

Globale Aktien: Der grosse Schluck aus der Performance-Pulle ist genommen



Von Till Christian Budelmann
Chief Investment Officer
Bergos AG

Nach der bemerkenswert starken Rally im 1. Halbjahr haben die Märkte zuletzt etwas nachgegeben, wobei der US-Aktienmarkt gemessen am S&P 500 aktuell nur knapp unter seinem Jahreshöchststand vom 31. Juli notiert. Hochkapitalisierte Technologiewerte – diejenigen Teile des Marktes, die in diesem Jahr den Weg nach oben angeführt hatten – haben kurzfristig stark korrigiert. Diese Verschnaufpause erachten wir jedoch als eine gesunde Entwicklung und als Beleg dafür, dass die Anleger die übermässigen Gewinne verdauen. Da der Rückgang bei Aktien bis dato geordnet ablief und die Volatilität kaum gestiegen ist, gehen wir nicht davon aus, dass eine Korrektur den aktuellen Aufwärtstrend nachhaltig stoppen wird. Der grösste Teil der Wertentwicklung



und Frederik Carstensen
Chief Equity Strategist
Bergos AG

im Jahr 2023 dürfte jedoch erreicht und das weitere Aufwärtspotenzial für Aktien vorerst begrenzt sein.

Weiche Landung der Wirtschaft stützt die Aktienmärkte

Massgeblich verantwortlich für die erfreuliche Entwicklung an den Aktienmärkten seit Jahresbeginn sind die besser als erwarteten Fundamentaldaten in Bezug auf Gesamtwirtschaft, Inflation und Unternehmensgewinne. Vor allem die Tatsache, dass der Wirtschaftsabschwung schwächer ausfällt als zunächst angenommen, stützt die Märkte in dieser Phase. So scheinen die Volkswirtschaften der entwickelten Welt inzwischen auf eine weiche Landung («Soft Landing») bzw. sogar auf ein «No Landing» zuzusteuern – ein Szenario,

in dem die Wirtschaft einen erheblichen Konjunkturreinbruch vermeidet. Auch wenn vielfältige globale Probleme weiterhin bestehen (u.a. bleibt die reale Kaufkraft der Verbraucher unter Druck und die strukturellen Probleme Chinas treten immer deutlicher zu Tage), so scheint eine globale Rezession zum jetzigen Zeitpunkt wenig realistisch. Insbesondere die USA zeigen sich gesamtwirtschaftlich robuster als zunächst angenommen, was sich auch in der Aktienmarktentwicklung widerspiegelt.

Zwar liegt die Kerninflation in den Vereinigten Staaten nach wie vor weit über dem Zielwert und höher, als es dem Fed recht ist, dennoch hat sich die Inflation zuletzt in die richtige Richtung entwickelt. Angesichts auslaufender negativer Basiseffekte und den wieder gestiegenen Rohstoffpreisen dürfte die Inflation allerdings mittelfristig kaum weiter fallen, was die Wahrscheinlichkeit längerfristig hoher Zentralbankzinsen erhöht. Auf den Leitzinsgipfel in diesem Jahr dürfte also ein Zinsplateau folgen und keine baldige Fahrt zurück ins Tal der Niedrigzinsen. Bezüglich der EZB halten wir eine weitere Zinserhöhung für wahrscheinlich. Danach steuern wir auch hier auf eine Zinspause zu. Dies gilt unter der Annahme, dass es keine negativen Überraschungen bei der Inflation gibt und der Markt von eskalierenden Eventrisiken verschont bleibt.

Q2-Berichtssaison weniger schlecht als befürchtet

Auch die Q2-Berichtssaison hat sich weniger schlecht entwickelt als von Analysten befürchtet worden war und

damit die Märkte den Sommer über gestützt. Trotz des verlangsamten Wachstums und der hohen Inflation werden die Unternehmen für 2023 Gewinne in der Grössenordnung des Vorjahres ausweisen. Die gestiegenen Zinssätze lassen Anleihen allerdings immer mehr als attraktive Alternative zu Aktien erscheinen. Der Abstand zwischen der Gewinnrendite des S&P 500 und der Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen – die sogenannte Yield Gap – ist inzwischen auf wenige Basispunkte und damit auf den geringsten Abstand seit der globalen Finanzkrise gesunken. Ein Blick in die Geschichte macht dennoch Hoffnung: In den Bullenmärkten der 1980er und 1990er Jahre lag die Yield Gap durchweg im negativen Bereich.

