

# CIO View

*Prof. Dr. Jan Viebig, Chief Investment Officer ODDO BHF SE  
Stephan Rieke, Leiter Investment Office, Private Wealth Management*



7. Juli 2023

## MÄRKTE IM SOMMER 2023: NICHT ÜBERMÜTIG WERDEN

Nach herben Verlusten im Verlauf des Jahres 2022 brachte das erste Halbjahr 2023 den Anlegern kräftige Kursgewinne. Die einsetzenden Rückgänge der Energiepreise und Inflationsraten in den großen Industrieländern ließen die Marktteilnehmer auf ein näherkommendes Ende der Leitzinserhöhungen der Notenbanken hoffen und trugen damit zu Kursgewinnen an den Anleihemärkten bei. Davon profitierten auch die Aktienmärkte. Neben den Zinseffekten spielten aber auch andere Faktoren als Impulsgeber für die Aktienmärkte eine bedeutende Rolle:

- (1) China beendete die Zero-Covid-Strategie, die 2022 zu erheblichen Einbrüchen der dortigen Wirtschaftsaktivität und Belastungen der Lieferketten beigetragen hatte.
- (2) Die US-Wirtschaft konnte ihren Expansionskurs bisher fortsetzen. Hohe finanzielle Puffer (aufgrund der massiven Corona-Hilfen) und insbesondere die kräftigen Beschäftigungszuwächse haben die US-Konsumnachfrage in Gang gehalten.
- (3) In Europa hatte sich die Energieversorgungslage gegen Ende des Winters erheblich entspannt, so dass die ärgsten wirtschaftlichen Krisenszenarien an Bedeutung verloren. Zudem wurden die finanziellen Folgen der allgemeinen Preissteigerungen durch die Finanzpolitik ein Stück weit aufgefangen. Die Stärke des Dienstleistungssektors kompensierte Schwächen im verarbeitenden Gewerbe und im Bausektor. Zudem hielt sich auch der Arbeitsmarkt im Euroraum bemerkenswert robust.

Die relative Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft in Europa und den USA spiegelt sich auch in den Gewinnen und den Gewinnerwartungen. Der befürchtete Gewinneinbruch ist bisher weitgehend ausgeblieben. Die Gewinne (pro Aktie) für den S&P 500 wie auch für den Euro STOXX sind zwar rückläufig, das aber vor allem aufgrund der Aufs und Abs der Gewinne im Energiesektor in den Jahren 2022/23. Jenseits dessen entwickeln sich die Gewinne (einschließlich der Erwartungen für das 2. Quartal) eher seitwärts.

Die Marktbreite der Kursentwicklung ist allerdings gering. Bekanntlich ist nur eine Handvoll großer Technologieunternehmen für den Löwenanteil der Kursgewinne des S&P 500 dieses Jahres verantwortlich. Der Technologie-Boom hat mehrere „Väter“. Zunächst profitierte der Sektor von der Aussicht auf ein Ende der Zinserhöhungen. Dieser Impuls wurde durch die Turbulenzen im US-Bankensektor im März und April 2023 noch verstärkt, insofern die US-Notenbank die Banken wieder großzügig mit Liquidität versorgte und die Zinserhöhungserwartungen zurückgenommen wurden. Zum diesjährigen Tech-Boom gehört aber auch eine gute „Story“. Die Vorstellung von ChatGPT, ein Chatbot, der mithilfe Künstlicher Intelligenz (KI) Textantworten auf Nutzerfragen gibt, lenkte die Aufmerksamkeit der Öffentlichkeit auf die großen Fortschritte bei der Leistungsfähigkeit von Künstlicher Intelligenz und das Potenzial für Produktivitätssteigerungen in zahlreichen Bereichen von Wirtschaft und Gesellschaft. Die jüngsten Geschäftszahlen einiger Unternehmen aus dem Technologiebereich illustrieren eindrucksvoll die möglichen Effekte der Ausbreitung von KI.

