

Q3 2023

Autoren:



Silvio Halsig
Gründer



Daria Diachenko, CFA
Head of Investment
Strategy & Portfolio
Construction



Dr. Julian Kauffeldt
Head of Innovation
Investment Products
Serafin Innovation Hub

Key-Takeaways:

- Stabiler Rückgang der Inflationserwartungen stützt Aktienmärkte
- Aktuelle Aktienmarkt-Themen:
 - Zyklische Sektoren (Industrie und Konsum)
 - Small Caps
 - Industrie-Metaverse
- Aktuelle Aktienmarkt-Risikofaktoren:
 - Hartnäckige Inflation durch eine globale Produktivitätshysterese
 - Deflationsdruck durch China

Das erste Börsenhalbjahr hat viele Investoren durch eine positive Marktentwicklung überrascht. Was waren die Treiber dafür? Und was bedeutet das für die zweite Jahreshälfte? Steht der häufig diskutierte Einbruch der Aktienmärkte noch bevor? In diesem Quartalsbrief finden Sie unsere Einschätzung und die resultierende Bedeutung für Anleger.

Makroumfeld: Wie haben sich die Daten entwickelt?

Das Makroumfeld ist aktuell durch zwei wesentliche Trends gekennzeichnet. Zum einen sinkt die Verbraucherpreisinflation langsamer als erwartet. Insbesondere die Preise für Lebensmittel und Dienstleistungen haben in den letzten Monaten einen schnellen Rückgang der Inflation verhindert. So belief sich die Verbraucherpreisinflation im Euroraum im Mai auf 6,1%. Die US-Inflationsrate verharrte bei rund 4,0%. Zum anderen haben sich sowohl die europäischen Volkswirtschaften als auch die US-Wirtschaft trotz Zinserhöhungen stabiler entwickelt als erwartet. In Europa trug vor allem der Dienstleistungssektor zur wirtschaftlichen Stabilität bei. In den USA wurde die wirtschaftliche Dynamik vom privaten Verbrauch und dem Dienstleistungssektor getragen. Gleichwohl hat sich die wirtschaftliche Dynamik in den USA und Europa abgekühlt. Die Wirkung der strafferen Geldpolitik ist demnach trotz einer insgesamt robusteren wirtschaftlichen Entwicklung erkennbar.

Die insgesamt robustere wirtschaftliche Aktivität auf beiden Seiten des Atlantiks hat die Aktienmärkte trotz erhöhter Inflation und der Erwartung weiter steigender Zinsen einem positiven Trend folgen lassen. Seit Jahresanfang hat der Euro Stoxx 50 per 29. Juni 2023 um rund 14.5% zugelegt. Der S&P 500 verbuchte einen Zuwachs in EUR von rund 12.0%. Der Nasdaq legte sogar um rund 27.6% in EUR zu. Ausschlaggebend waren vor allem überraschend positive Unternehmensgewinne und eine Stabilisierung der 10-jährigen US-Zinsen um rund 3,7%. Diese Stabilisierung verhinderte, dass sich die Erwartung weiterer Zinsschritte der EZB und der Fed negativ auf die Aktienmärkte auswirkte. In den USA kam hinzu, dass Demokraten und Republikaner rechtzeitig eine Einigung im Streit um die Erhöhung der Schuldenobergrenze erzielten. Die Märkte gingen daher davon aus, dass die Fed den Fokus wieder auf die Inflationsbekämpfung legen wird. Vor dem Hintergrund der recht soliden Wirtschaftsdaten preisten die Märkte einen weiteren Zinsschritt der Fed für den Juli 2023 ein, ohne dass die Aktienmärkte Verluste zu verbuchen hatten. Die Märkte hielten auch an ihrer Einschätzung fest, nachdem Fed Chair Powell bei seiner Anhörung vor dem Kongress betonte, dass vermutlich weitere Zinsschritte bis zum Jahresende nötig seien, um den Rückgang der Inflation zu untermauern.

Für das dritte Quartal rechnen wir mit einem etwas schnelleren Rückgang der Inflation in den USA und dem Euroraum. Niedrigere Energiepreise, Basiseffekte sowie langsam nachlassende Lebensmittel- und Dienstleistungsinflation sollten den Inflationstrend bestimmen. Wir erwarten deshalb, dass die Fed nach Zinsschritten im Juli und möglicherweise noch einmal im August oder September zum Ende des Zinserhöhungszyklus kommen. Die EZB wird voraussichtlich noch etwas länger unter Druck bleiben, die Zinsen zu erhöhen, da diese den Zinserhöhungszyklus später begonnen hat und zunächst zurückhaltend agierte.

