

Kapitalmarktausblick

2. Quartal 2024

Ulrich Reitz
Chief Investment Officer

ROBUSTE US-KONJUNKTUR ÜBERLAGERT SCHWINDENDEN ZINSOPTIMISMUS

Sehr geehrte Damen und Herren,

dank eines fulminanten Starts in das neue Börsenjahr markierten führende Aktienindizes wie der S&P 500 oder der Eurostoxx 50 in den vergangenen Wochen neue Allzeithochs. Bemerkenswert ist dabei, dass die Höchststände erzielt wurden, obwohl die Hoffnungen auf baldige Zinssenkungen durch die Federal Reserve und die Europäische Zentralbank, die die Börsen im letzten Quartal 2023 beflügelt hatten, zumindest im Falle der US-Notenbank spürbar gedämpft wurden.

Dass die Aktienmärkte trotz des Gegenwinds von der Zinsseite vielfach zweistellige prozentuale Kursgewinne verbuchen konnten, lag vor allem an der robusten US-Konjunktur, die entgegen den Erwartungen vieler Ökonomen auch zu Beginn des zweiten Quartals keine Anzeichen einer deutlicheren Abkühlung zeigte. Damit stabilisierten sich auch die Aussichten für die angeschlagene Wirtschaft im Euroraum, die traditionell stark von ihren Exportmärkten abhängt. Hilfreich war zudem, dass aus China nach langer Durststrecke dank geld- und fiskalpolitischer Unterstützung erstmals wieder etwas freundlichere Konjunkturdaten gemeldet wurden.

Auffällig ist die Stärke des Goldpreises, der trotz zuletzt wieder steigender Zinsen seine bisherigen Höchststände aus den Jahren 2020 bis 2023 deutlich übertreffen konnte. Neben anhaltenden Käufen durch Notenbanken der Schwellenländer, unter anderem der People's Bank of China, dürfte hier auch das weiterhin sehr angespannte geopolitische Umfeld eine wichtige Rolle spielen.

Mit Blick auf den weiteren Jahresverlauf gehen wir davon aus, dass sich der Aufwärtstrend, der die Leitindizes seit November 2023 geprägt hat, nicht mit der bisherigen Dynamik fortsetzen wird. Das Erreichen des von der Fed und der EZB angestrebten nachhaltigen Inflationsziels von 2% bleibt aufgrund struktureller Faktoren ein schwieriges Unterfangen, wie sich zuletzt in den USA wieder gezeigt hat.

Vor diesem Hintergrund erscheint uns auch das von vielen Investoren herbeigesehnte „Goldilocks“-Szenario (moderates Wirtschaftswachstum bei sinkenden Inflationsraten und Zinsen) zu optimistisch. Vielmehr gehen wir davon aus, dass die Schwankungsintensität der Aktienmärkte wieder zunehmen wird, solange unterstützende Impulse von der Zinsseite ausbleiben. In diesem von gegenläufigen Einflüssen geprägten Börsenumfeld bleibt für uns die Fokussierung auf Qualitätstitel der entscheidende Erfolgsfaktor.

In diesem Sinne wünschen wir Ihnen eine interessante Lektüre!

