

Zölle sind eigentlich ganz einfach

Autor



Robert M. Almeida
Portfoliomanager und
Global Investment Strategist

Im Überblick

- Investieren ist einfach und schwierig zugleich.
- Wer zahlt? Der Verbraucher oder der Hersteller?
- Unternehmen mit wenig Wettbewerbsdruck sind besser geschützt.

Höhere Margen durch billige Produktion in fernen Ländern waren eine große Verlockung für die Industrie – und der Grund für die jahrzehntelange Globalisierung. Ein riesiges, extrem integriertes Lieferkettennetz entstand. Wie komplex es ist, erkennen die Marktteilnehmer meiner Meinung nach erst jetzt.

Nehmen wir als Beispiel eine einfache Jeans. Manche US-Hersteller beziehen die Baumwolle vor Ort, die meisten aber aus China, Indien und Pakistan. Für teurere Hosen kommt sie oft aus Simbabwe, der Türkei und Ägypten. Gefärbt wird häufig in China und Deutschland, Japan liefert Reißverschlüsse. Und das ist noch längst nicht alles. Aber zumindest haben Sie schon einmal einen ersten Eindruck.

Investieren ist einfach und schwierig zugleich

Einerseits ist Investieren sehr einfach, andererseits aber auch sehr kompliziert. Einfach ist es, weil sowohl der Aktienkurs als auch dessen Volatilität von den Cashflow-erwartungen abhängen. Schwierig ist es, weil wir die Zukunft nicht kennen und sich die Gewinnerwartungen immer wieder ändern – bei neuen Informationen bisweilen auch radikal.

In den letzten Wochen kamen dann auch Zweifel an den bisherigen Gewinnerwartungen auf, und die Volatilität nahm zu – wegen Trumps Zollplänen, der zunehmenden politischen Unsicherheit und des wachsenden Bewusstseins für die Komplexität der weltweiten Lieferketten.

Lässt sich dafür ein einfaches Modell konstruieren?

Wer zahlt? Der Verbraucher oder der Hersteller?

Tariff, das englische Wort für Zoll, stammt aus dem Arabischen. Ursprünglich bedeutete es „Bekanntmachung“. Schon im Mittelalter wurden Zölle so bezeichnet. Man kann sie sich als Steuer oder Gebühr vorstellen.

Investoren und Marktbeobachter sind sich über die wirtschaftlichen Folgen von Zöllen uneins. Wichtiger sind für sie aber ohnehin die finanziellen Auswirkungen. Irgendwer muss die neue Steuer schließlich bezahlen. Da die Aktienkurse von den Unternehmensgewinnen abhängen, ist für Investoren eigentlich nur eines spannend: Zahlt der Verbraucher – oder der Hersteller?



Wer Güter mit einer wenig preiselastischen Nachfrage produziert, kann Kosten an seine Kunden weitergeben. Das kann etwa dann der Fall sein, wenn es nur wenige Substitutionsprodukte gibt und das eigene Produkt besonders hochwertig ist. Dann droht wenig Wettbewerb, und der Hersteller kann den Zoll an seine Kunden weitergeben. Der Verbraucher trägt also die Last. Die Inflation steigt, und das Wirtschaftswachstum lässt nach, weil die Verbraucher dann weniger Geld für andere Dinge haben.

Ist ein Gut hingegen sehr preiselastisch, weil es Substitutionsprodukte gibt, muss der Hersteller die Last tragen. Seine Marge schrumpft.

Mehr und mehr geht man an den Märkten davon aus, dass Zölle die Unternehmensgewinne dämpfen. Aber es muss nicht immer so sein. Meiner Meinung nach wird es beides geben: Die Verbraucher tragen die Zölle auf Güter, auf die sie nicht verzichten können – und Hersteller von leicht substituierbaren Produkten werden mit schwachen Gewinnen enttäuscht.

Und was bedeutet das für die Portfoliokonstruktion?

Unternehmen mit wenig Wettbewerbsdruck sind besser geschützt

Wir leben in einer Marktwirtschaft. Unternehmer streben nach Ertrag, auch zulasten der Konkurrenz. Wer sich dem erwehren kann, muss über besondere Wettbewerbsvorteile verfügen; die Markteintrittsschranken müssen also hoch sein. Dann hält sich der Wettbewerb in Grenzen, und die Gewinnmargen sind nicht gefährdet. Die Hersteller von Instrumenten und Geräten für den Lifesciences-Sektor schienen uns dafür ein gutes Beispiel zu sein.

Schon lange sind diese Unternehmen die erfolgreichsten des Gesundheitssektors. Sie bieten Instrumente, Verbrauchsmaterialien sowie andere Produkte und Dienstleistungen für Pharma- und Biotechnologieunternehmen, Krankenhäuser, Labore, Forschungsinstitute und den Staat. Ob messen, trennen, reinigen, quantifizieren oder diagnostizieren – stets sind ihre speziellen Geräte nötig. Das gilt für die Medikamentenherstellung ebenso wie für klinische Studien, Biomanufacturing und vieles andere.

Im Grunde haben die Anbieter ähnliche Geschäftsmodelle wie die Hersteller von Rasierapparaten. Man verkauft ein Gerät mit fünf bis zehn Jahren Lebensdauer, das regelmäßig Verbrauchsmaterial und Wartung benötigt. Der Produktzyklus ist lang, weil neue Therapien oder Medikamente meist erst nach vielen Jahren marktfähig sind. Die Kunden, die großen Wert auf Qualität legen, sind durchaus bereit, für Qualität und Verlässlichkeit etwas mehr zu zahlen – zumal die Ausgaben verglichen mit anderen Kostenblöcken ohnehin nicht allzu hoch sind.

Natürlich haben wir es hier mit komplexen internationalen Lieferketten zu tun, und natürlich werden die Kosten bei einem Zollkrieg steigen. Da es ohne ihre Produkte nicht geht und die Kunden ihnen sehr vertrauen, könnten diese Hersteller im Gegensatz zu anderen Branchen vor Substitutionsrisiken geschützt sein.

Ähnlich ist es bei Elektrotechnikunternehmen, die KI-Infrastrukturanbieter, Energie- und Stromnetzbetreiber, Elektrofahrzeughersteller und andere Wachstumsbranchen beliefern. Das Risiko bei einer Substitution durch eine billigere Alternative, um wenige Dollar zu sparen, ist es oft nicht wert, eine langfristige und etablierte Geschäftsbeziehung aufs Spiel zu setzen.

Fazit

Wir wissen nicht, was Sokrates genau über das Wissen gesagt hat. Ich zitiere ihn immer gerne mit „Ich weiß, dass ich nichts weiß, und selbst da bin ich mir nicht sicher“. Auch bei genauer Kenntnis der Zollsätze lassen sich die wirtschaftlichen Folgen wegen der komplexen Lieferketten nur schwer abschätzen – wenn überhaupt. Ich glaube, dass Sokrates es auch so gesehen hätte. Falls ja, schließe ich mich ihm an.

Viel wichtiger scheint mir, welche Unternehmen die Zölle tragen können und welche nicht. Davon hängt schließlich die Aktienkursentwicklung ab. Werden wir als Treuhänder nicht für genau diese Überlegungen bezahlt? Ich glaube, dass die aktuelle Lage zu einem Paradigmenwechsel führt, und dass aktiv gemanagte Portfolios mit einem fundamentalen Investmentansatz wieder mehr wertgeschätzt werden. ▲

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.