

Mögliches Comeback von Wachstumsaktien in einem vorerst weiterhin schwankungsanfälligen Gesamtmarkt



Von Till Christian Budelmann
Chief Investment Officer
Bergos AG

Nach einem soliden Jahresauftakt scheint den weltweiten Aktienmärkten vorerst die Luft ausgegangen zu sein. Insbesondere die starken US-Arbeitsmarktdaten Anfang Februar, aber auch andere Konjunkturdaten sind stärker als vom Konsens erwartet ausgefallen. Zwar scheint bei der Inflation der Höhepunkt überschritten zu sein, jedoch blieb der Rückgang der Teuerungsrate zuletzt hinter den Erwartungen zurück. Eine Abkehr von der restriktiven Zentralbankpolitik ist in diesem Jahr somit unwahrscheinlicher geworden. Die hohe Inflation dürfte uns womöglich noch etwas länger begleiten. Der Markt preiste dies zuletzt in Form von steigenden Renditen und fallenden globalen Aktienmärkten ein.



und Frederik Carstensen
Chief Equity Strategist
Bergos AG

Fundamentaldaten aktuell wenig unterstützend

Aus fundamentaler Perspektive spricht aktuell weniger für Aktien als noch vor ein paar Jahren. Den Unternehmen fällt es zunehmend schwer, die gestiegenen Inputkosten an den Endkonsumenten weiterzugeben, und der hohe Margendruck macht sich bei den Gewinnerwartungen bemerkbar. Mit nachlassender Nachfrage und anhaltender Wachstumsschwäche dürfte das globale Gewinnwachstum 2023 laut dem Konsens nur noch bei um die 1% liegen. Trotzdem war die Q4-Berichtssaison überwiegend unterstützend. Vor allem wurden Gewinnenttäuschungen zuletzt weniger als in den letzten Quartalen vom Markt abgestraft.

Auch gemessen an den Bewertungen haben es Aktien zunehmend schwer – insbesondere im Vergleich zu anderen Assetklassen. Das Yield Gap, der Abstand zwischen der Gewinnrendite von Aktien und der Rendite von 10jährigen Anleihen, ist zuletzt weiter gesunken. In den USA liegt es inzwischen leicht unter dem historischen Durchschnitt seit den 1970er Jahren. Aktien sind demnach fundamental nicht mehr attraktiver als Anleihen. Oder in anderen Worten: Nachdem Aktien viele Jahre alternativlos erschienen (TINA – «there is no alternative»), gibt es inzwischen ernsthafte Konkurrenz (TARA – «there are reasonable alternatives»).

S&P 500 als Taktgeber der globalen Aktienwelt an einem entscheidenden Punkt

Wenn man sich das technische Bild betrachtet, sehen sich Anleger aktuell gemischten Signalen ausgesetzt. So konnte der S&P 500 zwar seinen Abwärtstrend durchbrechen, der Index ringt aber in diesen Wochen mit der wichtigen 200-Tageslinie. Seit Jahresbeginn liegen Technologie-Werte und zyklische Konsumgüter deutlich vor Versorgern, Basiskonsumgüter- und Gesundheitstiteln. Der Markt setzt somit immer mehr auf ein Soft-Landing-Szenario. Auch die Marktbreite hat sich seit dem 4. Quartal 2022 positiv entwickelt und in den letzten Monaten weiter verstärkt. Die sogenannte A/D (Advance/Decline)-Linie des S&P als Trendindikator, für dessen Berechnung die Aktien mit Kursgewinn ins Verhältnis zu den Aktien mit Verlust gesetzt werden, nähert sich den 12-Monats-Höchststän-

den, obwohl die Kurse insgesamt im Jahresvergleich immer noch deutlich gefallen sind. Ähnlich zuversichtlich stimmt in dieser Phase die Saisonalität, so ist März/April historisch gesehen einer der besten Abschnitte des Jahres.

Anlegerstimmung und Positionierung weit von Euphorie entfernt

Ein weiterer Lichtblick für die Aktienmärkte ist die nach wie vor verhaltene Anlegerstimmung und -positionierung. So stellt die American Association of Individual Investors (AAII) ihren Mitgliedern jede Woche die einfache Frage, ob sie glauben, dass der Aktienmarkt in den nächsten 6 Monaten nach oben (bullish), unverändert (neutral) oder nach unten (bearish) tendieren wird. Mitte Februar überwogen bei den US-Privatanlegern das erste Mal seit März 2022 kurzfristig wieder die Optimisten die Pessimisten. Gründe dürften neben der Konjunkturrobustheit die gute Aktienmarktperformance seit Jahresanfang gewesen sein. Zuletzt hat sich die Stimmung aber wieder eingetrübt. Die Stimmungsumfrage hat sich in der Vergangenheit als verlässlicher Kontraindikator erwiesen: Überdurchschnittliche Marktrenditen folgten oft auf ein ungewöhnlich niedriges Niveau an Optimismus, während unterdurchschnittliche Marktrenditen oft auf einen ungewöhnlich hohen Grad an Zuversicht folgten.

