

Nachlassende Liquidität könnte US-Aktien schaden

Autor



Robert M. Almeida
Portfoliomanager und
Global Investment Strategist

Im Überblick

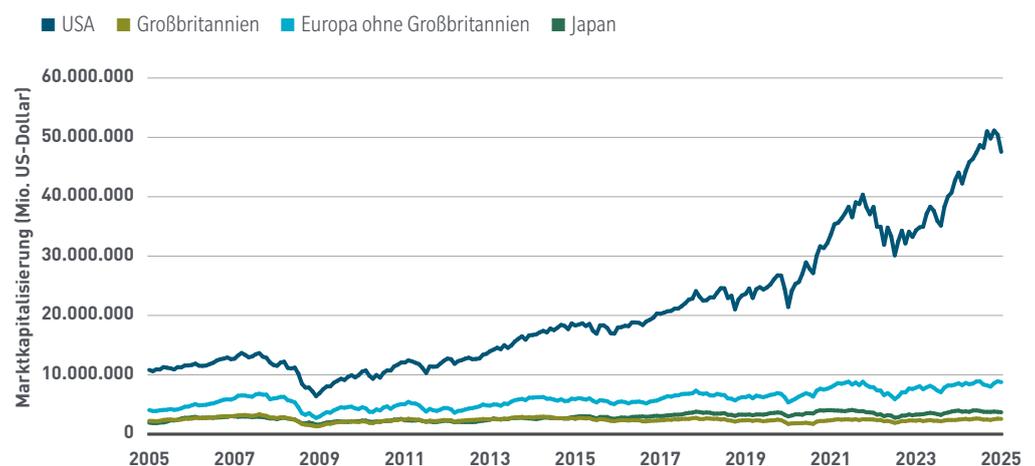
- Wenn die Märkte illiquider werden, steigt die Volatilität. Es lohnt sich zu analysieren, welche Aktien am stärksten darauf reagieren.
- Seit der internationalen Finanzkrise ist das Kapital der Anleger vor allem in Finanzanlagen statt in Sachwerte geflossen.
- Nach der Finanzkrise sorgten reichlich Liquidität, die Globalisierung und die extrem niedrigen Zinsen für steigende Kurse. Aber das könnte sich jetzt umkehren, wenn Zölle der Liquidität schaden.

Wenn die Kurse so volatil sind wie in den letzten Wochen, steigt oft die Nachfrage nach Geldmarktanlagen und die Liquidität wird knapp. Als im April so viele US-Aktien den Besitzer wechselten wie nie zuvor, ging die Liquidität zurück. Kursverzerrungen wurden häufiger.

Das extreme Missverhältnis zwischen Handelsvolumen und Liquidität mag ungewöhnlich gewesen sein. Es könnte Anlegern aber helfen zu erkennen, welche Aktien unter nachlassender Liquidität am stärksten leiden könnten.

Abbildung 1 zeigt den bekannten Mehrertrag amerikanischer Aktien seit der internationalen Finanzkrise. Natürlich hängt die Kursentwicklung immer in erster Linie von den Unternehmensgewinnen ab. Aber gab es nicht auch andere Faktoren?

