

// CIO Ausblick //

Update Mai 2024: Die Luft wird dünner

Liebe Kundinnen und Kunden!



Chris-Oliver
Schickentanz,
Chief Investment Officer

Die Aktienmärkte haben nach der fulminanten Performance 2023 auch in den ersten viereinhalb Monaten des laufenden Jahres gut performt. Die Pluszeichen belaufen sich auf 5% für den Dow Jones, 10% für den US-amerikanischen S&P 500, 12% für EuroStoxx

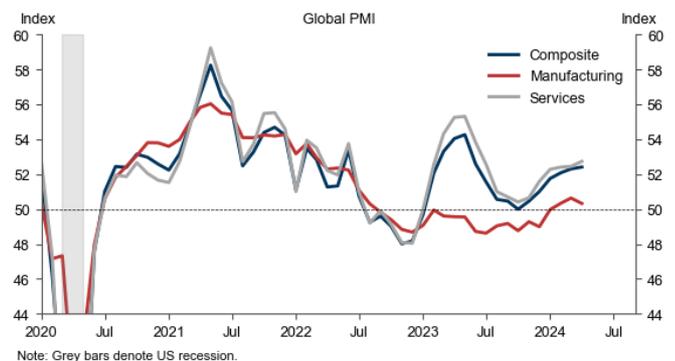
50 und Dax und satte 15% für den Nikkei (alle Performanceangaben in lokaler Währung). Damit haben Aktien erneut besser performt als Anleihen, so dass sich unsere Übergewichtung bezahlt gemacht hat. Und trotzdem nimmt bei vielen Anlegern das Bauchgrummeln zu: Die Bewertungsrelationen von Aktien sind meist nicht mehr besonders günstig, mögliche Belastungsfaktoren wie die geopolitischen Konflikte, die sich abzeichnende Wachstumsverlangsamung in den USA oder die im November stattfindenden US-Wahlen werden ausgeblendet. Von daher ist es mir wichtig, zur Mitte des zweiten Quartals eine Bestandsaufnahme zu machen und den weiteren Ausblick zu diskutieren.

Faktor 1: Positiver Dreh der Einkaufsmanagerindizes

Die Einkaufsmanagerindizes sind die wichtigsten konjunkturellen Frühindikatoren weltweit. Sie befragen tausende Unternehmer nach ihrer aktuellen Lageeinschätzung und den Zukunftsperspektiven. Damit sind sie die beste „Insider“-Information, die

wir Analysten volkswirtschaftlich bekommen können. Und hier zeigt sich seit Jahresbeginn ein sehr erfreulicher Trend: Ausgehend von den Schwellenländern und Europa hat sich die Stimmung im Verarbeitenden Gewerbe spürbar verbessert, im Dienstleistungssektor auf hohem Niveau stabilisiert. Das spricht für eine positive Wachstumsdynamik in den kommenden Monaten.

Grafik: Globale Einkaufsmanagerindizes drehen nach oben



Quelle: Goldman Sachs

Aus Anlegersicht gibt es allerdings zwei Wermutstropfen: Zum einen haben sich die Wachstumsperspektiven für die größte Volkswirtschaft der Welt, die USA, zuletzt eingetrübt. So ist der Economic Surprise Index der Citibank, der abgreift, ob Konjunkturdaten über oder unter den Erwartungen der Volkswirte liegen, zuletzt ins negative Terrain abgerutscht. Auch bei den Einkaufsmanagerindizes gibt es erste Warnzeichen. So liegt die Komponente für Auftragseingänge schon seit drei Monaten unter dem Niveau der Umsätze. Die Auftragsbücher

füllen sich also nicht mehr weiter. Entsprechend rechne ich in den kommenden Monaten mit einer moderaten Wachstumsabschwächung in den USA – auch weil der fiskalpolitische Konjunkturimpuls deutlich niedriger ausfallen wird.

Zum zweiten reagieren Aktienmärkte üblicherweise positiv auf eine derartige Stimmungsaufhellung. Im aktuellen Zyklus starten wir aber bereits auf einem deutlich höheren Niveau als üblich. Von daher ist bereits sehr viel Positives in den aktuellen Kursen eingepreist.

Grafik: Risikobereitschaft aktuell bereits deutlich höher als üblich



Quelle: Goldman Sachs

Faktor 2: Zinssenkungen der Notenbanken kommen

Angeht die rückläufige Inflationsdynamik in der Eurozone erwarte ich ab Juni Zinssenkungen der EZB. Das ist grundsätzlich ein positiver Impuls für die Märkte. Ein Blick in die Geschichtsbücher zeigt, dass bereits das von der EZB gegebene Signal für künftige Zinssenkungen ausreicht, um höhere Bewertungsrelationen an den Märkten zu rechtfertigen. Niedrigere Zinsen treiben also das KGV nach oben, das in Europa aktuell ohnehin „nur“ im Bereich der historischen Durchschnittswerte liegt.

