

Warum es immer wichtiger wird, tiefer in den Werkzeugkasten zu greifen

Autor



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

Im Überblick

- Steigende Bewertungen und sinkende Risikoprämien lassen Aktien teuer erscheinen
- Wer die Fehler der Bewertungskennzahlen kennt, ist im Vorteil
- Das aktuelle Umfeld scheint das recht hohe Kurs-Umsatz-Verhältnis nicht zu rechtfertigen

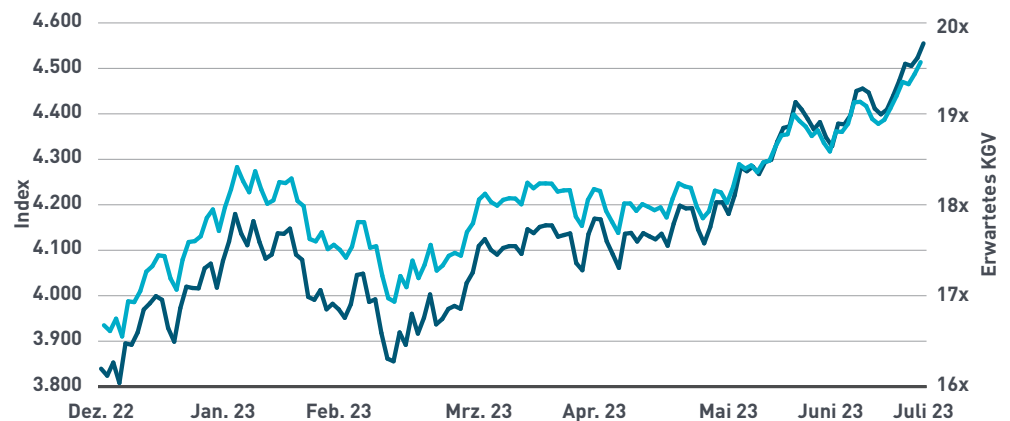
Steigende Bewertungen und sinkende Risikoprämien

Der Enthusiasmus für Künstliche Intelligenz, rückläufige Inflationszahlen und bessere Konjunkturdaten als befürchtet haben zum Anstieg der globalen Aktienmärkte in diesem Jahr beigetragen.

Zugleich sind die Gewinnwachstumserwartungen schwach; zum Teil rechnet man sogar mit leichten Rückgängen. Da die Aktienkurse steigen, die Gewinnerwartungen aber nicht, haben die Bewertungen zugelegt (Abbildung 1). Investoren zahlen mehr, obgleich die Gewinne nicht steigen.

Abbildung 1: Mehr für weniger

■ Kursentwicklung des S&P 500 (linke Skala) ■ Erwartete KGVs des S&P 500 (rechte Skala)

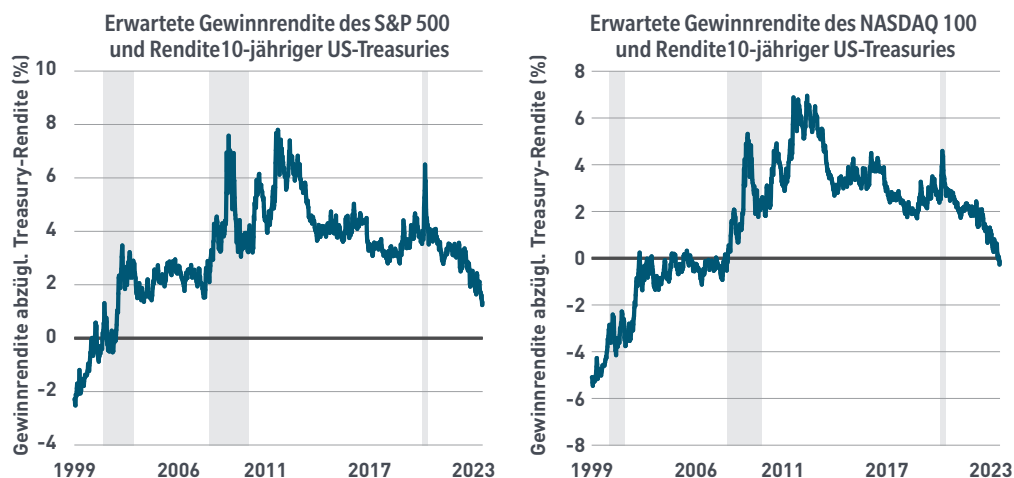


Quelle: FactSet. Auf Basis von Tagesdaten vom 30. Dezember 2022 bis zum 18. Juli 2023. Erwartetes Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) auf Sicht von zwölf Monaten.

Die Risikoprämien sprechen die gleiche Sprache. Der erwartete Renditevorteil von Aktien gegenüber Staatsanleihen lag im langfristigen Durchschnitt bei 3% bis 5%. Da die Zinsen jetzt wieder normaler sind, die Marktzinsen den Leitzinsen folgen, die ab 2022 angehoben wurden, und Aktien in diesem Jahr stark gestiegen sind, sind die Risikoprämien jetzt so niedrig wie zuletzt während der Internetblase. Die rechte Abbildung zeigt die negative Risikoprämie für den technologielastigen Nasdaq 100.



