



Ein Wertpapierdepot benötigt sicherlich keine Wärmepumpe

„Sicher ist, dass nichts sicher ist“: Erfahrene Kapitalmarktanleger haben sich durch zahlreiche „Crashes“ daran gewöhnt, dass unvorhersehbare Ereignisse jede seriöse Planung und Kalkulation (temporär) widerlegen können. Nunmehr werden auch die Immobilieneigentümer unsanft von dieser Erfahrung eingeholt. Betongold-Liebhaber müssen Ausgaben für ihre (Miet-)Immobilien tragen, an die sie vor einiger Zeit überhaupt noch nicht gedacht hatten. Die Kosten für die Energiewende und Sanierungsanforderungen sind unkalkulierbar und Vermieter müssen befürchten, dass dadurch die Mietrenditen eventuell sogar in den roten Bereich fallen. Wertpapieranleger, die darauf achten, dass die einzelnen Anlageklassen vor der Inflation schützen und dabei regelmäßige Ausschüttungen erzielen, können ihr Depot „charakterlich“ wie eine Immobilie allokalieren. Dabei hat der Depotinhaber jedoch wesentlich weniger Verwaltungsaufwand und bleibt täglich liquide beziehungsweise handlungsfähig. Bei vielen Immobilieninvestoren ist wohl ferner in Vergessenheit geraten, dass Immobilienpreise auch fallen können; nach Angabe des Verbands deutscher Pfandbriefbanken (VDP) verzeichnete der Immobilienpreisindex aktuell den stärksten Rückgang seit Beginn der Aufzeichnungen im Jahr 2003!

Globale Konjunktur stottert

Auch im zweiten Quartal des Jahres haben uns die Konjunktur, die Inflationsentwicklung und die Geldpolitik bewegt. Deutschland ist bereits in eine Rezession gerutscht, nachdem das Bruttoinlandsprodukt zwei Quartale in Folge geschrumpft ist. Das wird sich auf das Gesamtjahr auswirken. Die deutsche Wirtschaftsleistung wird in diesem Jahr laut aktueller Prognose des ifo Instituts um 0,4 Prozent schrumpfen. Im Frühjahr hatte das Institut nur einen Rückgang um 0,1 Prozent erwartet. Im kommenden Jahr sehen die Forscher eine Steigerung um 1,5 Prozent, zuvor hatten sie allerdings mit plus 1,7 Prozent gerechnet. Auch die Stimmung deutscher Unternehmer hat sich im Juni überraschend deutlich eingetrübt, nachdem der ifo-Geschäftsklimaindex im März und April noch gestiegen war.

Der Rezessionstrend hat auch die Eurozone erfasst, nachdem das Bruttoinlandsprodukt (BIP) für das erste Quartal Mitte Juni nach unten korrigiert wurde. Die Wirtschaft schrumpfte den revidierten Schätzungen

zufolge um 0,1 Prozent, nachdem die ursprüngliche Veröffentlichung auf ein Wachstum von 0,1 Prozent zu Beginn des Jahres hingedeutet hatte. In den USA ist der ISM-Einkaufsmanagerindex im Frühjahr auf den niedrigsten Stand seit Beginn der Coronapandemie gefallen.

Global rechnet der Internationale Währungsfonds (IWF) mit dem schwächsten Wachstum der Weltwirtschaft seit 1990. Im laufenden Jahr geht der IWF von einem durchschnittlichen globalen BIP-Wachstum von 2,8 Prozent aus, mittelfristig schätzt der IWF das globale Wachstum auf Sicht von fünf Jahren voraussichtlich bei rund drei Prozent. Auch die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) folgte dem Schritt des IWF und hob ihren globalen Wirtschaftsausblick für 2023 leicht von 2,6 auf 2,7 Prozent an. Chinas Wirtschaft hat sich nach dem Ende der Null-Covid-Strategie Anfang Dezember 2022 im ersten Quartal des Jahres erholt und wies eine Wachstumsrate von 4,5 Prozent im Vergleich zum Vorjahreszeitraum aus. Die Konjunkturindikatoren der letzten Wochen deuten aber darauf hin, dass diese Erholung schon wieder an Dynamik einbüßt. China wird sich somit wohl nicht erneut zur Konjunkturlokomotive der Welt aufschwingen können.

Insgesamt beobachten wir, dass die wirtschaftliche Erholung verstärkt von der positiven Entwicklung im Dienstleistungssektor getragen wird, während der Industriesektor weiter zurückfällt. Die Veröffentlichungen der globalen Einkaufsmanager-Indizes im Juni deuten aktuell darauf hin, dass sich dieser Trend noch nicht umkehren wird und eine stärkere konjunkturelle Erholung am Horizont noch nicht sichtbar ist. Für viele Marktbeobachter überraschend, bleibt der Arbeitsmarkt aber robust. Hier scheinen sich wohl die demografischen Trends immer stärker durchzusetzen.