Abbildung 1: 15 Jahre Mehrertrag von US-Aktien



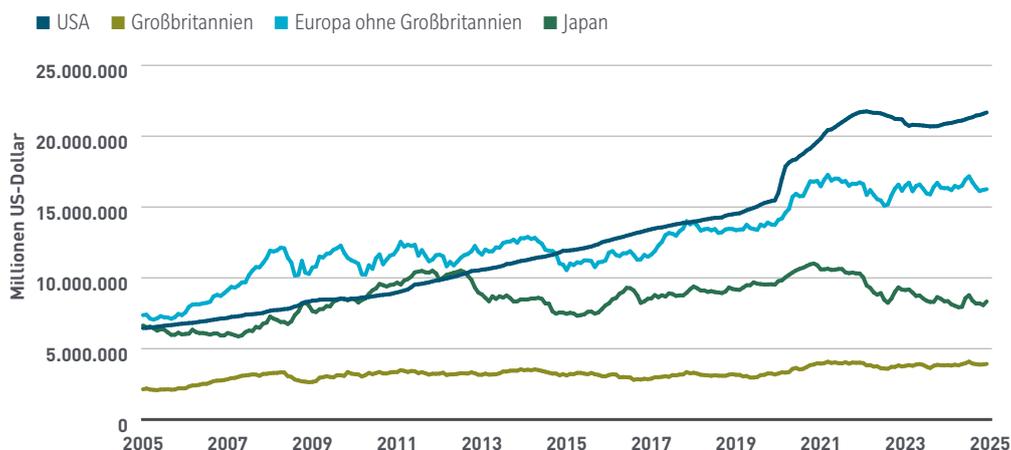
Quelle: FactSet. Monatsdaten vom 31. März 2005 bis zum 28. Februar 2025. USA = S&P 500, Großbritannien = MSCI United Kingdom, Europa ohne Großbritannien = MSCI Europe ex-UK, Japan = MSCI Japan. Marktkapitalisierung in US-Dollar.

In den frühen 2010ern fürchteten Anleger vor allem eine Deflation. Besonders in den USA war die Geldpolitik extrem bemüht, negative Rückkopplungseffekte durch sinkende Preise und eine fallende Umlaufgeschwindigkeit des Geldes zu verhindern. Es wurde daher sehr viel Liquidität geschaffen. Aber die Art und Weise der Geldschöpfung war nicht unproblematisch. Liquidität lässt sich auf zweierlei Weise erzeugen: durch Wirtschaftswachstum oder durch Kreditaufnahme.



Weil Banken und Haushalte sparten und Unternehmen Ausrüstungsinvestitionen nach Asien auslagerten, war Wachstum keine Option. Die USA entschieden sich daher für mehr Schulden durch Quantitative Easing. Man hoffte, dass das höhere Kreditvolumen Ausgaben, Inflation und damit den Wohlstand fördern würde. Abbildung 2 zeigt den Anstieg der Geldmenge M2 in den USA und anderen Ländern. Man sieht, dass sie in den USA sehr viel stärker stieg. Die wachsende Geldmenge sorgte aber nicht für das erhoffte hohe Wirtschaftswachstum, weil der Transmissionsmechanismus unterbrochen war: Die Banken nutzten die zusätzliche Liquidität nicht zur Kreditvergabe, die Verbraucher gaben nicht mehr Geld aus und die Unternehmen investierten nicht.

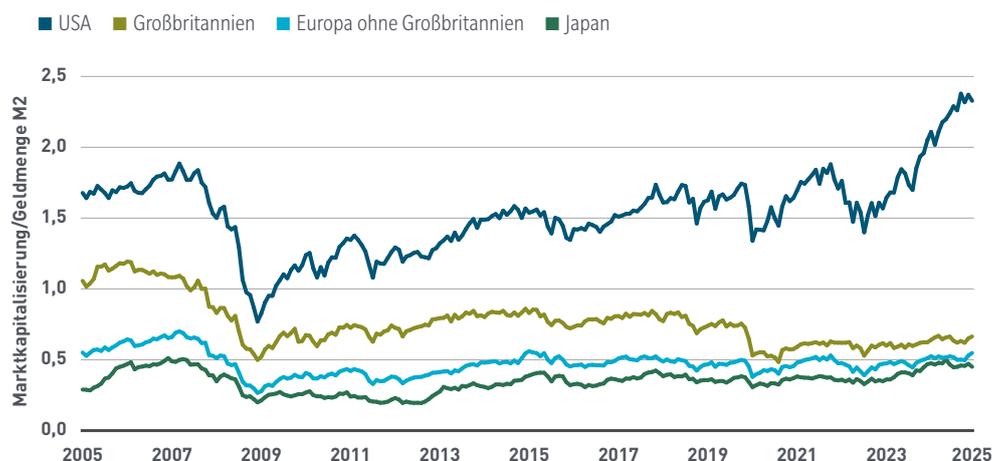
Abbildung 2: Seit Corona starker Anstieg von M2 in den USA



Quelle: Haver Analytics. Monatsdaten vom 31. März 2005 bis zum 28. Februar 2025. Geldmenge M2 in US-Dollar.

