

Strategische Vorbereitung

Was tun bei Unsicherheit und kognitiven Verzerrungen?

Autor



Robert M. Almeida
Portfoliomanager und
Global Investment Strategist

Im Überblick

- Wer erfolgreich investieren will, muss gut vorbereitet sein und die fundamentalen Ertragsfaktoren jedes Unternehmens genau verstehen.
- Kognitive Verzerrungen wie Bestätigungsfehler (Confirmation Bias), Herdentrieb, Verlustaversion (Loss Aversion) und Ankereffekt (Anchoring) können bewirken, dass Anleger Wichtiges übersehen. Das bleibt nicht ohne Folgen für ihre Entscheidungen und kann zu Fehleinschätzungen von Marktsignalen und Korrelationen zwischen den Assetklassen führen.
- Letztlich sind Aktien und Anleihen Ansprüche an dieselben Unternehmensaktiva. Umso wichtiger ist es, die Zusammenhänge und Korrelationen zwischen den beiden Assetklassen genau zu verstehen und mögliche kognitive Verzerrungen zu erkennen. Gerade in unsicheren Zeiten erfordert das umfangreiche Stresstests und assetklassenübergreifende Zusammenarbeit.

Investieren ist nicht einfach. Große Investoren haben dennoch gezeigt, dass langfristiger Erfolg möglich ist. Wissenschaftler und Anhänger des passiven Investierens mögen Mehrertrag mit Glück erklären. Aber wie sagte schon Louis Pasteur: „Der Zufall begünstigt den vorbereiteten Geist.“ (*Le hasard ne favorise que les esprits préparés.*)

Für Investoren bedeutet Vorbereitung, die fundamentalen Ertragsfaktoren genau zu analysieren. Das erfordert umfangreiche Vergangenheitsdaten zu allen Aspekten des Unternehmens und seiner Branche, etwa zur Preiselastizität der von ihm produzierten Güter in unterschiedlichen Konjunkturszenarien. Ebenso wichtig sind Informationen zu Produktionsmethoden und Produktionsstandorten, Kostenrisiken und die Stabilität in Krisenzeiten. Zum Schluss muss man die Verteilungsfunktion der langfristigen Cashflows schätzen – und sie mit dem vergleichen, was die Aktien- und Unternehmensanleihenkurse abbilden.

Die Vergangenheit lehrt uns aber, dass trotz größter Sorgfalt oft Fehler passieren, weil Anleger irgendetwas übersehen. Es ist schon schwierig genug, etwas zu analysieren, was man nicht kennt. Wenn außerdem kognitive Verzerrungen zu einer fehlerhaften Informationsverarbeitung führen, wird es noch komplizierter.

Einige der häufigsten Verzerrungen beim Investieren sind der Bestätigungsfehler, der Herdentrieb und die Verlustaversion. Auch der Ankereffekt, also die Tendenz, Altbekanntes bei Entscheidungen überzubewerten, könnte für Unternehmensanleiheninvestoren bald wichtig werden.



Rechtsansprüche auf gleiche Aktiva

Wegen der unterschiedlichen Auszahlungsstruktur sind Aktien und Unternehmensanleihen für Investoren völlig zu Recht zwei verschiedene Dinge. Als Aktionär ist man Miteigentümer eines Unternehmens. Die Aktienkurse hängen davon ab, wie Investoren den Gegenwartswert künftiger Gewinne und den Liquidationswert der materiellen und immateriellen Aktiva einschätzen. Anleihen hingegen sind Kreditverträge; man leiht Unternehmen Geld gegen das Versprechen regelmäßiger Zinsen und der Rückzahlung zu einem vorher festgelegten Zeitpunkt. Bei Zahlungsschwierigkeiten des Unternehmens werden die Ansprüche der Anleihegläubiger zuerst bedient.

Aktien habe ich mir immer als Kaufoption auf die Aktiva und den möglichen Kapitalertrag eines Unternehmens vorgestellt – und Anleihen als den Verkauf einer Verkaufsoption auf diese Aktiva an die Eigentümer. Die Ausübungspreise sind zwar unterschiedlich und hängen auch von der Optionslaufzeit ab, beruhen aber letztlich auf den gleichen Faktoren. Dazu zählen die Volatilität bzw. das Risiko des Geschäftsmodells, die kurz- und langfristigen Verbindlichkeiten, das operative und finanzielle Know-how der Geschäftsleitung sowie die geistigen Eigentumsrechte und die Sachwerte des Unternehmens.

