KAPITALMARKTBERICHT
JULI 2023

DER DOMUS STEUERBERATUNGS-AG – WIRTSCHAFTSPRÜFUNGSGESELLSCHAFT

Im vergangenen Monat freuten sich Aktionäre und Aktionärinnen über freundliche Entwicklungen an den Börsen, was angesichts des saisonalen Musters im Juli nicht überraschend war. Die Märkte zeigten sich erstaunlich unbeeindruckt und setzten ihren Aufwärtstrend fort, da die Angst vor dem Verpassen weiter angewachsen ist und die Hausse dadurch selbst befeuert wurde. Dazu passt, dass die Prämien für Puts im Vergleich zu denjenigen für Calls so günstig wie zu Beginn der 2000er Jahre sind. **Dem Anschein nach sehen nur wenige Marktteilnehmer die Notwendigkeit, sich über Absicherungen Gedanken zu machen.**

Konzentration bestimmendes Thema

Der Juli steht ein Stück weit exemplarisch für das, was man schon seit Monaten erkennen kann. Der Markt konzentriert sich in kurzen Phasen extrem komprimiert auf ein alles bestimmendes Thema. Re-Opening Fantasie in China im Januar, die dann in sich zusammensackte. Schockartige Panik vor Lehman 2.0 Anfang März, die sich dann allzu schnell beruhigte oder extreme KI-Euphorie im Mai.

Im Juli konzentrierte sich der Markt kurzfristig auf das Narrativ eines neuen „Goldilocks-Szenarios" mit niedrigem Wachstum, niedriger bzw. sinkender Inflation und niedrigen Zinsen.

Die Gründe für das Goldilocks-Szenario

Das gewann an Kontur aufgrund der besser als von Analysten erwarteten Berichtssaison sowie der Deutung des Marktes, dass die Notenbanken den seriellen Zinserhöhungszyklus für beendet erklärt haben und die Konjunktur eine „weiche Landung" (in den USA im 2. Quartal annualisiert +2,4 %) hinbekommt. Zudem war im Juli die US-Inflation auf 3 % und auch die Kernrate (schwankungsanfällige Energie- und Lebensmittelpreise werden ausgeklammert) auf 4,8 % stärker als erwartet gefallen. In diesem Zusammenhang passte dann auch, dass die US-Notenbank und die EZB im Juli die Leitzinsen jeweils nur noch leicht um 0,25 % anhoben.

DOMUS

Nicht zu optimistisch sein

Dennoch sollte man nicht zu optimistisch sein und es erscheint weiterhin sinnvoll, abseits von reinen Indexständen, sich insbesondere um die Qualität der Unternehmen und ihrer Bilanzen Gedanken zu machen. Die Indizes stehen mit hoher Wahrscheinlichkeit nicht am Beginn eines neuen Aufwärtstrends wie z. B. 2003 oder 2009, sondern sind vielmehr noch im alten Zyklus verfangen, der durch Pandemie, Krieg, Inflation und Notenbankpolitik extrem verzerrt ist.

Fokus auf einzelne Unternehmen legen

Viele Aspekte sind auf den ersten Blick kaum zu erkennen. Sind Aktienmärkte teuer? Einer der mit Abstand wichtigsten Indizes, der S&P500, hat ein KGV (Kurs-Gewinn-Verhältnis) von rund 20, in Erwartung der Gewinne für 2024. Das ist historisch gesehen alles andere als günstig. Nimmt man die sieben Tech-Aktien, die im Wesentlichen für die positive Wertentwicklung im Jahr 2023 verantwortlich waren, kommt man schon auf KGVs von über 31, die früher oder später zu Gewinnenttäuschungen führen sollten. Der große Rest wiederum hat ein KGV von 17 und ist somit historisch nur bedingt teuer.

Was ist die Wahrheit? Im positiven Fall lassen die partiell überbewerteten Tech-Titel Luft ab und auf Indexebene wird das von der breiten Masse aufgefangen. Da man das aber nicht wissen kann, sollte man sich weniger um die Indizes kümmern, sondern den Fokus auf die einzelnen Unternehmen legen.

Diverse Aspekte mahnen zur Vorsicht

Zu nennen sind z. B. die inverse Zinsstrukturkurve (Renditen für langlaufende Anleihen liegen unter den der kurzfristigen), die rückläufige Geldmengenentwicklung, die Eintrübung der europäischen (insbesondere deutschen) Konjunktur oder die Folgen einer der aggressivsten geldpolitischen Straffungszyklen seit Jahrzehnten. Die FED hat zu lange zu wenig gemacht („transitory") und läuft nun Gefahr, zu lange zu viel zu machen – ein Vabanquespiel. Wie wichtig zielgerichtete Notenbankpolitik bei einer hohen Inflation ist, wissen wir insbesondere aus der gescheiterten Politik aus den 1970er Jahren.

Zinsen bleiben länger hoch als erwartet

Die zu erwartenden Bremswirkungen (z. B. verschärfte Finanzierungskonditionen) lassen indes bislang ungewöhnlich lange auf sich warten. Der Grund liegt wiederum in der zurückliegenden Corona-Pandemie. Viele Haushalte verfügen (noch) über zwangsläufige Sparreserven (infolge der Lockdowns) und die Nachholeffekte beim Konsum sind (trotz teilweise deutlich höherer Preise) hoch. Das wird man aber nicht einfach fortschreiben können. Daneben bleiben uns die Spannungen in der Geopolitik (zuletzt Eskalation in Westafrika), die in Summe (Stichwort „De-Globalisierung") perspektivisch zu einer dauerhaft höheren Basisinflation führen werden. Es ist wahrscheinlich, dass die Zinsen länger hoch bleiben als erwartet, und die Zinssenkungserwartungen könnten nur erfüllt werden, wenn eine Rezession eintritt, was die Gewinnentwicklung der Unternehmen negativ beeinflussen könnte.

Was verspricht Stabilität?

So bleibt uns, abseits der medialen Schlagzeilen – die von Begriffen wie „Boom" und „Crashgefahr" im täglichen Stakkato rasant hin- und herbegleitet werden und wenig hilfreich sind – zu überlegen, welche Bewertungen und Bilanzstrukturen angemessen sind und welche Unternehmen Stabilität und dauerhaftes Kurspotential versprechen. Diesbezüglich landet man unverändert bei Branchen wie Gesundheit/Demographie, Basiskonsum und Nahrungsmittel, Infrastruktur/Energie und Digitalisierung. Darin sieht man klare und erfolgreiche Trends der 2020er Jahre und man kann sich auch den Luxus erlauben, Portfolien nicht kurzfristig komplett neu strukturieren oder anpassen zu müssen. Eine solche nachrichtengesteuerte Scheinaktivität verursacht oft nur unnötige Kosten und Stress.

Aktien als Sachwert

Sie bleiben Schwerpunkt einer gut strukturierten Anlagephilosophie. Gleichzeitig ist zu erkennen, dass kurzlaufende und bonitätsstarke Anleihen nach vielen Jahren wieder echte Alternativen bieten. Das beschriebene KGV von 20 (die Kurse entsprechen also dem 20-fachen Jahresgewinn) steht spiegelverkehrt für eine Gewinnrendite von 5 %. Diese erhält man vielfach jedoch schon für ausgewählte US-Anleihen. Daher kann man beide Welten derzeit sehr intelligent in Einklang bringen. Langfristige Substanz durch Sachwerte in Form von Aktien und planbare Erträge mit kurz- bis mittelfristigen Anleihen. Aus diesem Grund kann man zuversichtlich bleiben, auch wenn es im Herbst etwas wechselhafter werden könnte.