Frankfurt, den 16. April 2024

Ulrich Reitz

Chief Investment Officer

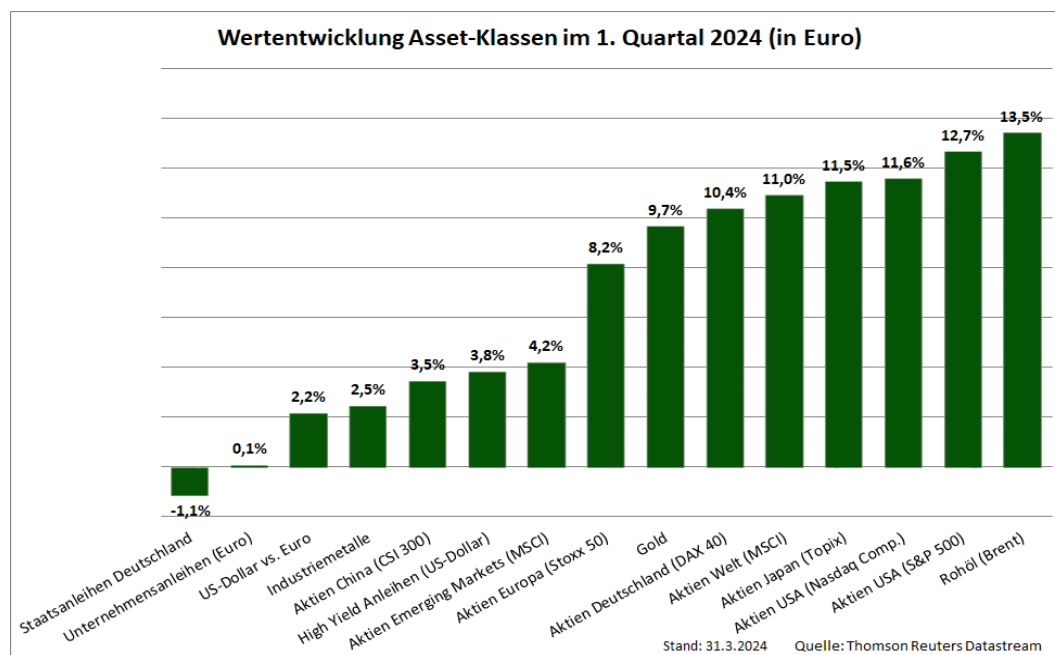


FULMINANTER AUFTAKT IM NEUEN BÖRSENAHR

Die internationalen Aktienmärkte quittierten die Aufhellung des globalen Konjunkturklimas zu Beginn des neuen Börsenjahres mit kräftigen Kursgewinnen. Angeführt vom amerikanischen Leitindex S&P 500 setzten viele Indizes die im November letzten Jahres begonnene Erholung fort und verbuchten prozentual zweistellige Gewinne. Obwohl Deutschland nach wie vor das konjunkturelle Schlusslicht im Euroraum bildet, konnte auch der Dax 40 dank der globalen Ausrichtung der Indexschergewichte um mehr als 10 % zulegen.

Allerdings zeigte sich in den vergangenen Monaten erneut, dass die Dynamik der Leitindizes die Performance der breiten Aktienmärkte überzeichnete. Während Dax, Eurostoxx 50 und S&P 500 von wenigen hochkapitalisierten Werten getrieben wurden, fiel die Entwicklung der breiter aufgestellten Indizes deutlich bescheidener aus. So schloss der deutsche Mid-Cap-Index MDax, der die heimische Wirtschaft besser als die Global Player im DAX abbildet, das Quartal mit einem leichten Minus ab. Und auch der Russell 2000, der den breiten US-Markt repräsentiert, lag Ende März fast sechs Prozentpunkte hinter dem S&P 500.

Dynamik der Leitindizes überzeichnet Performance des breiten Aktienmarktes



Die Dominanz der in den Medien oft als „Magnificent Seven“ bezeichneten großen US-Technologiewerte (Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, NVIDIA, Tesla) ist inzwischen brüchig geworden. Nur NVIDIA, Meta und Amazon entwickelten sich zuletzt besser als der S&P 500, während Apple und Tesla im ersten Quartal sogar deutliche Kursverluste hinnehmen mussten. Dagegen waren vor dem Hintergrund der konjunkturellen Aufhellung zyklische Titel aus dem Finanz- und Rohstoffsektor zuletzt stärker gefragt

Dominanz der „Magnificent Seven“ beginnt zu bröckeln

Positive Nachrichten kamen erstmals seit langem wieder aus dem Reich der Mitte: Der chinesische Aktienmarkt profitierte von geldpolitischen Lockerungen und etwas freundlicheren Wachstumsdaten und brach aus seinem mehrjährigen Abwärtstrend nach oben aus.

Die Rentenmärkte zeigten ein differenziertes Bild: Staatsanleihen mit längeren Laufzeiten litten unter den steigenden Kapitalmarkttrenditen, die einerseits die konjunkturelle Erholung, andererseits aber auch die schwindenden Hoffnungen auf baldige Zinssenkungen der US-Notenbank widerspiegeln. So stieg die Rendite zehnjähriger US-Treasuries seit Jahresbeginn von 3,86 % auf aktuell 4,57 %; die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen kletterte im gleichen Zeitraum von 2,03 % auf 2,41 %. Deutlich besser entwickelten sich Hochzinsanleihen, die ohnehin kürzere Laufzeiten aufweisen, aber zusätzlich von der konjunkturbedingten Einengung ihrer Rendite-Spreads gegenüber Investment Grade-Anleihen profitierten.

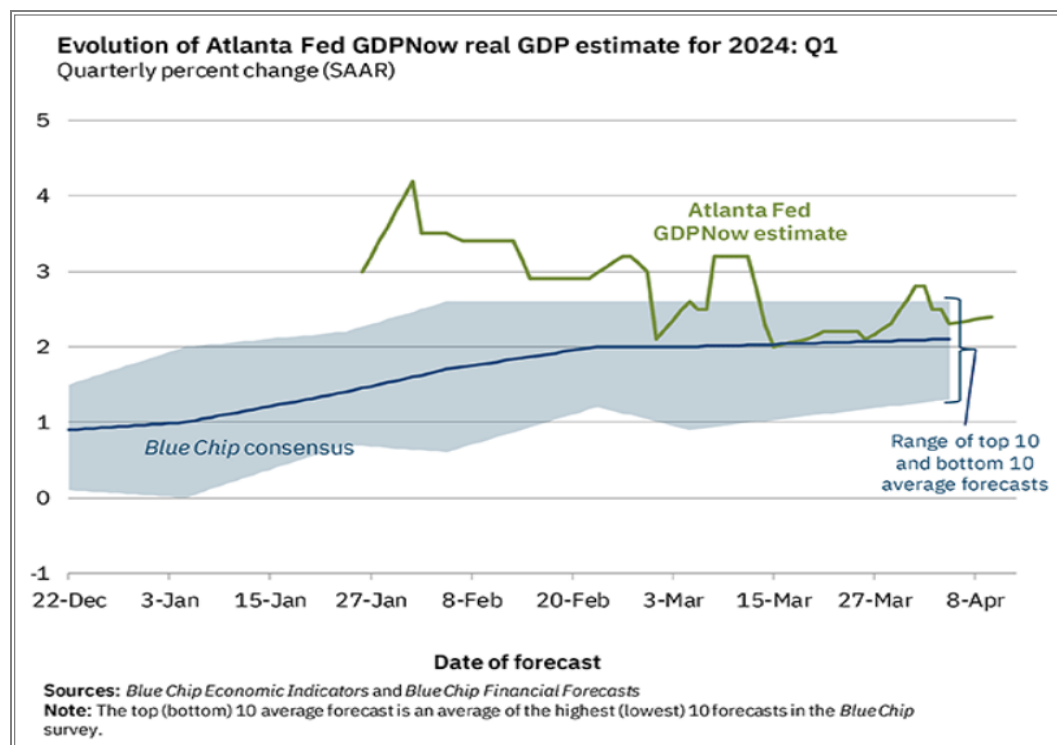
Die zunehmenden Spannungen im Nahen Osten machten sich in steigenden Ölpreisen bemerkbar, aber auch Edelmetalle als Hort der Stabilität in politisch instabilen Zeiten verzeichneten deutliche Kursgewinne.