Nach der Sommerpause, genauer gesagt im Verlauf des dritten Quartals sollten die Leitzinsen aber ihre Höchststände sowohl in den USA wie auch im Euroraum erreicht haben und stabil bleiben. Stabil bedeutet, dass die Märkte für sowohl für die Fed als auch die EZB in diesem Jahr nicht mehr mit einer Zinssenkung rechnen. Das Leitzinsniveau im Euroraum wird daher bis zum nächsten Jahr auf voraussichtlich 4,5% verharren. Die Fed wird nach Ansicht der Märkte bei 5,5% das Ende des Zinserhöhungszyklus erreichen. Für 2024 preisen die Märkte 150 Basispunkte an Zinssenkungen für die Fed und rund 65 Basispunkte für die EZB ein. Wir erwarten, dass bereits das Ende der Zinserhöhungszyklen im Euroraum und den USA die Stimmung an den Aktienmärkten verbessern wird. Der Ausblick auf Zinssenkungen im Jahr 2024 sollte Investoren bereits in den kommenden Wochen und Monaten dazu veranlassen, Aktienexposure aufzubauen.

Die von vielen Marktteilnehmern befürchtete Rezession sehen wir nach wie vor nicht. Natürlich bedeuten höhere Preise und Zinsen ein schwierigeres wirtschaftliches Umfeld für Unternehmen und private Haushalte, aber die robusten Wirtschaftsdaten sowohl der USA als auch des Euroraums stimmen uns zuversichtlich, dass schwaches Wachstum oder ein rezessives Umfeld wahrscheinlicher sind als eine ausgeprägte Rezession. Vor allem die finanz- und wirtschaftspolitischen Programme auf beiden Seiten des Atlantiks bleiben wachstumsstützend.

Unternehmensgewinne schaffen positive Investmentanreize

Die robusten Wirtschaftsdaten sowie die soliden Unternehmensgewinne im ersten Quartal haben die Märkte ihre Erwartungen für die Unternehmensgewinne in den kommenden Quartalen positiv revidieren lassen. Seit rund Mitte April sind die Revisionstrends sowohl in Europa als auch in den USA entweder positiv oder weitgehend ausgeglichen. Der stärkste Gewinnrückgang wird für Europa im zweiten und dritten Quartal erwartet. Gemessen am Stoxx 600 wird positives Gewinnwachstum für Europa ab dem zweiten Quartal 2024 erwartet. Für die USA wird schon im dritten Quartal 2023 mit einem positiven Gewinnwachstum von rund 1.5% gerechnet. Im vierten Quartal erwarten die Märkte bereits ein

Gewinnwachstum von knapp 10% für die S&P 500 Unternehmen. Mit anderen Worten, der Ausblick für die Unternehmensgewinne schafft einen Anreiz für Investoren, Aktienexposure insbesondere in den USA aufzubauen.

Auf Sektorebene wurden die Gewinne in Europa vor allem für Technologie, zyklische Konsumgüter, Banken, Versorger und Gesundheitsversorgung positiv revidiert. In den USA profitierten vor allem die Sektoren Kommunikation, Industrie und Technologie von positiven Revisionen. Diese Trends spiegeln die insgesamt robusten Wirtschaftsdaten und die Stabilisierung der langfristigen Zinsen wider.

Zyklische Sektoren bleiben attraktiv

Die Gewinnrevisionen auf der Sektorebene bekräftigen unsere Präferenz für zyklische Sektoren. Im Mittelpunkt stehen für uns dabei die Investmentthemen Industrie und Konsum. In Europa ist vor allem das Industriethema attraktiv, da die privaten Haushalte in Europa in den letzten Monaten tendenziell zurückhaltender konsumiert haben. Hier haben sich die höheren Preise und die Konjunkturunsicherheit bemerkbar gemacht. Die Industrie profitiert hingegen von zentralen europäischen Politikthemen, wie bspw. dem Strukturwandel hin zu erneuerbaren Energien und „grünen“ Produktionsketten (nachhaltige Industrie).

