

// CIO Ausblick //

Das große Bild an den Börsen

Liebe Kundinnen und Kunden!



Chris-Oliver Schickentanz,
Chief Investment Officer

Unser wirtschaftliches Basisszenario einer globalen Wachstumsabschwächung hat sich über die letzten Monate bestätigt: Die Einkaufsmanagerindizes haben im Mai ihr vorläufiges Zyklushoch erreicht und sind seitdem stark zurückgekommen. Dies gilt insbesondere für das Verarbeitende Gewerbe, das in den Industrienationen im rezessiven Terrain verharret und in einigen Ländern (u.a. Deutschland, Frankreich) das niedrigste Niveau seit der Corona-Pandemie erreicht hat. Aber auch im Dienstleistungssektor zeigen sich Brems Spuren, nachdem hier die Nachhol effekte nach Corona langsam ausklingen.

Grafik: Frühindikatoren in der Eurozone sinken



Quelle: Bloomberg / weiß = Gesamtwert / hellrot=Verarbeitendes Gewerbe / Gelb = Dienstleistungssektor

Gründe für diese deutliche Stimmungsverschlechterung sind u.E. die realwirtschaftlichen Spätfolgen der kräftigen Zinserhöhungen der letzten 18 Monate, die sehr restriktive Kreditvergabe der Geschäftsbanken, die nachlassenden Positiveffekte aus China und die spürbar geringeren fiskalpolitischen Impulse.

Neben den erfolgten Zinserhöhungen beobachten wir bei immer mehr Notenbanken eine Wiederaufnahme der Bilanzverknappung. So hat die Federal Reserve nach den Notfallmaßnahmen zur Stabilisierung der Regionalbanken ihre Bilanzverkürzung forciert und mittlerweile wieder das Niveau von vor der Bankenkrise erreicht. Die EZB hat im Juli ebenfalls mit ihrem „Quantitative Tightening“ begonnen. Das verknappt die vorhandene Liquidität. Zusätzlich sorgt die restriktive Kreditvergabe der Geschäftsbanken für Gegenwind. Die jüngste Umfrage der EZB zeigt, dass die europäischen Banken ihre Kreditvergabe so stark verschärft haben, wie zuletzt während der großen Finanzmarktkrise. Bisher schlägt dies realwirtschaftlich nicht durch, weil auch die Kreditnachfrage gesunken ist.

Grafik: Jüngste Kreditumfrage der EZB inkl. PMIs

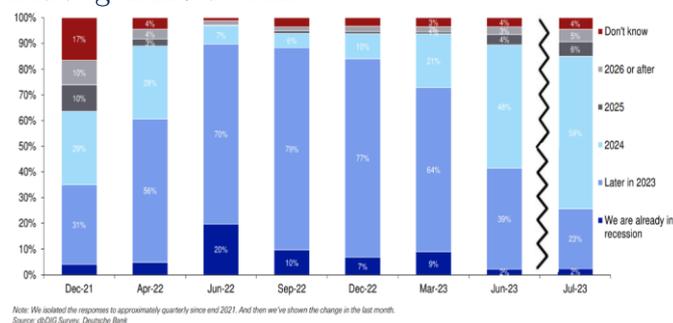


Quelle: Deutsche Bank

In China hat sich die Euphorie nach dem Wegfall der Zero Covid-Politik mittlerweile spürbar gelegt. Die strukturellen Probleme des Landes (hohe privatwirtschaftliche Verschuldung, alternde Bevölkerung, überbewertete Immobilienmärkte, stark gestiegene Jugendarbeitslosigkeit) reduzieren das langfristige Wirtschaftswachstum. Wir erwarten zwar in den kommenden Wochen ein Paket aus konjunkturstimulierenden Maßnahmen. Das dürfte aber wie so oft nur kurzfristig Wirkung entfalten und dem Wachstum in den nächsten zwei, drei Quartalen helfen. Letzter Faktor sind die nachlassenden fiskalpolitischen Impulse, die insbesondere in den USA und weiten Teilen Europas zu spüren sind.

