

Notenbanken neigen zur Überreaktion – Aktienrisiko lohnt sich immer weniger

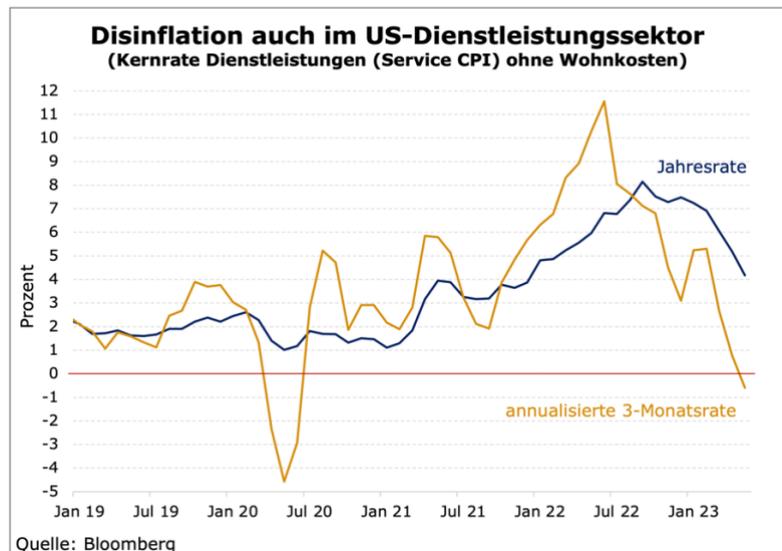
Welche Sektoren und Regionen noch attraktive Risikoprämien bieten

Dr. Eckhard Schulte, Fondsmanager MainSky Macro Allocation Fund

12. Juli 2023

EZB-Vizepräsident Luis de Guindos brachte es in der vergangenen Woche auf den Punkt, als er sagte, dass zum einen viele Indikatoren bereits eine Abschwächung der Inflation anzeigen und zum anderen die Zinserhöhungen erst mit entsprechendem Zeitverzug ihre Wirkung entfalten. Gleiches gilt für die USA, wo die Fed ebenfalls vor einem Politikfehler steht, der am Ende für eine völlig unnötige Rezession verantwortlich sein könnte. Auch wenn immer noch Hoffnung besteht, dass sich beide Notenbanken der Realität einer nachlassenden Inflationsdynamik im zweiten Halbjahr stellen und den Zinserhöhungsprozess „ausschleichen“ lassen, haben die steigenden Aktienbewertungen bei gleichzeitig gestiegenen Anleiherenditen die Bewertungsrelationen (d.h. die Risikoprämien) zugunsten der Anleihen verschoben. Dies zusammen mit dem Risiko einer geldpolitischen Überreaktion spricht für eine noch stärkere Selektion am Aktienmarkt.

Die große Überraschung in der zweiten Jahreshälfte 2023 wird sein, wie schnell die Inflationsraten global fallen werden. Alle von uns beobachteten Indikatoren zeigen bereits eine starke Disinflation in der globalen Industrie, wobei Asien im Moment der große Disinflationsexporteur ist. Aber auch im Dienstleistungsbereich sollte sich das Inflationbild in den kommenden Monaten deutlich verbessern. In den USA z.B. liegt über die letzten drei Monate gesehen die annualisierte Inflationsrate im Dienstleistungssektor ohne Wohnkosten bereits unter null Prozent.



Hohes Nominalwachstum stützt Unternehmensgewinne

Da die US-Notenbank bereits eine restriktive Geldpolitik fährt, ist es um so unverständlicher, dass diese offenbar die Geduld verliert und entschieden hat, die Zinsen noch weiter zu erhöhen. Ende des Monats sind weitere 25 Basispunkte fest eingeplant, und auch die Europäische Zentralbank wird vermutlich noch zwei weitere Zinserhöhungen vornehmen. Damit werden die monetären Rahmenbedingungen sowohl in den USA als auch in der Eurozone in der zweiten Jahreshälfte noch restriktiver und belasten damit völlig unnötig das noch immer recht robuste Konjunkturmilieu. Die bis zuletzt positive Gewinnentwicklung im Unternehmenssektor bzw. das Ausbleiben einer Gewinnrezession war zum großen Teil das Ergebnis der bis sehr günstigen Inflationsdynamik. Der Rückgang der Headline-Inflation durch die fallenden Energiepreise setzt Kaufkraft frei und wirkt auf den Konsumenten wie eine Steuersenkung, während der langsamere Rückgang in der Kernrate ein positives Konjunkturmilieu indiziert und so das nominale Wachstum hochgehalten wird. Die vielerorts ausgerufenen Gewinnrezessionen in den Unternehmen finden in diesem Umfeld schlichtweg nicht statt.

