

## Unsicherheit ist nicht linear

### Autor



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

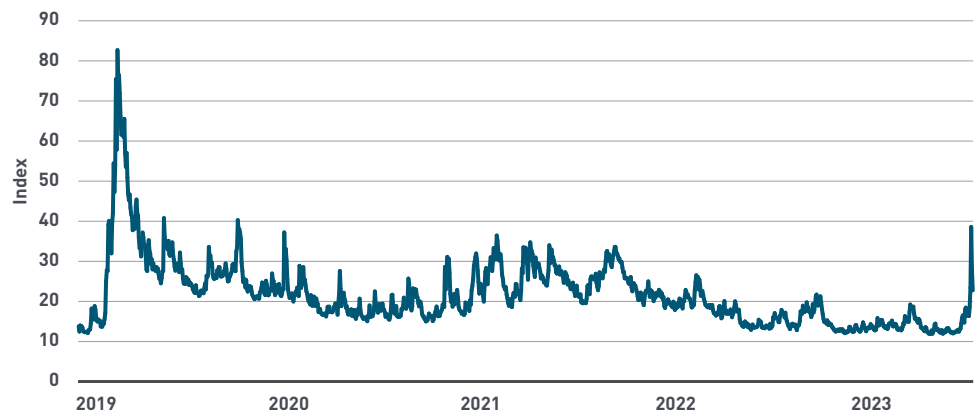
### Im Überblick

- Der VIX<sup>1</sup> signalisiert wachsende Unsicherheit.
- Die letzten Quartalszahlen der Unternehmen scheinen auf den ersten Blick ok, aber unter der Oberfläche lauern Probleme. Man fürchtet, dass es mit den KI-Investitionen nicht mehr so weitergehen kann.
- Für Anleger könnte das zu einer Herausforderung werden. Auf den Finanzmarktkapitalismus nach der internationalen Finanzkrise könnte jetzt eine Zeit mit höheren Kosten und mehr Volatilität folgen.

### Der VIX wird zur Parabel

In den letzten Tagen stieg der CBOE Volatility Index, besser bekannt als VIX, auf den höchsten Wert seit März 2020, als die Corona-Lockdowns begannen.

### Abbildung 1: Volatilitätsspitzen



Quelle: Bloomberg. Tagesdaten vom 31. Dezember 2019 bis zum 7. August 2024. CBOE: Chicago Board Options Exchange.

Im Leben, und ganz sicher an den Märkten, kommt Unsicherheit selten langsam und geordnet, sondern meist abrupt. Aber warum?

Vielleicht ist auch Ihr Posteingang so wie meiner voll mit Erklärungen, von Rezessionsrisiken in den USA über das Ende yenfinanzierter Carry Trades bis zur Vermutung, dass zu viel in KI-Infrastruktur investiert wurde. Sicher hat all das eine Rolle gespielt, und ich schreibe auch noch mehr dazu. Vielleicht übersehen Investoren dabei aber das wichtigere Signal, das der VIX zurzeit sendet.



### Puzzleleile

Auf den ersten Blick sind die Quartalszahlen der Unternehmen ok. Sieht man aber genauer hin, erkennt man in den Äußerungen der Geschäftsleitungen immer mehr Anzeichen für Probleme – vor allem in Branchen wie zyklische Konsumgüter, Grundstoffe, Energie und Investitionsgüter. Angesichts der noch immer hohen Preise für Basiskonsumgüter wie Lebensmittel und Wohnen überrascht das nicht. Sie zwingen die Haushalte, an anderer Stelle zu sparen. Hinzu kommen die überraschend schwachen Industrie- und Arbeitsmarktdaten.

Ähnlich wie Haushalte planen auch Unternehmen jährlich ihre Budgets und passen sie an. Weil sie schnell viel in KI investieren wollen, muss bei anderen Technologieausgaben gespart werden. KI könnte andere Softwareinvestitionen verdrängen. Das zeigte sich schon in den letzten Monaten, als viele gefährdete Softwarehäuser ihre Gewinnerwartungen verfehlt oder überraschend gesenkt haben.

Beim Thema KI fallen die enormen Infrastrukturinvestitionen der sogenannten Hyperscaler auf, der großen Cloud-Computing-Anbieter, die ihre KI-Infrastruktur ausbauen und noch höhere Investitionen planen. Natürlich profitieren IT-Infrastrukturanbieter davon, etwa die Hersteller von Chips, Servern, Elektrogeräten, Netzteilen und Ähnlichem. Wie gesagt – viele Unternehmen schichteten ihre Investitionen schnell von Software und anderen IT-Bereichen in KI um, aber eine echte Änderung der Geschäftsprozesse braucht Zeit. Die tatsächliche KI-Nutzung der Unternehmen hält mit den enormen Investitionen der Hyperscaler keinesfalls mit. Die KI-Investitionen werden sich unserer Ansicht nach in den nächsten Jahren auszahlen, doch ändert das nichts daran, dass vielleicht zu viel investiert wurde und die Investitionen nachlassen könnten. Das weckt Zweifel an den Umsatz- und Gewinnerwartungen der KI-Zulieferer. Die Geschichte zeigt, dass bei der Einführung neuer Technologien die erforderliche Infrastruktur meist überdimensioniert ist. Darüber schrieb ich schon letzten Dezember unter dem Titel [Was der Kapitalzyklus 2024 bewirken könnte](#).

