



Marktrallye mit Risiken

Die Aktienmärkte setzen ihre fulminante Rallye fort. Es gibt gewisse Zeichen von Sorglosigkeit und zu hohen Erwartungen. Allerdings wurde die Hoffnung auf ein höheres Gewinnwachstum in der Zukunft von einigen Unternehmen im Rahmen der jüngsten Bilanzpräsentationen bestätigt. Zudem deuteten die Konjunkturdaten an, dass Unternehmen und Analysten die Gewinnschätzung für 2024 wohl in den kommenden Wochen zumindest nicht mehr so stark nach unten revidieren werden wie in den vergangenen Monaten. Dies dürfte die Aktienmärkte zunächst stützen.

Aktienmarktindizes trotz Zinsanstieg

Die Aussicht auf baldige Leitzinssenkungen hat im Herbst 2023 den Startschuss für die jüngste Aktienmarktrallye gegeben. Auf den ersten Blick hat uns die Robustheit der Aktienmärkte in den vergangenen Wochen überrascht. Denn auch wir hatten zu Jahresbeginn vor **überzogenen Zinssenkungsfantasien** gewarnt. Wir hätten also bei steigenden Renditen der Staatsanleihen damit gerechnet, dass die Aktienmärkte konsolidieren würden.

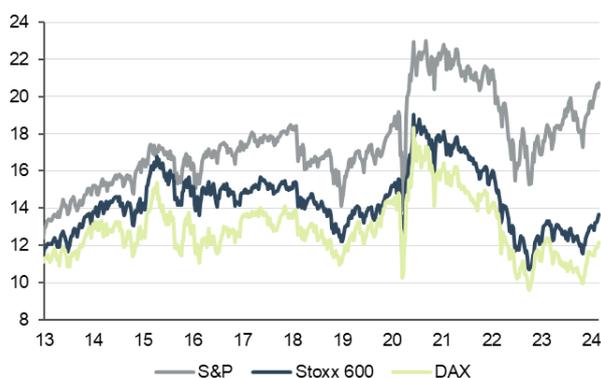
US-Konjunktur und KI-Euphorie

Doch zum einen zeigt sich die US-Konjunktur überraschend robust, was das hohe Leitzinsniveau als weniger relevant erscheinen lässt. Oder anders ausgedrückt: Ein Renditeanstieg, der maßgeblich auf höhere Wachstumserwartungen zurückzuführen ist, lässt sich vom Aktienmarkt wesentlich einfacher verdauen als ein Anstieg, der wie im Herbst 2023 auf der Unsicherheit über das mittelfristige Leitzinsniveau basiert. Zum anderen hat sich insbesondere der US-amerikanische Aktienmarkt im bisherigen Jahresverlauf wieder stark auf das Thema Künstliche Intelligenz konzentriert.

Dieser Themenwechsel zeigt sich daran, dass die Marktrallye an Breite verloren hat, also nur von wenigen Sektoren getragen wird: So notieren nur drei der elf Sub-Sektorenindizes des S&P 500 ebenfalls auf einem Rekordniveau, nämlich der Technologie-, der Industrie- und der Gesundheitssektor.

Bedeutet die geringere Korrelation zum Rentenmarkt, dass die Aktienmarktrallye seit Jahresbeginn stabiler geworden ist? Wir würden sagen „Ja“, mit einem gewichtigen „Aber“. Ja, weil die verbesserten US-Konjunkturaussichten die hohen Erwartungen an das künftige Gewinnwachstum untermauern. Der fundamentale Baustein für eine nachhaltige Aktienmarktrallye – das Gewinnwachstum der in den USA börsennotierten Unternehmen – ist also stabiler geworden.