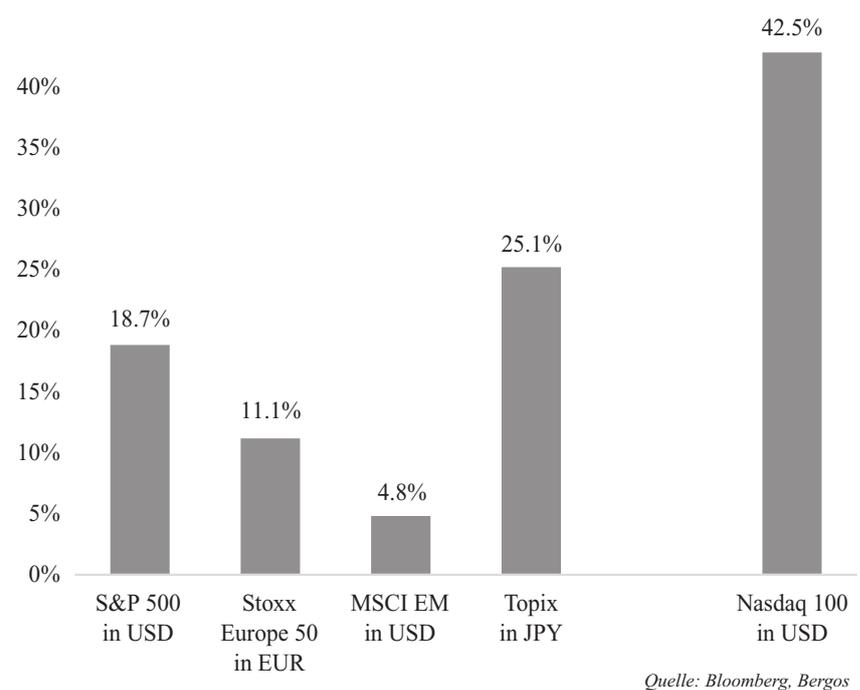
Unterschiedliche Entwicklungen unterhalb der Marktoberfläche

Unser letzter Gastartikel im Private-Magazin Anfang dieses Jahres trug den Titel «Mögliches Comeback von Wachstumsaktien in einem vorerst weiterhin schwankungsanfälligen Gesamtmarkt». Dass Wachstumsaktien sich in diesem Jahr besonders erfreulich entwickelt haben, ist nicht von der Hand zu weisen. Allerdings blieb die antizipierte Volatilität bisher aus. Der technologielastrige Nasdaq 100 Index notiert mehr als 40% im Plus und hat damit seinen besten Jahresstart in der Geschichte hingelegt. Insbesondere der US-Aktienmarkt wurde von hochkapitalisierten Technologiewerten (den sogenannten «Glorreichen 7») angeführt, bei denen die Anleger die Erträge teilweise durch die Entwicklungen im Bereich der künstlichen Intelligenz getrieben sehen. Die Performance anderer Sektoren war weit weniger beeindruckend. Nach diesem klaren Trend zu Beginn des Jahres scheint dem Markt aktuell die Richtung zu fehlen.

Divergenzen in Asien

Das Ende der Null-Covid-Beschränkungen in China führte zu grosser Aufregung über die Aussichten für die chinesische Wirtschaft und den Aktienmarkt im Jahr 2023. Beide haben bisher enttäuscht. Die Verbesserung der Zahlen in China konnte nicht an die Entwicklung in den USA und Europa heranreichen und es scheint, dass der konjunkturelle Auftrieb durch die Wiederbelebung der

Börsenentwicklung inkl. Dividenden 1.1.-31.8.2023



chinesischen Wirtschaft schneller nachlässt als erwartet. Hingegen belasten längerfristige strukturelle Herausforderungen, vor allem auf dem Immobilienmarkt, weiterhin die Nachfrage und das Vertrauen. Während der Rest der Welt mit einer übermässigen Inflation zu kämpfen hat, könnte sich China tatsächlich in Richtung Deflation bewegen. Dies könnte Verbraucher und Unternehmen dazu veranlassen, Ausgaben und Investitionen zurückzustellen, was die Wiederankurbelung des Wirtschaftswachstums noch schwieriger machen würde.

Tatsächlich ist es Japan, das die asiatischen – und globalen – Märkte in diesem Jahr angeführt hat. Dank ausländischer Zuflüsse und einer attraktiven Bewertung haben japanische Aktien jüngst den höchsten Stand seit 1990 erreicht. Zwei entscheidende Faktoren könnten diesen Trend fortsetzen: Erstens die Wirtschaft. Japan scheint endlich der Deflationsgefahr entkommen zu sein, auch wegen des Sonderwegs, den die japanische Zentralbank, die Bank of Japan, geht. Die zweite Veränderung ist eine neu entdeckte Konzentration auf die Rentabilität der Unternehmen. Japanische Unternehmen sind eher bereit, ihre Geschäftsfelder umzustrukturieren und geben mehr Kapital an die Aktionäre zurück als je zuvor.

Ausblick 2024

Bei einer Erholung der Wirtschaft im Jahr 2024 und einer weniger restriktiven Zentralbankpolitik besteht durchaus Hoffnung auf eine Fortsetzung der positiven Entwicklung an den Aktienmärkten. In einem solchen Umfeld dürften sich weitere Chancen für Wachstumsunternehmen (Quality Growth) ergeben und davon dürfte insbesondere der US-Aktienmarkt mit seinem strukturellen Growth-Bias profitieren. Wenn die Anleger mittelfristig auf einen breiteren wirtschaftlichen Aufschwung setzen, könnten andere Teile des Marktes jedoch aufholen. Immerhin haben die Unternehmen in einem schwierigen Umfeld solide Ergebnisse erzielt, was darauf hindeutet, dass sie längerfristig gut aufgestellt sind. In der Summe erwarten wir für die entwickelte Welt ab Anfang 2024 eine leichte Aufwärtstendenz beim Wirtschaftswachstum und damit verbunden auch wieder steigende Unternehmensgewinne.

Im weiteren Verlauf des Jahres werden sich die Märkte wahrscheinlich zunehmend auf die Wahlen in den USA konzentrieren.

till.budermann@bergos.ch
 frederik.carstensen@bergos.ch
 www.bergos.ch