Ich glaube aber, dass das nur Teile eines viel größeren Puzzles sind.

### Was die Volatilität wirklich signalisieren könnte

In der Marktwirtschaft geht es darum, Ressourcen dort einzusetzen, wo sie am dringendsten gebraucht werden. Damit sie funktioniert, müssen Investoren für die Dauer ihres Verzichts entschädigt werden. Sonst sind die Marktsignale fehlerhaft, und es kommt zu Fehlinvestitionen.

Viele scheinen vergessen zu haben, dass gerade erst eine Zeit mit künstlich niedrigen Zinsen zu Ende gegangen ist. Sie führte dazu, dass Kredite so billig waren wie seit 5.000 Jahren nicht mehr.

Louis-Vincent Gave von Gavekal Research zitierte gerade John Stuart Mills Studie über Kreditzyklen und Börsenkräche aus dem Jahr 1867: „*Ein Börsenkrach zerstört kein Kapital. Er zeigt nur, wie viel Kapital schon vorher durch hoffnungslos unproduktive Investitionen zerstört worden ist.*“

Durch zehn Jahre mit Nullzinsen und Quantitative Easing gab es so viele fremdfinanzierte Übernahmen, Dividendenerhöhungen und Aktienrückkäufe wie seit Jahren nicht mehr. Zugleich sorgten Produktionsverlagerungen ins Ausland für eine geringere Kapitalintensität und fallende Arbeitskosten. All dies ließ die Gewinnmargen auf ein Allzeithoch steigen. Aber diese Entwicklungen haben sich verlangsamt, wenn nicht umgekehrt.



Die Preise von Finanzaktiva bilden die künftigen Cashflow-Erwartungen ab. Zu Volatilitätsspitzen kommt es meist dann, wenn Anleger mit neuen Informationen konfrontiert werden, die die früheren Cashflow-Annahmen infrage stellen. Wir glauben aber, dass diese „neuen Informationen“, also die eben beschriebenen Teile des Puzzles, von Strategen und Kommentatoren heruntergespielt werden.

Vielleicht haben sie recht. Was wie Unordnung scheint, ist vielleicht nicht verstandene Ordnung. Was wäre, wenn wir es nicht mit akuten Gewinnproblemen zu tun haben, sondern mit chronischen Schwierigkeiten durch das neue Paradigma normalerer Kosten bei schwächerem Wachstum?

Wir glauben, dass die Volatilität dann nicht fallen, sondern steigen müsste. Ein kluger Investmentansatz könnte dann auf Einzelwertauswahl setzen und Titel meiden, hinter denen „unproduktive Investitionen“ und unrealistische Cashflow-Erwartungen stehen. Das könnte sich lohnen. ▲

### Anmerkung

<sup>1</sup> Der **CBOE Volatility Index (VIX)** gilt vielen als das weltweit wichtigste Maß der Aktienmarktvolatilität. Der VIX Index beruht auf den Echtzeitpreisen von Optionen auf den S&P 500 Index (SPX). Er soll abbilden, wie Anleger die erwartete 30-Tages-Volatilität am Aktienmarkt einschätzen. Oft wird der VIX Index als das „Angstbarometer“ des Marktes bezeichnet. Man kann nicht direkt in einen Index investieren.