In den USA bleibt der Konsum der wesentliche Stabilisator der Wirtschaft. Trotz der wirtschaftlichen Unsicherheit erwarten wir hier keine Änderung. Das sehen wir in einer niedrigen Arbeitslosigkeit begründet, obwohl Konjunkturunsicherheit existent ist. Die Arbeitslosenrate bewegt sich weiter nahe dem historischen Tiefststand von 3,4%. Hierin spiegeln sich die strukturellen Engpässe auf den Arbeitsmärkten wider, die Unternehmen sowohl in den USA als auch in Europa dazu veranlassen, Mitarbeiter durch die eine Phase der Konjunkturschwäche zu halten.

Aus den strukturellen Engpässen der Arbeitsmärkte folgt aber auch ein wichtiges industrielles Investmentthema: Automatisierung. Wesentlich sind hierbei Lösungen im Bereich „Industrie-Metaverse“ (Beschreibung im Kasten), die intelligente und vernetzte Fabriken ermöglichen. Dadurch können existierende Ressourcen besser genutzt werden und angesichts eines zunehmenden Fachkräftemangels, fehlende Arbeitskräfte durch Robotik und autonome Lösungen ersetzt werden. Gleichzeitig hilft die Auswertung der dabei anfallenden Daten, Effizienzsteigerungen innerhalb der Prozesse zu realisieren. Das Produktivitätsthema betrifft sowohl die USA als auch Europa und natürlich fördert auch die US-Regierung den Strukturwandel zu erneuerbaren Energien. Darüber hinaus zielt die US-Regierung auf eine Stärkung und Verbreiterung der heimischen industriellen Basis. Deshalb werden auch ausländische Unternehmen erfolgreich durch Subventionen zu Investitionen in den USA veranlasst.

Mit anderen Worten, das Industrieinvestmentthema sollte sowohl auf die Allokation des Aktienexposures in den USA als auch in Europa einen großen Einfluss haben.

Was ist das Industrie-Metaverse?

Das Industrie-Metaverse bezeichnet Lösungen, um industrielle Prozesse und Systeme virtuell darzustellen und mit diesen zu interagieren. Das Thema hat einen großen Stellenwert als Innovationsthema in Unternehmen und wird auf Konferenzen, wie zum Beispiel der Emerging Technology Next Konferenz der MIT Technology Review, prominent diskutiert. Das Industrie-Metaverse ist eine Kombination aus Augmented Reality, Virtual Reality und Artificial Intelligence, die es ermöglicht, reale industrielle Prozesse in einem virtuellen Raum darzustellen, zu simulieren und zu kontrollieren. Zu den Anwendungsgebieten gehören beispielsweise die Fernwartung von Maschinen und Anlagen, das Training von Mitarbeitern in einer sicheren digitalen Umgebung oder die Verbesserung der Produktentwicklung und des Prototyping durch Echtzeit-Simulationen. In der digitalen Umgebung werden auch sogenannte digitale Zwillinge eingesetzt, die eine direkte Repräsentation eines physischen Objektes darstellen. Mittels des Industrie-Metaverse wird es möglich, verschiedene Anwendungs-Szenarien zu testen und zu optimieren, ohne die reale Produktionsumgebung zu stören. Gleichzeitig können neue Produkte im Metaverse entworfen, getestet und optimiert werden, bevor sie in der realen Welt hergestellt werden. Dies kann den Entwicklungsprozess beschleunigen und -kosten senken.

Das Industrieinvestmentthema verdeutlicht noch einen weiteren Aspekt: Technologie ist ein zentraler Bestandteil, um Produktivitätswachstum und den Strukturwandel zu erneuerbaren Energien voranzutreiben. Technologie ist demnach nicht nur ein Bestandteil des Konsumthemas, wie es häufig in den US-Märkten diskutiert wird. Darüber hinaus waren Technologieunternehmen in den letzten Wochen und Monaten ein wesentlicher Treiber der Kurszuwächse in den USA. Wir erwarten jedoch, dass die Marktentwicklung nach dem Ende der Zinserhöhungszyklen in den USA und Europa von mehreren Sektoren getrieben wird, d. h., die Marktbreite sollte im Zuge des sich aufhellenden Marktausblicks zunehmen. Deshalb fokussieren wir uns weiterhin auf ein gut diversifiziertes zyklisches Aktienportfolio.

