

Richtige Antworten, aber falsche Fragen

Autor



Robert M. Almeida, Jr.
Portfoliomanager und
Global Investment Strategist

Im Überblick

- Stellen Anleger die richtigen Fragen?
- Zinssenkungen sind kein Allheilmittel für gescheiterte Unternehmen.
- Auf die Fundamentaldaten kommt es an.

Sind das die richtigen Fragen?

2022 kehrte die Inflation zurück, und das mit Macht. Jetzt ist sie wieder gefallen, ebenso wie ihre manchmal irritierende Volatilität.

Ende April schrieb ich, dass die Inflation über den Markterwartungen lag. Wer Lebensmittel kaufen oder Stromrechnungen bezahlen musste, wusste schon damals länger, dass die Teuerung hoch war.

Auch in den letzten Wochen fielen Inflation und Markterwartungen auseinander, allerdings in entgegengesetzter Richtung. Direkte und indirekte Inflationsindikatoren waren überraschend niedrig. Deshalb ist jetzt wieder von Zinssenkungen die Rede.

Mehr und mehr rechnet man am Markt damit, dass die Fed im September oder wenige Monate später die Zinsen senkt. Ich halte diese Erwartungen nicht für falsch, aber vielleicht gibt es Wichtigeres. Sind „Wann kommt die erste Zinssenkung?“ und „Wie oft wird die Fed 2024 die Zinsen senken?“ wirklich die entscheidenden Fragen? Muss man die Antworten darauf kennen? Wird die 5-Jahres-Performance im Jahr 2028 wirklich davon abhängen, wann die Fed erstmals die Zinsen gesenkt hat?

Bessere Fragen

Andere Fragen könnten wichtiger sein. Warum muss die Notenbank die Geldpolitik überhaupt lockern? Und vor allem: Wessen Umsätze leiden eigentlich unter niedrigeren Güter- und Dienstleistungspreisen? Fallen bei niedrigeren Preisen auch die Kosten? Was bedeutet das für die Unternehmensgewinne? Und ist all das in den Aktienkursen bereits berücksichtigt?

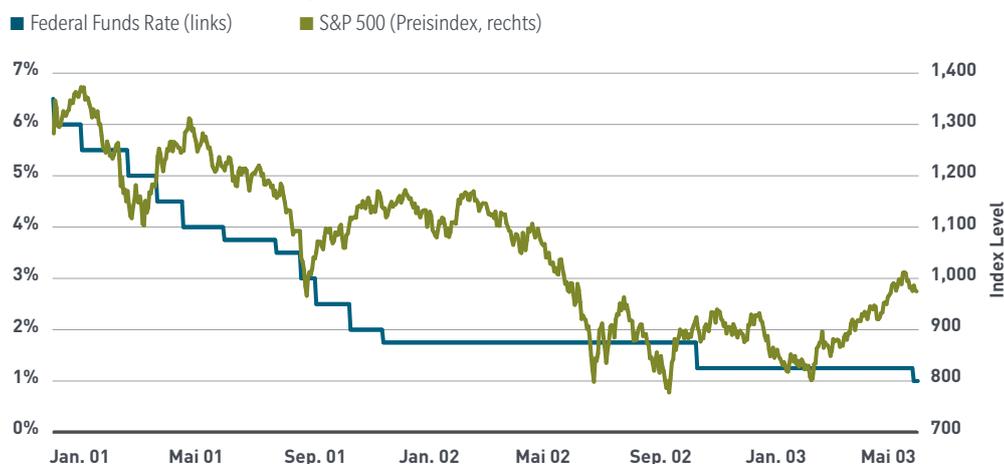
In aller Unschuld bewertet der Markt risikoreiche Titel jetzt höher, weil der Diskontfaktor fallen könnte. Dabei wird aber übersehen, was die zunehmende Konjunkturschwäche für die Fundamentaldaten der Unternehmen bedeutet. Sie bestimmen die Kurse.

Sehen wir uns einmal den Zinssenkungszyklus nach dem Ende des Technologiebooms in den späten 1990ern an.

