
VECTIS

1990

Vermögensverwaltung AG

Der Marktkommentar



2 | 2023

DER MARKTKOMMENTAR JUNI 2023

Dieser Teil des Materials: (i) ist als gesamtwirtschaftlicher Marktkommentar gedacht, (ii) enthält keine Aussagen oder Ratschläge zu konkreten handelbaren Wertpapieren oder Finanzprodukten und (iii) berücksichtigt nicht Ihre persönlichen Umstände. Daher darf es nicht als Form einer regulierten Finanzberatung, Rechts-, Steuer- oder sonstigen regulierten Dienstleistung angesehen werden.

Die Thematik um die künstliche Intelligenz, ChatGPT und der dadurch ausgelöste Nachfrageschub nach leistungsfähiger Technologie verhalf wenigen Technologieaktien zum Durchstarten. Je größer die Diskrepanz zwischen finanziellen und wirtschaftlichen Quantitäten ist, desto verzerrter und grotesker wird das Gesamtbild, vor allem, wenn niemand die Punkte sorgfältig miteinander verbindet.

In Anbetracht des S&P 500 Index sind seit Jahresbeginn sieben gleich gewichtete Aktien (Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Nvidia, Meta und Tesla) um 75 Prozent im Kurs gestiegen, die restlichen 493 Aktien im Index nur um plus 0,1 Prozent. Noch deutlicher wird das Missverhältnis im Index, wenn die 20 Aktien aus dem Lager der künstlichen Intelligenz gebündelt werden. Diese kommen in den letzten sechseinhalb Jahren auf eine gemeinsame Kurssteigerung von 179,5 Prozent gegenüber dem S&P 500 Index von 58,9 Prozent, und der Index, ohne diese zwanzig Aktien, auf ein erstaunliches Minus von 5,5 Prozent.

Es ist nur eine Verdeutlichung, wie ein Klumpenrisiko in einem Index die globalen Finanzmärkte beeinflusst und den Ton angibt. Die ersten fünf Aktien im S&P 500 vereinen eine Indexgewichtung von 23,5 Prozent, mit den nächsten drei sind es sogar 28,5 Prozent, von der Thematik Diversifikation ganz zu schweigen.

Bei der Berichterstattung der letzten Quartalszahlen lassen die Aussagen von leitenden IT-Führungskräften Investoren und Analysten ins Schwärmen kommen. Endlich werden Perspektiven aufgezeichnet, welche das Wachstum in die Unendlichkeit hievt. Erinnerungen aus der Zeit der Dotcom-Blase werden wach. Der Einsatz von Grafikprozessoren (GPUs) in Datenzentren erhöht den Stromverbrauch um den Faktor zwei.

Wurden in den USA im 2016 neue Datenzentren mit einem Energiebedarf von insgesamt 300 MW erstellt, sind wir heute bei 1.000 MW (= 1 GW). In vielen US-Bundesstaaten kommen die Stromversorger mit dem Kapazitätsausbau nicht mehr hinterher und gefährden so ganz klar die ambitionierten Wachstumspläne dieser Industrie. Der durchschnittliche Stromverbrauch eines neu erstellten Datenzentrums liegt zwischen 20 und 50 MW pro Jahr, was einem Verbrauch von 37.000 Haushalten entspricht. Die Wasserkühlung verbraucht täglich Trinkwasser für 30.000 bis 50.000 Menschen. Einige Länder (z. B. Irland & Singapur) haben begonnen, den Energie- und Wasserverbrauch zu kontrollieren, um von Trockenheit gefährdete Gebiete zu schützen.

In der Vergangenheit wurde mehr als einmal deutlich, dass es mit Datenzentren schwierig ist, Geld zu verdienen. Die hohen Investitionen werden über Schulden finanziert und der Cashflow muss sich rechnen, um die Abschreibungen und Zinslast zu tragen. Die Aktien solcher Firmen werden mit dem 25-fachen der adjustierten operativen Einnahmen gehandelt und die Schuldenlast liegt oft bei einem Faktor von sechs.

Unbeantwortet bleibt immer die gleiche Frage, ob nicht ein stark wachsendes Segment andere Geschäftsbereiche kannibalisiert? Auch wenn ein Umsatz in drei Jahren von 30 auf 50 Milliarden, ist eine Börsenbewertung des 30-fachen Jahresumsatzes gerechtfertigt? Am anderen Ende werden Aktien aus dem höherwertigen Konsumartikelbereich mit einstelligen KGVs gehandelt, da man den kompletten Absturz im privaten Konsum erwartet.

Vergessen werden zwei Faktoren, einerseits dass wir im 2022 das Top im privaten Konsum gesehen hatten, da die künstlichen Wirtschaftsprogramme mit finanziellen Almosen aus der Zeit der Trump-Administration ausliefen, und andererseits ihre Wirkung verpuffte. Der Nachfrageschub im 2021 ließ viele Einkaufsmanager für das 2022 euphorisch stimmen und die Lagerbestände waren vielerorts zu hoch angesetzt. Das übliche Spiel der stark reduzierten Abverkäufe nahm seinen Lauf, jedoch nicht überall gleich stark. Firmen mit einer besseren Planung/Einschätzung reduzierten bereits im dritten und vierten Quartal 2022 die Lagerbestände, was sich positiv auf die Profitabilität auswirkte.

