

## Was tun, wenn die Rechnung kommt?

### Autor



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

In der Wirtschaft gibt es nur wenige ewige Wahrheiten. Mir fällt vor allem eine ein: Nichts ist umsonst. Alles hat seinen Preis, auch wenn man ihn beim Kauf vielleicht noch nicht kennt.

So war es auch zu Beginn der Pandemie vor zwei Jahren. In den Industrieländern kannten Geld- und Fiskalpolitik keine Grenzen mehr. Alle Mittel waren recht, um die wirtschaftlichen Folgen der zeitweisen Schließung der Weltwirtschaft im Namen des Gesundheitsschutzes aufzufangen, bekannte und bisweilen auch neue. Doch jetzt wird uns die Rechnung präsentiert, und der Preis scheint überraschend hoch. Aber konnte man wirklich nicht damit rechnen, dass die Inflation auf ein 40-Jahres-Hoch steigt? Natürlich geht das nicht allein auf das Konto der Geldpolitik. Für Lieferengpässe, steigende Arbeitskosten – in den letzten 1.000 Jahren ist die Partizipationsquote nach Pandemien stets gefallen – und den russischen Einmarsch in die Ukraine können Notenbanken und Politiker sicher nichts.

Und doch halte ich einen Großteil der derzeitigen Inflation für den Preis dafür, dass eine der schärfsten Rezessionen der Geschichte nach nur wenigen Wochen vergessen war. Dazu wurde die Wirtschaft in einem bis dahin unvorstellbaren Umfang mit Liquidität und Konjunkturprogrammen überschüttet, obwohl die Ungleichgewichte in den elf Jahren seit der internationalen Finanzkrise immer größer geworden waren. Notenbanken und Regierungen haben nicht nur eine Lokalrunde spendiert, sondern alle den ganzen Abend lang eingeladen.

Aber jetzt folgt die Rechnung. Alle – Haushalte, Unternehmen, Politiker und Notenbanken – versuchen, aus dem Preisauftrieb das Beste zu machen.

Zur Hysterie besteht aber kein Grund. Das beste Mittel gegen hohe Rohstoffpreise waren schon immer ... hohe Rohstoffpreise. Denn die Nachfrage fällt, weil man weniger Auto fährt und weniger heizt, um Benzin und Öl zu sparen. Außerdem geben Haushalte und Unternehmen bei einer hohen Teuerung weniger Geld für all das aus, was man nicht unbedingt braucht. Das Wachstum lässt dann nach, und vielleicht schrumpft die Wirtschaft sogar. Das ist genau das Gegenteil von dem, was 2020 und 2021 passierte, als das Wachstum zulegte und die Inflation fiel. In den Industrieländern sorgten 18 Monate Konjunkturprogramme für zweistelliges Wirtschaftswachstum und einen 25-prozentigen Umsatzanstieg bei fallenden Kosten. Das Gewinnwachstum der Unternehmen hat sich verdoppelt. Das erklärt, warum die Aktien-erträge im obersten Perzentil lagen. Aber gab es das alles umsonst? Nein.

Der Preis dafür ist bestenfalls eine Normalisierung der Konjunktur, schlechtestenfalls aber fallendes Wachstum bei steigenden Preisen. Schon lange vor 2022 waren die Umsätze schwächer gewachsen und die Kosten gestiegen. In den nächsten Quartalen könnte es noch schlimmer kommen.

Angesichts steigender Zinsen, niedrigerer Erträge und der unsicheren Entwicklung von Cashflows und Gewinnmargen müssen sich Investoren fragen, mit welchen Bewertungen sie leben können, wenn man am Geldmarkt schon bald wieder 1% bis 2% verdienen kann.



Man braucht nicht BWL studiert zu haben, um zu wissen, wohin die Reise geht. Aktien von Unternehmen mit niedrigeren Margen und einer geringeren Qualität dürften fallen. Margenstabile Qualitätstitel werden hingegen knapp. Das, so finde ich, zeigt deutlich, wie wichtig auf Dauer aktives Management ist.

### Eine Analogie

In den letzten 500 Jahren glichen Übertreibungen an den Finanzmärkten dem Gezeitenwechsel: Die Flut schwemmt alle fort, die sich ihr in den Weg stellen. Aber dann kommt die Ebbe, und wer sie nicht ernst nimmt, wird aufs Meer hinausgetrieben. Die späten 1990er-Jahre und die amerikanische Immobilienmarktblase Mitte der 2000er-Jahre sind die besten Beispiele dafür.

Zuletzt lagen alle, die in schwächeren Zyklikern (die von den Konjunkturprogrammen am meisten profitierten) und den teuren Modewerten aus den Sektoren Biotechnologie und Cloud-Technologie untergewichtet waren, deutlich hinter passiven Strategien zurück. Aber jetzt ist die Flut vorbei. Wer auf einen weiteren Anstieg setzt, erhält seine wohlverdiente Strafe – denn Qualitätsunternehmen mit langfristig überdurchschnittlichen Margen werden wohl bald wieder vorn liegen.

Wenn die Unsicherheit so groß ist wie heute, könnten sich Aktien mit berechenbaren Cashflows lohnen, von Unternehmen, die wichtige Produkte herstellen. Untergewichteten sollte man Firmen, deren Gewinne von Faktoren abhängen, auf die die Unternehmen selbst keinen Einfluss haben – oder deren Geschäftsmodelle den Praxistest noch nicht bestanden haben. ▲

Das **Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)** ist der Quotient aus Aktienkurs und Gewinn je Aktie.

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, 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.