Der Ankereffekt in der Praxis

Der Inflationsschock von 2022 ließ die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen nach oben schnellen. Seitdem habe ich immer wieder gelesen und gehört, dass sie sich bald wieder „normalisieren“ werde. Aber was ist normal? Da Aktien und Anleihen vertragliche Ansprüche an die gleichen Aktiva sind, sollten sie langfristig positiv korreliert sein – und oft waren sie es auch. Die Korrelation war zwar meist niedrig und ermöglichte langfristige Diversifikation. Negativ war sie aber nur selten, anders als viele noch immer behaupten und erwarten.

Das Quantitative Easing der 2010er ließ nicht nur Aktien und Unternehmensanleihen ungewöhnlich stark steigen, sondern verzerrte auch die Kursbewegungen und führte zu einer negativen Korrelation zwischen den beiden Assetklassen. Wer sich zu dieser Zeit erstmals mit Asset-Allokation beschäftigt hat, könnte daher heute etwas für normal halten, das nur die Folge künstlich niedriger Zinsen war – der niedrigsten seit mindestens 5.000 Jahren.

Dieser Ankereffekt könnte bewirken, dass Unternehmensanleiheninvestoren aus der Aktienmarktentwicklung die falschen Schlüsse ziehen.

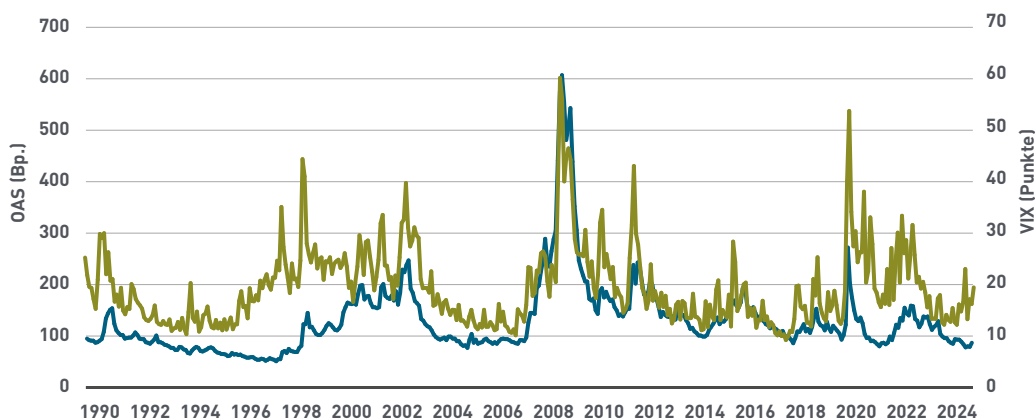
Spreadausweitung und Aktienmarktvolatilität gehen oft Hand in Hand

Da Unternehmensanleihen und Aktien Ansprüche an die gleichen Aktiva sind, sollte die Korrelation zwischen dem VIX – dem für Anleger wohl wichtigsten Maß für die US-Aktienmarktvolatilität – und den Spreads amerikanischer Investmentgrade-Anleihen eigentlich positiv sein (Abbildung 1).



Abbildung 1: Hohe Aktienmarktvolatilität, aber nur moderate Spreadveränderungen

■ Bloomberg US Aggregate Corporate, OAS (links) ■ CBOE VIX Index (rechts)



Quellen: Bloomberg, Chicago Board Options Exchange (CBOE). Monatsdaten vom 31. Januar 1990 bis zum 28. Februar 2025.

Aber dieses Jahr war es anders. Aktien sind zwar volatil geworden, aber die Credit Spreads blieben niedrig. Welcher Markt hat recht? Zwei Überlegungen halte ich für wichtig.

Erstens: Größere, liquidere Assetklassen sind meist effizienter als kleinere, weniger liquide. Das Aktiensignal dürfte daher aussagekräftiger sein als das Unternehmensanlehensignal.

Zweitens: Seit ich in der Finanzbranche arbeite, habe ich den Eindruck, dass Anleiheninvestoren die geborenen Pessimisten und Aktieninvestoren Optimisten sind. Auch wenn sich die Risiko-Ertrags-Profile der beiden Assetklassen unterscheiden, halte ich beide Zuschreibungen für falsch. Vereinfacht gesagt, analysieren Credit-Investoren Cashflows und schätzen die Wahrscheinlichkeit, dass ein Coupon ausfällt. Aktieninvestoren schätzen hingegen Gewinne, also Umsätze abzüglich Kosten, Abschreibungen und Ähnlichem. Beide analysieren also dasselbe Unternehmen, aber aus unterschiedlichen Blickwinkeln. Sie betrachten verschiedene Dinge und entwickeln daher unbewusst unterschiedliche kognitive Verzerrungen.

