

## Bärenmarktrallies sind nicht ungewöhnlich

### Autor



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

### Im Überblick

- Kurzfristig halten wir die Märkte für effizient. Aber längerfristig werden Fehlbewertungen wahrscheinlicher.
- Bärenmarktrallies entstehen oft dadurch, dass Investoren mit niedrigeren Zinsen rechnen und deshalb die Bewertungen steigen. Meist waren sie aber nur von kurzer Dauer. Schon bald erkannte man, dass die Konjunktur nachließ und die Gewinne überraschend stark fielen.
- Die Märkte blicken in die Zukunft, aber oft nicht weit genug. Wenn Investoren statt der fallenden Inflation plötzlich die fallenden Gewinne registrieren, kommt diese Erkenntnis oft schneller, als man denkt.

Seit Mitte Oktober 2022 haben Aktienindizes wie der S&P 500, der NASDAQ Composite und der MSCI EAFE um etwa 15% zugelegt. Solche Rallies sind nicht selten, und wir meinen, dass man ihnen durchaus mit einer gewissen Skepsis begegnen sollte. 2022 sind die Kurse dreimal zweistellig gestiegen. Im März legte der S&P 500 um etwa 11% zu und im Sommer, bei einem viel niedrigeren Ausgangsniveau, um 17%. Insgesamt hat der Index von Anfang Januar 2022 bis zum Tiefpunkt im Oktober aber mehr als 25% verloren. Etwa die Hälfte davon hat er jetzt wettgemacht.<sup>1</sup>

Das erinnert mich an die schlimme Baisse nach dem Platzen der Dotcom-Blase Anfang der 2000er-Jahre. Viermal sind die Kurse 2001 und 2002 um 19% bis 21% gestiegen. Und doch gaben sie in diesen beiden Jahren um insgesamt 49% nach. Auch mitten in der internationalen Finanzkrise legten amerikanische Blue Chips kräftig zu – um über 24% Ende 2008. Das ändert aber nichts daran, dass sie von ihrem Kurshoch im Oktober 2007 bis zum Tiefpunkt im März 2009 fast 57% verloren. Wir können auch noch weiter zurückgehen, bis zum Schwarzen Freitag 1929. Damals gab der Dow Jones Industrial Average in zwei Monaten um fast 48% nach. Bis 1930 hatte er zwar fast die Hälfte dieses Verlusts wieder wettgemacht, aber die schnelle Erholung war nicht nachhaltig. Bis Mitte 1932 fiel der Index erneut und verlor am Ende 85%.<sup>1</sup>

### Warum passiert so etwas?

Kurzfristig halten wir die Märkte für effizient. Aber längerfristig werden Fehlbewertungen wahrscheinlicher. In vielen Bärenmarktrallies hatten Investoren nur die aktuellen Zahlen im Blick. Oft waren das eine fallende Inflation oder fallende Zinsen infolge der schwächeren Konjunktur. Jetzt werden die Zinsen zwar nicht gesenkt, aber die Inflation geht zurück, und am Markt schließt man ein baldiges Leitzinsmaximum nicht aus. Laut Terminmarkt könnten die Zinsen schon Ende 2023 fallen. Letztlich reagieren die Märkte darauf, dass die Bewertungen bei niedrigeren Zinsen steigen können – ein klassischer Auslöser einer Bärenmarktrallie. Doch meist waren solche Rallies nur von kurzer Dauer. Schon bald erkannte man, dass die Konjunktur nachließ und die Gewinne überraschend stark fielen.



Meist dauerte es 12 bis 24 Monate, bis die Fundamentaldaten der Unternehmen unter einer strafferen Geldpolitik litten. Viele Sektoren reagieren erst spät auf höhere Zinsen, anders als etwa der Immobilienmarkt, wo man die Folgen schnell spürt. Die meisten Unternehmen haben neben festverzinslichen auch variabel verzinsliche Kredite, sodass steigende Zinsen ihnen erst sehr viel später Schwierigkeiten machen. Der Markt reagiert aber auf den Wendepunkt von Inflation und Geldpolitik.

### **Die Märkte blicken in die Zukunft, aber oft nicht weit genug**

Das ist nichts Neues. Im August 2008 rechnete man nur mit einem Gewinnrückgang um etwa 15%. Aber die heftige Rezession nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers schadete den Gewinnen sehr viel stärker. Am Ende halbierten sie sich fast.<sup>1</sup>

Vergessen Sie auch nicht, dass die Zinserhöhungen in den Industrieländern erst vor knapp einem Jahr begannen und noch längst nicht abgeschlossen sind. Bis dahin muss noch viel Wasser den Rhein hinunterfließen.

Jeder Konjunkturzyklus ist anders, aber laut Goldman Sachs sind die Unternehmensgewinne in den letzten fünf Rezessionen um durchschnittlich 23% gefallen. Vielleicht ist der Rückgang diesmal stärker, weil Arbeits- und Kapitalkosten nicht so stark fallen wie sonst. Vielleicht ist er aber auch kleiner, weil Konsum und Bankensystem stabiler sind. Ich habe keine Glaskugel, und im Grunde ist es auch egal. Viel wichtiger sind mir höhere risikoadjustierte Erträge für unsere Kunden. Ich glaube, dass man sie vor allem durch Qualitätsaktien erreicht. Hier rechnen wir mit niedrigeren Gewinnrisiken als beim Benchmarkindex oder schwächeren Wettbewerbern.

Wir glauben wirklich, dass der Markt kurzfristig hervorragend funktioniert. Doch im Moment sind Unternehmensgewinne einfach kein Thema. Wenn sich das aber ändert, kommt es schnell. Noch bevor die Unternehmen davon berichten, werden die Investoren mit fallenden Gewinnen rechnen. Unsere Kunden sollen nicht auf dem falschen Fuß erwischt werden. Wir sind bereit. ▲



## Anmerkung

<sup>1</sup> Marktdaten (mit Ausnahme des Börsenkrachs 1929) von FactSet. Daten für die Jahre 1929 bis 1932 von Bloomberg.

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

Der **Dow Jones Industrial Average® (The Dow®)** ist ein gleichgewichteter Kursindex aus 30 amerikanischen Blue Chips.

Man kann nicht direkt in einen Index investieren. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Ergebnisse.

„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/der Autoren und können sich jederzeit ändern. Sie dienen ausschließlich Informationszwecken und dürfen nicht als Empfehlung, Aufforderung 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.: +352 282 612 800. 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.