



Konjunktur und Strategie

14. März 2024

Am Allzeithoch investieren?

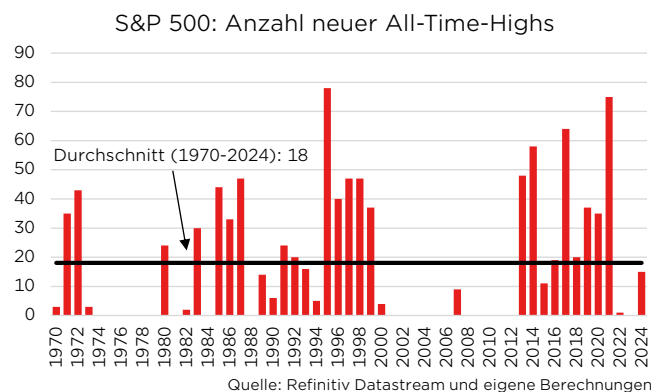
Aktuell scheint es an den Börsen nur in eine Richtung zu gehen: nach oben. Trotz geopolitischer Krisenherde im Nahen Osten oder in der Ukraine sowie einem unterdurchschnittlichen globalen Wirtschaftswachstum verzeichnen viele Aktienmarktindizes neue All-Time-Highs. So erzielten beispielsweise der S&P 500 oder der DAX in den letzten Wochen einen neuen Rekordstand nach dem anderen.

All-Time-Highs sind keine Ausnahme

Aus Anlegersicht drängt sich nun allerdings die Frage auf, ob es sich derzeit überhaupt noch lohnt einzusteigen oder ob man lieber auf Rücksetzer warten sollte. Zur Klärung dieser Frage werfen wir zunächst einen Blick auf die Historie des S&P 500 Index. Seit 1970 zählt der S&P 500 insgesamt 994 Handelstage mit einem neuen All-Time-High. Oder anders ausgedrückt: Jedes Jahr erzielt der amerikanische Aktienmarktindex durchschnittlich alle 15 Handelstage ein neues Hoch. Neue Rekordstände sind also keine Seltenheit. Selbstverständlich sind die All-Time-Highs über den gesamten Zeitraum nicht gleichverteilt. Vielmehr gibt es Krisenjahre wie 2001/2002 (Dot-com-Blase) oder 2008/2009 (globale Finanzkrise), in denen der S&P 500 keine neuen Höchststände verbuchte. Auf der anderen Seite sind in der Historie aber auch Rekordjahre wie 1995 oder 2021 zu finden, in denen der S&P 500 durchschnittlich jeden vierten Handelstag ein neues All-Time-High erzielte.

Bei einem positiven Kurstrend des S&P 500 Index ist die hohe Anzahl an Höchstständen nicht verwunderlich. Warum sind dennoch viele Anleger/-innen im aktuellen Umfeld verunsichert und fürchten, zu teuer zu kaufen? Zum

einen sind viele irritiert, dass der Markt die Belastungsfaktoren größtenteils ignoriert, und zum anderen haben die jüngsten Krisen Angst vor neuen Kursrücksetzern geschürt. Beispielsweise erlitt der S&P 500 während der Corona-Pandemie einen maximalen Drawdown von knapp 34 Prozent. Die Angst, erneut einen Kursrutsch zu durchlaufen, sitzt bei vielen tief.



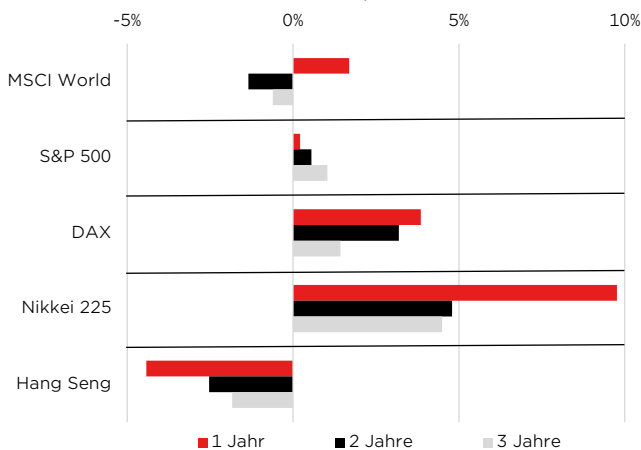
Ist die Sorge gerechtfertigt?

