

Der Durchschnitt ist nur die halbe Wahrheit

Autor



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

Im Überblick

- Aus der Vergangenheit kann man für die Zukunft lernen. Aber manchmal ist sie auch irreführend.
- Es bringt wenig, frühere Verlustphasen mit heutigen zu vergleichen. Jede Zeit ist anders.
- Unternehmen wollen Anlegern weismachen, dass ihre Gewinnmargen trotz wachsender Rezessionsrisiken und drastisch steigender Kosten stabil bleiben. Die Geschichte lehrt uns etwas anderes.

Oft heißt es, man könne mit der Vergangenheit Gegenwart und Zukunft erklären. Tatsächlich kann man aus der Geschichte viel lernen. Aber manchmal ist die Vergangenheit auch irreführend.

In Baissen versucht man oft, die künftige Marktentwicklung anhand früherer Verlustphasen zu prognostizieren. Ich halte das für gefährlich. Hier ist ein gängiges Denkmuster: Rezessionen dauern im Schnitt w Tage, an denen Aktien um durchschnittlich $x\%$ fallen. Danach erholen sie sich im Schnitt z Tage lang, und zwar um durchschnittlich $y\%$. Mit solchen Formeln wollen Berater ihre Kunden beruhigen und ihnen weismachen, dass morgen alles besser wird.

Sicher, irgendwann wird es besser. Aber das kann länger dauern, als man glaubt – und bis dahin ist es mitunter nicht einfach.

Das Problem des Durchschnitts

Der Durchschnitt ist der Mittelwert oder typische Wert einer Zeitreihe. Er sagt aber nichts über die Streuung aus. Stellen Sie sich zwei Städte mit einer Jahresdurchschnittstemperatur von etwa $20\text{ }^{\circ}\text{C}$ vor. Die eine liegt in einer Zone mit recht stabilem Klima, die andere in einer Region mit ausgeprägten Jahreszeiten. Der Durchschnitt verbirgt da mehr, als er erklärt. Man braucht zusätzliche Daten, um zu entscheiden, wann man welche der beiden Städte besuchen soll.

Die simple Durchschnittsbildung in unserem Beispiel ist aber nicht das einzige Problem. Jede Verlustphase, jede Finanzkrise und jede Rezession ist anders. Würde es helfen, wenn wir zu den Durchschnittswerten riesige Datentabellen bekämen? Ich glaube nicht.

Rezessionen beenden Übertreibungen

Konjunktur- und Marktzyklen enden nicht deshalb, weil sie in die Jahre gekommen sind. Sie enden, weil Übertreibungen beseitigt werden, durch eine Finanzkrise oder Rezession. Überinvestitionen werden dadurch oft schmerzhaft korrigiert, in der Realwirtschaft wie an den Finanzmärkten. Die Länge des Konjunkturzyklus spielt keine Rolle. Entscheidend ist das Ausmaß der Übertreibungen – denn davon hängt ab, wie stark die Korrektur sein muss. Und das bestimmt wiederum, wie lange es bergab geht.



Um frühere Übertreibungen zu verstehen, muss man sich einfach nur die damaligen Lieblingskunden der Wall Street ansehen. In den 1990er-Jahren waren es die Dotcom-Unternehmen, die irgendetwas mit dem Internet zu tun hatten und dazu Kapital brauchten. An ihnen haben die Investmentbanken am meisten verdient. In den 2000ern waren es Finanzinstitute auf der Suche nach höherer Rendite ohne zusätzliches Risiko. Ihnen verkaufte man Mortgage-Backed Securities. Man bündelte Hypothekenkredite an amerikanische Hausbesitzer, die nicht willens oder fähig waren, ihren Zahlungsverpflichtungen nachzukommen.

Wie lange es nach der Internet- oder Immobilienblase bis zur Erholung der Wirtschaft dauerte, sagt nichts über die nächste Rezession aus. Unterschiedliche Ungleichgewichte erfordern unterschiedliche Korrekturen. Wie stark der S&P 500 oder der MSCI EAFE damals gefallen sind, ist heute irrelevant. Entscheidend ist vielmehr, wann Realwirtschaft und Finanzmärkte die seit der letzten Rezession entstandenen Übertreibungen wieder abgebaut haben.

Was sind die Übertreibungen von heute?

In den 2010ern reagierte die Geldpolitik auf schwaches Wachstum und Deflationsrisiken mit Quantitative Easing. Die Notenbanken glaubten, dass dann mehr investiert würde und die Unternehmen mit dem Geld produktive Aktivitäten finanzieren würden. Aber es kam anders, weil die nahezu unendliche Liquidität schwache Wachstumsperspektiven signalisierte. Stattdessen floss das geliehene Geld in Dividenden und Aktienrückkäufe. Quantitative Easing erwies sich als ein Problem, das mögliche Lösungen verdeckte.

Nach der internationalen Finanzkrise waren Nichtbanken die bevorzugten Wall-Street-Kunden. Ihre Verschuldung stieg vor der Pandemie auf neue Rekorde. Als die Notenbanken im April 2020 die Geldschleusen dann noch weiter öffneten, geriet auch der Kreditmarkt aus dem Gleichgewicht.

[Im April hatte ich geschrieben](#), dass die Gewinnmargen der Unternehmen trotz des schwächsten Konjunkturzyklus seit über 100 Jahren 2018 auf neue Rekordhochs stiegen. 2022 wurden sie dann noch einmal übertroffen, wegen der verzögerten Wirkungen der übertriebenen Konjunkturprogramme. Wie? Schulden sind ein Wechsel auf die Zukunft, und die Unternehmen weisen heute nicht nachhaltige Margen und Gewinne aus.

Was bringt die Zukunft?

Am Ende hängen Aktien- und Unternehmensanleihenurse von den Gewinnmargen im Unternehmen ab. „S&P 500 droht das schwächste Jahr seit 1970“¹ ist eine dramatische Schlagzeile, aber das Wesentliche fehlt. Auf Dauer bestimmen die Unternehmensgewinne die Anlageerträge.

Zurzeit erzählen viele Unternehmen ihren Investoren, dass die Margen trotz wachsender Rezessionsrisiken und enorm steigender Kosten weiterhin auf einem Allzeithoch liegen können. Das erklärt auch die noch immer hohen Gewinnerwartungen, trotz offensichtlich nachlassender Umsätze und steigender Faktorkosten. Auch deshalb glauben wir ihnen nicht.

Beim Risiko sieht man oft den Wald vor lauter Bäumen nicht. Was sehen Sie? ▲



Anmerkung

¹ Quelle: Yahoo News, 29. Juni 2022, <https://news.yahoo.com/p-500-track-worst-start-151011035.html> (eigene Übersetzung).

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.