



„Billig ist nicht immer günstig“

27.01.2022 - Thomas Lehr

Im neuen Jahr gab es eine Korrektur an den Börsen. Ein Interview mit Kapitalmarktstrategie Thomas Lehr über die Auswirkungen steigender Zinsen - und die Risiken der Schnäppchenjagd.

Herr Lehr, an den Börsen ging es zuletzt wieder etwas turbulenter zu. Welche Rolle spielen dabei die Notenbanken?

Vor allem die US-Notenbank wird ihre Geldpolitik etwas weniger expansiv ausrichten, sprich, sie wird Anleihekäufe stoppen und die Zinsen anheben. Es gibt nicht wenige Anleger, für die es ausgemachte Sache ist, dass Aktienkurse vor diesem Hintergrund fallen müssen. Ich wäre da etwas zurückhaltender. Die Erwartungen steigender Zinsen liefert wohl eher ein willkommenes Argument, nach vielen Quartalen kräftiger Kurszuwächse auch einmal Gewinne mitzunehmen. Insofern sind die steigenden Zinsen vielleicht Auslöser, aber nicht ein zwingender, fundamental herleitbarer Grund für fallende Aktienkurse.

Vor allem Technologieaktien waren zuletzt betroffen.

Stimmt. Wobei es unter den Technologiewerten riesige Unterschiede gibt. Im Segment tummeln sich globale Marktführer mit sehr berechenbaren, konstanten laufenden Erträgen und prall gefüllten Kassen, aber auch Unternehmen, die kaum der „Start-Up-Phase“ entwachsen sind und bisher noch nie schwarze Zahlen geliefert haben. Vielen von Ihnen wird es möglicherweise auch nie gelingen.



Es heißt, junge Technologieunternehmen seien besonders anfällig gegen steigende Zinsen. Und hier fiel hier die Korrektur besonders kräftig aus.

Es wird gerne darauf verwiesen, dass diese Firmen große Teile ihrer künftigen Erträge erst in weiter Zukunft erwirtschaften und diese für die Berechnung des fairen Wertes einer Aktie nun mit einem höheren Zins in die Gegenwart diskontiert werden müssen. Das klingt tatsächlich erst einmal so, als leite sich daraus eine besonders hohe Anfälligkeit für Kursrückschläge bei steigenden Zinsen ab. Gerade bei den Technologieunternehmen aus der zweiten Reihe, die, wie Sie richtig sagen, bereits seit Monaten scharf korrigieren, läuft diese Begründung aber ins Leere.

Inwiefern?

Der Diskontsatz, mit dem künftige Erträge abgezinst werden, ist eben nicht nur der sogenannte „risikofreie Zins“. Sie wollen als Anleger für das unternehmerische Risiko, das Sie eingehen, entlohnt werden und verlangen deswegen einen Risikoaufschlag. Gerade bei jungen, innovativen Unternehmen, deren Ertragslage in der Zukunft noch mit hohen Unsicherheiten verbunden sind, ist diese Risikoprämie meist relativ hoch und damit der viel entscheidendere Faktor. Verlangen Sie beispielsweise eine Risikoprämie von fünf oder sechs Prozent, dann ist es beinahe nebensächlich, ob dazu ein risikofreier Zins von zwei Prozent oder von 2,5 Prozent addiert wird. Da viele Anleger den tiefen Zins in den USA ohnehin nicht als nachhaltig angesehen haben, darf ohnehin bezweifelt werden, ob dieser tatsächlich jemals Teil einer realistischen Bewertung war. Aber selbst, wenn: Wer bisher von zwei Prozent risikofreiem Zins ausgegangen war und diese Erwartung nun auf 2,5 Prozent anhebt, der wird bei einer Bewertung gerade von Technologieunternehmen mit hoher Risikoprämie heute nicht substanziell zu einem anderen „fairen Wert“ kommen. Kursrückschläge von 50 Prozent und mehr, wie wir sie in diesem Segment zuletzt gesehen haben, lassen sich damit jedenfalls nicht erklären.

Sinkende Kurse können auch Einstiegschancen bieten. In vielen Medien ist bereits von einer „Rotation“ die Rede. „Value-Aktien“ sollen profitieren, während „Growth“-Titel weniger gefragt sind. Was steckt dahinter?

