

## Sind wir schon so weit?

### Autor



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

### Im Überblick

- Eine Marktrallye ist ein Ereignis, ein Markttief ist ein Prozess.
- Für ein Markttief müssen noch mehr Anleger kapitulieren.

Als der S&P 500 Index von Mitte Juni bis Ende Juli über 12% verlor, fragten sich die ersten Investoren, ob das der Tiefpunkt sei. Natürlich weiß man das erst hinterher. Aber manche Beispiele aus der Vergangenheit können uns vielleicht weiterhelfen.

- Eine Marktrallye ist ein Ereignis, ähnlich fast wie eine Party. Wenn die Kurse immer weiter steigen, wollen alle dabei sein. Wer zu spät kommt, weiß zwar nicht, was gefeiert wird, will aber nichts verpassen. An das Morgen verschwendet man keinen Gedanken.
- Ein Markttief ist eher ein Prozess als ein Ereignis. Wie nach einem Kater braucht die Erholung Zeit, und oft fühlt man sich hinterher schlecht. Bei fallenden Kursen wird bestraft, wer sich zu hoch verschuldet hat und nicht früh genug ausgestiegen ist. Man denke etwa an die Jahre 2000 bis 2002 – die Zeit nach dem Platzen der Internetblase – oder die Jahre 2008 und 2009 nach der internationalen Finanzkrise.

Die Wertpapierstatistik zeigt, dass institutionelle Investoren wie Publikums-, Hedge- und Pensionsfonds 2021 und 2022 massiv Risiken abgebaut haben. Aber amerikanische Haushalte halten so viele Aktien wie selten zuvor, schreibt die Fed. Fallende Kurse waren stets eine Art Reinigung, unter der alle Beteiligten leiden. Aber ist sie schon vorbei?

### Zu große Ungleichgewichte

Konjunkturzyklen enden meist dann, wenn die Ungleichgewichte zu groß geworden sind und plötzlich korrigiert werden. Ende der 1990er-Jahre gab es vor allem im Technologiesektor Übertreibungen. Wir hatten zu viele Computer und Router gebaut und zu viele Glasfaserkabel verlegt. Das hat den Internetboom angeheizt. Zur Jahrtausendwende wurden die Exzesse schmerzhaft korrigiert, in der Wirtschaft im Allgemeinen und im Technologie- und Internetsektor im Besonderen. Nur wenige Jahre später entstand eine neue Preisblase. Diesmal hatte man an amerikanische Haushalte zu viele Kredite vergeben, vor allem Hypothekenkredite. Massive Übertreibungen im Wohnimmobilien- und Bankensektor waren die Folge. Ihre Korrektur löste die internationale Finanzkrise aus.



Wirtschafts- und Marktungleichgewichte gab es immer wieder. Manchmal sind sie aber für Laien nicht leicht zu erkennen, zumal sie sich nicht immer auf eine einzelne Branche – wie Technologie oder Immobilien – beschränken.

Das war vom Ende der internationalen Finanzkrise bis zum Ausbruch der Pandemie Anfang 2020 der Fall, als generell zu viele Kredite an Unternehmen vergeben wurden, an börsennotierte und nicht börsennotierte gleichermaßen. Das zusätzliche Kapital wurde aber nicht für die Produktion von Gütern und Dienstleistungen genutzt, wie das schwache Wachstum der 2010er-Jahre zeigt. Die US-Wirtschaft wuchs so wenig wie seit 150 Jahren nicht mehr. Statt mit den Krediten ein organisches Umsatz- und Gewinnwachstum zu finanzieren, zahlten Unternehmen höhere Dividenden, kauften eigene Aktien zurück und übernahmen andere Firmen. Mit Ausnahme des Finanzsektors führte das überall zu einem wenig organischen Wachstum. Das erklärt auch, warum die Unternehmensgewinne in den 2010er-Jahren kräftig stiegen, obwohl die Wirtschaft kaum wuchs – und warum sich die Vermögen von Kapitaleignern und Mitarbeitern so stark auseinanderentwickelten wie selten zuvor. Die Exzesse des letzten Konjunkturzyklus waren die hohe Verschuldung und die enormen Gewinne der Unternehmen.

Als die Kreditbedingungen im Februar 2020 plötzlich straffer wurden, hatten die Unternehmen zu wenig Kapital. Wirtschaft und Märkte hätten zum Gleichgewicht zurückfinden können, wenn Geld- und Fiskalpolitik das nicht verhindert hätten. Die Unternehmen verschuldeten sich daraufhin noch höher. Die Gewinne stiegen wieder – und das so schnell wie nie zuvor.

### Ist der Tiefpunkt nah?

Solange die genannten Ungleichgewichte bestehen – zu hohe Verschuldung, zu niedrige produktive Investitionen, zu hohe Gewinne –, habe ich meine Zweifel an einer nachhaltigen Erholung. Ich bin zwar kein Volkswirt, aber man muss nicht vom Fach sein, um zu wissen, dass die Coronahilfen den ausgezeherten Kapitalstock nicht wirklich gestärkt und produktiver gemacht haben. Aber das wäre die Voraussetzung für nachhaltiges Wachstum. Statt in Fabriken und Maschinen oder in Forschung und Entwicklung zu investieren, haben die Regierungen in einem bis dahin unvorstellbaren Ausmaß Anleihen begeben, damit die Verbraucher mehr Güter kaufen konnten, als die Wirtschaft produziert. Das Ergebnis: 9% Inflation.\*

Meiner Meinung nach werden nach der Wirtschaft jetzt auch die Unternehmensgewinne schwächer wachsen. Unternehmen haben Fixkosten, die sie nur mit ausreichenden Einnahmen decken können. Wegen der steigenden Arbeitskosten, der höheren Kreditzinsen und der höheren Ausgaben für ESG steigen ihre Kosten strukturell. Wir rechnen daher mit niedrigeren Gewinnmargen – und der schon lange fälligen Anpassung der Wertpapierkurse an die Realität.

### Wann werden wir es wissen?

Meist fallen Märkte so lange, bis die Investoren aufgeben. Dann ist ihnen egal, wie es weitergeht. Sie schwören, nie wieder Aktien zu kaufen, und fragen sich auch nicht mehr ständig, ob das jetzt der Tiefpunkt ist. Ich habe das bisher zweimal erlebt und glaube nicht, dass wir jetzt schon so weit sind. Aber wenn die Investoren zu fragen aufhören, dann ist der Tiefpunkt da. ▲

## Strategie aktuell

August 2022



\* US Bureau of Labor Statistics, Stand Juni 2022.

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

„Standard & Poor's®“ und „S&P“ 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 und können sich jederzeit ändern. Sie dienen ausschließlich Informationszwecken und dürfen nicht als Empfehlung, Aufforderung oder als Anlageberatung verstanden werden.

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 Finanzaufsicht 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. 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.