Die Kurserholung ist allerdings weit gelaufen. Gerade in den USA sind die Bewertungen teilweise in Dimensionen vorgestoßen, die im langfristigen Vergleich als teuer und in einigen Fällen auch als sehr teuer gelten müssen – egal, ob man auf die Preis-Buchwert-Relation, das Kurs-Gewinn-Verhältnis oder die (Free) Cash Flow-Rendite abstellt. Zudem ist die Stimmung inzwischen sehr euphorisch geworden, einige Marktteilnehmer haben schon einen neuen „Bullenmarkt“ ausgerufen. Der bekannte Fear & Greed-Index („Furcht & Gier“) des Fernsehsenders CNN, der eine Reihe von Kennzahlen zusammenfasst, steht derzeit auf „äußerst gierig“. Das ist eine Konstellation, die zur Vorsicht mahnt.

Sentiment-Indikatoren und Bewertungskennziffern legen die Möglichkeit nahe, dass der Markt ein wenig Bodenhaftung verloren hat. Das gilt gerade auch im Verhältnis zum wirtschaftlichen Umfeld. Richtig ist, dass uns eine schwere Rezession wohl erspart bleibt. Richtig ist aber auch, dass die Abwärtsrisiken weiterhin dominieren. Die Finanzierungsbedingungen sind wesentlich gestrafft worden, und die Straffung ist noch nicht beendet. Je zäher die Inflation und je robuster die Wirtschaft, desto weiter dürften die Leitzinssätze steigen. Gleichzeitig wirkt die Geldpolitik mit einer Verzögerung von typischerweise 12 bis 18 Monaten. Das würde bedeuten, dass die volle Wirkung der restriktiveren Politik erst in der zweiten Jahreshälfte dieses Jahres zum Tragen kommt. Vermutlich beschleunigt sich auch der Entzug von Liquidität im Bankensystem: Nachdem die unmittelbare Angst vor einer Bankenkrise etwas abgeklungen ist, dürfte die Notenbank die „quantitative Straffung“ wieder forcieren. Risiken in dieser Richtung gehen möglicherweise auch, nach der Anhebung der Schuldenobergrenze, von der zu erwartenden massiven Emissionstätigkeit des US-Finanzministeriums aus.

Es spricht wenig dafür, dass das Wirtschaftswachstum über die kommenden Quartale Fahrt aufnimmt. Im Gegenteil. Der Druck von der Geldpolitik nimmt zu, von der Finanzpolitik dürften keine zusätzlichen Impulse kommen, der Schwung der chinesischen Wirtschaft zu Jahresbeginn ist erlahmt, und Frühindikatoren wie die Einkaufsmanagerindizes für Europa und die USA (ISM-Umfrage, Markit Einkaufsmanagerindizes, ifo-Geschäftsklima) deuten überwiegend „nach Süden“. Zuletzt schwächelten auch die Dienstleister. Das dürfte die Ertragslage der Unternehmen nicht unberührt lassen. Der Druck auf die Margen könnte zunehmen, wenn die Nachfrage schwächer und die Überwälzung von Kostensteigerungen – insbesondere auch von Arbeitskosten – schwieriger wird. Daher ist es gut möglich, dass die Marktteilnehmer die kurz- bis mittelfristigen Wachstums- und Ertragsperspektiven der Unternehmen derzeit zu optimistisch einschätzen.

Wir ziehen daraus folgende anlagepolitischen Schlussfolgerungen: Aus taktischer Sicht halten wir zu diesem Zeitpunkt eine leichte Untergewichtung von Aktien aufgrund der dargestellten Risiken für unverändert angemessen. Darüber hinaus gilt es, die Bewertungen genau im Auge zu behalten und gegebenenfalls sehr hoch bewertete Titel gegen weniger anspruchsvoll bewertete zu tauschen. Zentral erscheint uns in der aktuellen Situation der Fokus auf aus unserer Sicht qualitativ hochwertige Aktien – Unternehmen mit hoher Kapitaleffizienz, stabilen Erträgen, niedriger Verschuldung und einer starken Wettbewerbsposition, die eine gewisse Resistenz gegenüber konjunkturellen Risiken erwarten lassen.

Jan Viebig

Stephan Rieke

**Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Die Rendite kann infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Etwaige Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Investment Office der ODDO BHF SE wieder, die sich insbesondere von der Hausmeinung innerhalb der ODDO BHF Gruppe unterscheiden und ohne vorherige Ankündigung ändern kann.**

## WICHTIGE INFORMATION

Dieses vertrauliche Dokument ist nur für Sie bestimmt. Es darf weder insgesamt, noch in Teilen reproduziert, weitergegeben oder veröffentlicht werden. Insbesondere ist dieses Dokument nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz, Wohnsitz, gewöhnlichem Aufenthaltsort oder Greencard in bzw. für die USA, Kanada oder anderen Drittstaaten bestimmt und darf nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet werden.