Es ist heute eine Tatsache, dass Profitabilität vor Umsatz stehen muss. Unternehmen schätzen ihr finanzielles Fundament als wichtig ein. Das Wunschdenken, dass durch die nachlassende Nachfrage oder dass durch eine Rezession die Inflation stärker fällt, könnte sich als Fehleinschätzung entpuppen. Dadurch wird umgehend die

Aufgabe der restriktiven Geldpolitik der Zentralbanken abgeleitet. Kaum jemand wagt die Aussage, dass vielleicht das Preisgefüge hoch bleibt und damit eine längere Phase einer normalen Zinspolitik notwendig sein wird.

Merklich spürbar ist das höhere Zinsniveau im Immobilienmarkt. Vor wenigen Tagen wurde der Zinsdienst auf einem Immobilienkredit über 750 Millionen US-Dollar für die beiden größten Hotels in San Francisco eingestellt. Die beiden Objekte mit neun Prozent der Bettenkapazität in der Stadt gehen an die Gläubiger über. Nebst fallenden Zahlen für Kongresse, trägt in San Francisco auch ein hoher Leerstand von Büroimmobilien von 30 Prozent und die Verwahrlosung des Stadtzentrums bei.

So sind viele Teile der globalen Wirtschaft ganz unterschiedlich unterwegs und man verzichtet plötzlich gerne auf Marktanteile. Diese zu erringen und zu verteidigen, ist kostspielig und eine künstliche Verknappung ist erst noch besser für das Geschäft. Im laufenden Jahr wird dieses Umdenken bei vielen Firmen im ersten Halbjahr zu einer Verzerrung der Quartalszahlen führen. Die Reaktion von Analysten und Anlegern wird unterschiedlich ausfallen.

Neben der regionalen Bankenkrise in den USA wird dort die Entwicklung am Immobilienmarkt weitere Maßnahmen bei den kleineren Finanzinstituten fordern. Die Preise stiegen in den letzten Jahren exzessiv, sodass die Profitabilität respektive Bezahlbarkeit aus dem Lot kamen. Die anstehenden Refinanzierungen zu merklich höheren Zinsen wird Spuren hinterlassen.

Bis jetzt blieb die Bewertungskorrektur der jahrzehntelangen künstlichen Niedrigzinspolitik aus. Es ist aber ein normaler Zyklus, welcher mit dem Verlauf einhergehen muss. In der Vergangenheit haben weder Anleger noch Politiker dies vorausschauend antizipiert und mussten es immer auf die harte Art und Weise lernen. Sich vorher zurückzunehmen, gilt bis heute als wenig standfest und als Zeichen der Schwäche.

Die Staatsdefizite laufen überall aus dem Ruder und die hohe Schuldenlast wird sich nur teurer refinanzieren lassen. Ein Abbau der Staatsquote, um Einsparungen zu realisieren, sind wohl wichtiger, als ein kompletter Abbau des Industriestandortes Europa durch die geplante Energiewende. Man spricht gerne über blauäugige Ziele, deren Ausfinanzierungen noch weit weniger klar sind, als alles andere.

Die Szenarien der geopolitischen Entwicklungen werden unterschätzt. Was geschieht, wenn diese nicht so verlaufen, wie in unseren Medien glaubhaft gemacht wird? Woher sollte eine militärisch materielle Unterstützung für Taiwan kommen, falls dort ein weiterer Konfliktherd ausbricht? So unklar, wie gerade in dem Spiel der globalen Neuverteilung der politischen Einflüsse, war die Politik schon lange nicht mehr. Man versucht mit allen Mitteln die Realität und Auswirkungen zu verwischen, ein gefährliches Spiel.

Die Finanzmärkte werden versuchen, sich die besten Stücke aus dem Braten zu nehmen, um so eine weitere Kursrallye zu nähren. Eine höhere Verzinsung und die Ausfinanzierung der US-Staatsfinanzen machen Kapital auf einmal wieder begehrt, der Konkurrenzkampf der Anlageklassen darf beginnen!

Wie zu Beginn erwähnt, die Diskrepanzen weiten sich aus, so gesehen beim Bewertungsparameter einzelner Aktien von Unternehmen, welche nicht für die ganze Wirtschaft eines Landes stehen. Die sichtbare Erfassung des Aufwärtstrends durch den breiten Aktienmarkt bietet die notwendige Konsolidierung der vereinzelt überhitzten Aktien. Solange dieser Trend anhält, steht der laufenden Sommerrallye nichts im Wege. Man muss aber nahe am Geschehen dranbleiben, um einen möglichen Abbruch dieser Bewegung nicht für einen Ausstieg oder wenigstens für eine Reduktion des Engagements zu verpassen.

Ich wünsche allen einen sonnigen Sommerbeginn!



Roger Maurer

In diesem von mir verfassten Marktkommentar gilt es eine gewisse Stimmung der Finanzmärkte einzufangen und darzulegen. Da dieses Dokument öffentlich publiziert wird, können keine gezielten Anlageempfehlungen niedergeschrieben werden, noch ist dieser Marktkommentar ein zugrunde liegendes Instrument, seine Anlageentscheide zu treffen. Er soll jedoch verdeutlichen, mit welcher Weitsicht Entscheide ausgearbeitet werden. Es gilt das Motto: möglichst viele Informationen, auch wenn diese im Moment nicht ins Gewicht fallen, einzubeziehen.