Abbildung 2: Die Risikoprämien sind zu niedrig



Quelle: FactSet. Auf Basis von Monatsdaten vom 31. Dezember 1999 bis zum 14. Juli 2023. Erwartete Gewinnrendite: $1 / (f\text{ür die nächsten 12 Monate erwartetes KGV})$. Grau unterlegte Bereiche zeigen US-Rezessionen.

Was wir von George Box lernen können

Viele der heutigen Investoren (professionelle ebenso wie private) haben ein solches Marktumfeld noch nie erlebt. Sie kennen nur steigende Märkte und ein System, das die Privatisierung von Gewinnen und Vermögen sowie die Vergesellschaftung von Kapitalverlusten in längeren schwierigen Marktphasen ermöglicht.

Da viele Investoren zurzeit alle Warnsignale ignorieren, sollten wir das Ganze vielleicht einmal aus einer anderen Perspektive betrachten.

Der berühmte britische Statistiker George Box hielt alle Modelle für naturgemäß fehlerhaft, weil sie auf der Vergangenheit beruhen. Er meinte aber auch, dass es von Vorteil sei, diese Fehler zu kennen. Dann könne man nämlich die Gewichtung der einzelnen Parameter abhängig vom prognostizierten oder wahrgenommenen Umfeld variieren und Vergleiche mit der Vergangenheit anstellen.

Kurs-Umsatz-Verhältnis

Ich habe vorhin schon die Internetblase erwähnt. Da sie bereits vor zwanzig Jahren geplatzt ist, waren viele der derzeitigen Investoren damals noch keine, aber den meisten von ihnen sind sie und das damalige Umfeld ein Begriff.

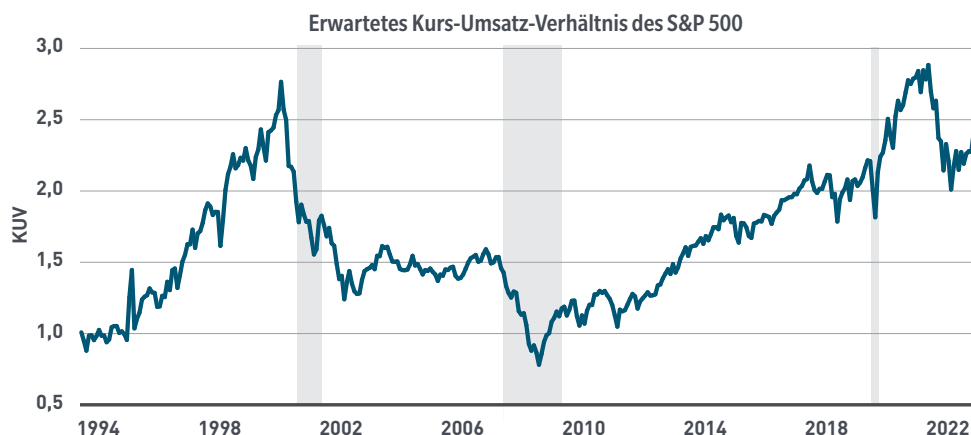
Woran man sich meist erinnert, sind die außergewöhnlich hohen Bewertungen von Unternehmen mit einem „.com“ oder „.net“ im Namen. Der enorme Kapitalzyklus, der durch das Internet entstanden ist, wird aber häufig vergessen. Für jeden Schreibtisch wurde ein Computer angeschafft und mit anderen über das Internet verbunden. Dank dieser Unternehmensinvestitionen sind Wirtschaft und Umsätze enorm gewachsen. Aber dessen ungeachtet waren die Bewertungen exorbitant, sodass Aktien trotz des gigantischen Wachstums sehr teuer waren, sogar gemessen am Kurs-Umsatz-Verhältnis.



Der Zyklus nach 2008 war dagegen völlig anders. Er hatte nichts mit Unternehmensinvestitionen zu tun. Deflationsangst, nachlassende Umlaufgeschwindigkeit des Geldes und schwache Endverbrauchernachfrage sorgten dafür, dass die Unternehmen ihr Kapital nicht in Anlagegüter (z.B. Ausstattung) investierten, sondern stattdessen eigene Aktien zurückkauften, höhere Dividenden ausschütteten oder andere Unternehmen übernahmen. Die Folge war der schwächste Konjunkturzyklus seit über 100 Jahren, und das Umsatzwachstum war so dürftig wie noch nie. Dennoch entwickelten sich Aktien phantastisch, weil die Unternehmen durch Kosteneinsparungen bei zugleich fallenden Zinsen, die Auslagerung von Arbeit in Niedriglohnländer und immer weniger Anlageinvestitionen ihre Rentabilität steigern konnten. Aber diese Phase ging 2022 zu Ende, und mit den günstigen Auswirkungen der niedrigen Zinsen auf die Gewinne, den Auslagerungen und den zu geringen Investitionen ist es jetzt nicht nur vorbei. Hier sind sogar gegenläufige Trends entstanden.