Diesen ernüchternden Wachstumsperspektiven stehen aber zwei Positiveffekte gegenüber: Der Disinflationstrend hat sich in den westlichen Volkswirtschaften zuletzt beschleunigt und dürfte sich auch in den kommenden Monaten fortsetzen. So sehen wir in den USA nachlassenden Preisdruck von den zuletzt hartnäckigsten Inflationstreibern (Gebrauchtwagenpreise, kalkulatorische Mieten). Das erhöht die mittelfristige Flexibilität der Notenbanken. Und: Der Arbeitsmarkt ist in nahezu allen Regionen weiterhin sehr fest, was die unmittelbaren Rezessionsrisiken reduziert. Entsprechend sind die Chancen gestiegen, dass die USA einen Wirtschaftsabschwung in diesem Jahr vermeiden kann.

Grafik: Wann kommt die nächste US-Rezession? Das sagen Investoren!



Sollte es zu einer Rezession kommen, erwarten wir schnelle Gegenmaßnahmen der Fed, so dass allenfalls ein milder Abschwung wahrscheinlich ist.

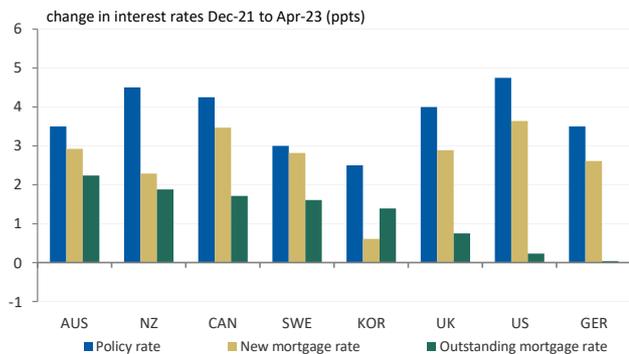
Überhaupt dürften die Notenbanken nahe am Hochpunkt ihres jeweiligen Zinserhöhungszyklus stehen. Für die Fed erwarten wir an diesem Mittwoch einen letzten Zinsschritt um 25 Basispunkte, für die EZB evtl. noch einen zweiten im September. Daran dürfte sich eine Zinspause anschließen, die bei der Fed voraussichtlich bis ins Frühjahr 2024, bei der EZB bis in den darauffolgenden Herbst anhalten dürfte. Der Markt preist diese Perspektive – anders als noch vor drei Monaten – mittlerweile auch weitgehend adäquat ein, so dass hier u.E. wenig Enttäuschungspotenzial besteht.

Außerhalb dieses Basisszenarios sehen wir einige Risikofaktoren, die den weltwirtschaftlichen Verlauf verändern könnten: Auf der positiven Seite – zumindest für einige Quartale – ein größeres Stimulierungsprogramm in China. Nach der Sitzung des Politbüros am Montag und dem personellen Wechsel an der Spitze der chinesischen Notenbank am Dienstag verdichten sich die Signale für einen entsprechenden Impuls. Zudem hat sich die Wahrscheinlichkeit für ein schnelleres Ende des Putin-Regimes leicht erhöht, bleibt aber im Hinblick auf unsere Anlagestrategie eher ein „Außenseiter-Szenario“.

Auf der negativen Seite sorgen wir uns über die „Maturity Wall“ im Hochzinsbereich, die ab 2024 zu einer spürbaren Erhöhung der Zahlungsausfälle und Insolvenzen führen könnte. Zudem sorgen die Zinssteigerungen in Ländern wie Australien, Neuseeland, Kanada oder Schweden zu deutlich steigenden Belastungen für noch nicht abbezahlte Immobilienkredite (grüner Balken in der folgenden Grafik). Denn hier sind viele Vereinbarungen mit variablen Zinsen versehen, was im besten Fall die Konsumbereitschaft schmälert, im schlimmsten Fall zu einer neuerlichen Immobilienkrise in diesen Ländern führen könnte. Den dritten Risikofaktor, den wir neben den „üblichen Verdächtigen“ im Blick behalten, ist der Wettereffekt „El Nino“, der aktuell an Stärke gewinnt und in den kommenden Monaten zu extremen Wetterereignissen auf der Südhalbkugel führen könnte. In diesem Fall wären

steigende Lebensmittelpreise wahrscheinlich, was den Disinflationstrend stoppen könnte.