Diese Publikation ist eine Kundeninformation der ODDO BHF SE (nachfolgend „ODDO BHF“) im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Das Dokument wurde durch die ODDO BHF erstellt, um Kunden bei der Entscheidungsfindung zu unterstützen und dient ausschließlich Informationszwecken. Es handelt sich hierbei um Werbung und nicht um eine Finanzanalyse. Das Dokument wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen unterliegen nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Weder dieses Dokument noch irgendeine in Verbindung hiermit gemachte Aussage stellt ein Angebot, eine Aufforderung oder eine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Wertpapieren dar. Insbesondere berücksichtigt dieses Dokument nicht Ihre persönlichen Umstände und Verhältnisse und ist somit für sich allein genommen weder dazu geeignet noch dazu bestimmt, eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung zu ersetzen.

Soweit in dem Dokument Meinungen Dritter wiedergegeben werden, sind diese Positionen nicht notwendigerweise in Einklang mit den Positionen der ODDO BHF und können diesen ggf. sogar widersprechen.

Diese Präsentation enthält Informationen, die wir für verlässlich halten, für deren Verlässlichkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Die ODDO BHF übernimmt weder eine rechtliche Verbindlichkeit, noch garantiert sie die Aktualität, Vollständigkeit und Fehlerfreiheit des Inhalts. Zusätzlich ist die ODDO BHF nicht verpflichtet, den Inhalt zu aktualisieren, an Änderungen anzupassen oder zu vervollständigen.

Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen können mit Emittenten von in diesem Dokument genannten Finanzinstrumenten in einer Geschäftsverbindung stehen (z.B. als Erbringer oder Bezieher von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen, etwa im Bereich des Investmentbankings). Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen, können im Rahmen solcher Geschäftsverbindungen Kenntnis von Informationen erlangen, die in diesem Dokument nicht berücksichtigt sind. Darüber hinaus können die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen Geschäfte in oder mit Bezug auf die in diesem Dokument angesprochenen Finanzinstrumente getätigt haben (insbesondere solche im Rahmen der Finanzportfolioverwaltung für andere Kunden). Für nähere Informationen zu möglichen Interessenkonflikten wenden Sie sich bitte an Ihren zuständigen Ansprechpartner.

Alle innerhalb des Dokuments genannten und ggf. durch Dritte geschützten Marken- und Warenzeichen unterliegen uneingeschränkt den Bestimmungen des jeweils gültigen Kennzeichenrechts und den Rechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Allein aufgrund der bloßen Nennung ist nicht der Schluss zu ziehen, dass Markenzeichen nicht durch Rechte Dritter geschützt sind.

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Einige Aussagen dieses Dokuments sind in die Zukunft gerichtet. Derartige Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklung. Diese Aussagen basieren auf aktuellen Einschätzungen und unterliegen Risiken und Unwägbarkeiten, welche die aktuellen Resultate grundlegend verändern können. Bei bestimmten Finanzinstrumenten kann es zu einem Totalverlust kommen und der Verlust kann das eingesetzte Kapital sogar übersteigen. Wechselkursbewegungen können den Wert eines Investments erhöhen oder senken und manche Finanzinstrumente können eingeschränkt liquide oder illiquide sein.

Die ODDO BHF SE untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main sowie der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main.

ODDO BHF erbringt weder rechtliche noch steuerrechtliche Beratungsleistungen. Soweit solche Gesichtspunkte berührt werden, handelt es sich ausschließlich um allgemeine Meinungsäußerungen oder Anregungen, die eine Einschätzung der ODDO BHF zum Zeitpunkt der Publikation wiedergeben. Wir empfehlen Ihnen, rechtliche und steuerliche Berater hinzuziehen, insbesondere zum Zweck der Überprüfung der Geeignetheit bestimmter Produkte.

© 2023, Herausgeber: ODDO BHF SE, Bockenheimer Landstraße 10, 60323 Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten.