

Bei einem Regimewechsel sind Benchmarks nichts wert

Autor



Robert M. Almeida
Portfoliomanager und
Global Investment Strategist

Im Überblick

- Bei einem neuen Kapitalregime liegen oft andere Aktien vorn.
- Die in den letzten Jahren geringe Kapitalintensität nimmt wieder zu.
- Wenn die Fundamentaldaten wieder mehr zählen, sollte man sich nicht zu sehr an der Vergangenheit orientieren.

Manches lässt sich mit Sicherheit voraussagen: Dass die Sonne im Osten auf- und im Westen untergeht, steht außer Frage. Oft ist die Zukunft aber weniger gewiss, vor allem in der Wirtschaft und an den Finanzmärkten. Dann muss man sich mit Wahrscheinlichkeitsaussagen begnügen.

Im Grunde bilden Wertpapierkurse solche Wahrscheinlichkeiten ab. Jede Aktientransaktion beruht unter anderem auf Annahmen über Umsatzwachstum, Gewinnmargen, Investitionsbedarf und Kapitalkosten. Aktienkurse sind in Geld umgerechnete Wahrscheinlichkeiten, ein Abbild der Ertragsprognosen aller Marktteilnehmer zusammen. Wenn die Prognosen über- oder unterschritten werden, steigen oder fallen die Kurse.

Benchmarks, beispielsweise Aktienindizes, sind keine neutralen Referenzmaßstäbe, sondern gewichtete Körbe von Aktien, deren Kurse die Ertragserwartungen abbilden. Im Laufe der Zeit steigt der Indexanteil jener Unternehmen, die im aktuellen Wirtschafts- und Marktumfeld am erfolgreichsten sind. Wenn sich das Umfeld ändert, kommt es daher oft zu einem Führungswechsel. Wer bislang gut dastand, könnte Probleme bekommen, etwa weil sich Technologien oder Vorschriften ändern oder weil mehr oder weniger Kapital zur Verfügung steht. Weil die Kurse auf solche Veränderungen reagieren, liegen dann bald andere Aktien vorn.

2009–2021: Erntezeit

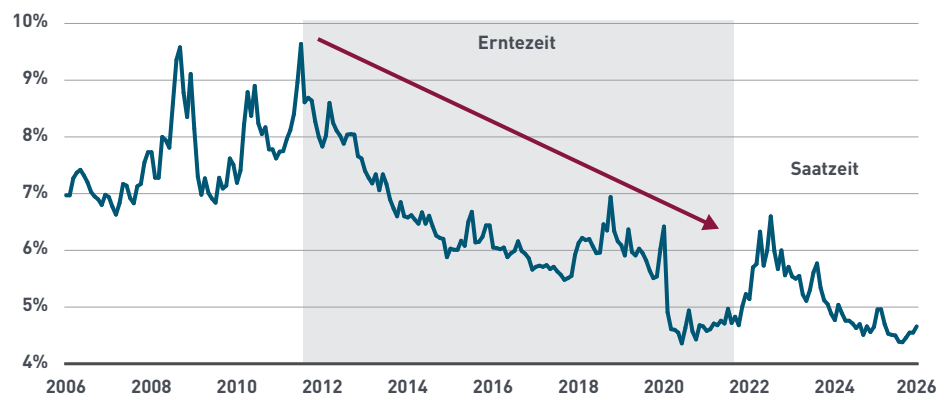
Nach der internationalen Finanzkrise erlebten wir von 2009 bis 2021 ein ungewöhnliches Wirtschafts- und Marktregime. Die Kapitalintensität ging zurück, es gab Sparüberschüsse und die Kapitalkosten fielen immer weiter. Die Haushalte bemühten sich um die Sanierung ihrer Finanzen, Banken vergaben nicht mehr so viele Kredite und Unternehmen investierten weniger in Sachkapital. Stattdessen lagerten sie die Produktion aus, optimierten Lieferketten, um effizienter zu werden, und schütteten über Dividenden und Aktienrückkäufe Kapital an die Aktionäre aus. Statt neue Kapazitäten zu schaffen, übernahm man andere Unternehmen. Kapital wurde nicht gesät, sondern geerntet.



Am Ende war die Rentabilität hoch wie nie, denn die Kapitalerträge stiegen immer weiter. Weil zugleich die Zinsen fielen, legten auch die Aktienbewertungen zu. Allmählich gewöhnten sich die Anleger an niedrige Inflation, niedrige Zinsen und strukturell hohe Kapitalrenditen. Benchmarkorientierte Anlagestrategien waren sehr erfolgreich; die Einzelwertauswahl lieferte nur noch wenig Mehrwert. Der Indexanteil von Unternehmen mit skalierbaren, wenig kapitalintensiven Geschäftsmodellen wuchs und wuchs. Doch obwohl die hierfür maßgeblichen Faktoren in den letzten Jahren nachließen, bildeten die Aktienkurse noch immer die damaligen Erwartungen ab.