US-KONJUNKTUR – „STILL GOING STRONG“

Allen Unkenrufen zum Trotz ist die US-Wirtschaft auch im bisherigen Jahresverlauf auf Wachstumskurs geblieben. Entgegen den Prognosen vieler Ökonomen wurden für 2023 sogar steigende Wachstumsraten gemeldet (siehe auch Grafik nächste Seite), und für das erste Quartal des laufenden Jahres prognostiziert der GDP Now-Forecast der Fed Reserve Bank of Atlanta einen annualisierten Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 2,4 % und liegt damit leicht über der Konsensus-Prognose der befragten Volkswirte.

High Yield-Bonds profitieren von konjunkturell bedingter Spread-Einengung

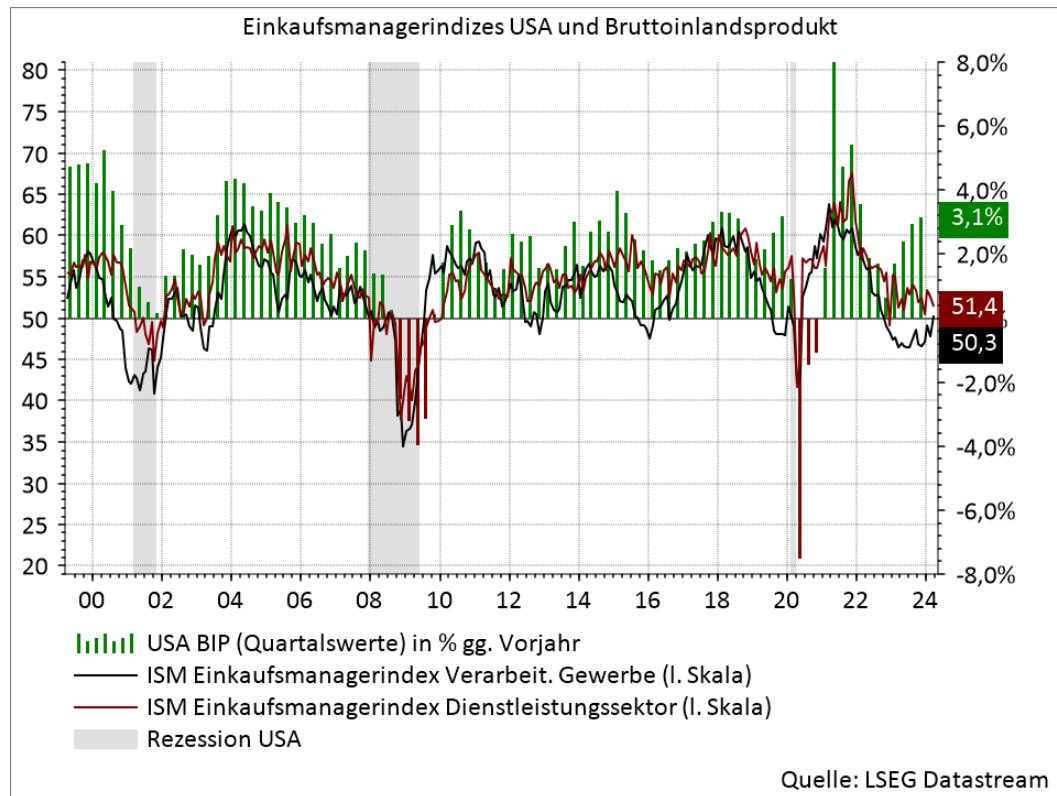
US-BIP dürfte im ersten Quartal um über 2 % gewachsen sein



Während sich der Einkaufsmanagerindex für den die US-Wirtschaft dominierenden Dienstleistungssektor bereits seit Ende 2022 stabilisiert, konnte zuletzt auch der Teilindex für das verarbeitende Gewerbe erstmals seit 18 Monaten wieder die Wachstumsschwelle überschreiten (siehe Grafik). Anders als in ähnlichen Phasen der Vergangenheit ist es den

Einkaufsmanager-index der Industrie überschreitet Wachstumsschwelle

amerikanischen Währungshütern damit bisher gelungen, die Inflationsdynamik einzudämmen, ohne die Wirtschaft in eine Rezession abgleiten zu lassen.



