

Aktienmärkte ignorieren Rezession und Gewinnrisiken

Autor



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

Im Überblick

- Die Aktienmärkte reagieren in der Regel spät auf Rezessionsrisiken.
- Ein Anstieg der kurzfristigen Unternehmensschulden dürfte die Gewinne belasten, weil die Fremdkapitalkosten steigen.
- Möglicherweise sollten Investoren jetzt ihre Cashflow-Modelle kritisch prüfen.

Die Finanzmärkte senden uneinheitliche Signale aus. Der US-Treasury-Markt, dessen Zinsstrukturkurve durchweg invertiert ist, signalisiert ein erhebliches Rezessionsrisiko, während die Aktienmärkte nur eine kleine Wachstumspause widerspiegeln. Zugleich lassen Frühindikatoren wie die strafferen Kreditbedingungen für Unternehmen, die steigende Zahl der Konkurse und rückläufige Wohnimmobilienpreise darauf schließen, dass sich Konjunktur und Finanzlage verschlechtern. Wie sollen Investoren reagieren?

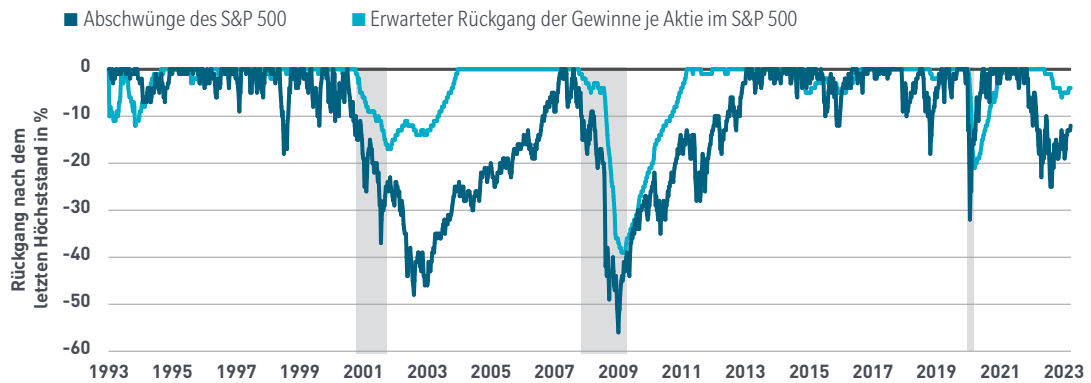
Frühindikatoren sind manchmal Zufallsergebnisse und können falsch-negative Signale geben. Außerdem sollten wir Goodharts Gesetz nicht vergessen. Es postuliert, dass ein Indikator häufig an Prognosefähigkeit verliert, wenn alle auf ihn achten. Da ich kein Volkswirt bin, konzentriere ich mich stattdessen lieber auf die Sorglosigkeit der Aktienmarktteilnehmer und darauf, warum sich Investoren Gedanken machen sollten.

Am Ende achten Aktieninvestoren immer nur auf eines: die künftigen Gewinne. Um sie einzuschätzen, treffen sie Annahmen zu Konjunktur, Kapitalkosten, Steuersätzen, Produktionskosten, Preismacht und Dutzenden anderer gesamtwirtschaftlicher und fundamentaler Faktoren. Dabei setzen die einzelnen Investoren- und Unternehmenstypen unterschiedliche Prioritäten, weil für sie, abhängig von ihrer Situation, bestimmte Dinge besonders relevant sind und andere hingegen gar nicht. Am Ende stehen aber immer die Gewinnerwartungen.

Abbildung 1 zeigt die Gewinnerwartungen für die Unternehmen des S&P 500 Index in Marktabschwüngen. Obgleich vor den meisten Rezessionen die Konjunkturdaten oder die Entwicklungen am Anleihenmarkt zur Vorsicht gemahnt haben, sind die Aktienkurse erst gefallen, als die Rezessionsrisiken nicht mehr zu übersehen waren. Üblicherweise fallen Aktien in der Spätphase eines Zyklus in einen tiefen Schlaf, um erst nach allen anderen Assetklassen wieder aufzuwachen. Aber dann starten sie durch.



Abbildung 1: Die Aktienmärkte reagieren spät auf Rezessionsrisiken



Quelle: FactSet. Auf Basis von Monatsdaten vom 5. März 1993 bis zum 19. Mai 2023. Auf Sicht von zwölf Monaten erwartete Gewinne je Aktie. Grau unterlegte Bereiche zeigen US-Rezessionen.