Im Bereich „Value“ findet man im Gegensatz zum Bereich „Growth“ oftmals Titel, die – wie der Name schon sagt – nicht von einem stetigen Wachstum, sondern einer niedrigen Bewertung profitieren. Die optisch niedrige Bewertung lässt viele Anleger vermuten, dass „Value-Titel“ besonders „billig“ seien. Als Beleg werden gerne Finanzkennzahlen wie etwa das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), das Kurs-Cashflow-Verhältnis (KCV) oder hohe Dividendenrenditen ins Feld geführt.

Lohnen solche „Schnäppchen“?

Tatsächlich ist die niedrigere Bewertung nicht selten Ausdruck eines höheren Risikos, das mit der Konjunkturabhängigkeit dieser Werte einhergeht. Professionelle Anleger verlangen daher einen höheren Risikoaufschlag, der im Umkehrschluss zu niedrigeren Gewinn- oder Umsatzmultiplikatoren führt. Die Titel erscheinen zwar „billiger“, sind aber nicht zwangsläufig „preiswerter“.

Warum?



Aufgrund der konjunkturellen Abhängigkeit sind langfristig zuverlässige Ertragsprognosen in diesem Segment oftmals schwieriger als in zuverlässig wachsende Unternehmen, die übrigens nicht nur im Technologiesektor, sondern durchaus auch im Bereich der Basiskonsumwerte zu finden sind. Überspitzt formuliert: „Value“ im Sinne von „Wert“ findet sich in „Growth“ oftmals leichter als in „Value“.

Aber die Kennzahlen sprechen doch für einen Kauf?

Wir raten davon ab, sich bei der Aktienausswahl allein auf KGV und ähnliche Kennzahlen zu konzentrieren. Dazu kommt: In Zeiten negativer Realzinsen reichen Anleihen für den Kaufkrafterhalt eines Vermögens nicht aus. Man braucht dazu eine deutlich höhere Aktienquote. Für viele Anleger sind die Schwankungen, die damit nun einmal einhergehen, ein Problem. Wer innerhalb der Aktienquote nun auch noch Unternehmen hoch gewichtet, deren Abhängigkeit zur Konjunktur besonders hoch ist, nur weil sie optisch „billig“ aussehen, tut sich damit oft keinen Gefallen.

Wenn die wirtschaftliche Entwicklung nicht so positiv verläuft, wie erwartet...

...dann trifft es das Portfolio besonders hart. Selbst, wenn die Zeichen scheinbar eindeutig auf Konjunkturerholung stehen, sollte man sich bei der Zusammensetzung des Portfolios immer auch die Frage stellen: „Was, wenn es anders kommt?“. Ein solides Depot sollte keine Schlagseite haben – schon gar nicht eine in Richtung „Konjunkturerholung“. Abgesehen davon ist „billig“ alleine ohnehin kein überzeugendes Qualitätsprädikat.

Herr Lehr, wir danken für das Gespräch.



Über die verfassende Person

Thomas Lehr

Kapitalmarktstrategie bei der Flossbach von Storch AG.

RECHTLICHER HINWEIS

Diese Veröffentlichung dient unter anderem als Werbemitteilung.

Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen von Flossbach von Storch zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Zukunftserwartung von Flossbach von Storch wider, können aber erheblich von den tatsächlichen Entwicklungen und Ergebnissen abweichen. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann keine Gewähr übernommen werden. Der Wert jedes Investments kann sinken oder steigen und Sie erhalten möglicherweise nicht den investierten Geldbetrag zurück.

Mit dieser Veröffentlichung wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet. Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Sie ersetzen unter anderem keine individuelle Anlageberatung.

Diese Veröffentlichung unterliegt urheber-, marken- und gewerblichen Schutzrechten. Eine Vervielfältigung, Verbreitung, Bereithaltung zum Abruf oder Online-Zugänglichmachung (Übernahme in andere Webseite) der Veröffentlichung ganz oder teilweise, in veränderter oder unveränderter Form ist nur nach vorheriger schriftlicher Zustimmung von Flossbach von Storch zulässig.

Angaben zu historischen Wertentwicklungen sind kein Indikator für zukünftige Wertentwicklungen.



© 2024 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.