nachlassende Liquidität. Anders als früher reagieren US-Staatsanleiheninvestoren heute sehr viel sensibler auf Unsicherheit und verlangen höhere Risikoprämien.

Aus dem Handelskrieg kann ein Kapital- und Liquiditätskrieg werden – ein lange unterschätztes chronisches Risiko. Und mit dem US-Haushaltsdefizit kommt ein akutes Risiko hinzu.

Zwar rechnen wir nicht im Entferntesten mit einer echten Schuldenkrise in den USA, doch dürften die Fremdkapitalzinsen für Verbraucher und Unternehmen dieses Jahr auch dann hoch bleiben, wenn die Fed den Leitzins senkt. Gewinne und Kurse der einzelnen Unternehmen könnten sich dann stark auseinanderentwickeln – je nachdem, wie gut sie mit dem neuen Umfeld zurechtkommen.

Der jahrelange Mehrertrag passiver Strategien könnte dann Vergangenheit sein. Dann könnte die Wertentwicklung wieder mehr von den Fundamentaldaten als von der Geld- und Fiskalpolitik abhängen. ▲

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. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Ergebnisse.

GLOBALER DISCLAIMER

Sofern nicht anders angegeben, sind Logos sowie Produkt- und Dienstleistungsnamen Marken von MFS® und den Tochtergesellschaften von MFS und können in manchen Ländern eingetragen sein.

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. In Katar ist dieses Dokument ausschließlich erfahrenen Anlegern und vermögenden Privatpersonen vorbehalten.

Hinweis für Anleger in Kanada: Herausgegeben 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. **Für Anleger in Saudi-Arabien, Kuwait, Oman und den Vereinigten Arabischen Emiraten (ohne DIFC und ADGM). In Katar ausschließlich für erfahrene Anleger und vermögende Privatpersonen. In Bahrain nur für erfahrene Institutionen:** Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind ausschließlich für professionelle Anleger bestimmt. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen kein Angebot, keine Einladung oder keinen Vorschlag zur Abgabe eines Angebots, keine Empfehlung zur Beantragung oder eine Meinung oder Beratung zu einem Finanzprodukt, einer Finanzdienstleistung und/oder einer Finanzstrategie dar und sollten auch nicht als solches ausgelegt werden. Obgleich wir davon ausgehen, dass diese Informationen korrekt sind, übernimmt MFS keine Garantie oder Gewährleistung dafür, dass sie frei von Fehlern, Irrtümern oder Auslassungen sind, oder für auf dieser Grundlage erfolgte Handlungen. Die Informationen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. MFS übernimmt keine Haftung für direkte oder indirekte Verluste oder Folgeschäden, die aus der Verwendung dieses Dokuments oder dem Vertrauen darauf entstehen. Dieses Dokument darf (ganz oder in Teilen) ohne die ausdrückliche Zustimmung von MFS international (U.K.) Ltd (MIL UK) nicht vervielfältigt, weiterverbreitet und verwendet werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen dienen nur zur Information. Es ist nicht für die Öffentlichkeit bestimmt und sollte nicht öffentlich verteilt oder verwendet werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen können Aussagen enthalten, die nicht vergangenheitsbezogen, sondern zukunftsgerichtet sind. Hierzu zählen unter anderem Projektionen, Prognosen und Schätzungen des laufenden Ertrags. Diese zukunftsgerichteten Aussagen basieren auf bestimmten Annahmen, von denen einige in anderen einschlägigen Dokumenten oder Materialien beschrieben sind. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie einen zugelassenen Finanzberater konsultieren. Bitte beachten Sie, dass alle vom Herausgeber (MIL UK) gesendeten Materialien elektronisch aus dem Ausland gesendet wurden. **Südafrika:** Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen sind nicht als öffentliches Wertpapierangebot in Südafrika gedacht, stellen kein solches Angebot dar und sollten daher auch nicht als solches ausgelegt werden. Dieses Dokument ist nicht für die allgemeine öffentliche Verbreitung in Südafrika bestimmt. Dieses Dokument wurde nicht von der Financial Sector Conduct Authority genehmigt. Weder MFS International (U.K.) Limited noch die einzelnen Fonds sind in Südafrika für den öffentlichen Vertrieb zugelassen.