Aktienmarktbewertung: KGV-Spreizung



Quelle: Bloomberg

Allerdings bedeutet stabiler nicht vollkommen stabil. Denn die Bewertungen der US-Märkte sind historisch hoch: Die Marktbewertung eines durchschnittlichen Unternehmens im S&P 500 ist aktuell mehr als 20 Mal so hoch wie die Gewinne. Die seit Jahresbeginn wieder gestiegenen Marktzinsen haben zudem das Risiko für eine Bewertungskorrektur erhöht. Besonders anfällig dürften die hochbewerteten Unternehmen aus dem Technologiesektor sein. Da diese

Tech-Unternehmen ein sehr hohes Gewicht im Leitindex S&P 500 haben, steht und fällt die Aktienrallye damit, dass die Hoffnung auf erfreuliche künftige Erträge aus dem Verkauf von KI-Anwendungen weiter Nahrung erhält.

Lehren aus der Berichtssaison

Die positive Stimmung mit Blick auf KI-Werte und die Wachstumsaussichten der US-Konjunktur haben bereits gewisse Symptome einer Euphorie. Bei enttäuschenden Nachrichten aus den Unternehmen sind rasche Kurskorrekturen möglich. Dies zeigte sich bereits teilweise in der nun zu Ende gehenden Berichtssaison der börsennotierten Unternehmen zum vierten Quartal 2023. Einige Tech-Konzerne konnten die Investoren weder mit den Zahlen zur Vergangenheit noch mit dem Zukunftsausblick positiv überraschen und verloren relativ zur Spitzengruppe der Magnificent Seven.¹ Das Gros der Berichte überzeugte aber: Die Gewinne der Unternehmen im S&P 500 lagen im Schlussquartal zwar nur rund 4 % höher als von den befragten Analysten erwartet, was historisch betrachtet eine geringes „Überraschungsausmaß“ ist. Aber es gelang vielen Unternehmen, einen positiven Ausblick bezüglich künftiger Effizienzgewinne zu geben. Die Zuversicht für eine erfolgreiche Entwicklung im Jahr 2024 zeigte sich zudem daran, dass die negative Kursreaktion auf schwache Zahlen geringer war als in der Vergangenheit üblich.

In Europa ist die Messlatte niedriger

In Europa ist die Berichtssaison erst zu zwei Dritteln vorbei. Unser Zwischenfazit ist positiv. Wie in den USA liegen die berichteten Gewinne leicht über den Schätzungen. Die Gewinnschätzungen der Aktienanalysten für die kommenden zwölf Monate wurden zwar massiv nach unten revidiert, aber immerhin zeichnet sich nun eine Stabilisierung ab. Die Kursreaktion auf die bisherigen Unternehmenszahlen aus Europa macht Hoffnung, dass das für viele Unternehmen fundamental herausfordernde Umfeld nicht die Märkte dominiert. Nach den umfangreichen Revisionsen von Gewinnschätzungen sind nun zum einen die Hürden für positive Überraschungen niedriger. Zum anderen honorieren die Investoren in Europa derzeit

insbesondere Unternehmen, die Restrukturierungsmaßnahmen oder glaubhafte Ansätze präsentieren, wie KI-Anwendungen ihre Erträge steigern werden.

KI-Euphorie mittelfristig vs. kurzfristig

Die Luft für weitere positive Aktienmarkterträge in den kommenden Wochen ist dünn. Eine zwischenzeitliche Konsolidierung ist überfällig, wenn die Länge von historischen Rallyes ein Maßstab ist. Ausgelöst werden könnte sie in unseren Augen durch drei Faktoren:

- 1) **Eine Re-Fokussierung der Investoren auf die Geldpolitik:** Der wichtigste Datenpunkt diesbezüglich ist die Veröffentlichung der US-Inflationszahlen für Februar am 12. März: Sollte sich die im Januar zu beobachtende Tendenz zu wieder stärker steigenden Dienstleistungspreisen bestätigen, würden die Anleihekurse unter Druck geraten und sich die Markterwartungen an erste Zinssenkungen wohl erneut weiter in die Zukunft verschieben.
- 2) Auch **markttechnische** Faktoren können eine Konsolidierung auslösen: Diverse Kursmuster können Fonds mit einer charttechnischen Ausrichtung zu einer neuen Positionierung führen. Die Abweichung zum 200-Tage-Durchschnitt ist beispielsweise beim S&P 500 extrem hoch. Am 15. März steht zudem ein wichtiger Optionsverfalltag an.
- 3) Zweifel an dem **weiteren Gewinnwachstum** bei einem oder mehreren **der Magnificent Seven:** So könnten beispielsweise Nachrichten zu deutlichen Veränderungen beim Nutzerverhalten die Tech-Konzerne treffen, die aktuell jeweils eine marktbeherrschende Stellung in einem Marktsegment haben.