Inflation schwächt sich mehr und mehr ab

Im Deutschland sank die Inflation auf 6,1 Prozent, den niedrigsten Wert seit mehr als einem Jahr. Auch die Kerninflation, also die Entwicklung der Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel, ging im Mai leicht auf 5,4 Prozent zurück. Das folgt dem Trend in Europa. In der Eurozone gibt es deutliche Anzeichen für eine Verlangsamung des Preiswachstums. Im Mai sank die Teuerungsrate stärker als angenommen auf 6,1 Prozent bei einer Kerninflationsrate von 5,3 Prozent.

Auch die Zinsentwicklung schreitet voran. Die Europäische Zentralbank (EZB) hatte im Juni ihren Einlagensatz auf den höchsten Stand seit mehr als zwei



Jahrzehnten (3,5 Prozent) angehoben. Es war der achte Zinsschritt in Folge, und zugleich hat die EZB weitere Zinserhöhungen avisiert. Erst Mitte Juni hatte die EZB die Leitzinsen um 0,25 Prozentpunkte erhöht. EZB-Präsidentin Christine Lagarde bezeichnete einen weiteren solchen Zinsschritt im Juli als „sehr wahrscheinlich“, und Bundesbankpräsident Joachim Nagel sagte kurz danach, die Zinsen müssten womöglich auch „nach der Sommerpause“ weiter erhöht werden.

Die US-Notenbank Fed hingegen hat nach der zehnten aufeinanderfolgenden Zinserhöhung (fünf bis 5,25 Prozent) auf ihrer letzten Sitzung im Juni eine Pause eingelegt. Während im Markt auf ein baldiges Ende des Zinserhöhungszyklus spekuliert wird, hat die Fed aber bereits angekündigt, dass die Zinsen bis zum Jahresende durchaus noch um einen halben Prozentpunkt steigen könnten.

Der Goldpreis erreichte in diesem Umfeld zwar Anfang Mai einen neuen historischen Höchststand, doch im Anschluss einsetzende Gewinnmitnahmen führten dazu, dass Gold dieses Niveau nicht verteidigen konnte.

Beinahe unbemerkt sind Anleihen wieder ins Rampenlicht gerückt. Emittenten mit guter Bonität locken Anleger für kurze bis mittlere Laufzeiten zuletzt mit Renditen von 3,5 bis 4,5 Prozent jährlich. Nach vielen Jahren der Null- beziehungsweise Negativzinsphase gewinnt dieses Marktsegment durchaus wieder an Attraktivität.

Börsen: Für Euphorie ist es zu früh

Trotz aller Krisenzeichen sind Deutschlands Konzerne für die (nähere Zukunft) gewappnet. Die Dax- und MDax-Konzerne beispielsweise haben 2022 netto fast 130 Milliarden Euro verdient. Das sind nur zehn Milliarden Euro weniger als im Rekordjahr 2021. Der Cashflow der Unternehmen stieg rekordhohe 224 Milliarden Euro, während die Schulden deutlich gesunken sind. Sieben Dax- und zwölf MDax-Unternehmen bilanzieren sogar einen negativen Verschuldungsgrad – das bedeutet, sie haben mehr Cash als Schulden.

Weltweit haben die Unternehmen die Analystenerwartungen für das erste Quartal 2023 auf beiden Seiten des Atlantiks übertroffen. Vielen Unternehmen ist es in den letzten Monaten gelungen, Preissteigerungen an ihre Kunden weiterzugeben und zusätzlich noch die Marge auszuweiten. Einige Notenbanker sprechen hinter vorgehaltener Hand bereits von einer „Greedflation“. Dies ist eine Ursache für die hartnäckig hohe Inflation. Der Dax hat zwischenzeitlich einen historischen Höchststand

erreicht (16.427 Punkte), dem S&P 500 in den USA fehlen noch zehn Prozent bis zu einem neuen Rekord, und in Japan überschritt der Nikkei 225 zum ersten Mal seit 1990 die 33.000-Punkte-Marke.

Während der DAX also an das starke erste Quartal anknüpfen und noch einmal weitere 3,3 Prozent zulegen konnte, schloss der MDAX dagegen im zweiten Quartal mit einem kleinen Minus ab. Doch diese Entwicklung wurde klar von einer kleinen Gruppe Technologieaktien in den USA in den Schatten gestellt.

Der Hype um das Thema KI (insbesondere ChatGPT) bescherte dem technologieelastigen Index Nasdaq100 allein im zweiten Quartal einen weiteren Wertzuwachs von 15,2 Prozent. Seit Jahresanfang hat dieser Index insgesamt um 38,7 Prozent zulegen können. Nach dem Absturz im letzten Jahr (Performance -33,4 Prozent), ein erstaunliches und unerwartetes Comeback. Doch dieser Kursaufschwung hat einen entscheidenden „Schönheitsfehler“. Diese Wertentwicklung wurde im Wesentlichen von Sieben Technologiegiganten (z.B. Apple, Amazon, Tesla, Microsoft) getragen. So eine extreme Konzentration war seit den 70er Jahren nicht mehr zu beobachten. Damals stürzten sich die Investoren auf wenige Energiekonzerne. Optisch verzeichneten wir also ein sehr erfolgreiches erstes Börsenhalbjahr, jedoch in der Breite des Marktes war dies kaum sichtbar. Ein weiteres Beispiel dafür: Die hohe Gewichtung dieser Sieben Technologietitel im marktbreiten S&P500 (Indexgewichtung hier 27,4 Prozent) führte dazu, dass diese Titel mehr als 90 Prozent zur Wertentwicklung des Indexes seit Jahresanfang von 15,9 Prozent beisteuerten. Im Umkehrschluss bedeutete dies, dass beinahe 490 Unternehmen im Index im ersten Halbjahr nur eine kleine Nebenrolle spielten.