Ein Silberstreif am konjunkturellen Horizont zeichnet sich auch im Euroraum ab. Auch wenn weite Teile der Industrie noch mit Schwierigkeiten zu kämpfen haben, signalisieren steigende Auftragseingänge, dass die pandemiebedingte Lagerkorrektur weitgehend abgeschlossen sein dürfte und die Unternehmen mit der Aussicht auf eine konjunkturelle Belebung beginnen, ihre Bestände wieder aufzufüllen. Auch die vom Ifo-Institut erhobenen Geschäftserwartungen der deutschen Unternehmen haben sich zuletzt deutlich aufgehellt und dürften in absehbarer Zeit zu einer Verbesserung der derzeit noch angespannten Geschäftslage führen. Ob sich hieraus ein nachhaltiger dynamischer Aufschwung entwickelt, ist jedoch noch unsicher, da der anhaltende Liquiditätsentzug durch die Europäische Zentralbank weiterhin als Belastungsfaktor wirkt.

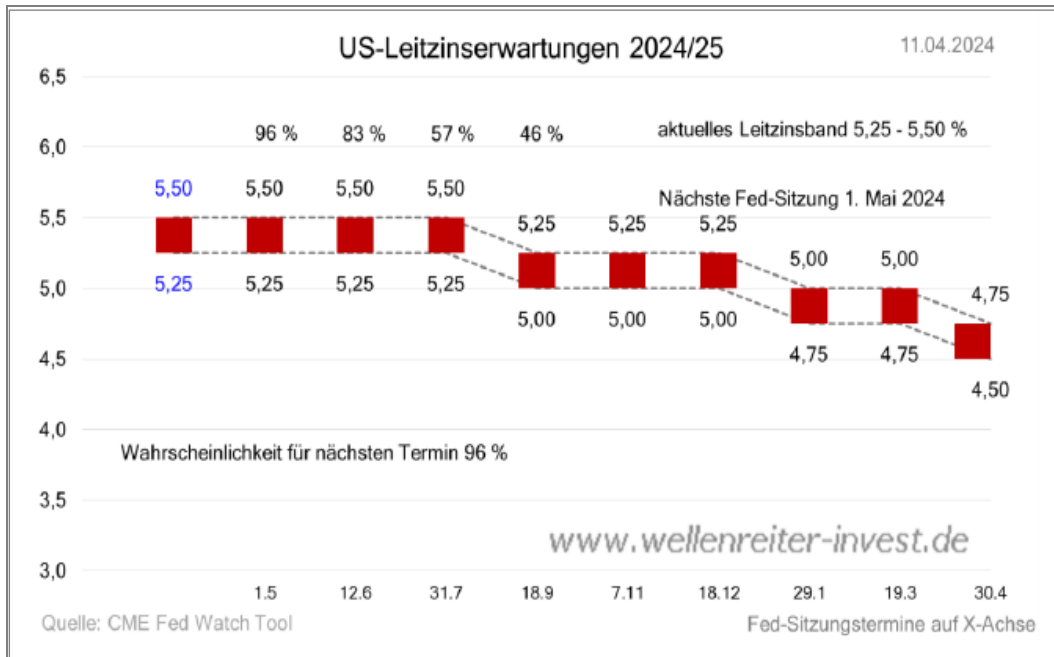
EUROPÄISCHE ZENTRALBANK DÜRFTE FRÜHER ALS FEDERAL RESERVE LOCKERN

Eine Schlüsselrolle bei der Einschätzung der weiteren Konjunktur- und Kapitalmarktperspektiven kommt nach wie vor den führenden Notenbanken zu. In den Vereinigten Staaten, wo einige Strategen noch vor wenigen Monaten für 2024 sechs bis sieben Fed-Zinssenkungen - beginnend im März - prognostizierten, hat sich das Bild deutlich gewandelt. Der anhaltende Inflationsdruck in den USA, wo die um Nahrungsmittel, Genussmittel und Energie bereinigte Kerninflationsrate bei 3,8 % gegenüber dem Vorjahr verharret, hat zuletzt auch innerhalb der Notenbank Zweifel an den von Fed-Chef Powell in Aussicht gestellten drei Zinssenkungen bis Jahresende aufkommen lassen. Das Fed Watch Tool der CME Group (Chicago Mercantile Exchange), das die Markterwartungen recht zuverlässig

Ifo-Geschäftsklima signalisiert beginnende Erholung der Euro-Konjunktur

Märkte erwarten nur noch eine US-Zinssenkung im September

abbildet, signalisiert für 2024 nur noch eine Zinssenkung im September um 25 Basispunkte (siehe Grafik).



