

Wer Risiken künstlich unterdrückt, destabilisiert die Märkte

Autor



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

Im Überblick

- Die Preisbildungsfunktion der Märkte wurde in den letzten Jahren unterdrückt.
- Die Konjunkturprogramme haben Risiken kaschiert, aber die Märkte nicht stabiler gemacht.
- Achten Sie auf das Wesentliche: nachhaltige Wertschöpfung.

Ende Dezember legen Volkswirte und Strategen ihren Ausblick für das neue Jahr vor. Weil die Märkte auf unerwartete Ereignisse reagieren, kommt es dann meist doch anders. Ich verzichte daher auf einen klassischen Ausblick und schreibe allgemein über meine Erwartungen angesichts der – wie ich glaube – nachlassenden Konjunkturprogramme, Weltwirtschaftsperspektiven und Gewinnmargen.

Alles hat seinen Zweck

Der Strand, an dem ich meinen Sommerurlaub verbringe, wird für wenige Wochen im Jahr von Pferdebremsen heimgesucht. Diese lästigen, insektensprayresistenten Plagegeister bevölkern die Salzsümpfe an der amerikanischen Ostküste. So sehr sie die Badegäste auch ärgern, haben sie doch einen Sinn: Ihre Eier ernähren Fische, Vögel und andere Tiere. Deshalb sind sie wichtig für unser Ökosystem.

Auch Märkte haben einen Sinn, denn ohne sie gäbe es keinen Preismechanismus. Preise signalisieren Produzenten, dass sie mehr oder weniger Ware herstellen und ihre Ressourcen effizient einsetzen müssen. Aktien- und Anleihekurse haben eine ähnliche Funktion. Sie bilden zukünftige Risiken ab.

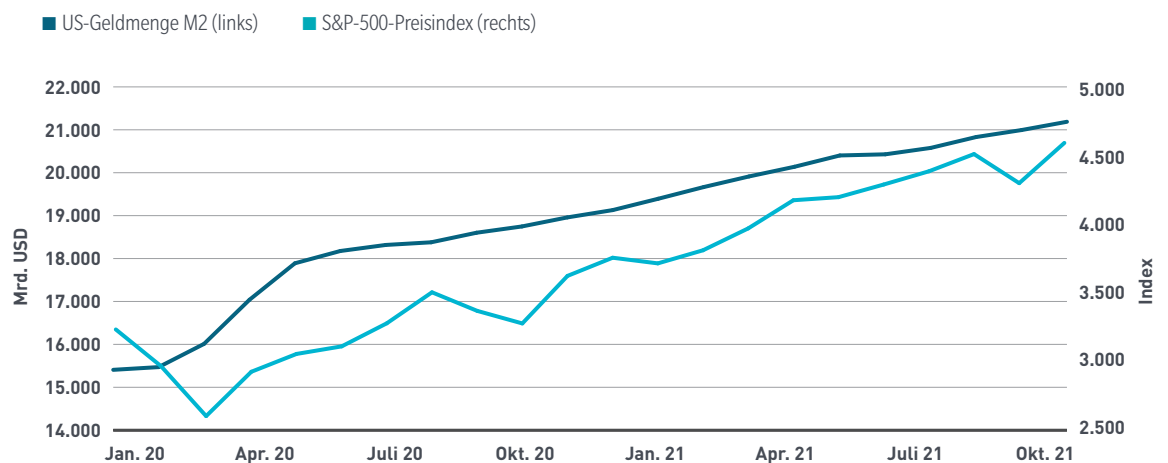
Wie Pferdebremsen wird auch Preisvolatilität nur von wenigen geschätzt, aber sie ist wichtig für das Wirtschaftssystem. Schnelle Kursanpassungen oder gar ein Kurseinbruch korrigieren Fehlallokationen von Kapital. Wenn aber die Notenbanken die Volatilität künstlich unterdrücken, können die Märkte ihre Funktion nicht mehr erfüllen. Wenn Konjunkturmaßnahmen die natürliche Selektion erschweren, bleiben nicht wettbewerbsfähige Unternehmen am Markt. Sie konkurrieren weiter um Arbeitskräfte, Flächen, Vorprodukte und Kapital, obwohl sie bei einem funktionierenden Markt schon längst nicht mehr im Geschäft wären. Die realwirtschaftlichen Preissignale werden verzerrt. Die expansive Geld- und Fiskalpolitik konserviert systemische Ungleichgewichte. Die Märkte werden nicht stabiler, sondern instabiler.