Allerdings ist unterm Strich eine Konsolidierung zeitlich schwer abzuschätzen, so dass es sich bisher als richtig erwiesen hat, die Aktien- und Rentenquoten innerhalb unserer Portfolios neutral zu steuern. Eine positive Marktstimmung bis hin zu einer messbaren Euphorie oder Gier unter Marktteilnehmern mahnt zwar zur Vorsicht, liefert – anders als ein extremes „Angstniveau“ – jedoch kein signifikantes Signal, dass die Aktienquote unmittelbar zu reduzieren sei.

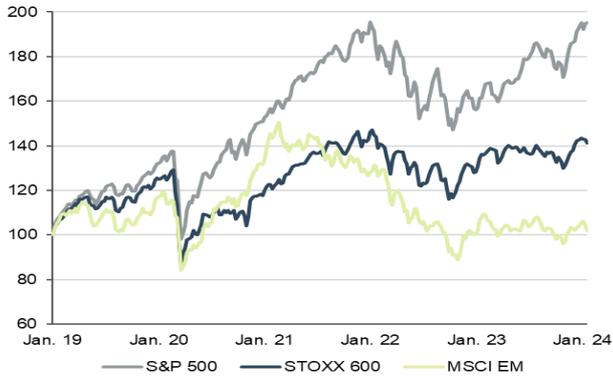
¹ So bezeichnet die Finanzpresse die sieben US-Tech-Unternehmen mit der größten Marktkapitalisierung: Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Nvidia, Meta und Tesla. Diese machen 30% der Marktkapitalisierung des gesamten S&P 500 aus.

Neben dem kurzfristigen Risiko einer Konsolidierung schwebt das eher mittelfristige Risiko zu hoher Erwartungen an die Kommerzialisierung von KI-Produkten über dem Markt. Neben dem wichtigsten Lieferanten für den Aufbau einer KI-Infrastruktur, Nvidia, ist das Wohl und Wehe der Märkte stark von einer kleinen Gruppe der Entwickler von KI-Anwendungen abhängig. Hier ist schon eine deutliche Gewinnsteigerung eingepreist, obwohl unsicher ist, welches KI-Modell wie lange zu welchen Margen vermarktet werden kann.

Mit Blick auf die große Gruppe der KI-Anwender gibt es jedoch die Chance auf Effizienzsteigerungen, die die Erwartungen übertreffen könnten. Insofern könnten die aktuellen Prognosen des Konsenses der Aktienanalysten für die Gewinne des STOXX 600 in den Jahren 2024 und 2025 sogar übertroffen werden. Mit Blick auf die Kursentwicklung befürchten wir jedoch, dass eine Enttäuschung bei den großen Tech-Aktien nicht spurlos an den globalen Aktienmärkten vorübergehen würde.

