



# Konjunktur und Strategie

11. April 2024

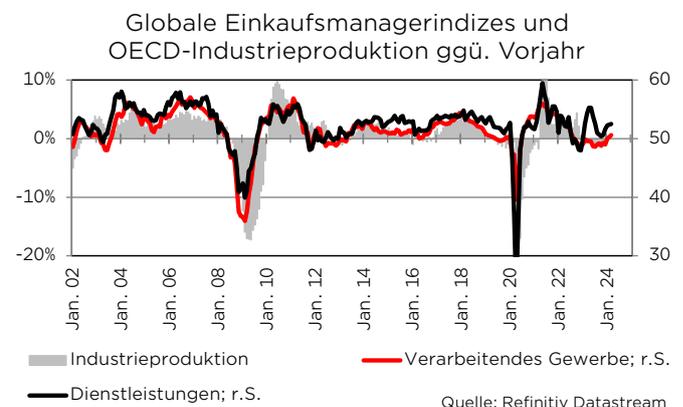
## Aktienmarktkursziele angehoben – trotz weniger US-Zinssenkungen

Die Aktienmärkte sind mit viel Schwung ins neue Jahr gestartet und haben damit nahtlos an die überraschend gute Wertentwicklung des Jahres 2023 angeknüpft. Der MSCI-World-Aktienindex, der knapp 1.500 Aktien aus 23 Industrieländern umfasst, weist bislang ein Kursplus von knapp sieben Prozent auf. Aktien aus Schwellenländern liegen dagegen gemessen am MSCI Emerging Markets liegen dagegen nur gut drei Prozent im Plus. Der DAX hat unsere Jahresendprognose von 18.000 Punkten bereits übertroffen, gleiches gilt auch für andere Indizes wie den S&P 500 oder den Euro Stoxx 50. Damit stellt sich die Frage, wie es wohl weitergeht und wie sich Anlegerinnen und Anleger positionieren sollten. Gewinne mitnehmen oder laufen lassen?

## Aussichten auf weltweit sinkende Zinsen und ein „soft landing“ in den USA beflügeln

Die positive Aktienmarktentwicklung ist zum einen auf die Erwartung weltweit sinkender Leitzinsen zurückzuführen, zum anderen auf eine robuste US-Konjunktur sowie auf die Hoffnung, dass sich das Wirtschaftswachstum in den europäischen Volkswirtschaften – insbesondere in Deutschland – im Jahresverlauf beschleunigen wird. Positive Konjunkturdaten sind für die Aktienmärkte allerdings ein zweiseitiges Schwert: Aus Sicht der Unternehmensgewinne sind gute Wirtschaftsdaten immer willkommen, da sie auf eine bessere Umsatz- und Gewinnentwicklung hindeuten und damit den Börsenwert eines Unternehmens erhöhen. Allerdings nur so lange, wie das stärkere Wachstum nicht zu einer deutlich höheren Inflation führt. Ein wenig Inflation ist für

die Aktienmärkte kein Problem, da eine gewisse Preissetzungsmacht zu besseren Margen und damit zu höheren Gewinnen beiträgt. Problematisch wird es, wenn die höhere Inflation die Notenbanken auf den Plan ruft, weil diese die Zinsen erhöhen müssen bzw. nicht senken können. Denn höhere bzw. steigende Zinsen bedeuten, dass der Diskontierungsfaktor für zukünftige Gewinne steigt, was deren heutigen Barwert und damit auch den Unternehmenswert reduziert. Zudem werden Aktien im Vergleich zu Anleihen unattraktiver.



Genau diese Gratwanderung zwischen guten Konjunkturdaten und weniger guten Inflationsraten ist derzeit in den USA zu beobachten. Während sich die Inflationsraten in den meisten Ländern abschwächen, ist diese Entwicklung in den USA zuletzt ins Stocken geraten. Gegenüber dem Höchststand von neun Prozent im Sommer 2022 hat sich die US-Inflation zwar inzwischen deutlich abgeschwächt. Seit Herbst 2023 schwankt die CPI-Inflationsrate jedoch zwischen 3,1 und zuletzt 3,5 Prozent, und auch die Kerninflationsrate liegt im März recht stabil bei 3,8 Prozent – und damit immer noch ziemlich weit von der Zielmarke der Notenbank von zwei Prozent ent-