Abbildung 3 fasst die beiden ersten Abbildungen zusammen. Sie zeigt die Marktkapitalisierung dividiert durch die Geldmenge. In dieser Darstellung erscheint der Mehrertrag amerikanischer Aktien noch höher, vor allem nach den Konjunkturprogrammen in der Coronazeit. Aber warum?

Abbildung 3: Geldmengenexpansion ließ US-Aktienkurse steigen



Quellen: Marktkapitalisierung von FactSet, Geldmenge M2 von Haver Analytics. Monatsdaten vom 31. März 2005 bis zum 28. Februar 2025. Marktkapitalisierung gemessen am S&P 500 (USA), MSCI United Kingdom (Großbritannien), MSCI Europe ex-UK (Europa ohne Großbritannien), MSCI Japan (Japan). Geldmenge M2 im Euroraum als Proxy für Europa ohne Großbritannien. Marktkapitalisierung und Geldmenge M2 in US-Dollar.



US-Aktien haben eine längere Duration

Wir glauben, dass US-Aktien auch wegen der Dominanz des Technologiesektors mehr Kurspotenzial haben als Aktien aus anderen Ländern. Das führt zu einem höheren Endwert und niedrigeren Ausschüttungen an die Investoren, weil Gewinne thesauriert und im Unternehmen reinvestiert werden. Im Anleihenjargon hieße das, dass US-Aktien, vor allem Wachstums- und Technologiewerte, eine längere Duration haben als Aktien von reiferen Unternehmen mit geringerem Wachstum.

Für die Marktliquidität ist das wichtig. Für die meisten Anleger bedeutet Marktliquidität, dass sie eine Aktie zu ihrem offiziellen Kurs verkaufen können. Man kann Marktliquidität aber auch mit dem Zeitwert des Geldes in Verbindung bringen. Das Liquiditätsbeta eines Wertpapiers hängt vom Quotienten aus Marktkapitalisierung und Duration ab. So gesehen ist ein Wertpapier bei einer längeren Duration weniger liquide bzw. reagiert stärker auf Veränderungen der Marktliquidität. Abbildung 3 zeigt das, die Mindererträge amerikanischer Aktien in den letzten Wochen ebenfalls.

Warum könnte das jetzt wichtig werden?

Zölle mindern die Liquidität

Vieles ist im Fluss. Allerdings erwarte ich in nächster Zeit mehr Handelshemmnisse durch Zölle, wie hoch sie auch immer sein werden.

Da die USA mehr verbrauchen als sie produzieren, sind Zölle faktisch eine Steuer für Nettoimporteure. Dazu zählen Unternehmen, die Güter einführen, um daraus etwas zu produzieren, aber auch Haushalte. Diese Steuer wird Geld aus der Realwirtschaft abziehen, egal wie hoch sie am Ende sein wird. Sie bedroht damit die unserer Ansicht nach hohen und nicht nachhaltigen Gewinnmargen.

Fazit

„Was vergangen ist, ist nur ein Vorspiel“, heißt es in Shakespeares „Sturm“. Vielleicht ist das etwas übertrieben, aber die Vergangenheit kann uns sicher Einblicke in die Zukunft geben.

Die USA haben ein extremes Haushaltsdefizit – und die enorme Liquidität, die in den USA in den letzten 15 Jahren geschaffen wurde, hatte unmittelbare Auswirkungen auf Wertpapiere mit einer langen Duration.