Zwischen der internationalen Finanzkrise und der Pandemie signalisierte die eher schwache Weltkonjunktur den Produzenten, dass sie ihr Kapital klüger einsetzen können als für Erweiterungsinvestitionen. Die fallenden Zinsen machten es interessant, Fremdmittel aufzunehmen und Kapital an die Aktionäre auszuschütten. Aber das verfestigte die Wachstumsschwäche und die niedrige Umlaufgeschwindigkeit des Geldes. Als dann die Lockdowns kamen und die Unternehmensgewinne einbrachen, sah man, wie anfällig viele Unternehmen geworden waren. Natürlich brachen die Kurse jetzt ein, vor allem am Credit-Markt.



Wie wir wissen, wurde die Korrektur durch beispiellose Liquiditätsspritzen der Notenbanken schnell und künstlich unterdrückt, und die Kurse stiegen wieder. Nehmen wir die amerikanische Geldmenge M2 und den S&P 500 als Proxys für Liquidität und Risiko (Abbildung 1). Man sieht deutlich, dass weniger das Wirtschaftswachstum als die Liquidität die Kurse bestimmte.

Abbildung 1: Während der Pandemie sorgte Liquidität für steigende Kurse



Quellen: Bloomberg, Federal Reserve, S&P. Monatsdaten vom 31. Januar 2020 bis zum 31. Oktober 2021.

Ist die Wirtschaft stabiler oder instabiler geworden?

Im letzten Konjunkturzyklus sind viele Unternehmen anfällig geworden. Noch immer wachsen die Gewinne unterdurchschnittlich, bei übermäßig viel Fremdkapital. Seit dem Lockdown waren die Fundamentaldaten und die Cashflows aber hervorragend, wenn auch nur wegen enormer Subventionen. Ich meine, dass die Kurse heute vor allem die künstlich unterdrückte Volatilität und nicht etwa zunehmende realwirtschaftliche Ungleichgewichte anzeigen. Außerdem sind die Risiken gestiegen, was aber geschickt übertüncht wird.

Zuletzt war in vielen wohlformulierten Studien zu lesen, dass eine straffere US-Geldpolitik, eine weniger expansive Fiskalpolitik und der unvermeidbare Übergang von negativen zu positiven Realzinsen die Märkte 2022 nicht aus dem Tritt bringen werden. Und tatsächlich könnte es so kommen, da wir bei all dem weder Zeitpunkt und Ausmaß noch die Anlegerreaktionen kennen.

Fest steht aber, dass der Gegenwartswert von Wertpapieren letztlich von den künftigen Cashflows abhängt – und nicht davon, wie viel Geld gedruckt wird. Wenn die realen Gewinne und Cashflows die Anleger enttäuschen, passen sich die Kurse an. Das lehrt uns die Geschichte. Wie fragil das Finanzsystem heute ist, sieht man auch daran, dass so viele Benchmarkunternehmen wie selten ihr Fremdkapital nicht bedienen können und unrentabel arbeiten.



Nachhaltige Wertschöpfung

Manche Risiken kann man messen, andere nicht. Gerade die nicht messbaren sind oft die problematischsten. Da wir nicht sicher vorhersagen können, wann der Preismechanismus wieder funktionieren darf, bleiben wir unserem Konzept treu: Wir legen das Kapital unserer Kunden verantwortlich an. Daher investieren wir in Unternehmen, die für alle Stakeholder Werte schaffen und deren Cashflows nicht von der Politik oder einem künstlich aufgeblähten Konsum abhängen. Wir investieren in Firmen, die Gewinne erzielen, indem sie zum Fortschritt der Gesellschaft beitragen – und nicht nur kurzfristig auf Kosten ihrer Stakeholder Geld verdienen.

Das ist der strukturelle Grund dafür, warum ich aktives Management schätze. Es gibt aber auch einen aktuellen konjunkturellen Grund.

Wenn das Angebot die Nachfrage übersteigt, fallen die Preise. Wenn die Nachfrage höher ist als das Angebot – wie im März 2020 beim Toilettenpapier oder heute bei Gebrauchtwagen –, steigen sie infolge der Knappheit. Durch zehn Jahre lockere Geldpolitik und jetzt auch noch beispiellose Konjunkturmaßnahmen sind die Unternehmensgewinne gestiegen, und die Kurse haben enorm zugelegt. Finanzberatung und aktives Management stehen dann nicht hoch im Kurs.

Anders als viele meiner Kollegen kann ich nicht voller Überzeugung eine Prognose für das neue Jahr vortragen. Man weiß nie, wann der Wendepunkt des Marktes gekommen ist. Dennoch glaube ich, dass die nächsten Jahre ganz anders sein werden als die letzten. Und wir bleiben optimistisch: Wir sind davon überzeugt, dass Wertpapiere mit stabilen Cashflows in den nächsten Jahren knapp und zugleich sehr gefragt sein werden. ▲

Der **Standard & Poor's 500 Index** bildet den US-Aktienmarkt 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.

Die hier dargestellten Meinungen sind die der Autoren 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, 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.: +352282612800. 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.