Aktienmärkte bleiben vorerst schwankungsanfällig

Von unseren vier oben ausgeführten Betrachtungsdimensionen (Makroökonomie, Mikroökonomie, Technik und Sentiment) stellt vor allem die gesamtwirtschaftliche Datenlage weiterhin einen Unsicherheitsfaktor für die Aktienmärkte dar. Zu den wichtigsten Abwärtsrisiken zählt aktuell mit Sicherheit eine hartnäckig hohe Inflation bei einer robusten Nachfrage. In einem solchen Szenario müssten die Zentralbanken ihre Geldpolitik noch stärker straffen, was zu einer (schweren) anhaltenden Wachstumsschwäche führen könnte. Auch eine weitere Verschlimmerung des Ukrainekriegs oder vor allem eine Eskalation des Konflikts zwischen China und den USA in Bezug auf Taiwan

würde Aktien schwer belasten. Unter den Aufwärtsrisiken hätte ein unerwartet rascher Inflationsrückgang, welcher der Fed eine sanfte Landung erleichtern würde, positive Auswirkungen auf die Aktienmärkte. In diesem Umfeld halten wir Diversifizierung für besonders entscheidend.

Qualitätsaktien mit Preissetzungsmacht als Portfolio-Kern

Um sich vor steigenden Inputkosten zu schützen, sollten Anleger Unternehmen mit Preissetzungsmacht auswählen. Wir definieren Preissetzungsmacht als die Fähigkeit eines Unternehmens, Kosten ohne nennenswerte Auswirkungen auf die Margen und Gewinne an den Endkonsumenten weiterzugeben. Sie sollten eine niedrige Verschuldung aufweisen und über stabile Geschäftsmodelle, eine starke Wettbewerbsposition, solide Bilanzen und hohe Barmittel verfügen. Da die Wachstumsunsicherheit und die Inflation im 1. Halbjahr 2023 weltweit hoch bleiben dürften, werden sich diese Unternehmen aus unserer Sicht als besonders widerstandsfähig erweisen. Doch nicht alle Unternehmen sind dazu gleichermaßen in der Lage. Diese Fähigkeit besitzen beispielsweise einige Unternehmen aus dem Nicht-Basisgüter-Sektor.

Comeback von Wachstumstiteln erwartet

Nach einem Jahr der relativen Stärke von sogenannten Substanzwerten (Value), dürften sich vor allem im Laufe dieses Kalenderjahres wieder Chancen für Wachstumsunternehmen (Growth) ergeben und davon dürfte insbesondere der US-Aktienmarkt mit seinem strukturellen Growth-Bias profitieren. Regional sehen wir daher trotz relativer Schwäche zuletzt grössere Chancen in den USA als in Europa. Dort ist das Zinsniveau bereits höher und die voraussichtliche weitere Zinsentwicklung inzwischen vorteilhafter. Auch die makroökonomischen Daten sind in den USA stabiler. Hinsichtlich der Schwellenländer und vor allem in Bezug auf China ist weiterhin Vorsicht angebracht. Spätestens seit der Manifestierung Xi Jinpings umfassender politischer Macht gilt es mögliche Konse-

quenzen für das Land und die Welt weiterhin in sämtliche Überlegungen einzubeziehen.

Ein zweigeteiltes Jahr

Die Märkte werden den Fokus zunächst vermutlich auf die über längere Zeit höheren Zinsen legen. Wir erwarten daher kurzfristig schwankende, eher verhaltene Aktienerträge und würden uns auf die oben erwähnten Qualitäts-Sektoren und -Regionen mit stabilen Margen, robusten Gewinnen und geringer Verschuldung konzentrieren. Für die zweite Jahreshälfte erwarten wir, dass der Höhepunkt der restriktiven Geldpolitik bei einer Wachstumsverlangsamung in den Fokus rückt. Sobald die Zentralbanken von ihrer straffen Geldpolitik abrücken, kann es durchaus sinnvoll sein, zinsensensible, wachstumsstarke Sektoren weiter zu erhöhen. Allen voran den Technologiesektor, der 2022 aufgrund der überraschend stark steigenden Zinserwartungen weitestgehend hinterherhinkte. Mit Blick auf ein wahrscheinlich konjunkturell deutlich besseres 2024 sind wir vorsichtig optimistisch, dass Aktien am Jahresende wieder einen positiven Beitrag im Portfolio geleistet haben werden.

Aktives Management wichtiger denn je

Grundsätzlich präferieren wir weiterhin eine globale strategische Aufstellung. Darüber hinaus dürfte aktives Management in diesem Jahr noch wichtiger sein als im letzten Jahr. Ohne einen wirklich klaren Trend und unter Berücksichtigung der oben genannten Unsicherheiten, ist eine taktische Steuerung auch in den nächsten Monaten von wesentlicher Bedeutung. Wenn der Markt zwischenzeitlich abtaucht, gilt es Chancen zu nutzen, nicht nur durch Selektion, sondern auch durch Anpassungen an der Aktienquote. Langfristig gilt aber trotz aller aktueller Unsicherheiten und Herausforderungen: Aktien bleiben der Renditebringer im Portfolio, für den man aber auch das notwendige Nervengerüst als Investor mitbringen muss.

till.budermann@bergos.ch
frederik.carstensen@bergos.ch
www.bergos.ch