Small Caps profitieren vom herannahenden Ende der Zinserhöhungen und einer Stimmungsaufhellung

Die Erwartung einer zunehmenden Marktbreite hat neben der sektoralen Dimension noch eine weitere Komponente. Wir rechnen damit, dass nicht nur große Unternehmen die Performance der Aktienmärkte treiben, sondern zunehmend kleine und mittlere Unternehmen wieder in den Fokus der Investoren rücken. Die gute Performance der US Small Caps in den letzten Wochen macht uns zuversichtlich, dass das herannahende Ende des Zinserhöhungszyklus in Europa ebenfalls die Performance kleiner und mittlerer Unternehmen unterstützt. Schließlich profitieren von den großen Investmentthemen wie erneuerbare Energien und Infrastruktur nicht nur große Unternehmen. Hinzu kommt, dass insbesondere viele deutsche und Schweizer Mittelständler ein hohes Außenhandelsexposure haben. Dies sollte die Unternehmen von der schrittweisen Erholung der Weltwirtschaft in der zweiten Jahreshälfte dieses Jahres und insbesondere in 2024 profitieren lassen. Ein wesentlicher Treiber für die Aufhellung der Stimmung in den Volkswirtschaften und den Märkten sollte zudem ein langsames Sinken der Zinsen sein. Für diese Trends gilt es, sich rechtzeitig zu positionieren.

Kein großes Aufwertungspotenzial für den US-Dollar

Eine Fortsetzung des positiven Aktienmarktrends im zweiten Halbjahr sollte noch eine weitere Konsequenz haben. Wir rechnen weder mit einer kräftigen Auf- noch Abwertung des US-Dollar. Die Aufwertung in den letzten Wochen wurde vor allem von der Nachfrage nach Sicherheit getrieben. Der politische Streit in Washington über die Erhöhung der Verschuldungsgrenze verunsicherte die Märkte erheblich. Nach der politischen Einigung preisten die Märkte eine weitere Fed-Zinserhöhung ein, die den US-Dollar zusätzlich stützte.

Mit Blick auf die nächsten Monate ist jedoch das Risiko höher, dass die EZB die Zinsen noch weiter anhebt als die Fed. Schließlich hat die Fed die Zinsen schon um 500 Basispunkte auf 5,25% seit März letzten Jahres angehoben. Die EZB hat die Zinsen seit Juli letzten Jahres um bislang 400 Basispunkte auf 4,0% angehoben. Darüber hinaus wertet der US-Dollar tendenziell ab, wenn sich die Stimmung an den Aktienmärkten verbessert. Investoren allokieren dann stärker internationale Assets. Dies schwächt den US-Dollar, während bspw. Schwellenländerwährungen eher fester tendieren. Insgesamt erwarten wir daher, dass der US-Dollar in einer Range seitwärts handelt.

Schwellenländer und Rohstoffe als Ergänzung

Unsere Erwartung, dass sich der wirtschaftliche Ausblick in den USA und dem Euroraum nach dem Ende der Zinserhöhungszyklen aufhellt und sich die Stimmung an den Aktienmärkten verbessert, sollte sich auch positiv auf viele Schwellenländer auswirken. Eine enge Verknüpfung mit den USA und dem Euroraum ist wichtig. Der Grund ist der unsichere Ausblick für die Erholung Chinas. Die aktuellen Wirtschaftsdaten zeigen, dass die inländische Nachfrage weiterhin schwach ist, während die Exportnachfrage wieder Impulse liefert. Demnach ist auch für China der Handel mit den USA und Europa weiter von zentraler Bedeutung.

Neben der Exportnachfrage sollte die Stabilisierung des Zinsausblicks und des US-Dollar die Stimmung in vielen Schwellenländern verbessern, da die lokalen Notenbanken ebenfalls die Zinsen konstant halten können, wenn die Inflation wie erwartet weiter nachgibt. Dies sollte die binnenwirtschaftliche Dynamik in den Schwellenländern unterstützen. Hinzu kommt das Strukturthema „Diversifikation des Produktionsrisikos in China“. Viele Schwellenländer wie Indien, Vietnam und Mexiko profitieren davon, dass westliche Unternehmen weniger abhängig von China werden wollen. Das gilt sowohl für die Produktion als auch für die Nachfrage.

Der Ausblick für Rohstoffe bleibt auf kurze Sicht getrübt, da viele Rohstoffe eng mit Chinas wirtschaftlicher Dynamik verbunden sind. Gleichwohl sollten die niedrigeren Preisniveaus und die Wahrscheinlichkeit, dass Chinas Regierung und Notenbank weitere Stimulierungsmaßnahmen durchführen werden, Rohstoffen ein Aufwärtspotenzial auf mittlere Sicht geben.