Letztlich hängen die Aktienkurse immer von Gewinnen und Cashflows ab. In diesem Jahrhundert haben US-Aktien von der Globalisierung und den künstlich niedrigen Zinsen am stärksten profitiert, da US-Unternehmen deshalb so rentabel waren wie nie zuvor. Schon oft habe ich geschrieben, dass aus diesem Rückenwind jetzt Gegenwind wird. Wenn die Zölle die Liquidität mindern, ob schnell oder langsam, wird das die Mehrerträge amerikanischer Aktien meiner Meinung nach weiter dämpfen, ebenso wie die Mehrerträge von Aktien gegenüber Private Equity. ▲

Die hier dargestellten Meinungen sind die des Autors/der Autoren und können sich jederzeit ändern. Sie dienen ausschließlich Informationszwecken und dürfen nicht als Empfehlung zum Kauf von Wertpapieren, Aufforderung oder als Anlageberatung verstanden werden. Prognosen sind keine Garantien. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Ergebnisse.

GLOBALER DISCLAIMER

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.

Bitte beachten Sie, dass dieses Dokument in Europa und der Pazifikregion nur für die Weitergabe an professionelle Investoren und institutionelle Kunden bestimmt ist. In Kanada ist das Dokument nur für die Weitergabe an institutionelle Kunden bestimmt. In Katar ist dieses Dokument ausschließlich erfahrenen Anlegern und vermögenden Privatpersonen vorbehalten.

Hinweis für Anleger in Kanada: Herausgegeben von MFS Investment Management Canada Limited. **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. **Für Anleger in Saudi-Arabien, Kuwait, Oman und den Vereinigten Arabischen Emiraten (ohne DIFC und ADGM). In Katar ausschließlich für erfahrene Anleger und vermögende Privatpersonen. In Bahrain nur für erfahrene Institutionen:** Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind ausschließlich für professionelle Anleger bestimmt. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen kein Angebot, keine Einladung oder keinen Vorschlag zur Abgabe eines Angebots, keine Empfehlung zur Beantragung oder eine Meinung oder Beratung zu einem Finanzprodukt, einer Finanzdienstleistung und/oder einer Finanzstrategie dar und sollten auch nicht als solches ausgelegt werden. Obgleich wir davon ausgehen, dass diese Informationen korrekt sind, übernimmt MFS keine Garantie oder Gewährleistung dafür, dass sie frei von Fehlern, Irrtümern oder Auslassungen sind, oder für auf dieser Grundlage erfolgte Handlungen. Die Informationen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. MFS übernimmt keine Haftung für direkte oder indirekte Verluste oder Folgeschäden, die aus der Verwendung dieses Dokuments oder dem Vertrauen darauf entstehen. Dieses Dokument darf (ganz oder in Teilen) ohne die ausdrückliche Zustimmung von MFS international (U.K.) Ltd (MIL UK) nicht vervielfältigt, weiterverbreitet und verwendet werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen dienen nur zur Information. Es ist nicht für die Öffentlichkeit bestimmt und sollte nicht öffentlich verteilt oder verwendet werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen können Aussagen enthalten, die nicht vergangenheitsbezogen, sondern zukunftsgerichtet sind. Hierzu zählen unter anderem Projektionen, Prognosen und Schätzungen des laufenden Ertrags. Diese zukunftsgerichteten Aussagen basieren auf bestimmten Annahmen, von denen einige in anderen einschlägigen Dokumenten oder Materialien beschrieben sind. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie einen zugelassenen Finanzberater konsultieren. Bitte beachten Sie, dass alle vom Herausgeber (MIL UK) gesendeten Materialien elektronisch aus dem Ausland gesendet wurden. **Südafrika:** Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen sind nicht als öffentliches Wertpapierangebot in Südafrika gedacht, stellen kein solches Angebot dar und sollten daher auch nicht als solches ausgelegt werden. Dieses Dokument ist nicht für die allgemeine öffentliche Verbreitung in Südafrika bestimmt. Dieses Dokument wurde nicht von der Financial Sector Conduct Authority genehmigt. Weder MFS International (U.K.) Limited noch die einzelnen Fonds sind in Südafrika für den öffentlichen Vertrieb zugelassen.