Anders sieht die Situation in den USA aus. Hier müssen die Währungshüter mit einer wieder steigenden Inflationsdynamik umgehen. Die gestrigen Erzeugerpreise und die heutigen Verbraucherpreisdaten zeigen dabei, dass der Preisaufrtrieb über dem Niveau in Europa und der Zielmarke der Fed liegt, sich aber zuletzt wenigstens nicht mehr beschleunigt hat. Die Kerninflation, die die volatilen Komponenten Energie und Nahrungsmittel

ausblendet, liegt mit 3,6% auf dem niedrigsten seit zwei Jahren, aber zu hoch um den US-amerikanischen Währungshütern schon schnelle Zinssenkungen zu ermöglichen. Ich persönlich halte dennoch einen Zinsschritt im September für möglich. Denn die jüngste Wachstumsabschwächung dürfte die Preisdynamik in den kommenden Monaten ein Stück weit bremsen und damit der Fed im Spätsommer grünes Licht geben.

Unabhängig von diesem Timing einer ersten Zinssenkung wird die Federal Reserve auch kurzfristig etwas tun, was die Kapitalmärkte unterstützen dürfte. Ab Juli beginnt sie nämlich mit einem „Aus-schwitzen“ ihrer Anleiheverkäufe, so dass die Notenbankbilanz künftig deutlich langsamer schrumpfen wird. Das reduziert den Renditedruck am Anleihemarkt und sollte so indirekt auch die Aktienmärkte stützen.

Da die Bewertungsrelationen in den USA allerdings unabhängig von der aktuellen Zinshöhe bereits spürbar über den historischen Durchschnittswerten liegen, erwarte ich für den US-Markt keine weitere KGV-Expansion mehr. Höhere Kurse müssen hier also durch höhere Unternehmensgewinne gerechtfertigt werden.

Faktor 3: Steigende Unternehmensgewinne und Ausschüttungen

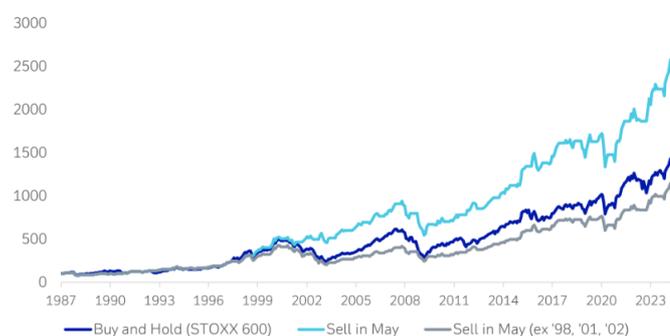
Die grundsätzlichen konjunkturellen Verbesserungen sowie die in Summe gute Berichtssaison für Q1 machen in den kommenden Monaten positive Gewinnrevisionen wahrscheinlich. Das bedeutet, dass die Analysten ihre bisherigen Schätzungen nach oben nehmen dürften. Phasen positiver Gewinnrevisionen gehen dabei häufig mit steigenden Kursen einher. Dabei sehe ich insbesondere in Europa positives Überraschungspotenzial.

Darüber hinaus rechne ich damit, dass die Ausschüttungen der Unternehmen in der zweiten Jahreshälfte weiter steigen werden. So erwarte ich nicht nur rekordhohe Dividendenzahlungen, sondern auch eine weitere Zunahme an Aktienrückkäufen. Auch das ist grundsätzlich ein unterstützender Faktor für die Märkte.

Faktor 4: Saisonalität eher negativ

„Sell in May and go away, but remember to come back in September“. Es gibt wohl kaum eine bekanntere Börsenweisheit. Auch wenn sie aus einer anderen Zeit stammt, in der die New Yorker Börsenhändler im Mai in ihre Sommerhäuser in den Hamptons zogen und die Börsenumsätze dadurch drastisch fielen, zeigt sich empirisch auch heute noch eine gewisse Evidenz. So ist eine „Sell in May“-Strategie (türkis) einer Buy and Hold-Strategie (blau) in den letzten 35 Jahren überlegen. Das liegt allerdings vor allem an heftigen Kurseinbrüchen in den Jahren 1998, 2001 und 2002. Ohne diese drei Jahre würde sich das Bild umdrehen.

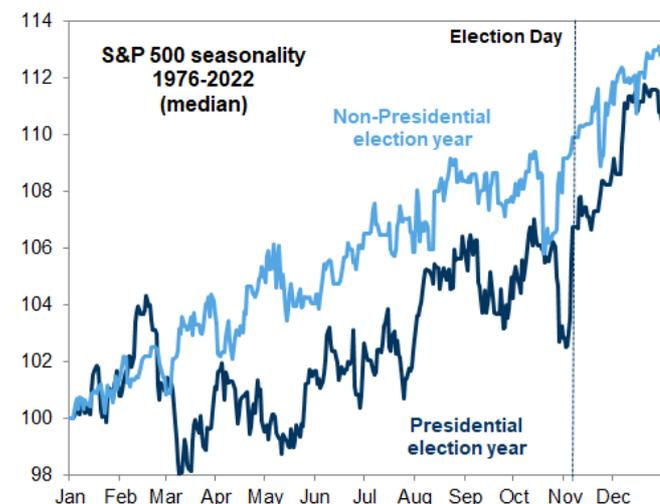
Grafik: Sell in May vs. Buy and Hold



Source: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research
Note: 12/31/1986=100

In diesem Jahr wird die Aussagekraft dieser Börsenweisheit zusätzlich durch die Präsidentschaftswahlen in den USA gestört.