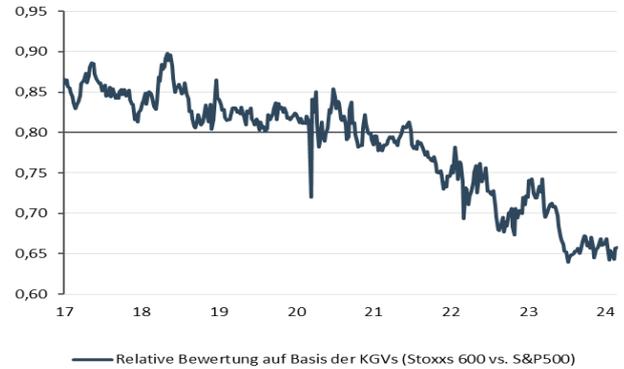
Appendix

Performance Aktien



Quelle: Bloomberg, Index: Jan 2019=100, Stand: 23.02.24

Bewertung Aktien



Quelle: Bloomberg, Stand: 23.02.24

Konjunkturüberraschungen



Quelle: Bloomberg, Stand: 23.02.24

10-j. Renditen in %



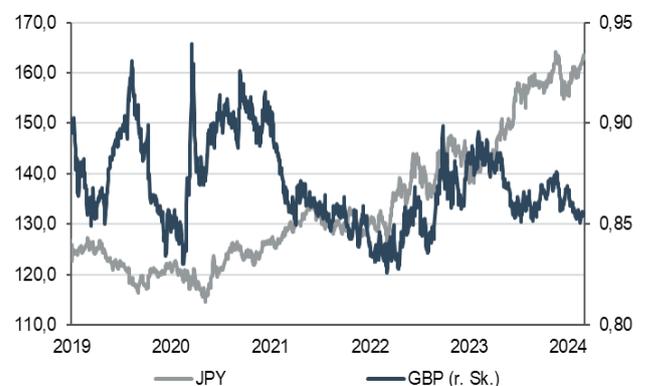
Quelle: Bloomberg, Stand: 23.02.24

EUR/USD und EUR/CAD



Quelle: Bloomberg, Stand: 23.02.24

EUR/JPY und EUR/GBP



Quelle: Bloomberg, Stand: 23.02.24

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Rechtliche Hinweise

Die Angaben in dieser Studie basieren auf öffentlichen Informationsquellen, die der Verfasser bzw. die Verfasser als zuverlässig erachtet / erachten. Weder die Lampe Asset Management GmbH noch die gesetzlichen Vertreter, Aufsichtsratsmitglieder und Mitarbeiter dieser Unternehmen übernehmen eine Gewähr für die Richtigkeit der Angaben, deren Vollständigkeit und Genauigkeit. Alle in dieser Publikation geäußerten Meinungen und Bewertungen geben allein die Einschätzung desjenigen Verfassers / derjenigen Verfasser, der / die diese Publikation erstellt hat / haben, zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder, die nicht notwendigerweise den Meinungen und Bewertungen anderer Geschäftsbereiche der Lampe Asset Management GmbH entsprechen. Alle Meinungen und Bewertungen können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Sie können auch von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Lampe Asset Management GmbH veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden.

Für Schäden, die im Zusammenhang mit einer Verwendung/Verteilung dieser Ausarbeitung entstehen oder entstanden sind, übernimmt die Lampe Asset Management GmbH keine Haftung.

Diese Publikation richtet sich ausschließlich an Personen mit Geschäftssitz in der Europäischen Union sowie der Schweiz und Liechtenstein, denen die Bank sie willentlich zur Verfügung gestellt hat. Die Inhalte dienen ausschließlich Informationszwecken und sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten zu verstehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Ihnen wird empfohlen, mit den Stellen ihres Landes, die für die Überwachung von Finanzinstrumenten und von Märkten, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, zuständig sind, Kontakt aufzunehmen, um in Erfahrung zu bringen, ob Erwerbsbeschränkungen bezüglich der Finanzinstrumente, auf die sich diese Studie bezieht, für sie bestehen. Diese Studie darf weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in ein Informationssystem übertragen oder auf irgendeine Weise gespeichert werden, und zwar weder elektronisch, mechanisch, per Fotokopie noch auf andere Weise, außer im Falle der vorherigen schriftlichen Genehmigung durch die Lampe Asset Management GmbH.

Aufsicht

Lampe Asset Management GmbH unterliegt der Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main.

Herausgeber dieser Studie ist die Lampe Asset Management GmbH.

Verantwortliche Autoren sind:

Dr. Ulrike Rondorf und Daniel Winkler

Chief-Investment-Office

Lampe Asset Management GmbH

Schwannstraße 10

40476 Düsseldorf

Telefon +49 (0)211 95742 - 523

Telefax +49 (0)211 95742 – 570

E-Mail: cio-office@lampe-am.de

Internet: <https://www.hal-privatbank.com/asset-management/lampe-asset-management>

Redaktionsschluss: 29.02.2024