

AKTIEN: DIE GEDULDSPROBE

Die Aktienmärkte haben in den vergangenen Wochen eine beeindruckende Rallye hingelegt. Viele Anleger reiben sich verduzt die Augen. Bis Ende September waren die Märkte fest im Griff der vielen Krisen des Jahres 2022 – hohe Inflation, steigende Zinsen, geopolitische Konflikte. Nun scheint der Blick aber schon in das nächste Jahr zu gehen, das ein besseres zu werden verspricht. Im Freudentaumel über das sich abzeichnenden Ende der Zinserhöhungen kann man aber leicht übersehen, dass sich die wirtschaftlichen Aussichten zunehmend eintrüben. Das wird Margen und Umsätze belasten. Auch die Bewertungen der Aktienmärkte sind nicht so günstig, wie es auf den ersten Blick scheint. Bis sich die Aussichten dauerhaft verbessern, ist noch eine Menge Geduld nötig.

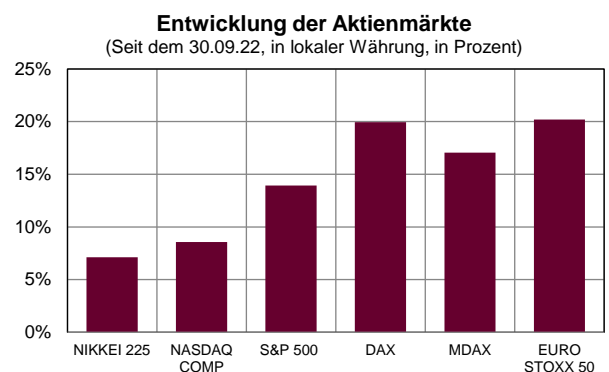
Die Aktienmärkte haben in den vergangenen Wochen eine **beeindruckende Rallye** hingelegt. Insbesondere europäische Aktien konnten bis zu 20 Prozent zulegen. Die Aussicht auf ein Ende der Leitzinserhöhungen im kommenden Jahr hat insbesondere zinsensitive Werte beflügelt. Relative Verlierer waren dagegen Energiewerte. Der Ausgang der Zwischenwahlen in den USA gab den Aktienmärkten zusätzlichen Rückenwind.

Viele Anleger reiben sich verduzt die Augen. Bis Ende September waren die Aktienmärkte fest im Griff der vielen **Krisen des Jahres 2022** – hohe Inflation, steigende Zinsen, geopolitische Konflikte. An den Märkten scheint man aber schon in das nächste Jahr zu schauen, das ein besseres zu werden verspricht. Sind diese Vorschusslorbeeren berechtigt?

Im Freudentaumel über das sich abzeichnenden Ende der Zinserhöhungen kann man leicht übersehen, dass sich die wirtschaftlichen Aussichten zunehmend eintrüben. Und das wird Spuren bei den **Unternehmensgewinnen** hinterlassen. Während in den ersten beiden Quartalen 2022 die Gewinne in den USA noch um rund sieben Prozent stiegen, nahmen sie im dritten Quartal nur um 3,8 Prozent zu. In dieser Verlangsamung spiegelt sich die Eintrübung der konjunkturellen Aussichten wider. Eine leichte Rezession scheint für viele Staaten kaum vermeidbar. Das Wachstum der Gewinne pro Aktie dürfte im S&P 500 im kommenden Jahr bestenfalls bei null liegen. In Europa, wo der konjunkturelle Einbruch wohl stärker sein wird, ist ein Rückgang um -8,0 Prozent möglich.

Die Gewinne eines Unternehmens ergeben sich aus den Umsätzen und den **Gewinnmargen**. Nicht nur die Umsätze werden unter der konjunkturellen Schwäche leiden, sondern auch die Margen. Bei S&P 500-Unternehmen dürften sich die operativen Margen in den nächsten 12 Monaten verringern, und zwar insbesondere bei

Unternehmen außerhalb der Energiebranche. In Europa hingegen sind die Margenerwartungen noch recht stabil. Historisch betrachtet deuten Rückgänge bei den Margen auf eine negative Kursentwicklung hin. Nach jahrelangen Anstiegen liegen die derzeitigen operativen Margen sowohl für die Unternehmen des S&P 500 als auch für die des STOXX Europe 600 auf Hochständen. Ein leichter Rückgang im kommenden Jahr ist sehr wahrscheinlich.



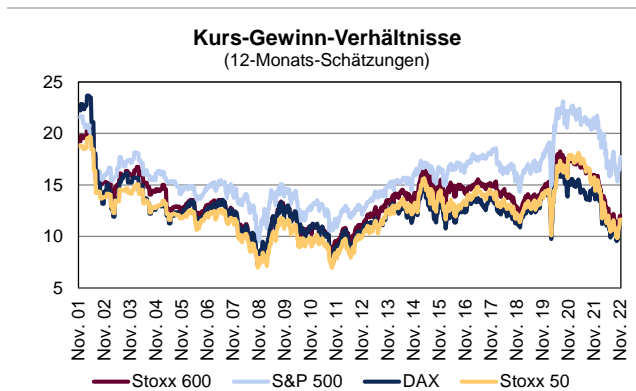
Warum sind die Gewinne bislang noch nicht stärker gesunken? Dafür gibt es eine Reihe von Gründen. Der **Gewinn pro Aktie (EPS)** ist eine nominale Zahl, was in Zeiten hoher Inflationsraten und bei ausreichender Preissetzungsmacht stabilisierend wirkt. Allerdings hat die Berichtssaison im dritten Quartal bereits eine Verlangsamung des Gewinnwachstums gezeigt. Für 2023 sind die Schätzungen seit dem Sommer deutlich gesunken und absolut gesehen entsprechen sie den Werten von Anfang 2022. Berücksichtigt man die zweistellige Inflationsrate ergibt sich real gesehen ein negatives Gewinnwachstum. Der jüngste Rückgang der Einkaufsmanagerindizes könnte zu einer Abwärtskorrektur der EPS-Schätzungen um vier bis sechs Prozentpunkte in den nächsten drei Monaten führen.