Grafik: Zinsmehrbelastungen bei Immobilienkrediten

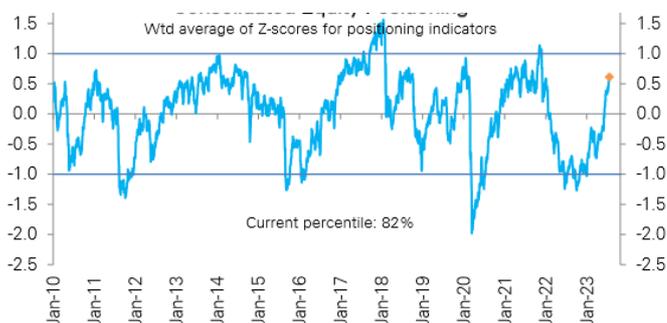


Quelle: Morgan Stanley / beige = Mehrbelastung für neue Kredite grün = Mehrbelastung für bestehende Hauskredite

Was heißt das für unsere Anlagestrategie?

Nach der sehr offensiven Ausrichtung unserer Anlagestrategie über weite Strecken des ersten Halbjahrs haben wir unsere Aktienquoten Ende Juni weitestgehend neutralisiert. Wir gehen davon aus, dass sich die Aktienmärkte über die Sommermonate „neu erfinden“ müssen. Die gute Performance der vergangenen Monate war insbesondere durch eine Aufstockung der bis dato vorsichtigen Positionierung sowie positive Ergebnisüberraschungen getrieben. Mittlerweile zeigen die Positionierungsdaten keine Auffälligkeiten mehr. Die gerade laufende Q2-Berichtssaison ist im Vergleich zum offiziellen Analystenkonsens solide, bringt aber kursmäßig kaum Impulse. Offensichtlich liegen die Erwartungen der Investoren über denen der Analysten.

Grafik: Aggregierte Aktienpositionierung



*Weights based on explanatory power in regression of equity performance on indicators

Quelle: Deutsche Bank

Mit Blick nach vorne sehen wir dennoch zwei potenzielle Positivfaktoren: Zum einen sind viele systematische Anlagelösungen noch immer vorsichtig aufgestellt. Sie folgen quantitativ-statistischen Verfahren und dürften erst dann signifikant in den Aktienmarkt zurückkehren, wenn die konjunkturellen Frühindikatoren einen Boden finden. Das könnte im Verlauf des (Spät-) Herbstes der Fall sein. Zum zweiten sorgt der aktuelle Disinflationstrend für niedrigere Renditen und Geldmarktsätze, was die relative Attraktivität von Aktien erhöhen könnte. Letzteres gilt insbesondere für die Aktien, die in der ersten Jahreshälfte deutlich underperfornt haben und mittlerweile mehrheitlich niedrig bewertet sind.

Spannend wird auch, ob der Megatrend „Künstliche Intelligenz“ in der laufenden Berichtssaison neue Nahrung erhält. Bisher beobachten wir eine überraschend schnelle Monetisierung von Investitionen, was das mittelfristige Wachstumspotenzial der entsprechenden Player erhöht.

In Summe rechnen wir damit, dass in den kommenden Monaten die Höhe der Aktienquote (Allokation) für die Gesamtpformance unwichtiger wird und die Bedeutung der Sektor- und Einzeltitelselektion an Wichtigkeit gewinnt.