fernt. Verantwortlich dafür sind die zuletzt wieder gestiegenen Energiepreise und die anhaltend hohen Kosten für Wohnen und Mieten. Insbesondere die hypothetischen Mieten für Immobilienbesitzer liegen immer noch sechs Prozent über dem Vorjahresniveau – und damit weit über den am Markt beobachteten Werten. Würde die Preisentwicklung in den USA dagegen analog zu dem in der Eurozone verwendeten Warenkorb gemessen, sähe die Entwicklung deutlich freundlicher aus: Die Gesamtjahresrate läge dann bei 2,4 und die Kerninflationsrate bei 1,9 Prozent. Gingen die Marktteilnehmer zu Jahresbeginn noch von bis zu sieben Zinssenkungen der Federal Reserve aus, so sind jetzt nur noch zwei oder drei Schritte nach unten wahrscheinlich, beginnend im Juli oder September. Ob die Fed die Zinsen mitten in der heißen Phase des Präsidentschaftswahlkampfes senken wird, ist mehr als fraglich. Wenn die Fed die Zinsen nicht in den Sommermonaten senkt, könnte sie aus politischen Gründen sogar bis November (US-Präsidentschaftswahlen am 5. November, FOMC-Sitzung am 7. November) oder Dezember mit einer Zinssenkung warten. Die vielerorts geäußerte Befürchtung, dass die US-Notenbank die Zinsen noch einmal anheben wird, teilen wir nicht. Denn der reale US-Leitzins liegt mit rund zwei Prozent bereits in einem sehr restriktiven Bereich. Allerdings könnten zunehmende Zweifel an einer Zinssenkung in den Sommermonaten und die damit verbundene Aussicht auf höhere Zinsen die Aktienmarktrallye zumindest vorübergehend unterbrechen.

USA: Leitzins und Zinserwartungen



## Berichtssaison könnte neue Impulse bringen, Technologiefirmen im Fokus

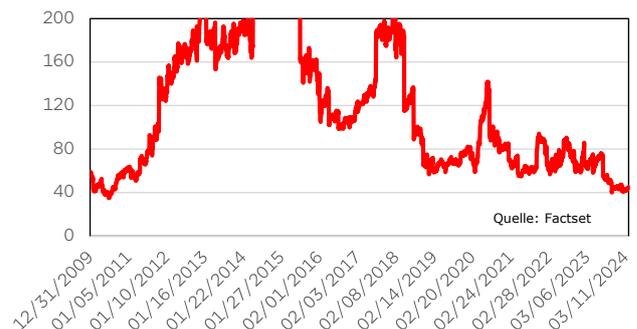
Eine Trendwende an den Aktienmärkten erwarten wir zwar nicht, eine Verschnaufpause nach der fulminanten Kursentwicklung der vergangenen fünf Monate ist aber mehr als überfällig. Insofern dürften viele Anleger nach Argumenten für Gewinnmitnahmen suchen. Doch wohin mit dem Geld? Denn auch wenn der Inflationsrückgang in den USA holprig verläuft, zeigen die internationalen

Preisstatistiken mehrheitlich nach unten. Für die Eurozone zeichnet sich eine erste Zinssenkung im Juni ab, der zwei weitere in diesem Jahr folgen könnten. In der Schweiz hat die Notenbank bereits eine erste Zinssenkung beschlossen, aufgrund der niedrigen Inflationsrate von nur einem Prozent sind weitere Schritte nach unten wahrscheinlich. Auch in den Schwellenländern haben einige Notenbanken bereits einen expansiveren Kurs eingeschlagen (z.B. Brasilien, Mexiko, Chile, Peru, Polen, Ungarn). Sowohl die internationale Preisentwicklung als auch die globale Notenbankpolitik wiesen in der Vergangenheit einen hohen Gleichlauf auf; dies dürfte auch so bleiben.

Positive Impulse für die Aktienmärkte könnten von der anlaufenden Berichtssaison ausgehen. In den USA revidieren die Unternehmensanalysten ihre Gewinnprognosen im Vorfeld der Zahlenveröffentlichung normalerweise nach unten, sodass die zu überwindende Hürde niedrig ist. Dieses Mal blieben die Erwartungen für die Q1-Gewinne im S&P 500 jedoch recht stabil. Zwar wurden die Prognosen für die konsumnahen Sektoren und Industriewerte gesenkt, dies wurde jedoch durch optimistischer Einschätzungen für Technologie- und Energieunternehmen ausgeglichen.

Im Mittelpunkt des Interesses wird erneut der Technologiesektor stehen, der die bisherige Aktienmarktrallye angeführt hat. Aufgrund der hohen Gewichtung dieser Unternehmen im S&P 500 liegt dieser bei der Kursentwicklung seit Jahresbeginn mit fast neun Prozent im Plus. Dennoch fragen sich viele, ob sich diese positive Entwicklung angesichts der hohen Bewertung fortsetzen kann. Der S&P 500 weist auf Basis der in zwölf Monaten erwarteten Unternehmensgewinne ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von knapp 21 auf, der Technologieindex Nasdaq 100 ist mit einem KGV von 27 noch teurer. Eine Verfehlung der Gewinnerwartungen dürfte angesichts dieser luftigen Bewertungsniveaus zu Kursverlusten führen.

