

Rückenwind von gestern – Gegenwind von morgen?

Autor



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

Im Überblick

- Die Kurse bilden die Auswirkungen der Lieferengpässe und steigenden Faktorkosten auf die Gewinnmargen möglicherweise nur unvollständig ab.
- Trotz des eher mäßigen Wachstums sind die Gewinnmargen nach der internationalen Finanzkrise gestiegen. Jetzt könnte das Gegenteil drohen.
- Wegen der Rückkehr zum Trendwachstum, der übermäßigen Unternehmensschulden und der steigenden Kosten könnten die Kapitalrenditen in Zukunft niedriger sein als erwartet.

Auf die internationale Finanzkrise folgten zehn Jahre Stagnation. Und doch war es eine außerordentlich gute Zeit für Unternehmensgewinne und Aktionärserträge. Mit der geld- und fiskalpolitischen Antwort auf die Pandemie ging die Stagnation aber zu Ende, sodass sich die Gewinnmargen weltweit ungewöhnlich schnell erholten. Aber jetzt lässt das Wirtschaftswachstum überraschend schnell nach, während andauernde massive Lieferkettenstörungen Produzenten- und Verbraucherpreise steigen lassen. Auch wenn die Engpässe nicht von Dauer sind, haben sich die Rahmenbedingungen klar verschlechtert. Das wirft die Frage auf, ob die Kurse risikobehafteter Wertpapiere die Auswirkungen eines möglichen drastischen Umsatzrückgangs und steigender Faktorkosten auf die Gewinne vollständig abbilden.

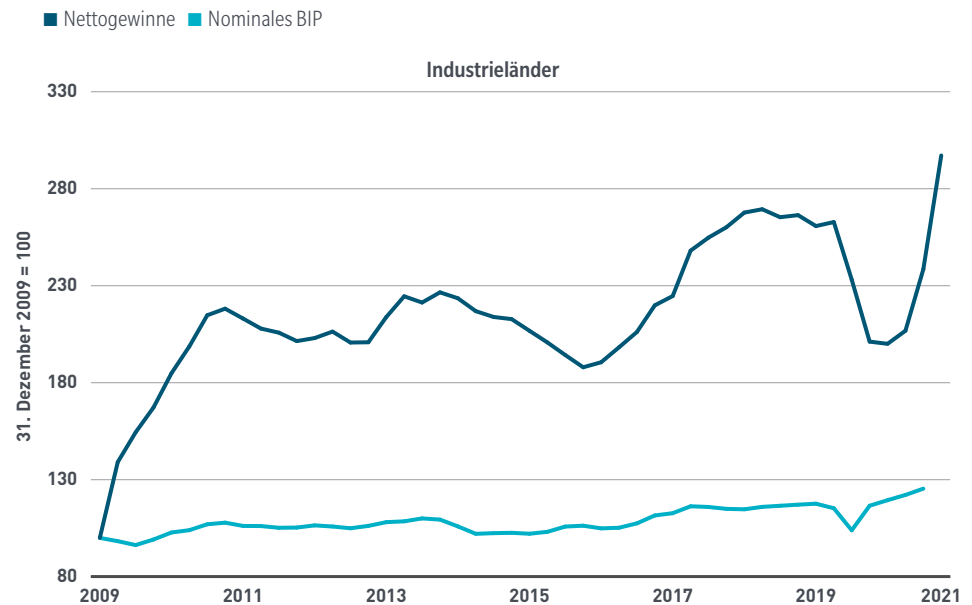
Jahre der Stagnation

Nach der internationalen Finanzkrise sorgte die sogenannte Finanzrepression – Zinsen unter der Inflationsrate infolge einer expansiven Geldpolitik – für reichlich billiges Geld. Aufgrund der schwachen Wachstumsaussichten investierten viele Unternehmen das Geld aber nicht, sondern kauften Aktien zurück. Neue Technologien hatten die Prozesse digitaler und effizienter gemacht, vom Backoffice bis zum Frontoffice. Arbeitsplätze wurden ausgelagert, und auf der Suche nach neuen Sparpotenzialen wurden die Lieferketten immer komplexer. Die Zahlungsfristen wurden verlängert, und bisweilen wurden Kredite aufgenommen, um das Betriebsvermögen zu schonen.

Durch die ausbleibenden Investitionen ging das Wachstum weiter zurück, sodass noch weniger investiert wurde – sei es in Immobilien, Fabriken, Technik oder Arbeitsplätze. Ein Teufelskreis entstand. Zur Überraschung der Geldpolitiker änderten daran auch die niedrigen Kapitalkosten nichts. Die 2010er wurden zum Jahrzehnt des schwachen Wachstums und der niedrigen Inflation – aber auch zu einer Zeit mit sehr hohen Unternehmensgewinnen (Abbildung 1).