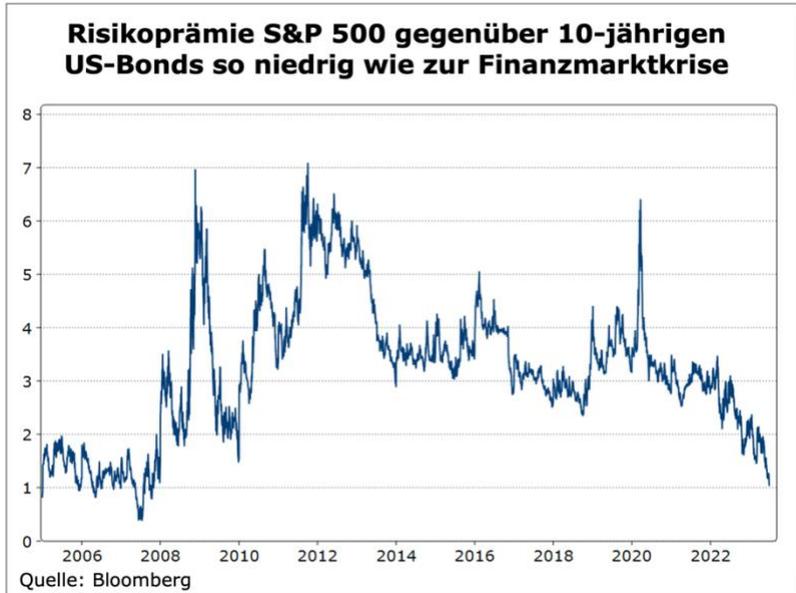
Risiko einer geldpolitischen Überreaktion

Nun aber besteht das Risiko, dass ein monetäres „Overtightening“ dieser günstigen Dynamik ein Ende bereitet und ein (zu schneller) Rückgang der Kerninflation auch das nominale Wachstum schmelzen lässt. Gerade in der Eurozone würden dann die strukturellen Schwächen des Wirtschaftsraums wieder voll sichtbar, während in den USA die Wirtschaft strukturell deutlich besser aufgestellt ist und die Fed zudem zumindest die Möglichkeit hat, die Zinsen wieder zu senken. Dies

ist dann zwar eher ein Thema für den Herbst oder Winter als für das laufende Quartal, aber auch hier sollten die Finanzmärkte diese Entwicklung gut antizipieren.

Niedrige Risikoprämien für Aktien

Die gute Entwicklung der globalen Aktienmärkte in der ersten Jahreshälfte wurde primär über einen Anstieg der Bewertungen (Multiple Expansion) getrieben. Ökonomisch kann dies gut über die abnehmende Unsicherheit über den zukünftigen Notenbankkurs (d.h. die abnehmende Zinsvolatilität) erklärt werden. Noch immer gehen wir davon aus, dass die Notenbanken der Inflationsdynamik im zweiten Halbjahr Rechnung tragen werden und den Zinserhöhungsprozess „ausschleichen“ lassen. Dennoch ist es richtig, dass die steigenden Aktienbewertungen und gleichzeitig gestiegenen Anleiherenditen die relativen Bewertungsrelationen (d.h. die Risikoprämien) zugunsten der Anleihen verschoben haben. Dies zusammen mit dem Risiko eines geldpolitischen „Overtightenings“ spricht für eine noch stärkere Selektion am Aktienmarkt.

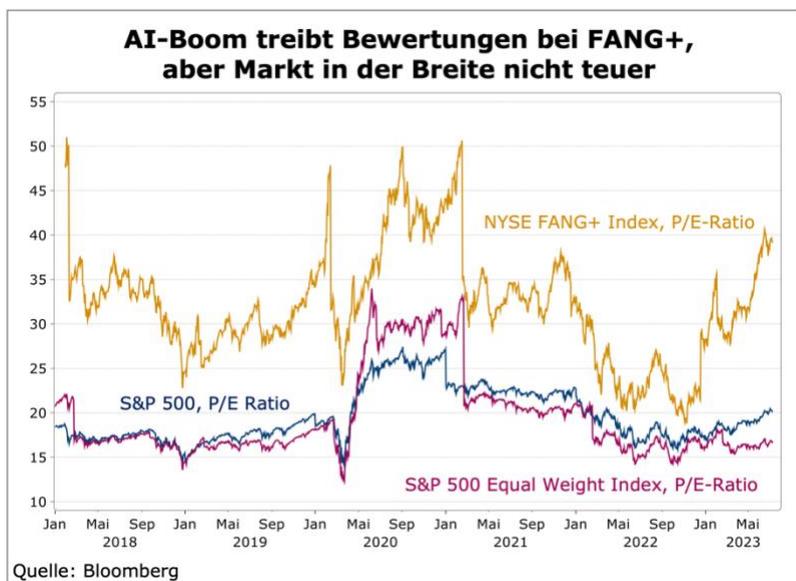


Italien und Spanien weiter günstig bewertet

In der Eurozone gelten lediglich die peripheren Länder wie Italien und Spanien als Gewinner der hohen Nominalwachstumsdynamik bei noch immer sehr günstigen Bewertungen (absolut wie auch im Falle Italiens gegenüber Staatsanleihen). Auf der Verkaufsliste steht dagegen ganz klar China, eine der großen Enttäuschungen dieses Jahres. Zum einen bleiben die zyklischen Konjunkturindikatoren hinter den Erwartungen zurück, der Post-Corona-Rebound war sehr schwach und das Land steht am Rande zur Deflation. Zum anderen wird China von vielen Investoren strukturell deallokiert, so dass hier ein zyklusunabhängiger Gegenwind herrscht.

