

Die zweite Maus bekommt den Käse

Autor



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

Zusammenfassung

- Die Märkte werden von gegenläufigen Strömungen bestimmt. Daher ist es wichtig, sich auf das Wesentliche zu konzentrieren und den Noise herauszufiltern.
- Die Gewinne hängen von den Umsätzen und den Kosten ab. Aus unserer Sicht ist das Umsatzwachstum nicht stabil, und die Kosten dürften anziehen.
- Die Kurse hoch bewerteter Wertpapiere mit unterdurchschnittlichen Fundamentaldaten dürften fallen. Die Aktien und Anleihen von Unternehmen, die die Erwartungen erfüllen, könnten dagegen knapp werden, sodass ihre Kurse vermutlich steigen.

Gegenläufige Strömungen gibt es immer, aber zurzeit sind sie besonders stark. So steigen die Unternehmensgewinne kräftig, während das Wirtschaftswachstum zurückgeht. Die Nachfrage nach Waren und Arbeitskräften ist höher als das Angebot, aber die Industrieländer-Staatsanleihenrenditen signalisieren ein nur mäßiges Umfeld. Und die Investorennachfrage nach risikoreichen Wertpapieren ist so hoch wie seit Jahrzehnten nicht mehr. Aber zugleich sind die Absicherungskosten ungewöhnlich hoch, weil viele Anleger ihre Portfolios absichern. Wenn es kompliziert wird, hilft es meiner Meinung nach, die Dinge zu vereinfachen. Im Grunde genommen ist Investieren der Tausch von Kapital gegen künftige Cashflows. Die Kapitalkosten werden von den Kapitalanbietern bestimmt, abhängig von der Höhe des Risikos und der Wahrscheinlichkeit, dass die erwarteten Cashflows tatsächlich erzielt werden. Was die Sache schwierig macht ist, dass wir die Zukunft nicht kennen. Investoren können nur Vermutungen darüber anstellen, ob ein Projekt erfolgreich ist oder nicht, und was das für Auswirkungen hat.

Ist Investieren heute schwieriger?

Technologie hat Information zum Allgemeingut gemacht. Die Gesellschaft ist besser informiert denn je. Wir haben sofortigen und endlosen Zugang zu Nachrichten. Aber ich bezweifle, dass die Investoren dadurch den Preis für Risiken besser bestimmen können. John Naisbitt schreibt in seinem Buch *Megatrends*: „Wir ertrinken in Informationen, aber hungern nach Wissen.“

Eine Schlagzeile zu Wirtschaft oder Politik mag interessant und wichtig sein, für den langfristigen Erfolg eines Unternehmens und seinen Cashflow ist sie allerdings häufig völlig unerheblich. Ist beispielsweise die Verringerung der Wertpapierkäufe durch die Zentralbanken wirklich relevant für die Gewinnaussichten einer internationalen Hotelkette in den nächsten fünf bis zehn Jahren? Oder werden dauerhaft niedrige risikofreie Zinssätze eines Landes einen nicht wettbewerbsfähigen Ladenbesitzer vor der steigenden Konkurrenz durch den Onlinehandel schützen?

Es ist schwerer geworden zu erkennen, was wirklich wichtig ist und was nicht. Aus meiner Sicht müssen erfolgreiche langfristige Investoren zwischen relevanten Informationen und Noise unterscheiden können. Und damit meine ich nicht, dass man möglichst schnell auf irgendeine



einzelne Information reagieren muss. Entscheidend ist vielmehr, dass man Unwichtiges ignoriert und auf Wichtiges reagiert. Wenn man nach reiflicher Überlegung zu dem Schluss kommt, dass eine neue Information Auswirkungen auf die wahrscheinlichste Gewinnkurve hat, muss man handeln.

Wo stehen wir?

Angesichts der großen Zahl gegenläufiger Strömungen und des enormen Noise lohnt sich ein Blick darauf, wie es dazu gekommen ist.

- In Reaktion auf die lockdownbedingte Liquiditätskrise 2020 haben die Unternehmen unnötige Ausgaben gestrichen.
- Als die Kreditmärkte nach den außergewöhnlichen Zentralbankmaßnahmen wieder aktiv wurden, schnellten Verschuldung und Bilanzsummen der Unternehmen in die Höhe.
- Bis weit ins Jahr 2021 hinein haben Direktzahlungen an die Verbraucher, Nachholbedarf, Impfstoffe und das erneute Anlaufen der Wirtschaft zu einem schrittweisen Anstieg der weltweiten Unternehmensgewinne geführt.
- Durch die geringeren Unternehmensausgaben, die höhere Verschuldung und massive Umsatzsteigerungen haben sie sich weltweit fast verdoppelt. Die Margen haben wieder ihre Vorkrisenniveaus erreicht, und die Gewinne haben ihre Höchststände von Ende 2019 weit übertroffen.
- Mitte 2020 begannen die Finanzmärkte, die Gewinnexplosion zu berücksichtigen, und die Risikoprämien, also die erwarteten Mehrerträge eines Vermögenswerts gegenüber der risikofreien Rendite, fielen kontinuierlich und sind heute so niedrig wie nie. Dementsprechend sind jetzt alle guten Nachrichten in den Preisen enthalten. Aus meiner Sicht sind jetzt also die Risiken deutlich höher als die kurzfristigen Erträge.