Anfang 2001 erreichte die Federal Funds Rate mit 6% ihren Höchststand. Überrascht vom starken Wachstumseinbruch hat die Fed die Zinsen in den folgenden 18 Monaten massiv gesenkt, bis auf 1%. Der Aktienmarkt hatte seinen Tiefpunkt schon vor der vorletzten Zinssenkung überwunden; die Gewinne hatten ihren Tiefststand bereits erreicht und stiegen wegen der jetzt deutlich niedrigeren Kosten bereits wieder. Und doch fiel der S&P 500 Index um fast 40%.



Abbildung 1: Zinssenkungen halfen Aktien nach dem Platzen der Technologieblase nicht ...



Quelle: Bloomberg. Tagesdaten vom 2. Januar 2001 bis zum 30. Juni 2003.

Man könnte einwenden, dass die Bewertungen heute nicht so übertrieben sind wie damals. Das stimmt, und deshalb rechne ich auch nicht mit einem so starken Kurseinbruch. Man sieht aber, dass Leitzinssenkungen kein kurzfristiges Allheilmittel sind, wenn die operativen Gewinne enttäuschen. Die Bewertungen sind heute nicht so extrem wie in den 1990ern, als sie in den USA so hoch waren wie nie zuvor und auch nie wieder danach. Die Analysten rechnen aber mit einem hohen einstelligen Gewinnwachstum. Alles, was darunter liegt, wird die Anleger enttäuschen. Und sie haben durchaus Alternativen zu Aktien.

Interessant ist auch, was während des Zinssenkungszyklus Mitte der 2000er Jahre geschah, als die Immobilienmarktblase platzte. Zu Beginn der damaligen Rezession waren Aktien keineswegs teuer.

Wie die folgende Abbildung zeigt, erreichte die Federal Funds Rate Anfang 2008 mit 4,25% ihren Höchststand und fiel dann noch vor dem Jahresende auf 0%. Zugleich hat sich der S&P 500 fast halbiert.

Abbildung 2: ... und nach dem Platzen der Immobilienmarktblase ebenso wenig



Quelle: Bloomberg. Tagesdaten vom 31. Dezember 2007 bis zum 31. März 2009.



Was wirklich zählt

Seit 2022 sind Inflation und Geldpolitik die alles beherrschenden Themen. Vielleicht sind sie es auch schon länger, seit Beginn der Nullzinspolitik und des Quantitative Easings, das Kreditkosten auf ein 5.000-Jahres-Tief fallen ließ.

Der Rezenzeffekt (d.h. die Tendenz, die jüngsten Entwicklungen überzubewerten) und andere kognitive Verzerrungen können gefährlich sein. Manchmal können solche Denkfehler das wirklich Wichtige verdrängen oder zumindest verwässern. Und das sind beim Investieren zwei Dinge: Fundamentaldaten und künftige Cashflows.

Die richtigen Antworten auf die richtigen Fragen beziehen sich meiner Meinung nach auf den Endwert einer Anlage. Was genau macht ein Unternehmen? Wie reagiert es auf steigende Arbeitskosten, wenn die Güterpreise fallen? KI kann Effizienzgewinne und Einsparungen ermöglichen, aber könnte die Künstliche Intelligenz nicht auch neuen Wettbewerbern die Tür öffnen, die schon bald genauso gute oder gar bessere Produkte an den Markt bringen? Werden manche Geschäftsmodelle durch KI obsolet? Wie viele Schulden müssen Unternehmen in den nächsten Jahren refinanzieren und zu welchen Zinsen? Und ist das in den Modellen der Aktienanalysten berücksichtigt?

Ich glaube, dass schon bald wieder die Fundamentaldaten die Kurse bestimmen werden – und nicht etwa die Diskontfaktoren oder irgendwelche Entscheidungen der Geldpolitik. Wenn ein Unternehmen gescheitert ist, sind die Notenbanken machtlos. ▲



„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.

Der **S&P 500 Index** bildet den US-Aktienmarkt umfassend ab. 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.

GLOBAL 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.

Hinweise für Anleger in Kanada: Herausgegeben in Kanada von 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. +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. **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.