Nun stellt sich die Frage, ob die Sorge vor einem schlechten Einstiegszeitpunkt gerechtfertigt ist. Um diese Frage statistisch zu beantworten, haben wir die durchschnittliche Jahresrendite verglichen, die sich zum einen ergibt, wenn man an einem All-Time-High einsteigt, und zum anderen, wenn man an einem beliebigen anderen Handelstag den S&P 500 Index kauft. Das Ergebnis hat selbst uns überrascht: Mit einem Anlagehorizont von ein Jahr bis drei Jahren fiel die durchschnittliche Jahresrendite einer Investition in den S&P 500 an einem Allzeithoch höher aus als an einem beliebigen anderen Tag. Mit anderen Worten: Historisch betrachtet war ein Einstieg in den S&P 500 an einem All-Time-High mit Blick auf die Renditeentwicklung kein Nachteil – ganz im Gegenteil. Wie ist das zu erklären? Da beim S&P 500 Bullenmärkte mit

neuen Rekordständen in der Vergangenheit dominierten und Bärenmärkte eher die Ausnahme bildeten, lohnte sich auch ein Einstieg an einem All-Time-High.

Ist dieses Ergebnis womöglich nur eine Besonderheit des US-amerikanischen Aktienmarktes? Mit Blick auf andere Aktienmarktindizes ergibt sich in der Tat ein heterogenes Bild: Während sowohl für den deutschen Leitindex DAX als auch japanischen Nikkei 225 Index die Renditedifferenzen ebenfalls positiv ausfallen, sind sie beim Hang Seng und MSCI World Index hingegen negativ. Aber Vorsicht: Bei der Einordnung der Ergebnisse muss beachtet werden, dass der Anteil an Handelstagen mit einem neuen All-Time-High grundsätzlich gering ausfällt und sich damit die statistische Unsicherheit erhöht. Beim DAX waren es beispielsweise nur vier Prozent aller Handelstage. Ferner sind die All-Time-Highs über die Jahre nicht gleichverteilt (vgl. auch erste Abbildung). So fällt beim Blick auf den Nikkei 225 Index auf, dass nahezu alle Höchststände bis 1990 erzielt wurden und erst 2024 wieder neue All-Time-Highs erreicht wurden.

Differenz der durchschnittlichen Jahresrendite einer Investition an einem Allzeithoch und an einem beliebigen anderen Handelstag (in Prozentpunkten)



Quelle: Refinitiv Datastream und eigene Berechnungen. Daten: 1970 bis 2024.

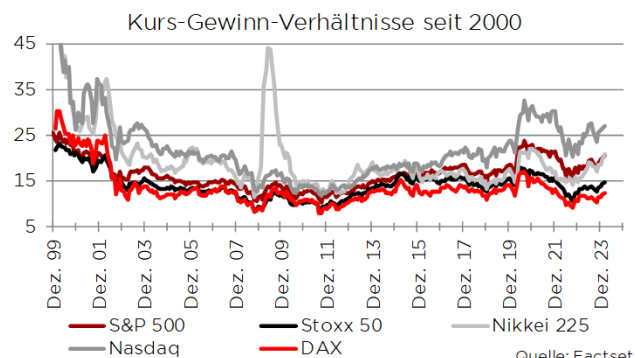
Fundamentaldaten bieten Rückenwind

Die bisherige Analyse beruht ausschließlich auf historischen Zusammenhängen, die sich selbstverständlich in der Zukunft nicht zwangsläufig wiederholen müssen. Aber auch ein Blick auf die Fundamentaldaten schließt aus unserer Sicht weitere Kurssteigerungen sowie neue All-Time-Highs vor allem in den USA im Jahresverlauf nicht aus. Im Wesentlichen stimmen uns drei Entwicklungen zuversichtlich:

1) Die Inflationsraten dürften im Jahresverlauf weiter zurückgehen und die Zielmarken der Zentralbanken erreichen. Dazu tragen nicht nur eine Entspannung der Energiepreise, sondern auch eine Normalisierung der Preissteigerungsraten für Nahrungsmittel bei. Mit der Disinflation weitet sich gleichzeitig der geldpolitische Spielraum für die Zentralbanken aus und ebnet den Weg für Zinssenkungen, die wiederum die Attraktivität von Aktien erhöhen.

2) Mit den ersten geldpolitischen Lockerungsschritten dürfte sich der konjunkturelle Ausblick für viele Volkswirtschaften verbessern. Darüber hinaus verharret die größte Volkswirtschaft der Welt in einer robusten Verfassung, sodass die von vielen Volkswirten befürchtete Rezession in den USA auch in 2024 wahrscheinlich ausbleibt. Ein weiterer positiver Impuls für den amerikanischen Aktienmarkt könnte von der Wiederwahl von Donald Trump zum US-Präsidenten ausgehen. Mit seiner politischen Agenda „America First“ dürfte es für viele europäische Volkswirtschaften allerdings ungemütlich werden: Neue US-Importzölle sowie ein globaler Handelskrieg wären wahrscheinlich, sodass der Gegenwind für exportorientierter Länder stark bleibt.

