

Die Negativzinsen dürften kaum bleiben

Autor



Robert M. Almeida, Jr.
Portfolio Manager und
Global Investment Strategist

Im Überblick

- Durch die negativen Realzinsen haben sich die Assetpreise von den Fundamentaldaten entfernt.
- Der zwar vorübergehende, aber wachsende Inflationsdruck dürfte die Realzinsen steigen lassen.
- Die Bewertungen risikobehafteter Titel werden dann vermutlich zurückgehen.

Die US-Wirtschaft hat die Einbußen während der Pandemie fast vollständig wettgemacht, dicht gefolgt von den Unternehmensgewinnen. In „[Ein Jahr wie kein anderes](#)“ hatte ich schon im März geschrieben, dass man am Aktienmarkt mit einer V-förmigen Erholung rechnet – aber auch, dass die Märkte nach vorn sehen, wenn aus den Konjunktur- und Gewinnprognosen allmählich Gewissheit wird.

Jetzt dürfte der Tag der Wahrheit gekommen sein, an dem den Anlegern der Renditeanstieg bewusst wird. Lesen Sie, warum.

Zu jeder Anlagemöglichkeit gibt es Alternativen. Am Ende investiert man nur dann, wenn eine bestimmte Mindestrendite erreicht wird, die vom einzelwertspezifischen Risiko abhängt. Auf jeden Fall aber muss sie über den Realzinsen liegen, den inflationsbereinigten Zinsen.

Die Anker werden gelichtet

In der Rezession 2020 wollte die Fed unbedingt verhindern, dass aus dem Lockdown eine Kreditkrise wird. Um den Märkten wieder Leben einzuhauchen, sorgte sie dafür, dass der US-Realzins deutlich unter null fiel (Abbildung 1). Jetzt reichte den Anlegern eine wesentlich niedrigere Mindestrendite.

Abbildung 1: Die Fed hat den Realzins ins Bodenlose gedrückt



Quelle: Bloomberg, Stand 12. Mai 2021. Die Realrendite ist die Nominalrendite abzüglich der Inflation.



Schon vor Corona war die US-Zehnjahresrendite mager. Sie lag unter 1%, war aber immerhin positiv und bot Investoren einen gewissen Referenzmaßstab.

Die Kapitalmarkttheorie postuliert, dass die Wertpapierkurse lognormal verteilt sind, sie also nicht negativ werden können. Da die Marktwirtschaft eine Mindestrendite benötigt, lernt man weder im BWL-Studium noch in Vorbereitungskursen für den CFA, wie man Unternehmen und Projekte bei negativen Nominal- oder Realrenditen bewerten soll. Es überrascht nicht, dass die Kurse risikobehafteter Wertpapiere ohne den Zinsanker so stark gestiegen sind. Abbildung 2 zeigt die Gewinne von S&P 500 und MSCI World seit den Tiefstständen im März und den gleichzeitigen Rückgang der realen US-Zehnjahresrendite auf Werte unter null.

Abbildung 2: Starke Aktienmarktrallye bei negativen Realrenditen

■ S&P 500 (links) ■ MSCI World (links) ■ US-Zehnjahresrendite (real, rechts)



Quelle: Bloomberg, Stand 10. Mai 2021.

Viele Broker behaupten, dass risikoreiche Titel mit einer höheren Inflation wie auch mit höheren Realrenditen zurechtkommen können. Aber die Abbildung zeigt eine ausgeprägte negative Korrelation. Für mich ist das kein Zufall, sondern ein Kausalzusammenhang. Da die Zinsen der wichtigste Bestimmungsfaktor der Wertpapierkurse sind, gehen sie bei steigenden Real- und Nominalzinsen zurück.

Was kommt jetzt?

Da der Neustart der Volkswirtschaften Fahrt aufnimmt und die überschüssigen Ersparnisse ausgegeben werden, wird der Inflationsdruck weiter steigen. Wir sehen dies bei so unterschiedlichen Gütern wie Holz, Halbleitern und Automobilen. Im Dienstleistungssektor steigen die Preise für Flugtickets, Autovermietung und Ferienwohnungen. Auch Rohstoffe und Immobilien werden teurer.

Zwar glauben wir, dass der Inflationsdruck vorübergeht, da die disinflationären Kräfte der letzten gut zehn Jahre – wie höhere Verschuldung, Alterung der Bevölkerung und anhaltende Digitalisierung – wieder die Oberhand gewinnen. Wir sind uns aber sicher, dass die Realzinsen nicht dauerhaft negativ sein können und eine Normalisierung irgendwann unvermeidlich ist. Weniger sicher sind wir uns beim Zeitpunkt.

Rückblickend scheinen Regimewechsel stets schlüssig, selten aber am Wendepunkt selbst. Die Märkte können sie trotzdem erahnen. Wenn es so weit ist, dürften die beiden Kurven in Abbildung 2 ihre Richtung wechseln, weil steigende Realrenditen den Aktienkursen schaden. Wenn aus Prognosen Gewissheiten werden, dürfte die Marktentwicklung – und die Marktführerschaft – ganz anders aussehen als in den letzten Quartalen. ▲



Der **S&P 500 Index** bildet den US-Aktienmarkt umfassend ab.

Der **MSCI World Index** bildet Industrieländeraktien ab.

„Standard & Poor'sSM“ und „S&PSM“ sind eingetragene Handelsmarken von Standard & Poor's Financial Services LLC (S&P); Dow Jones ist eine eingetragene Handelsmarke von Dow Jones Trademark Holdings LLC (Dow Jones). S&P Dow Jones Indices LLC hat ihre Nutzung genehmigt, und MFS darf sie zu bestimmten Zwecken nutzen. Der S&P 500[®] ist ein Produkt von S&P Dow Jones Indices LLC. Das Unternehmen hat MFS die Nutzung des Index genehmigt. Die Produkte von MFS werden von S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P oder ihren Tochterunternehmen nicht gefördert, angeboten, vertrieben oder beworben. Weder S&P Dow Jones Indices LLC noch Dow Jones, S&P oder ihre Tochterunternehmen treffen eine Aussage darüber, ob diese Produkte empfehlenswert sind.

Quelle der Indexdaten: MSCI. MSCI übernimmt keine explizite oder implizite Garantie oder Zusicherung und ist in keiner Weise für die hier enthaltenen MSCI-Daten haftbar. Die MSCI-Daten dürfen weder weitergegeben noch als Grundlage für andere Indizes, Wertpapiere oder Finanzprodukte genutzt werden. Dieses Dokument wurde von MSCI weder erstellt noch genehmigt oder geprüft.

Die hier dargestellten Meinungen sind die des Autors 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. **Kanada:** MFS Investment Management Canada Limited. In Kanada wurde diese Publikation weder von der Finanzmarktaufsicht noch von einer ähnlichen Regulierungsbehörde überprüft.

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

Großbritannien/EMEA: MFS International (U.K.) Limited (MIL UK), 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, eine indirekte Tochtergesellschaft von MFS, hat ihren Sitz in One Carter Lane, London EC4V 5ER, Großbritannien. MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux) untersteht den Gesetzen des Großherzogtums Luxemburg und ist eine indirekte Tochtergesellschaft von MFS. Beide Unternehmen stellen institutionellen Anlegern in der EMEA-Region Investmentprodukte zur Verfügung und beraten sie in Investmentfragen. Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Investoren gemäß lokalen Bestimmungen. Andere dürfen sich nicht auf das Dokument 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, ABN 68 607 579 537) 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, eine regulierte 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.