Zieht man sogar den S&P 500 equal weight Index als Vergleich hinzu, wird diese Unwucht deutlich sichtbar. Obwohl in diesem Index die gleichen Titel wie im S&P 500 enthalten sind, konnte er keinen nennenswerten Wertzuwachs erzielen. Der Grund liegt darin zu finden, dass hier alle 500 Titel gleichgewichtet sind, während im S&P500 eine Gewichtung nach Marktkapitalisierung erfolgt. Somit war es Investoren in den vergangenen Monaten nur möglich, die Entwicklung eines Index abzubilden oder den Index gar zu schlagen, indem man einige wenige Einzeltitel sehr hoch im Portfolio gewichtet hatte. Doch dazu hätte man Anfang des Jahres bei der Titelselektion und Gewichtung über hellseherische Fähigkeiten verfügen müssen. Noch wilder wird es, wenn man einmal die Entwicklung von Apple isoliert betrachtet. Apple notierte zum Halbjahresultimo nicht nur auf einem neuen



Rekordniveau (Performance 2023: + 45 Prozent), es ist mit einer Marktkapitalisierung von 3.000 Milliarden US-Dollar das wertvollste börsennotierte Unternehmen der Welt, gefolgt von Microsoft mit 2.500 Milliarden US-Dollar. Apple ist sicher ein hervorragend geführtes Unternehmen, eine Ikone mit super stylischen Produkten, aber weder ein Unternehmen, das in der ersten Reihe der vermeintlichen KI-Revolution steht, noch für dieses Geschäftsjahr Wachstum prognostiziert. Was rechtfertigt also eine Marktkapitalisierung, die größer ist als die Bewertung des gesamten englischen FTSE 100-Index oder des US-amerikanischen Russel 2000 (Small Cap-Index)?

Haben Sie schon einmal von dem Kunstbegriff FOMO gehört? FOMO steht für „fear of missing out“ – die Angst, nicht dabei zu sein und einen Trend zu verpassen. Dieses Verhalten ist in der Vergangenheit schon häufiger aufgetreten, zuletzt beim Hype um Bitcoin & Co., und hat nun dazu geführt, dass wenige Technologiegiganten sich im Scheinwerferlicht breit gemacht und die ganze Aufmerksamkeit auf sich gezogen haben, während viele andere Unternehmen und Sektoren immer mehr an die Ränder ins Dunkel gedrängt wurden. Besonders viele Profianleger, die sich an Indices orientieren müssen, gerieten unter Zugzwang, Investments zu tätigen, die sie so in dieser hohen Gewichtung nicht tätigen würden. Der immer stärkere Mittelzufluss bei Indexfondsanlagen führte nun dazu, dass die hochgewichteten Titel noch mehr an Gewichtung zulegten. So ist dadurch die Gewichtung dieser Sieben Technologiewerte im Nasdaq100 auf über 51 Prozent angestiegen. Hierdurch wurde aus unserer Sicht eine Spirale in Gang gesetzt, die nicht ganz ungefährlich ist.

Es gibt sicher noch weitere Gründe, die zu dieser Entwicklung beigetragen haben. Das Schlagwort KI steht hier sicher an erster Stelle, aber zu unserer Überraschung spielt auch eine zunehmende Einbeziehung des Themas ESG (Nachhaltigkeit) eine wachsende Rolle. Aufgrund ihrer Geschäftsmodelle werden diese Titel nicht sonderlich überraschend von den Ratingagenturen sehr positiv beurteilt, so dass sich hier gerade viele ESG-Strategien leicht umsetzen lassen.

Mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit ist es eine Mischung vieler Faktoren, aber im Endergebnis leiden besonders die Value- und Dividendenstrategien und Small- und Midcap-Marktsegmente unter dieser fehlenden Marktbreite und dem scheinbaren Desinteresse der Investoren.

Wir bleiben weiterhin optimistisch, sind aber nicht euphorisch. Das Wachstum bleibt zwar schwach, aber die Inflation dürfte ihren Höhepunkt überschritten haben, sodass wir in den kommenden Monaten mit einer Stabilisierung und einer allmählichen Verbesserung des Wachstums- und Inflationsumfelds rechnen. Dies sollte die von uns favorisierten Value- und Dividendenstrategien wieder in den Mittelpunkt rücken. Der zuletzt gesehene steile Aufwärtstrend an den Börsen im Technologiesektor ist nach unserer Überzeugung aktuell jedoch eher fragil. Wir werden die Entwicklungen eng für Sie beobachten und daraus die richtigen Entscheidungen ableiten.

Düsseldorf, 30.06.2023