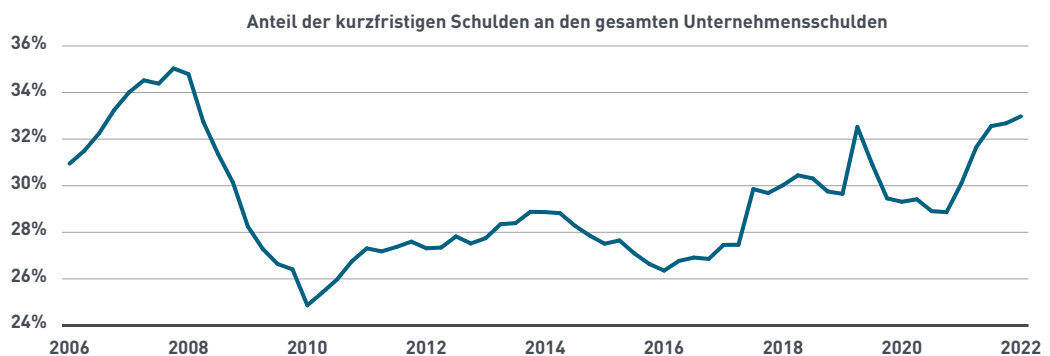
Verfall der Investmentthese

In der Regel filtern Investoren in der Spätphase eines Zyklus alle Informationen heraus, die nicht ihrer zuversichtlichen Investmentthese entsprechen. Dann wird aus einem möglicherweise gut durchdachten Investment eine Spekulation, weil die Hoffnung auf einen Gewinn die Investoren dazu bringt, die sich häufenden Warnsignale zu ignorieren.

Eines dieser zurzeit ignorierten Signale sind die Folgen der steigenden Kapitalkosten. Die Zinsen zeigen, inwieweit die Menschen den aktuellen Konsum dem künftigen vorziehen. Für Sparer sind sie die Belohnung für den Verzicht auf Konsum. Für Schuldner sind sie der Preis für sofortigen Konsum. Die Belohnungen der Sparer und der Preis, den Schuldner zahlen müssen, sind 2022 sprunghaft gestiegen und steigen womöglich noch weiter. Unabhängig davon kommt es jetzt aber darauf an, welchen Einfluss die Finanzierungskosten, ein wesentlicher Aspekt für die Finanzen, auf die künftigen Gewinne haben.

Abbildung 2 könnte helfen, dies einzuordnen. Etwa ein Drittel der US-Unternehmensschulden ist kurzfristig. Damit ist ihr Anteil so hoch wie zuletzt vor der internationalen Finanzkrise.

Abbildung 2: Kurzfristige Schulden so hoch wie seit der internationalen Finanzkrise nicht mehr



Quelle: Board of Governors of the Federal Reserve System (US), Nonfinancial Corporate Business; Short-Term Debt as a Percentage of Total Debt, Level [BOGZ1FL104140006Q], abgerufen bei der Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED), <https://fred.stlouisfed.org/series/BOGZ1FL104140006Q>, 22. Mai 2023. Quartalsdaten vom 31. Dezember 2006 bis zum 31. Dezember 2022. Kurzfristige Schulden: Commercial Paper, Gewerbe- und Industriekredite (C&I-Kredite) von Banken sowie Kredite und Vorschüsse, die nicht von Banken stammen.



Ein großer Teil der Unternehmensschulden muss bald zu erheblich höheren Zinsen refinanziert werden, sodass die Zinsausgaben steigen und die künftigen Gewinne sinken.

Was unsere Bedenken wegen des deutlichen Anstiegs der Unternehmensschulden etwas dämpft ist, dass die Verschuldungsquoten angesichts der in der Vergangenheit erzielten Gewinne nicht zu hoch sind. Aber wir glauben nicht, dass dies die richtige Perspektive ist, vor allem in der Spätphase eines Zyklus. In letzter Zeit waren die Gewinne dank der COVID-Hilfsprogramme, der niedrigen Zinsen und des kräftigen Anlaufens der Wirtschaft nach der Pandemie ungewöhnlich hoch, aber all dies ist jetzt vorbei. Aus unserer Sicht kommt es nicht darauf an, wie hoch die Verschuldungsgrade heute sind, sondern darauf, wie sie aussehen, wenn die Gewinne unter Druck geraten.

2006 und 2007 hatten die Anleihenanalysten von MFS darauf geachtet, dass ihre Aktienkollegen bei ihren Prognosen die höheren Fremdkapitalkosten berücksichtigen und ihre Cashflow-Modelle prüfen. Auch deshalb haben sich damals viele unserer Aktienstrategien überdurchschnittlich entwickelt. Zwar ist das Umfeld heute ein anderes, aber dennoch könnte jetzt wieder ein guter Zeitpunkt für Investoren sein, ihre Modelle zu prüfen. ▲

Der **S&P 500 Index** misst die Wertentwicklung des US-Aktienmarktes.

„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 oder Aufforderung zum Kauf eines Wertpapiers oder als Anlageberatung verstanden werden. Prognosen sind keine Garantien.

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.; **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 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 (Hongkong) 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.