Unter der Annahme, dass die Rezession nur kurz ist, wären solche Gewinnrückgänge für viele Anleger allerdings verkraftbar. Für die Optimisten zählt eher die **Bewertung**

der Aktienmärkte, die auf den ersten Blick günstig aussieht. Sowohl in den USA als auch in Europa sind die auf Gewinnerwartungen beruhenden Kurs-Gewinn-Verhältnisse um rund 25 Prozent zurückgegangen und liegen damit unter den durchschnittlichen Werten der letzten 15 Jahre. Der Rückgang der Bewertungen wurde vom starken Anstieg der Zinsen in diesem Jahr ausgelöst. Im kommenden Jahr wird der Druck auf die Zinsen nachlassen und die Risikoneigung könnte wieder zunehmen. Beide Argumente sprechen dafür, dass die Aktienmärkte wieder teurer werden. Durch die leichte Bewertungsexpansion haben insbesondere die europäischen Aktienmärkte ein gewisses Aufwärtspotenzial.

Allerdings besteht die Gefahr, dass Margendruck und sinkende Umsätze die Gewinne stärker belasten, als dies die Analysten derzeit erwarten. Weniger günstig sieht zudem die **Bewertung der Aktienmärkte im Vergleich zu Anleihen** aus. Durch den kräftigen Zinsanstieg im laufenden Jahr ist die Anleiherendite so attraktiv wie lange nicht. Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen ist inzwischen etwa doppelt so hoch wie die Dividendenrendite des S&P 500. In Europa liegen die Dividendenrenditen zwar immer noch über der Rendite zehnjähriger Bundesanleihen, aber der Abstand war in den letzten zehn Jahren wesentlich weiter. Ungünstig sieht auch der Vergleich zu Unternehmensanleihen aus. Im europäischen STOXX 600 haben nur noch rund 30 Prozent der Unternehmen eine höhere Dividendenrendite als die durchschnittliche Verzinsung von Unternehmensanleihen. In den USA schlägt die Rendite von Unternehmensanleihen die Dividendenrendite fast aller

Aktien im S&P 500. Die Aussicht auf sinkende Inflationsraten im kommenden Jahr könnte den Rentenmarkt zusätzlich beflügeln.



Vor diesem Hintergrund erscheint die Rallye der letzten Wochen voreilig. Schon die Berichtssaison für das vierte Quartal 2022, die Mitte Januar beginnt, könnte ernüchternd ausfallen. Auch die Zinssenkungen der US-Notenbank, die der Markt für das zweite Halbjahr 2023 bereits einpreist, dürften sich als verfrüht erweisen. Die Inflationsraten werden zwar weiter zurückgehen, aber noch lange über den Zielen der Notenbanken verharren.

Für Aktienanleger wird das kommende Jahr eine echte **Geduldssprobe** werden. Nach der kräftigen Rallye der letzten Wochen ist die Wahrscheinlichkeit eines Rückschlags hoch. Allerdings könnte ein solcher Rücksetzer der ideale Kaufzeitpunkt sein. Da Wendepunkte schwierig zu timen sind, sollten Anleger noch etwas Pulver trocken halten, um ihre Aktienquoten im Laufe des nächsten Jahres weiter erhöhen zu können.

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319, Christian Bußmann (cbussmann@marcard.de), Yannick Düring (yduering@marcard.de), Ralph Groß (rgross@marcard.de)

Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG – DIE FAMILY OFFICE BANK, Ballindamm 36, 20095 Hamburg, Tel. +49 40 32099-0, Fax +49 40 32099-200, www.marcard.de

© Copyright 2022

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes ist ohne unsere Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Haftungsausschluss

Dem Inhalt dieses Werks liegen vertrauenswürdige Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen zugrunde. Für die Richtigkeit können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Die hierin enthaltenen Aussagen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Werk stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine aktuelle anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren. Voraussetzung für eine kunden- und produktgerechte Beratung ist, dass Sie uns auf unsere Fragen bezogen auf Ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse aktuelle, richtige und vollständige Angaben machen. Nur so sind wir in der Lage, Ihnen Empfehlungen entsprechend Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten zu geben. Im Rahmen der Geeignetheitsprüfung gleichen wir unsere Empfehlungen mit Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten ab. Insbesondere die Risikobereitschaft, Verlusttragfähigkeit und der bevorzugte Anlagehorizont bilden essentielle Bausteine für eine erfolgreiche und individuell zugeschnittene Anlageberatung.

Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Durch etwaige andere Gesetze, Gesetzesänderungen, Veränderung der Rechtsprechung oder Erlasse kann sich die steuerliche Beurteilung – ggfs. auch rückwirkend – verändern und können die beschriebenen steuerlichen Folgen nachteilig beeinflusst werden. Die in diesem Werk enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung wieder. Die in dieser Einschätzung zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die steuerlichen Ausführungen erheben nicht den Anspruch, sämtliche steuerliche Aspekte zu behandeln, die aufgrund der persönlichen Umstände des einzelnen Anlegers von Bedeutung sein können. Interessierten Anlegern wird daher empfohlen, sich von einem Angehörigen der steuerberatenden Berufe über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Für die Richtigkeit der hier genannten Informationen übernehmen wir keine Gewähr.