Abbildung 1: Schwaches Wachstum, aber hohe Unternehmensgewinne



Quellen: Haver Analytics, FactSet. Quartalsdaten vom 31. Dezember 2009 bis zum 30. Juni 2021 (nominales BIP, aktuellster verfügbarer Wert) bzw. bis zum 30. September 2021 (Nettogewinne). Nettogewinne (FactSet) auf Basis des MSCI World Index. Nominales BIP (Haver) definiert als BIP folgender Länder: Australien, Belgien, Dänemark, Deutschland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Großbritannien, Irland, Italien, Japan, Kanada, Luxemburg, Neuseeland, Niederlande, Norwegen, Österreich, Portugal, Schweden, Schweiz, Spanien und USA. Nicht berücksichtigt sind Hongkong, Israel und Singapur, da diese Länder nicht zum MSCI World Index zählen. Griechenland und Luxemburg wurden zwar bei der BIP-Berechnung berücksichtigt, zählen aber nicht zum MSCI World Index.

Kommando zurück

Selbst wenn die derzeitigen Angebotsstörungen nicht von Dauer sind, gehen sie weder an der Realwirtschaft noch an den Unternehmensgewinnen spurlos vorüber. Dafür gibt es zwei einfache, voneinander unabhängige Gründe: Angebotsschocks dämpfen das Wachstum und sorgen für höhere Faktorkosten. Wenn die Unternehmen weniger Güter verkaufen, fallen die Umsätze. Und wenn die Produktionsfaktoren knapp sind, werden sie teurer. Ob Arbeit, Grundstoffe und Energie – überall sorgen Engpässe für höhere Kosten. Für die Nettogewinne kann das nicht gut sein.

Steigende Faktorkosten im Aufschwung sind nichts Ungewöhnliches, und meist sind sie auch kein Problem. Weil Absatzmengen und -preise in der Regel noch stärker steigen, werden die höheren Kosten mehr als ausgeglichen. Die Margen brechen nicht ein. Auch in diesem Aufschwung war es bislang so. Aber eine Sache ist anders.

In der Rezession zwingen die Marktkräfte Unternehmen meist zum Schuldenabbau. Aber diesmal war das Gegenteil der Fall. Doch leider erwarten Anleihegläubiger und andere Kreditgeber auch dann Zinsen und Rückzahlungen, wenn die Schuldner nicht produzieren können und sich die Energiepreise verdreifacht haben. Wenn das Wachstum nachlässt, könnten schwächere Unternehmen zu Preissenkungen gezwungen sein, um wettbewerbsfähig zu bleiben. Die Kombination aus niedrigerem Umsatz und zusätzlichen Kosten könnte dann fatal sein. Die Credit Spreads liegen heute zwei Standardabweichungen unter ihrem Vergangenheitsdurchschnitt, da beim Gewinnstreben das Kreditrisiko vernachlässigt wurde. Wenn Geld- und Fiskalpolitik nicht mehr so expansiv sind und das Wirtschaftswachstum nachlässt, sollte man finanzschwache Hersteller von Standardprodukten unserer Ansicht nach meiden.



Hinzu kommt, dass sich die Gewinnmargen vieler Unternehmen auf Allzeithochs befinden. Wenn die Kurs-Gewinn-Verhältnisse so hoch sind wie heute, müssen Investoren unbedingt die Bewertungen im Blick behalten – die KGV ebenso wie die zugrunde liegenden Gewinnschätzungen. Schließlich sind die Bewertungen nur so aussagekräftig wie die fundamentalen Annahmen, auf denen sie beruhen.

Zurück in die 70er?

Langsam geht das Wirtschaftswachstum wieder auf das Vor-Corona-Niveau zurück. Aus dem Rückenwind für die Unternehmensgewinne in den Jahren nach der internationalen Finanzkrise könnte allmählich Gegenwind werden. Ich bin zwar kein Volkswirt, und ich sage auch nicht, dass sich jetzt die Stagflation der 1970er wiederholt. Aber ich achte darauf, was die derzeitigen Entwicklungen für die Unternehmensfinanzen bedeuten. Ich fürchte, dass die Rückkehr zum Trendwachstum in Verbindung mit übermäßigen Unternehmensschulden und steigenden Kosten – nicht nur durch Lieferengpässe, sondern auch durch andere Faktoren – bewirkt, dass die Kapitalrenditen nicht das halten, was sich viele erhoffen. ▲

Der **MSCI World Index** bildet die Aktienmärkte der Industrieländer ab.

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.

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, eine indirekte Tochtergesellschaft 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 2826 12800. Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Investoren. Andere dürfen sich nicht auf es 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 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.