Grafik: Saisonalität in Wahljahren und „normalen“ Jahren



Quelle: Goldman Sachs

Denn in Wahljahren zeigt sich üblicherweise eine etwas andere Saisonalität als in den drei anderen Kalenderjahren einer Legislaturperiode.

Doch unabhängig von Börsensprüchen und Ausnahmen: Die Sommermonate sind – den Monat Juli einmal ausgenommen – durch tendenziell niedrigere Wertzuwächse gekennzeichnet. Das lässt sich auch durch verschiedene Effekte erklären: Die Steuerschecks und Bonuszahlungen sind verarbeitet, so dass die Zuflüsse in Wertpapiere über den Sommer hinweg spürbar geringer ausfallen. Zudem beginnen in den USA die Haushaltsverhandlungen für das ab 1. Oktober startende Haushaltsjahr – meist mit großen Meinungsverschiedenheiten zwischen Demokraten und Republikanern.

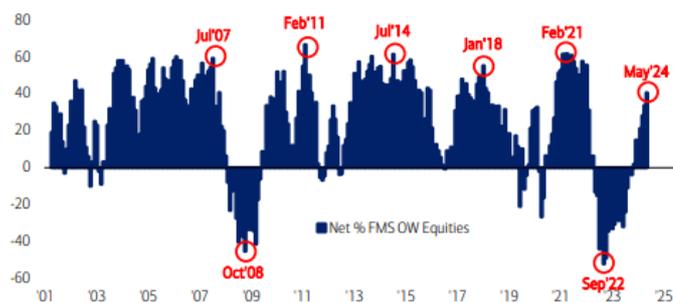
Und fundamental ist es üblicherweise noch zu früh, sich auf die fundamentalen Perspektiven des kommenden Jahres zu stützen. Das passiert meist erst nach der „Sommerpause“ Richtung Spätsommer / Herbst. Von daher müssen wir für die kommenden Monate zwar nicht zwangsläufig mit saisonalem Gegenwind, wohl aber mit geringeren Positivimpulsen zurechtkommen.

Faktor 5: Stimmung und Positionierung schon sehr optimistisch

Die klassischen Stimmungsindikatoren liegen mittlerweile im optimistischen Terrain. Das unterstreicht beispielsweise die jüngste Umfrage der Bank of America bei globalen Fondsmanagern. Hier zeigt sich der größte Optimismus seit dem Spätherbst 2021. Das ist ein Warnsignal. Denn das Sentiment ist ein klassischer Kontraindikator.

Das gilt besonders dann, wenn gleichzeitig auch die tatsächliche Positionierung der Großinvestoren offensiv ausfällt. Hier zeigen sich aktuell noch divergierende Signale: Während die geldmarktnahen Positionen über die letzten 18 Monate gewaltig ausgebaut wurden, sind die durchschnittlichen Aktienquoten so stark übergewichtet wie zuletzt im Januar 2022.

Grafik: Relative Aktiengewichtung der Profi-Investoren – schon kräftig übergewichtet



Source: BofA Global Fund Manager Survey

Quelle: Bank of America

Auch die verfügbaren Cash-Reserven fallen mit 4% recht niedrig aus. Die durchschnittliche Aktienquote der US-amerikanischen Privatanleger liegt mit knapp 62% ebenfalls in einem eher hohen Bereich. Für mich bedeutet das, dass eine weitere Aufstockung von Aktienpositionen mit Blick auf die kommenden 3-6 Monate eher unwahrscheinlich wird.

Was heißt das für unsere Anlagestrategie?

Nimmt man die vorgenannten Faktoren zusammen, spricht vieles dafür, dass wir bis zum

Jahresende weiteres Kurspotenzial an den Aktienmärkten haben, sich aber für die nächsten Wochen eher eine Atempause auf hohem Niveau anbahnt. So sehe ich bis zu den Leitzinssenkungen der EZB im Juni und der Mitte Juli beginnenden Berichtssaison für Q2 wenig Positivimpulse für die Aktienmärkte. Dennoch macht es Sinn, an der moderaten Übergewichtung von Aktien weiter festzuhalten: Zum einen, weil ich nach dem Sommer mit weiteren Kurssteigerungen rechne, zum anderen, weil sich eine großangelegte Umschichtung in Richtung Anleihen in einer Nachkosten-Betrachtung kaum rechnen dürfte.

Viele Grüße aus Frankfurt!

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 15.05.2024 abgeschlossen.

© 2024