Anders die Situation im Euroraum: Hier hat der jüngste Rückgang der Inflationsrate auf 2,4 % (Kernrate 2,9 %) in Verbindung mit der nach wie vor schwachen Konjunktur geldpolitischen Spielraum geschaffen, so dass der Weg für eine erste Leitzinssenkung im Juni vorgezeichnet ist. Damit könnte die EZB - anders als in vergangenen Konjunkturzyklen - früher als die Fed mit der Zinssenkungsphase beginnen, was den Euro im internationalen Währungsgefüge schwächen dürfte.

KORREKTUR DER AKTIENMÄRKTE WAR ÜBERFÄLLIG

Die wichtigsten internationalen Aktienindizes traten Anfang April in eine von uns bereits etwas früher erwartete Konsolidierungs- bzw. Korrekturphase ein. Die Gründe für die Gegenbewegung der teilweise überhitzten Märkte waren vielfältig.

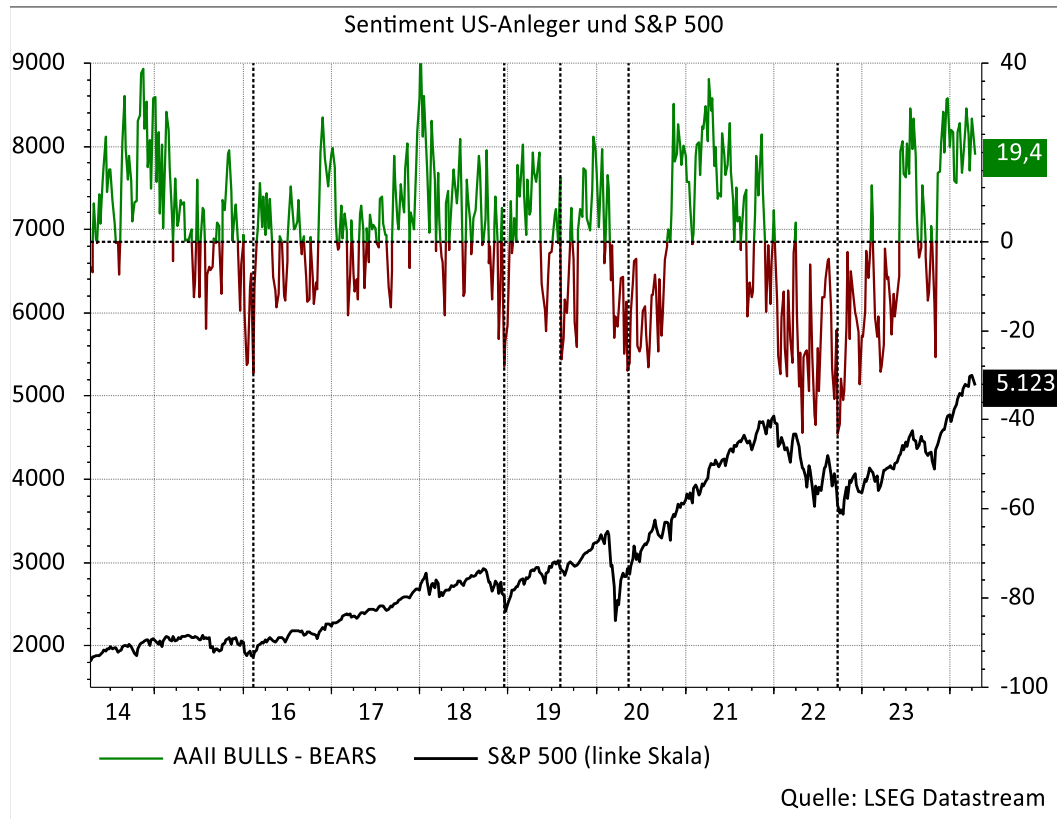
Es ist nachvollziehbar, dass nach Kursanstiegen von teilweise über 25% seit November die generelle Bereitschaft zu Gewinnmitnahmen zunimmt. Dass dies genau zum Quartalswechsel einsetzte, dürfte unter anderem daran gelegen haben, dass viele Multi-Asset-Fonds zum Quartalsende ihre Gewichtungen anpassen und die aufgrund der Kursgewinne erhöhten Aktienquoten wieder auf die gewünschte Zielallokation zurückführen.

Zudem waren es aber technische und marktbedingte Faktoren, die den Rücksetzer auslösten. So notierten die Volatilitätsindizes in den USA und im Euroraum zuletzt auf Rekordtiefs, was auf eine geringe Absicherungsbereitschaft und entsprechende Sorglosigkeit vieler Marktteilnehmer hinwies.

In die gleiche Richtung deuteten Stimmungsindikatoren, die den ausgeprägten Optimismus und die entsprechend hohe Aktienpositionierung vieler Investoren veranschaulichten. Der von uns exemplarisch dargestellte Bull/Bear-Index der American Association of Individual Investors gibt an, wie hoch der Anteil der positiv gestimmten Anleger (Bulls) im

Sentiment und Positionierung waren zu optimistisch

Vergleich zu den negativ gestimmten Anlegern (Bears) ist (siehe Grafik). Während ein deutlicher Bärenüberhang häufig untere Wendepunkte am Aktienmarkt markiert (vertikale Linien), kündigt ein deutlicher Bullenüberhang, wie aktuell, häufig - aber nicht immer - eine bevorstehende Korrekturphase an.