3) Auf Unternehmensebene ergibt sich ebenfalls ein konstruktives Bild. So verlief die Berichtssaison für das vierte Quartal 2023 in den USA erfreulich: Rund 76 Prozent aller berichtenden Unternehmen aus dem S&P 500 schlugen die Gewinnerwartungen. Dabei überzeugten vor allem Unternehmen aus dem Technologiesektor. Aber auch die weiter angestiegenen Gewinnerwartungen für die Unternehmen aus dem S&P 500 sowie angekündigte Aktienrückkäufe rechtfertigen weitere Kurssteigerungen. Allerdings dürfen die höheren Bewertungen von US-Aktien nicht außer Acht gelassen werden. Beim S&P 500 beläuft sich das Kurs-Gewinn-Verhältnis auf gut 20, ein Aufschlag von rund 30 Prozent im Vergleich zum historischen Durchschnitt.



Quelle: Factset

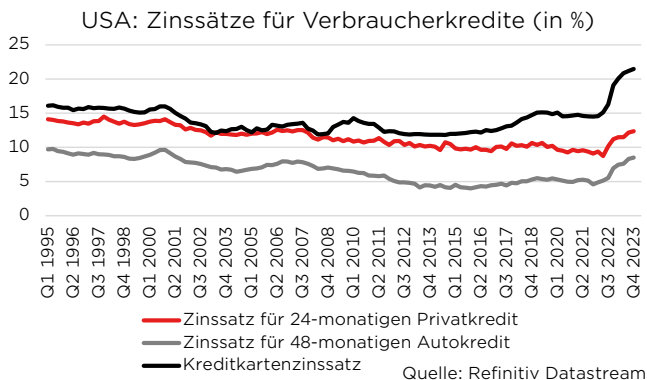
Risikofaktoren im Blick behalten

Auch wenn wir mittelfristig das Upside-Potential größer einschätzen als das Downside-Risiko, ist ein Blick auf die Risikofaktoren unerlässlich. Zum einen tritt die Konjunktur der Eurozone weiter auf der Stelle, wenngleich der untere Boden vieler Konjunkturindikatoren erreicht sein dürfte. Eine wirtschaftliche Stagnation bedeutet aber, dass mit keinen großen Gewinnsprüngen bei europäischen Aktiengesellschaften zur rechnen ist. Zum anderen besteht die Gefahr, dass sich das starke Konsumwachstum in den USA im Jahresverlauf abschwächt. Auch wenn sich die reale Einkommenssituation vieler US-Haushalte aufgrund sinkender Inflationsraten weiter verbessert, sind die Corona-Ersparnisse aufgebraucht und eine Abkühlung des Arbeitsmarktes ist nicht auszuschließen. Gleichzeitig dämpft das deutlich gestiegene Zinsniveau für Privatkredite den Ausblick für private Konsumausgaben und führt durch eine adverse Selektion und dem sogenannten Moral-Hazard-Verhalten zu höheren Kreditausfallrisiken: Risikoaverse Konsumenten nehmen aufgrund der steigenden Zinsbelastung weniger Kredite auf und risikofreudigere fragen verstärkt Kredite nach.

Wie lautet unser Fazit?

Von neuen All-Time-Highs sollte man sich zunächst einmal nicht verunsichern lassen. Denn historisch betrachtet wirkte sich eine Investition in den S&P 500 an einem All-Time-High nicht negativ auf die kurz- bis mittelfristige Renditeentwicklung aus. Aber Vorsicht: Dieses Ergebnis lässt sich nicht direkt auf andere Aktienmarktindizes übertragen. Ferner darf aus den Statistiken kein kausaler Zusammenhang abgeleitet werden, sodass ein Blick auf die Fundamentaldaten unerlässlich ist. Diesbezüglich bleibt aus unserer Sicht insbesondere der Ausblick für den US-Markt weiter konstruktiv. Klar ist aber auch, dass die positiven Effekte durch die anstehenden Leitzinssenkungen größtenteils eingepreist sind und es an den Aktienmärkten nicht nur stetig bergauf geht, sondern Korrekturen genauso dazugehören. Diese Marktbewegungen perfekt zu antizipieren, ist in der Praxis über einen längeren Zeitraum unmöglich. Deshalb gilt: „Time in the market beats timing the market.“