Auf der Anleienseite dürfte die Kombination aus nahendem Leitzinsgipfel und wirtschaftlicher Abschwächung den Trend zu moderat niedrigeren Renditen unterstützen. Dabei setzen wir weiterhin auf eine Barbell-Strategie aus kurzen und langen Laufzeiten. Durch die inverse Zinsstruktur bieten die kurzen Laufzeiten noch immer einen bemerkenswerten Renditeaufschlag, der sich kurzfristig weiterhin auszahlen dürfte. Nachdem wir in der Vergangenheit bereits zwei Schritte zur Durationsverlängerung durchgeführt haben, planen wir auch in den nächsten Quartalen, Fälligkeiten zur Erhöhung der Portfolioduration zu nutzen. Dabei werden wir allerdings aus Risikoüberlegungen nicht über das aktuelle Benchmark-Niveau hinausgehen. Bonitätsseitig fühlen wir uns bei guten Emittenten weiterhin wohl. Hier sind die Risikoaufschläge

auskömmlich. Im High Yield-Bereich sind dagegen die Risiken aus den konzentrierten Fälligkeiten und den deutlich höheren Zinsen noch nicht ausreichend eingepreist. Staatsanleihen bleiben eine wichtige Depotbeimischung, da sie ausreichend Liquidität bieten, um insbesondere bei langen Laufzeiten jederzeit liquide und zu vernünftigen Preisen aussteigen zu können.

Grafik: Ausmaß der inversen Zinsstruktur am Beispiel Bundesanleihen



Beim US-Dollar erwarten wir mittelfristig eher eine weitere Abschwächung, da sich die Zinsdifferenzen durch die längere Zinspause der EZB zugunsten des Euro entwickeln dürfte. Die aktuell hohen Short-Positionen könnten vorher allerdings die

gerade laufende Zwischenerholung des Greenbacks unterstützen – insbesondere, wenn sich auch die EZB am Donnerstag nicht auf eine weitere Zinserhöhung im September festlegt.

Was heißt das für die zukünftigen Allokationsquoten?

Auf der Aktienseite wollen wir uns in den kommenden Monaten zwischen einer neutralen (=benchmarkkonformen) Aktienquote und einer moderaten Übergewichtung bewegen. Dabei sehen wir im Rahmen der laufenden Berichtssaison zwei Möglichkeiten zur Quotenanhebung: durch Käufe von bisherigen Underperformern mit überzeugenden Quartalsberichten oder durch den (Zu-) Kauf von Qualitätswerten, die durch zu hochgesteckte kurzfristige Erwartungen unter Druck geraten. Sektorseitig sehen wir dabei neben dem Technologiesektor vor allem auch Chancen im Gesundheitsbereich, bei Telekommunikationskonzernen und Mineralwerten.

Auf der Anleihenseite planen wir mit einer Gewichtung um Benchmark-Niveau, Cash wollen wir dagegen nach wie vor untergewichten.

Mein Fazit für Sie:

Auch in den kommenden Monaten bleibt aktives Management erfolgsentscheidend. Dabei dürfte sich der Fokus allerdings ein Stück weit von der Allokation (Steuerung der Aktienquote) hin zur Selektion (Auswahl der passenden Branchen und Einzelwerte) verlagern. Wir haben dabei den Vorteil, dass wir mit Rückenwind starten und auf einer guten Halbjahres-Performance aufsetzen können.

Ihr

Chris-Oliver Schickentanz
CHIEF INVESTMENT OFFICER

Impressum und rechtlicher Hinweis:

Herausgeber: Capitell Vermögens-Management AG
Autor: Chris-Oliver Schickentanz
Erscheinungsort: Frankfurt am Main

Adresse: Hedderichstraße 55-57, 60594 Frankfurt am Main

Kontakt: 069-204561-0 | newsletter@capitell-ag.de

Diese Unterlage wurde mit größter Sorgfalt erstellt. Die Informationen, die für diesen Artikel verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die die Capitell Vermögens-Management AG für verlässlich hält, für die sie aber nicht garantieren kann. Die Quelle für Grafiken ist, soweit nicht anders vermerkt Refinitiv Inc. Die in diesem Artikel zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ändern, ohne dass dies mitgeteilt wird. Diese Unterlage dient lediglich zu Informationszwecken und stellt eine Werbung im Sinne des WpHG dar. Damit handelt es sich weder um ein Angebot zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Aufforderung zur Abgabe eines solchen Angebots. Dieses Dokument wurde redaktionell am 25.07.2023 abgeschlossen.

© 2023