BEWERTUNGSSCHERE ZWISCHEN USA UND REST DER WELT ÖFFNET SICH WEITER

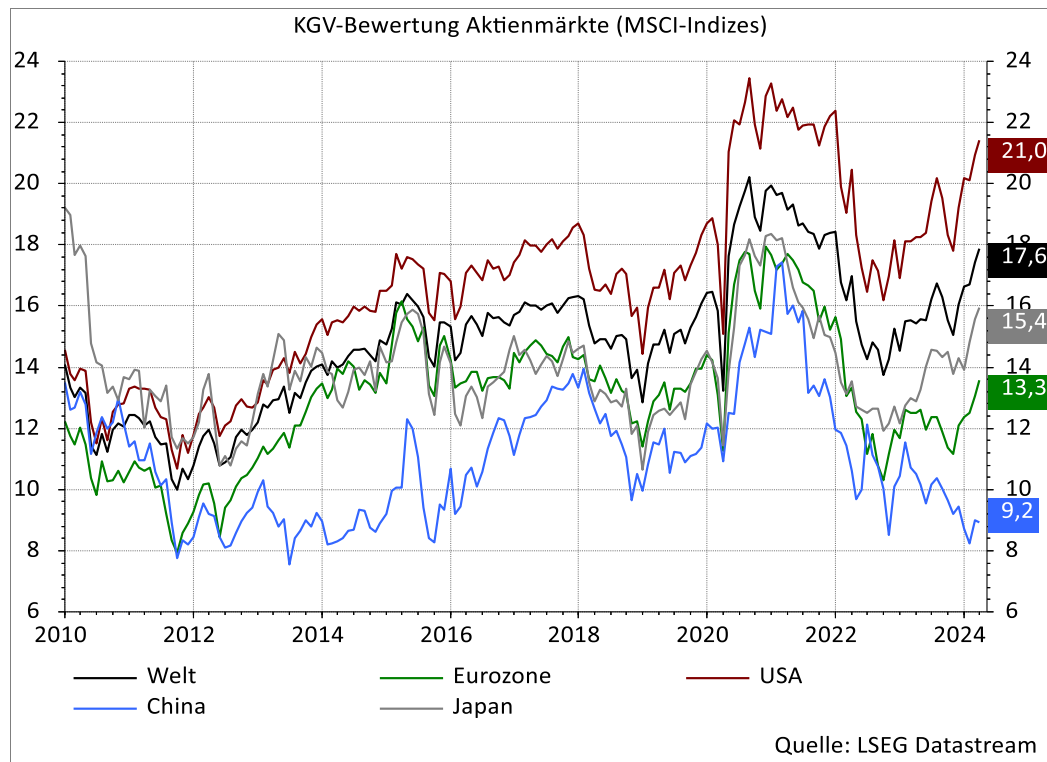
Aus fundamentaler Sicht halten wir das veränderte Zinsumfeld in den USA für entscheidend. Da DAX und Eurostoxx eine sehr hohe Korrelation zum US-Aktienmarkt aufweisen, wirkt sich die Eintrübung der Zinsperspektiven am US-Markt auch auf die Aktienmärkte im Euroraum aus und sorgt zumindest temporär für einen Dämpfer. Ähnlich wie 2023 wird daher auch in diesem Jahr das Spannungsfeld zwischen Zins- und Wachstumserwartungen das Kapitalmarktgeschehen wesentlich beeinflussen, denn solange sich die Inflationsraten nicht in den von den Notenbanken gewünschten Zielkorridor bewegen, bleiben Störeinflüsse monetärer Art an der Tagesordnung.

Auch unter Berücksichtigung der verbesserten Wirtschaftsperspektiven gehen wir davon aus, dass die Leitindizes in den USA und Euroland in ihrem fünfmonatigen Aufschwung bereits einen Großteil des zukünftigen Kurspotenzials eingepreist haben, zumal die Kursanstiege überwiegend auf eine Bewertungsexpansion zurückzuführen sind.

Ein Blick auf die Kurs/Gewinn-Verhältnisse der Indizes zeigt, dass insbesondere der US-Markt, der mittlerweile rund zwei Drittel der Weltbörsenkapitalisierung ausmacht, nach wie vor relativ teuer ist.

**Zinsperspektive
bleibt
entscheidender
Faktor für
Aktienmärkte**

Auffällig ist die starke Spreizung der KGVs, die sich in den letzten Jahren herausgebildet hat. Bewegten sich diese im Jahr 2011 noch in einer relativ engen Bandbreite, so zeigt die aktuelle Divergenz zwischen 9,2 (China) und 21,0 (USA) die derzeit sehr unterschiedliche Wahrnehmung des Chance/Risiko-Profiles der Märkte durch die Anleger (siehe Grafik).



Unstrittig ist, dass die USA derzeit die stärkere Wachstumsdynamik aufweisen und die Unternehmen - auch und gerade aufgrund des weltweit führenden Technologiesektors und dessen Vorreiterrolle beim Thema Künstliche Intelligenz - höhere Gewinnzuwächse generieren als ihre europäischen Wettbewerber. Diese sind allerdings notwendig, um die ambitionierte Bewertung auch in Zukunft zu rechtfertigen.