Amazon: Kurs-Gewinn-Verhältnis



# Konjunktur und Strategie

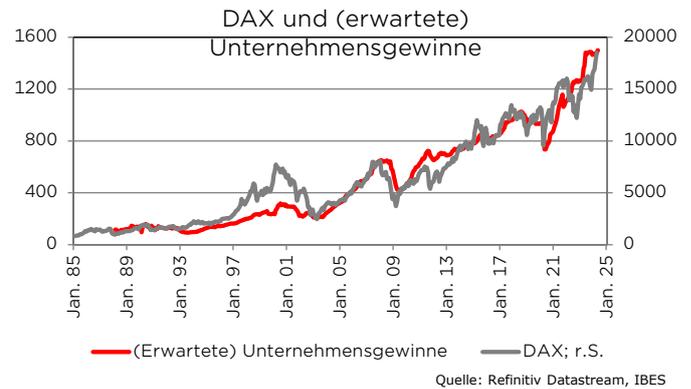
Die gute Nachricht ist jedoch, dass die ersten uns vorliegenden Zahlen der Berichtssaison vielversprechend sind. Von den 25 Unternehmen, die ihre Q1-Zahlen bereits veröffentlicht haben, konnten 80 Prozent die in sie gesetzten Gewinnerwartungen übertreffen. Bei den Unternehmen aus dem Technologiesektor lag der Anteil der positiven Überraschungen sogar bei über 80 Prozent. Besonders die Berichte von Apple, Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft und Nvidia dürften wieder genau unter die Lupe genommen werden. Dank ihrer herausragenden Geschäftsmodelle, und der Möglichkeit, Produkte und Dienstleistungen ohne hohe Fixkosten und zu niedrigen variablen Kosten zu verkaufen, haben sich diese Firmen in den letzten Jahren zu wahren Gewinnmaschinen entwickelt. Dies hat zur Folge, dass die derzeitige KGV-Bewertung trotz der sehr guten Kursentwicklung günstiger ist als dies in den vergangenen Jahren der Fall war – mit Ausnahme von Microsoft. So ist beispielsweise Amazon mit einem KGV von 45 heute günstiger bewertet als Ende 2022 (KGV von 60) oder auf dem Höhepunkt des Ausverkaufs im Spätsommer 2022 (KGV von 73). Dank starker Cashflows, die bei Apple, Microsoft, Alphabet und Amazon in den letzten 12 Monaten bei rund 100 Milliarden US-Dollar lagen, steht viel Geld für Übernahmen, Dividenden oder Aktienrückkaufprogramme zur Verfügung. Aus diesem Grund gehen wir davon aus, dass die Kurse der Technologieunternehmen weiter steigen werden.

## Positive Gewinnentwicklung führt zu höheren Kurszielen

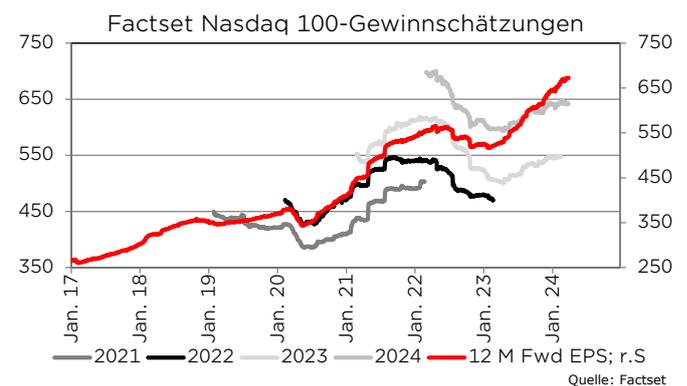
Trotz der bereits erzielten Kursgewinne an den Börsen bleibt unser Ausblick für den weiteren Jahresverlauf positiv, auch wenn die Belastungsfaktoren nicht weniger werden. Krisen und Negativschlagzeilen sind zu treuen Wegbegleitern geworden. Anlegerinnen und Anleger sollten sich davon aber nicht verunsichern lassen. Auch ist die absolute Höhe eines Index oder eines Aktienkurses keine ausreichende Begründung für einen Kauf oder Verkauf. Wenn die Weltwirtschaft, wie von uns erwartet, im Jahresverlauf wieder stärker wächst und gleichzeitig die Inflationsraten weiter zurückgehen und damit die Leitzinsen gesenkt werden, verbessern sich die fundamentalen Rahmenbedingungen für die Aktienmärkte.