US-Big Tech bleibt attraktiv

Stattdessen fokussieren wir auf der Aktienseite die USA mit einem moderaten Schwerpunkt auf die großen US-Technologieaktien. Dafür sprechen vor allem zwei Aspekte: Erstens konzentriert sich das Thema Künstliche Intelligenz noch auf wenige große Unternehmen, weil entweder ein hohes technologisches Know-how (Nvidia) oder eine hohe Datenmenge erforderlich ist, um hier ganz vorn mitzuspielen. Dies sorgt für hohe Eintrittsbarrieren für neue Marktteilnehmer und zu einer Konzentration auf nur Wenige. Zweitens haben viele Big-Tech-Unternehmen eine starke Preissetzungsmacht und sind



wegen ihrer hohen finanziellen Flexibilität weniger anfällig für den Zinserhöhungskurs der Fed. Dass diese Aktien die Performance-Treiber des ersten Halbjahres waren und deshalb recht hohe Bewertungen aufweisen, bedeutet im Umkehrschluss, dass die Bewertungen im breiten US-Markt nicht so hoch sind wie allgemein angenommen. Der S&P 500 Equal Weight hat ein P/E von gerade 17 und ist damit völlig unauffällig bewertet.

MainSky Asset Management AG

Reuterweg 49
60323 Frankfurt am Main
Tel.: 069 / 150 49 680-0
www.mainsky.de

Pressekontakt:

Kranch Media
Thomas Kranch
Mozartstraße 30
64584 Biebesheim am Rhein
Tel.: 06258 / 9414721
Mobil: 0151 / 1200 25 35
E-Mail: tk@kranch-media.de

Über die MainSky Asset Management AG

Seit 2001 steht die MainSky Asset Management AG für bankenunabhängige Vermögensverwaltung mit dem Fokus auf Familienvermögen, Family Offices und institutionelle Investoren. MainSky ist spezialisiert auf das Management von liquiden Assets wie Renten und Aktien und ist Pionier im Absolute Return-Management. Die MainSky Asset Management AG ist ein Finanzportfolioverwalter nach §32 KWG und steht unter Aufsicht der BaFin bzw. Bundesbank. Dank eines klar strukturierten Investmentprozesses ist es der Gesellschaft seit der Gründung 2001 zuverlässig gelungen, sowohl in schwierigen als auch in guten Kapitalmarktjahren reale Wertzuwächse in den Kundenportfolien zu generieren. Insgesamt verwaltet die Gesellschaft mit einem Team von acht Mitarbeitern rund 650 Millionen Euro in mehreren Spezialfonds und Managed Accounts sowie in drei Publikumsfonds. Das Management-Team zeichnet sich durch eine gesunde Mischung aus sehr erfahrenen Portfoliomanagern und Analysten mit langjähriger Berufserfahrung bei renommierten Investmentbanken und Asset Managern sowie jungen und exzellent ausgebildeten Mitarbeitern aus.

Über den MainSky Macro Allocation Fund

Der MainSky Macro Allocation Fund bietet Investoren Zugang zu den globalen Aktien- und Rentenmärkten und orientiert sich an der gleichnamigen und seit 2007 mit einem Track Record und einem herausragendem Rendite-Risiko-Verhältnis ausgestatteten Anlagestrategie. Der Investmentansatz konnte in der Vergangenheit nicht nur durch konstant gute Ergebnisse überzeugen, auch und gerade in schwierigen Marktphasen wie der Finanzmarktkrise 2008 zeigte sich die Überlegenheit der Strategie durch erfolgreichen Kapitalerhalt. Grundlage des Ansatzes ist eine Makro- bzw. Top-Down-Analyse, aus der heraus das Management die jeweiligen Asset-Klassen und Marktsegmente allokiert. Im zugrunde liegenden hauseigenen Research werden sowohl quantitative als auch qualitative Analyseverfahren eingesetzt. Mit einer Aktienquote zwischen 25 und 75 Prozent strebt der MainSky Macro Allocation Fund eine mittelfristige absolute Wertentwicklung von 5-6 Prozent über der Geldmarktrendite sowie eine jährliche Ausschüttung von drei Prozent an.

Disclaimer

Dieses Informationsmaterial enthält kein Angebot zum Erwerb oder zur Zeichnung von Wertpapieren. Alleinige Grundlage für den Erwerb von MainSky Investmentfonds sind die jeweiligen Verkaufsprospekte. Die Informationen in diesem Dokument sind ausschließlich zur Veranschaulichung und zur Diskussion bestimmt und stellen keine Beratung dar. Die enthaltenen Bewertungen, Schätzungen und Prognosen reflektieren lediglich die subjektive Meinung des jeweiligen Autors bzw. der jeweils zitierten Quelle. Angaben über Anlageergebnisse und Anlageziele sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.