Die von FactSet ermittelten Konsensus-Gewinnschätzungen für 2024 zeigen für die USA ein erwartetes Gewinnwachstum von 12 %, während für die Eurozone ein Plus von 6% und für Deutschland lediglich ein Plus von 3 % erwartet wird. Deutlich dynamischer dürften sich die Gewinne in Asien ex Japan entwickeln (+20 %), während Japan selbst auf ein erwartetes Ertragswachstum von 11 % kommt.

Ob sich die Bewertungsdifferenz zwischen den USA und Euroland wieder verringern wird, hängt hauptsächlich davon ab, ob die derzeitige konjunkturelle Stabilisierung in Euroland wieder in einen selbsttragenden Aufschwung mündet. Die Voraussetzungen hierfür haben sich unseres Erachtens zuletzt jedenfalls etwas verbessert, sodass wir den Euroraum trotz vieler hausgemachter Probleme aus Börsianersicht nicht abschreiben würden.

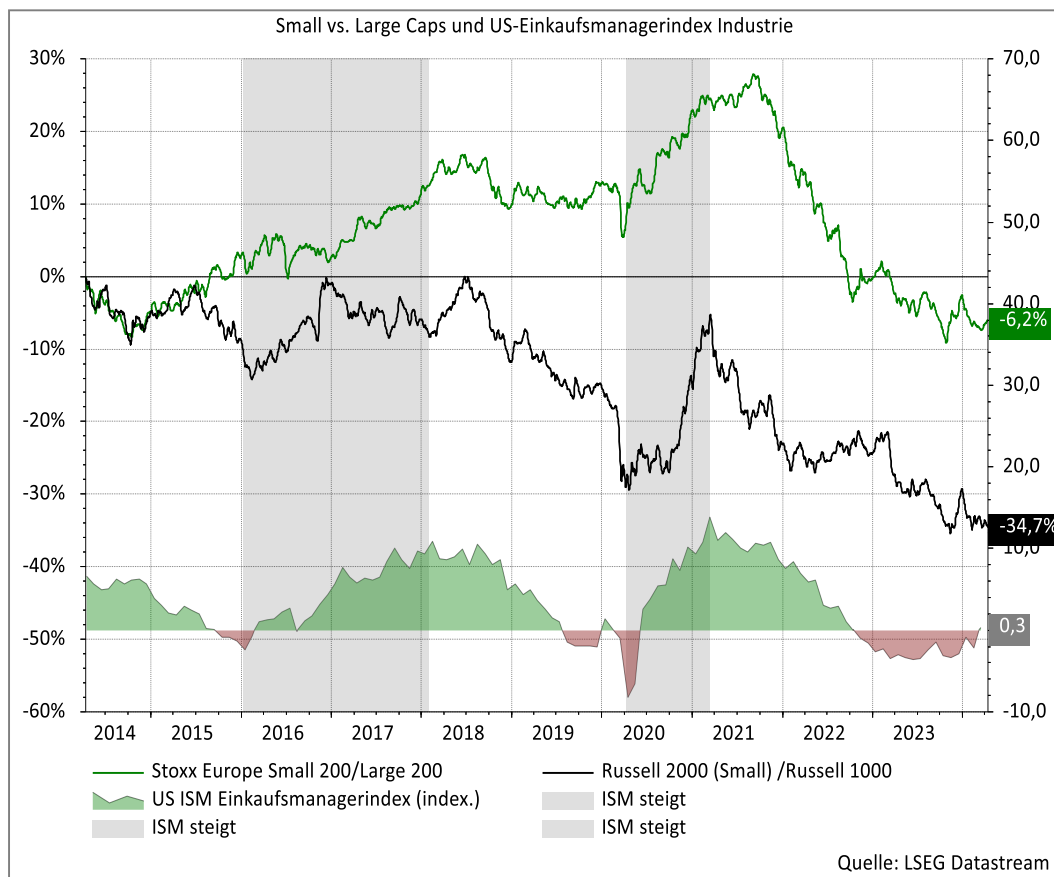
Gleiches gilt für Asien und damit auch für China, wo aufgrund der niedrigen Bewertung und der starken Untergewichtung internationaler Investoren bereits eine leichte Verbesserung des fundamentalen Datenkranzes ausreicht, um eine Börsenerholung auszulösen.

**Deutsche
Unternehmen
mit geringstem,
Asien mit
höchstem
Gewinnwachstum**

RENAISSANCE DER SMALL UND MID CAPS?

Insgesamt gehen wir davon aus, dass die weltweite konjunkturelle Erholung, die sich mittlerweile in den Frühindikatoren einer zunehmenden Zahl von Ländern abzeichnet, die Aktienmärkte stützen wird. Sollte sich dieser Trend fortsetzen, hätten auch Small und Mid Caps, die sich seit mehr als zwei Jahren unterdurchschnittlich entwickelt haben (siehe Grafik), Nachholpotenzial. Die relative Bewertung von Small Caps gegenüber Large Caps hat Mehrjahrestiefs erreicht und die relative Gewinndynamik von Small Caps gegenüber Large Caps hat sich zumindest in Europa zuletzt deutlich erholt.