Ein Teil dieser positiven Entwicklungen ist sicherlich in den aktuellen Kursen enthalten. Die moderaten Gewinnerwartungen für den DAX und den Euro Stoxx 50 und

die im Gegensatz zu den USA immer noch niedrigen Bewertungen sprechen aber für weitere Kursanstiege in den kommenden Monaten. Wir heben daher unsere Kursziele zum Jahresende für den DAX von 18.000 auf 19.500 Punkte und für den Euro Stoxx 50 von 4.800 auf 5.300 Punkte an. Rekordgewinne der Unternehmen sind der Grund dafür, dass auch die Aktienmärkte neue Höchststände erreichen.



Für den S&P 500 heben wir unser Jahresendziel von 5.000 auf 5.500 Punkte an. Obwohl die Bewertungen bereits relativ hoch sind, sehen wir insbesondere bei den Technologiewerten noch Spielraum nach oben. Unsere Kurszielerhöhung reflektiert jedoch nur die verbesserten Gewinnerwartungen und basiert nicht auf der Annahme eines noch höheren Bewertungsmultiplikators. Unsere Botschaft an die Anlegerinnen und Anleger ist daher klar: Dabeibleiben oder, falls man noch nicht investiert ist, Kursrückschläge zum Aufbau von Positionen nutzen.



Carsten Klude

## Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	04.04.2024	28.03.2024	01.03.2024	03.01.2024	03.04.2023	29.12.2023
	15:46	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
<b>Aktienmärkte</b>						
Dow Jones	39327	-1,2%	0,6%	5,1%	17,0%	4,3%
S&P 500	5305	1,0%	3,3%	12,8%	28,6%	11,2%
Nasdaq	16416	0,2%	0,9%	12,5%	34,7%	9,4%
Russell 2000	2100	-1,2%	1,1%	7,2%	16,5%	3,6%
DAX	18394	-0,5%	3,7%	11,2%	18,1%	9,8%
MDAX	27185	0,5%	4,1%	3,6%	-1,0%	0,2%
TecDAX	3402	-1,5%	-0,8%	4,3%	3,3%	1,9%
EuroStoxx 50	5081	0,0%	3,8%	14,2%	17,9%	12,4%
Stoxx 50	4422	-0,1%	2,8%	8,4%	11,9%	8,0%
Nikkei 225	39773	-1,0%	-0,3%	18,9%	41,1%	18,9%
MSCI Welt	3410	-0,8%	1,4%	9,4%	21,6%	7,6%
MSCI Welt SRI	3247	-1,3%	0,1%	-3,1%	19,3%	4,3%
MSCI Emerging Markets	1043	0,3%	1,8%	4,0%	5,5%	1,9%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>						
Bund-Future	132,22	-116	-54	-497	-436	-500
Bobl-Future	118,05	-20	176	-121	-20	-123
Schatz-Future	105,69	-2	50	-81	-11	-86
3 Monats Euribor	3,86	-4	-5	-5	80	-2
3M Euribor Future, Dez 2024	3,05	3	5	76	17	75
3 Monats \$ Libor	5,57	1	-2	-2	35	-3
Fed Funds Future, Dez 2024	4,72	3	20	77	160	88
10-jährige US Treasuries	4,32	12	14	42	90	46
10-jährige Bunds	2,34	7	-5	33	10	34
10-jährige Staatsanl. Japan	0,79	9	8	17	42	17
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,70	2	-11	-2	-53	0
IBOXX AA, €	3,31	6	-10	18	-16	24
IBOXX BBB, €	3,88	4	-15	4	-57	12
ML US High Yield	8,04	20	5	-6	-46	24
<b>Rohstoffmärkte</b>						
Rohöl Brent	89,20	2,0%	6,0%	14,3%	5,0%	14,8%
Gold	2288,74	3,4%	10,4%	12,5%	15,2%	10,8%
Silber	26,72	7,7%	15,6%	16,4%	11,2%	10,2%
Kupfer	9150,56	4,4%	8,7%	8,7%	2,6%	8,1%
Eisenerz	100,41	-8,3%	-11,8%	-30,3%	-17,8%	-26,4%
Frachttären Baltic Dry Index	1711	-6,0%	-22,3%	-18,2%	21,2%	-18,3%
<b>Devisenmärkte</b>						
EUR/ USD	1,0875	0,6%	0,6%	-0,4%	0,0%	-1,6%
EUR/ GBP	0,8574	0,3%	0,1%	-0,7%	-2,4%	-1,1%
EUR/ JPY	164,77	0,8%	1,2%	5,5%	14,0%	5,4%
EUR/ CHF	0,9830	0,7%	2,6%	5,4%	-1,2%	6,2%

Quelle: Refinitiv Datastream



Carsten Klude  
+49 40 3282-2572  
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller  
+49 40 3282-2452  
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse  
+49 40 3282-2411  
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite  
+49 40 3282-2439  
cjasperneite@mmwarburg.com

Simon Landt  
+49 40 3282-2401  
mlandt@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.