Simon Landt



Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	14.03.2024	07.03.2024	13.02.2024	13.12.2023	13.03.2023	29.12.2023
	13:38	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	39043	0,6%	2,0%	5,3%	22,7%	3,6%
S&P 500	5250	1,8%	6,0%	11,5%	36,2%	10,1%
Nasdaq	16178	-0,6%	3,3%	9,8%	44,6%	7,8%
Russell 2000	2072	-0,6%	5,5%	6,4%	18,8%	2,2%
DAX	18016	1,0%	6,7%	7,5%	20,4%	7,5%
MDAX	26416	0,9%	2,7%	0,0%	-3,0%	-2,7%
TecDAX	3428	-1,6%	1,7%	4,5%	7,2%	2,7%
EuroStoxx 50	5023	1,0%	7,1%	10,9%	22,6%	11,1%
Stoxx 50	4414	1,0%	5,1%	8,3%	17,0%	7,8%
SMI (Swiss Market Index)	11754	1,5%	5,5%	5,1%	10,6%	5,5%
FTSE 100	7768	1,0%	3,4%	2,9%	2,9%	0,5%
Nikkei 225	38807	-2,0%	2,2%	17,9%	39,4%	16,0%
Brasilien BOVESPA	128006	-0,3%	0,0%	-1,1%	24,1%	-4,6%
Russland RTS	1133	-1,7%	0,9%	6,6%	18,8%	4,6%
Indien BSE 30	73097	-1,4%	2,2%	5,0%	25,5%	1,2%
China CSI 300	3562	0,9%	5,9%	5,7%	-11,1%	3,8%
MSCI Welt	3396	0,1%	4,8%	9,5%	28,5%	7,2%
MSCI Welt SRI	3258	0,3%	3,7%	-3,0%	27,8%	4,7%
MSCI Emerging Markets	1047	1,6%	5,0%	7,5%	8,8%	2,2%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	132,73	-95	-38	-294	-347	-449
Bobl-Future	117,91	137	116	-31	-9	-137
Schatz-Future	105,69	51	24	-41	-8	-86
3 Monats Euribor	3,94	3	3	4	98	6
3M Euribor Future, Dez 2024	3,01	5	15	41	-10	71
3 Monats \$ Labor	5,59	1	2	-6	72	0
Fed Funds Future, Dez 2024	4,63	11	9	60	183	80
10-jährige US Treasuries	4,22	12	-12	19	67	35
10-jährige Bunds	2,37	9	0	23	10	37
10-jährige Staatsanl. Japan	0,78	6	6	9	47	16
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,71	-1	-19	1	-46	1
US Treas 10Y Performance	590,12	-0,7%	1,4%	-0,4%	-1,7%	-1,8%
Bund 10Y Performance	553,34	-0,5%	0,4%	-0,9%	1,8%	-2,1%
REX Performance Index	441,59	-0,2%	-0,1%	-0,9%	1,2%	-1,4%
IBOXX A.A., €	3,32	0	-11	1	-20	25
IBOXX BBB, €	3,90	-3	-15	-15	-54	15
ML US High Yield	7,84	-3	-26	-43	-113	5
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	570,29	1,2%	2,0%	9,1%	-0,1%	6,5%
MG Base Metal Index	396,24	1,7%	6,1%	7,0%	-1,5%	1,4%
Rohöl Brent	84,60	2,0%	2,0%	14,4%	5,3%	8,9%
Gold	2163,90	0,6%	8,5%	9,2%	13,6%	4,8%
Silber	24,85	1,8%	12,3%	9,2%	13,7%	2,5%
Aluminium	2217,89	0,4%	0,9%	5,6%	-2,9%	-5,4%
Kupfer	8833,46	3,4%	8,3%	7,2%	-1,0%	4,4%
Eisenerz	111,77	-5,2%	-13,4%	-17,2%	-14,3%	-18,0%
Frachtraten Baltic Dry Index	2370	5,3%	49,5%	-2,8%	61,8%	13,2%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,0932	0,3%	1,3%	1,3%	2,1%	-1,1%
EUR/ GBP	0,8537	-0,1%	0,4%	-0,9%	-3,3%	-1,5%
EUR/ JPY	161,59	0,3%	0,3%	2,8%	13,8%	3,4%
EUR/ CHF	0,9611	0,4%	1,4%	1,7%	-1,4%	3,8%
USD/ CNY	7,1886	-0,1%	-0,2%	0,2%	5,1%	1,2%
USD/ JPY	147,76	-0,2%	-2,0%	3,4%	10,9%	4,7%
USD/ GBP	0,7811	-0,1%	-1,6%	-2,2%	-5,0%	-0,4%

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.