Risiken

Unser Wirtschafts- und Marktausblick für das dritte Quartal basiert auf einem kontrollierten weiteren Rückgang der Inflation und, dass die Fed und EZB die Zinsen auf der Basis der Inflation nicht stärker erhöhen werden als notwendig. Gerade jetzt, wo das Ende des Zinserhöhungszyklus näher rückt, ist es wichtig, vorsichtig zu agieren, da die dämpfende Wirkung der höheren Zinsen einige Zeit benötigt, um sichtbar zu werden. Eine Pause bei den Zinsanhebungen wäre daher früher oder später angemessen. Wir müssen demnach als erstes die Inflationsentwicklung im Blick behalten, um einen unerwarteten neuen Anstieg der Inflation möglichst früh zu erkennen. Als zweites müssen wir darauf achten, dass die Notenbanken weiter vorsichtig agieren, so dass die wirtschaftliche Reaktion auf die erhöhten Zinsen nicht abrupt negativ wird.

Faktoren, die zu einer hartnäckigen Inflation führen können, sind insbesondere steigende Energie- und Nahrungsmittelpreise. Unerwarteter Preisdruck kann durch geopolitische und klimatische Schocks verursacht werden. Darüber hinaus kann eine Produktivitätshysterie entstehen, das heißt verzögernd einsetzende Produktivitätsverluste aufgrund vorheriger Schock-Effekte auf dem Arbeitsmarkt, was zu höheren Produktionskosten und damit zu steigenden Preisen führen kann.

Der dritte Risikofaktor, auf den wir achten, ist China. Sollten Chinas Stützungsmaßnahmen wenig Erfolg haben und Chinas Wirtschaftsentwicklung weiter durch schwaches Wachstum und Deflation gekennzeichnet sein, bedeutet dies weniger Wirtschaftsimpulse für die Weltwirtschaft und eine Verstärkung des von China ausgehenden deflationären Drucks. Die Inflation in den USA und Europa könnte dann sehr viel schneller sinken als wir es derzeit erwarten.

Wichtige Hinweise:

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Das Dokument und alle hiermit zusammenhängenden Informationen stellen keine Empfehlung und/oder Vermittlung von Wertpapieren dar. Der Kunde ist verpflichtet, die notwendigen Informationen in Bezug auf seine spezifischen Bedürfnisse bei Serafin Asset Management GmbH zu erfragen.

Die Inhalte in diesem Dokument wurden von der Serafin Asset Management GmbH nach bestem Urteilsvermögen erstellt und herausgegeben. Eigene Darstellungen und Erläuterungen beruhen auf der jeweiligen Einschätzung des Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung, auch im Hinblick auf die gegenwärtige Rechts- und Steuerlage, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

Als Grundlage dienen Informationen aus eigenen oder öffentlich zugänglichen Quellen, die für zuverlässig gehalten werden. Für ihre Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit steht der jeweilige Verfasser jedoch nicht ein. Alle Index- beziehungsweise Produktbezeichnungen anderer Unternehmen als Serafin Asset Management werden lediglich beispielhaft genannt und können urheber- und markenrechtlich geschützte Produkte und Marken dieser Unternehmen sein.

Alle Inhalte dieses Dokuments dienen ausschließlich Informationszwecken. Sie dürfen daher weder ganz noch teilweise verändert oder zusammengefasst werden. Sie stellen keine individuelle Anlageempfehlung dar und

ersetzen weder die individuelle Anlageberatung durch die Gesellschaft noch die individuelle, qualifizierte Steuerberatung.

Dieses Dokument wurde mit Sorgfalt entworfen und hergestellt, dennoch übernimmt Serafin Asset Management keine Gewähr für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit. Prognosen bieten keine Gewähr für die tatsächliche Wertentwicklung in der Zukunft. Tatsächliche Wertentwicklungen können von den Prognosen je nach Marktentwicklung deutlich abweichen. Es wird keinerlei Haftung für Nachteile, die direkt oder indirekt aus der Verteilung, der Verwendung oder Veränderung und Zusammenfassung dieses Dokuments oder seiner Inhalte entstehen, übernommen. Die Rechte am Inhalt dieses Dokuments stehen der Serafin Asset Management GmbH zu. Die Vervielfältigung ist nicht gestattet.

Stand aller Informationen, Darstellungen und Erläuterungen: **03. Juli 2023**, soweit nicht anders angegeben.

Ihre Kontaktmöglichkeiten

Serafin Asset Management GmbH

Börsenstraße 13-15

60313 Frankfurt am Main

Telefon: 069 - 95064 7140

sales@serafin-am.com

www.serafin-am.com