Vielleicht verallgemeinere ich jetzt etwas zu sehr, aber die jüngsten Aktienverluste haben viel damit zu tun, dass Anleger die Auswirkungen von Zöllen auf Umsätze, Kosten und Gewinne prognostizieren und deshalb eine Rezession für wahrscheinlicher halten. Natürlich haben die Aktienmärkte zuerst reagiert. Wenn die Aktieninvestoren recht haben, werden zwangsläufig die Fremdkapitalquoten der Unternehmen und die Ausfallwahrscheinlichkeiten ihrer Anleihen steigen. Dann weiten sich auch die Spreads aus.

Fazit

Wir können die Zukunft nicht vorhersagen, aber wir können uns ein Bild von ihr machen. Anleger sollten auf unterschiedliche Entwicklungen vorbereitet sein.

Natürlich wird man weiterhin Stresstests vornehmen und überlegen, wie sich die Kostenstruktur eines Unternehmens bei höheren Zöllen und schwächerem Wachstum verändert. Dennoch glaube ich, dass der Zufall am Ende jene Investoren begünstigen wird, die am besten vorbereitet sind, Informationsverzerrungen erkennen und ihre Aktien- bzw. Anleihenkollegen um Hilfe bitten. ▲

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. In Katar ist dieses Dokument ausschließlich erfahrenen Anlegern und vermögenden Privatpersonen vorbehalten.

Hinweis für Anleger in Kanada: Herausgegeben 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. +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. **Für Anleger in Saudi-Arabien, Kuwait, Oman und den Vereinigten Arabischen Emiraten (ohne DIFC und ADGM). In Katar ausschließlich für erfahrene Anleger und vermögende Privatpersonen. In Bahrain nur für erfahrene Institutionen: Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind ausschließlich für professionelle Anleger bestimmt.** Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen kein Angebot, keine Einladung oder keinen Vorschlag zur Abgabe eines Angebots, keine Empfehlung zur Beantragung oder eine Meinung oder Beratung zu einem Finanzprodukt, einer Finanzdienstleistung und/oder einer Finanzstrategie dar und sollten auch nicht als solches ausgelegt werden. Obgleich wir davon ausgehen, dass diese Informationen korrekt sind, übernimmt MFS keine Garantie oder Gewährleistung dafür, dass sie frei von Fehlern, Irrtümern oder Auslassungen sind, oder für auf dieser Grundlage erfolgte Handlungen. Die Informationen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. MFS übernimmt keine Haftung für direkte oder indirekte Verluste oder Folgeschäden, die aus der Verwendung dieses Dokuments oder dem Vertrauen darauf entstehen. Dieses Dokument darf (ganz oder in Teilen) ohne die ausdrückliche Zustimmung von MFS International (U.K.) Ltd (MIL UK) nicht vervielfältigt, weiterverbreitet und verwendet werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen dienen nur zur Information. Es ist nicht für die Öffentlichkeit bestimmt und sollte nicht öffentlich verteilt oder verwendet werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen können Aussagen enthalten, die nicht vergangenheitsbezogen, sondern zukunftsgerichtet sind. Hierzu zählen unter anderem Projektionen, Prognosen und Schätzungen des laufenden Ertrags. Diese zukunftsgerichteten Aussagen basieren auf bestimmten Annahmen, von denen einige in anderen einschlägigen Dokumenten oder Materialien beschrieben sind. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie einen zugelassenen Finanzberater konsultieren. Bitte beachten Sie, dass alle vom Herausgeber (MIL UK) gesendeten Materialien elektronisch aus dem Ausland gesendet wurden. **Südafrika:** Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen sind nicht als öffentliches Wertpapierangebot in Südafrika gedacht, stellen kein solches Angebot dar und sollten daher auch nicht als solches ausgelegt werden. Dieses Dokument ist nicht für die allgemeine öffentliche Verbreitung in Südafrika bestimmt. Dieses Dokument wurde nicht von der Financial Sector Conduct Authority genehmigt. Weder MFS International (U.K.) Limited noch die einzelnen Fonds sind in Südafrika für den öffentlichen Vertrieb zugelassen.