Was kommt jetzt?

Die Gewinne hängen von den Umsätzen und den Kosten ab. Aus unserer Sicht ist das Umsatzwachstum nicht stabil, und die Kosten dürften anziehen.

Wir erwarten ein langsames Umsatzwachstum, wenn der starke Konjunkturaufschwung nachlässt. Aber der Markt, also quasi die klügste Person im Raum, weiß das schon. Aus unserer Sicht stellt sich nicht die Frage, ob die Umsätze eines Unternehmens fallen, sondern wie stark. Entscheidend für den Investmenterfolg wird sein zu erkennen, bei welchen Unternehmen das Umsatzwachstum am stärksten einbricht und welche sich mit der größten Wahrscheinlichkeit gut halten werden.

Bei einer Inflation wie im letzten Jahr konnten fast alle Unternehmen ihre Preise anheben, sodass die Umsätze enorm gestiegen sind. Aber mit Preismacht hat das nichts zu tun. Es war vielmehr eine Notwendigkeit, um die steigenden Kosten zu kompensieren. Alle erhöhen zurzeit ihre Preise, und weil die Verbraucher dank der staatlichen Wachstumsprogramme im Zuge der Pandemie mehr Geld in der Tasche haben, sind sie eher bereit, hohe Preissteigerungen zu akzeptieren. Dies macht es für Investoren schwerer zu erkennen, welche Unternehmen nur die aktuelle Lage ausnutzen und welche ihre Preise dauerhaft anheben können, weil die hohe Nachfrage auf die hohe Qualität ihrer Produkte oder Leistungen zurückzuführen ist, sodass die Kunden die Preise für gerechtfertigt halten.

Anders gesagt: In Zeiten wie diesen wird der Markt ineffizienter. Und ob der freie Cashflow eines Unternehmens, also das, was Investoren wirklich interessiert, tatsächlich steigt, weiß man erst hinterher. Wenn die Märkte gezwungen sind, ihre falschen Cashflow-Prognosen zu korrigieren, werden sie volatil. Zurzeit besteht für die Investoren ein erhebliches Risiko, dass sie Wertpapiere im Bestand haben, die die Cashflow-Erwartungen nicht erfüllen, weil ihre jüngsten Gewinne liquiditätsgetrieben waren und nicht dauerhaft.



Kostenüberlegungen

Die Kosten betrachten wir aus zwei Blickwinkeln.

Jegliche Ausgaben, die während der Krise als nicht unbedingt notwendig identifiziert wurden, fielen dem Rotstift der CFOs zum Opfer. Vermutlich wird es länger dauern, als uns lieb ist, bis wir die Pandemie ganz überwunden haben, aber wenn es so weit ist, werden die meisten Kosten wieder anfallen – und die Finanzberichte belasten. Aber wann wird das sein?

Der andere Aspekt sind Kosten im Zusammenhang mit ökologischen, sozialen und governance-bezogenen Kriterien (ESG). Jahrelang konnten weniger wettbewerbsfähige Unternehmen ihre unterdurchschnittlichen Marken und Cashflows mit nicht nachhaltigen Prozessen verschleiern – zulasten verschiedener Stakeholder. Aber das ist wohl vorbei. Und das liegt nicht an den Aufsichtsbehörden oder besonderen Interessengruppen. Es sind die Investoren, die den entsprechenden Druck ausüben. Die freiwilligen Anbieter von Kapital fordern Veränderungen, und die werden in manchen Fällen teuer. Einige Unternehmen werden diese Last schultern können, anderen wird das schwerfallen. Beispielsweise haben in Europa kürzlich viele Banken umweltschädlichen Versorgern die Finanzierung entzogen und damit ein klares Zeichen für das Ende der Freifahrtscheine gesetzt. Angesichts der heute hohen Verschuldung der Unternehmen sind ESG-Themen aus meiner Sicht ein vor allem von Unternehmensanleiheninvestoren unterschätztes Risiko.

Keine guten Aussichten

Ich denke nicht, dass wir vor einem Abschwung oder einer starken Korrektur stehen. Dazu fehlen mir und meinen Strategie-Kollegen die übersinnlichen Kräfte (obgleich das einige von ihnen anders sehen). Aber das ist jedenfalls nicht unsere Investmentphilosophie.

Wir erwarten, dass die Kurse zu hoch bewerteter Wertpapiere mit unterdurchschnittlichen Fundamentaldaten fallen werden. Wenn die Bewertungen hoch sind, reagieren die Märkte schnell auf enttäuschende Zahlen (auch wenn sie nur wenig unter den Erwartungen liegen). Aktien und Anleihen von Unternehmen, die die Erwartungen erfüllen, könnten dagegen knapp werden und sich schon deshalb überdurchschnittlich entwickeln.

Deshalb und wegen des zurzeit schwachen Risiko-Ertrags-Profiles vieler Wertpapiere war es vielleicht schon sehr lange nicht mehr so wertvoll wie heute, ein freiwilliger Anbieter von Kapital zu sein. Die Zeiten sind gut für geduldige, erfahrene Investoren.

Wie das Sprichwort schon sagt: Der frühe Vogel fängt den Wurm, aber erst die zweite Maus bekommt den Käse. ▲



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.