Da viele Aktieninvestoren kurzfristig denken und weder nach links noch nach rechts schauen, könnten die auf Sicht der nächsten zwölf Monate erwarteten KGVs und Gewinnrenditen die Risiken verharmlosen. Ganz im Sinne von George Box zeigt Abbildung 3 die Entwicklung des Kurs-Umsatz-Verhältnisses des S&P 500 seit Mitte der 1990er-Jahre.

Abbildung 3: Kurs-Umsatz-Verhältnis unterhalb des Spitzenwerts, aber immer noch hoch



Quelle: FactSet. Auf Basis von Monatsdaten vom 31. Januar 1994 bis zum 30. Juni 2023. Auf Sicht von zwölf Monaten erwartetes KUV. Grau unterlegte Bereiche zeigen US-Rezessionen.

Wie ich oben bereits geschrieben habe, waren Aktien selbst gemessen an dieser wachstumsabhängigen Kennzahl in den 1990ern trotz des starken Wachstums teuer. Angesichts des schwachen Wirtschafts- und Umsatzwachstums während des Zyklus nach 2008 überrascht es wenig, dass das KUV danach wieder gestiegen ist – auf Werte wie zuletzt auf dem Höhepunkt der Internetblase. 2021 ist es wegen des Wachstumsschubs nach den Lockdowns (ausgelöst von den staatlichen und geldpolitischen Maßnahmen) ein wenig zurückgegangen. Seitdem hat die Dynamik aber nachgelassen, und weil die Aktienkurse in diesem Jahr gestiegen sind, hat auch das KUV wieder zugelegt.



Fazit

Gemessen an traditionellen Kennzahlen sind Aktien hoch bewertet. Das große Ganze ist allerdings komplexer. Die Zeit der niedrigen Kapitalkosten ist vorbei und die hohen aufgelaufenen Schulden werden teuer refinanziert werden müssen. Das belastet den freien Cashflow. Auch die niedrigen Lohnkosten gehören der Vergangenheit an. Die Lieferketten sind nicht mehr überlastet, und es wird wieder mehr in nachhaltigere Geschäftsprozesse investiert.

George Box hat gesagt, dass Modelle grundsätzlich falsch, aber einige von ihnen nützlich sind. Ich denke, das gilt auch für Bewertungsmodelle. Jeder Konjunkturzyklus und jedes Marktumfeld ist anders. Diese Besonderheiten bestimmen, wie nützlich Bewertungskennzahlen sind und sind der Grund dafür, dass man verschiedene Parameter betrachten und ihre Fehler kennen sollte.

Wir stehen am Beginn einer neuen Zeit: Kapital und Arbeit sind so knapp wie zuletzt 2008; nicht alle Unternehmen werden genug verdienen können, um ihre neuen oder wieder normalen Faktorkosten bezahlen zu können; Zahlungsausfälle, Kapitalrestrukturierungen und Konkurse werden zunehmen. Um gut durch diese neue Zeit zu kommen, braucht man andere Werkzeuge als zuletzt. George Box würde vermutlich sagen, dass man immer daran denken muss, dass alle Bewertungs- und Fundamentalanalysemodelle fehlerhaft sind, aber einige von ihnen nützlich. Um diesen Zyklus zu meistern, werden Investoren viel mehr Hausaufgaben machen müssen. Dabei könnten sie es hilfreich finden, eine Vielzahl von Werkzeugen für die Analyse der Bewertung und der Fundamentaldaten zu nutzen. Investoren werden viel mehr Hausaufgaben machen müssen und könnten es nützlich finden, viele Werkzeuge für die Analyse nicht nur der Bewertung, sondern auch der Fundamentaldaten zu nutzen, um diesen Zyklus zu meistern. ▲

Kurs-Gewinn-Verhältnis: Quotient aus Aktienkurs eines Unternehmens und dessen Gewinn je Aktie.

Kurs-Umsatz-Verhältnis: Kennzahl für den Wert eines Unternehmens im Verhältnis zur Summe seiner jüngsten Jahresumsätze

Der **S&P 500 Index** bildet die Wertentwicklung der 500 größten börsennotierten US-Aktien ab.

Der **Nasdaq 100** besteht aus den 100 größten NASDAQ-Aktien (ohne Finanzaktien).

„Standard & Poor's“SM und „S&P“SM 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.

Die hier dargestellten Meinungen sind die des Autors/der Autoren und können sich jederzeit ändern. Sie dienen ausschließlich Informationszwecken und dürfen nicht als Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf eines Wertpapiers 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 2826 12800. Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Investoren gemäß lokalen Bestimmungen. Andere dürfen sich nicht auf das Dokument 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 tätigen 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 regulierte 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.