**Relative
Bewertung von
Small Caps
auf
Mehrhrestief**



Dennoch sehen wir die anhaltende Liquiditätsverknappung durch die Notenbanken, die ihre Bankbilanzen bereits um 25 % (EZB) bzw. 17 % (Fed) reduziert haben, sowie die relativ hohen US-Zinsen weiterhin als Faktoren, die die Wachstumsdynamik vorübergehend dämpfen könnten.

Auch die zunehmenden geopolitischen Krisenherde (Russland/Ukraine, Israel/Iran, China/Taiwan), deren Gefahrenpotenzial sich bereits in steigenden Öl- und Goldpreisen niederschlägt, lassen im Aktiensegment eine zurückhaltende Anlagestrategie mit einem klaren Fokus auf Qualitätstiteln ratsam erscheinen. Unter regionalen Aspekten halten wir es für sinnvoll, neben den USA auch Europa und Asien in der Allokation zu berücksichtigen, da diese Märkte vor allem aufgrund ihrer günstigeren Bewertung längerfristiges Potential bieten.

**Geopolitische
Krisenherde
bleiben latente
Bedrohung**

FOKUS BLEIBT AUF ANLEIHEN MIT KURZEN RESTLAUFZEITEN

Die florierende Konjunktur, der robuste Arbeitsmarkt und die hartnäckige Inflation in den USA haben die Zinssenkungshoffnungen gedämpft und die Renditen langlaufender Staatsanleihen seit Jahresbeginn um fast 80 Basispunkte steigen lassen. Auch für die nähere Zukunft rechnen wir nicht mit einem deutlichen Rückgang der amerikanischen Bond-Renditen, so dass wir weiterhin den Schwerpunkt auf Papiere mit kurzen Restlaufzeiten legen. Für diese defensive Strategie spricht auch die inverse Zinsstrukturkurve, denn zweijährige US-Treasuries rentieren immer noch rund 40 Basispunkte höher als ihre zehnjährigen Pendanten. Ähnliches gilt für das Euro-Segment, wo zweijährige Bundesanleihen einen Renditeaufschlag von rund 50 Basispunkten gegenüber zehnjährigen Papieren aufweisen.

Unternehmensanleihen und hier insbesondere das High Yield-Segment haben sich aufgrund des verbesserten konjunkturellen Umfelds positiv entwickelt. Allerdings haben sich die Renditeaufschläge in den letzten Monaten deutlich reduziert, so dass eine weitere Spread-Einengung immer unwahrscheinlicher wird.

**Fokus im
Anleihebereich
bleibt auf kurzen
Restlaufzeiten**

RASANTER GOLDPREISANSTIEG WIRFT SCHLAGLICHT AUF POTENTIELLE RISIKEN

Der Anstieg des Goldpreises im März und April hat uns zwar nicht grundsätzlich überrascht, wohl aber seine Dynamik. Aus Sicht des Euro-Anlegers hat das Edelmetall allein seit Ende Februar um fast 20% zugelegt, obwohl von der Zinsseite keine Unterstützung kam.

Da die Rohstoffmärkte deutlich intransparenter sind als die Aktien- und Rentenmärkte, decken auch die Erklärungsversuche der Gold-Auguren ein breites Spektrum ab.

Wurden die steigenden Goldnotierungen der letzten Monate häufig mit den massiven Käufen der Zentralbanken, insbesondere Chinas, begründet, so dürften aktuell auch die zunehmenden geopolitischen Spannungen eine Rolle spielen. Der Geopolitical Risk Indicator des weltweit führenden Investmenthauses Blackrock zeigt eine erhöhte Wahrscheinlichkeit für eine Verschärfung des Konflikts zwischen Russland und der NATO an, was angesichts der nachlassenden Bereitschaft des Westens zur Unterstützung der Ukraine plausibel erscheint.

Auch die rasant steigende Staatsverschuldung in den USA, die die Konjunktur trotz zinspolitischem Gegenwind am Laufen hält, und die Angst vor einer Rückkehr der Inflation in den USA lassen Gold weiterhin attraktiv erscheinen.

Schließlich werden auch technische Faktoren ins Feld geführt, denn der Goldpreis hat nach mehreren Anläufen seine langjährige Widerstandszone zwischen 2050 und 2100 US-Dollar überwunden und sich damit neues Kurspotenzial erschlossen.

Wir halten Gold als Versicherung gegen geopolitische Risiken, ausufernde Staatsverschuldung und nicht zuletzt gegen Turbulenzen an den Aktienmärkten nach wie vor für einen unverzichtbaren Bestandteil unserer Portfolios, auch wenn nach der rasanten Rally der letzten Wochen eine Verschnaufpause nicht ungewöhnlich wäre.

Angesichts der angespannten geopolitischen Lage und steigender US-Anleiherenditen legen wir unser Augenmerk weiterhin darauf, Ihre Portfolios bei Bedarf flexibel anzupassen, um Ihnen eine langfristig erfolgreiche Entwicklung Ihres Vermögens zu gewährleisten.

**Gold bleibt als
Versicherung
gegen Geopolitik,
Staatsverschuldung
und Turbulenzen an
den Finanzmärkten
attraktiv**

Ulrich Reitz