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.**

**Hinweis für Anleger in Kanada:** 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. **Bahrain:** Dieses Dokument wurde nicht von der Zentralbank von Bahrain genehmigt, die auch nicht für dessen Inhalt verantwortlich ist. Im Königreich Bahrain werden diese Produkte nicht öffentlich angeboten. Dieses Dokument soll nur vom Empfänger gelesen werden und darf nicht an die Öffentlichkeit weitergegeben, ausgegeben oder ihr zugänglich gemacht werden. Die Zentralbank von Bahrain ist in keiner Weise für die Genauigkeit und Vollständigkeit der Aussagen und Informationen in diesem Dokument verantwortlich und erklärt ausdrücklich, keinerlei Haftung für jedwede Verluste zu übernehmen, die daraus entstehen, dass man sich auf den Inhalt dieses Dokuments ganz oder teilweise verlässt. Das Board und das Management des Herausgebers sind für die in diesem Dokument enthaltenen Informationen verantwortlich. Board und Management erklären, dass die in diesem Dokument enthaltenen Informationen nach ihrer Kenntnis und nach ihrem besten Wissen und Gewissen korrekt und frei von Auslassungen sind, die die Verlässlichkeit dieser Informationen beeinträchtigen können. Um dies zu gewährleisten, haben Board und Management mit gebührender Sorgfalt gehandelt. **Kuwait:** Dieses Dokument ist nicht für die Veröffentlichung in Kuwait bestimmt. Die hierin enthaltenen Informationen wurden nicht von der Kuwait Capital Markets Authority oder einer anderen zuständigen kuwaitischen Behörde für ein Angebot in Kuwait zugelassen. Diese Informationen werden in Kuwait weder privat noch öffentlich zugänglich gemacht. In Kuwait finden keine Werbemaßnahmen, Vertragsangebote oder Geschäftsanbahnungsaktivitäten statt mit dem Ziel, diese Informationen zu verbreiten. **Oman:** Für Einwohner des Sultanats Oman: Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind kein öffentliches Wertpapierangebot im Sultanat Oman gemäß dem Commercial Companies Law of Oman (Royal Decree 4/74) oder dem Capital Market Law of Oman (Royal Decree 80/98). Diese Informationen werden nur einem begrenzten Kreis von Unternehmen zugänglich gemacht, die als „Sophisticated Investors“ gelten (gemäß Artikel 139 der Executive Regulations of the Capital Market Law). Der Empfänger bestätigt, ein Sophisticated Investor zu sein, der die nötige Geschäfts- und Finanz erfahrung hat und die Chancen und Risiken einer Anlage einschätzen kann. **Südafrika:** Dieses Dokument wurde nicht vom Financial Services Board genehmigt. Weder MFS International (U.K.) Limited noch die einzelnen Fonds sind in Südafrika für den öffentlichen Vertrieb zugelassen. **Vereinigte Arabische Emirate (VAE):** Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen sind kein öffentliches Wertpapierangebot in den Vereinigten Arabischen Emiraten und sollen dies auch nicht sein, sodass sie nicht als solches verstanden werden sollten. Diese Informationen werden nur einem kleinen Kreis steuerbefreiter Investoren in den VAE zugänglich gemacht, die zu einer der folgenden Kategorien von Non-Natural Qualified Investors gehören: (1) Investoren, die ihre Anlagen selbstständig managen können, konkret (a) die Bundesregierung, lokale Regierungen, staatliche Stellen und Behörden oder Unternehmen im vollständigen Besitz einer dieser Institutionen, (b) internationale Institutionen und Organisationen oder (c) Personen, die eine Lizenz zur Ausübung geschäftlicher Tätigkeiten in den VAE haben, sofern Investieren ein Geschäftszweck dieser Personen ist, oder (2) Investoren, die von einem von der SCA zugelassenen Investmentmanager vertreten werden (jeder ein „Non-Natural Qualified Investor“). Diese Informationen und Daten wurden nicht von der Zentralbank der Vereinigten Arabischen Emirate, der Securities and Commodities Authority, der Dubai Financial Services Authority, der Financial Services Regulatory Authority oder einer anderen einschlägigen Zulassungsbehörde oder staatlichen Behörde der VAE (die „Behörden“) genehmigt, zugelassen oder registriert. Die Behörden sind in keiner Weise für Anlagen verantwortlich, die einer der genannten Empfänger in seiner Eigenschaft als Non-Natural Qualified Investor tätigt. **Saudi-Arabien:** Dieses Dokument darf im Königreich Saudi-Arabien nicht verbreitet werden, ausgenommen an Personen, die gemäß den Investment Funds Regulations der Capital Market Authority empfangsberechtigt sind. Die Capital Market Authority übernimmt keine Haftung für die Genauigkeit und Vollständigkeit dieses Dokuments und schließt explizit jegliche Haftung für Verluste aus, die dadurch entstehen, dass man dieses Dokument nutzt bzw. sich auf irgendeinen Teil dieses Dokuments verlässt. Potenzielle Käufer der hierin angebotenen Wertpapiere sollten die Richtigkeit der Informationen zu den Wertpapieren selbst überprüfen. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie einen zugelassenen Finanzberater konsultieren. **Katar:** Dieses Material bzw. dieser Fonds wird nur einer begrenzten Anzahl von Investoren angeboten, die willens und fähig sind, die Risiken einer Anlage in dieses Material bzw. diesen Fonds unabhängig zu prüfen. Dieses Material ist kein öffentliches Angebot und darf nur vom genannten Empfänger verwendet werden. Es darf an keine andere Person weitergegeben oder ihr gezeigt werden, mit Ausnahme von Mitarbeitern, Agenten oder Beratern im Zusammenhang mit der Prüfung durch den Empfänger. Dieser Fonds war und wird nicht bei der Zentralbank von Katar registriert. Auch ist keine Zulassung nach den Gesetzen des Staates Katar vorgesehen. In Katar werden keine Transaktionen vorgenommen. Alle Anfragen zum Material bzw. dem Fonds sollten an Ihren Ansprechpartner außerhalb Katars gestellt werden.