Abbildung 1: Die Kurse zeigen noch keinen Regimewechsel an

■ Erwartete Gewinnrendite des S&P500



Quelle: FactSet. Monatsdaten vom 31. März 2006 bis zum 28. Februar 2026.

Erwartete Gewinnrendite = $1 / \text{erwartetes 12-Monats-KGV}$

Seit 2022: Saatzeit

Um 2022 herum begann ein neues Kapitalregime. Dieser neue Zyklus – man kann ihn auch Saatzeit nennen – zeichnet sich durch weltweit große Veränderungen aus. Corona, wachsende weltpolitische Spannungen und der neue Protektionismus zwangen Unternehmen, mehr auf Stabilität als auf Effizienz zu setzen. Bei Vorprodukten plante man mit Reservekapazitäten, man baute die eigenen Kapazitäten aus und investierte in Infrastruktur. Financial Engineering war gestern. Statt Aktien zurückzukaufen und Dividenden auszuschütten, wurde wieder in Sachkapital investiert.

Der Aufstieg der Künstlichen Intelligenz hat die Wende beschleunigt. Die KI-Revolution erfordert große Investitionen in Datenzentren, Stromerzeugung, Halbleiter, Speicherchips und Bauten – alles sehr kapitalintensiv. Weil Knappheiten den Infrastrukturausbau erschweren, steigen die Kosten und insbesondere die Grenzkosten des Kapitals. Hinzu kommen die Energiepreise. Im Grunde ist Wirtschaft nämlich nichts anderes als die Umwandlung von Energie. Wird sie teurer, hat das Auswirkungen auf sämtliche Branchen. Ein nachhaltiger Ölpreisanstieg verteuert die Produktion. Die Kapitalintensität und die Betriebskosten steigen weiter.



Je höher die Kapitalkosten sind, desto schwerer lassen sie sich decken. Es wird immer schwerer, einen Ertrag über den Grenzkosten des Kapitals zu erzielen, vor allem im Vergleich zu den 2010ern, als sie kontinuierlich fielen. Das hat wiederum Auswirkungen auf die für Anleger akzeptablen Kurs-Gewinn-Verhältnisse, zumal auch die risikolosen Zinsen steigen.

KI erfordert nicht nur Investitionen, sondern bringt trotz der erhofften Produktivitätsgewinne Herausforderungen mit sich. Technischer Fortschritt senkt oft die Markteintrittsschranken, belebt den Wettbewerb und ermöglicht neue Konkurrenz. Die kreative Zerstörung kann die Wettbewerbsvorteile etablierter Unternehmen mindern. Um ihre Marktposition zu sichern, müssen sie dann sehr viel mehr investieren. Die anfänglichen Kostenersparnisse durch KI können schnell durch höheren Investitionsbedarf zunichte gemacht werden. In einer immer kapitalintensiveren Welt wird es schwieriger, den Gewinn zu steigern.

Fazit

Die noch immer extrem niedrigen Gewinnrenditen der Aktien deuten darauf hin, dass man am Markt weiterhin ein ähnliches Wirtschafts- und Zinsumfeld wie nach der internationalen Finanzkrise unterstellt. Für Anleger ist das Risiko und Chance zugleich. Wenn uns jetzt wirklich wieder eine kapitalintensivere Zeit mit größerem Kapitalmangel, strukturell höheren Kapitalkosten und neuem Wettbewerb durch KI bevorsteht, können sich die impliziten Annahmen vieler Benchmarks als falsch erweisen. Ermöglichten früher fallende Diskontfaktoren hohe Bewertungen, könnte jetzt eine disziplinierte Unternehmensführung immer wichtiger werden. Die Rahmenbedingungen werden schwieriger.

Unternehmen, die in der Zeit der geringen Kapitalintensität Erfolg hatten, müssen jetzt vielleicht wieder mehr in Sachkapital investieren, mehr Geld für Energie ausgeben, die Lieferketten stabilisieren und einen größeren Teil der Gewinne reinvestieren. Es kommt wieder auf die Fundamentaldaten an. Vielleicht sollten sich Anleger jetzt weniger an der Vergangenheit orientieren. ▲

Alle Anlagen gehen mit gewissen Risiken einher, einschließlich des Risikos eines möglichen Kapitalverlusts.

Die hier dargestellten Meinungen sind die des Autors/der Autoren und können sich jederzeit ändern. Sie dienen ausschließlich Informationszwecken und dürfen nicht als Empfehlung oder Angebot zum Kauf eines Wertpapiers 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 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. **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. 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 Angaben 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.