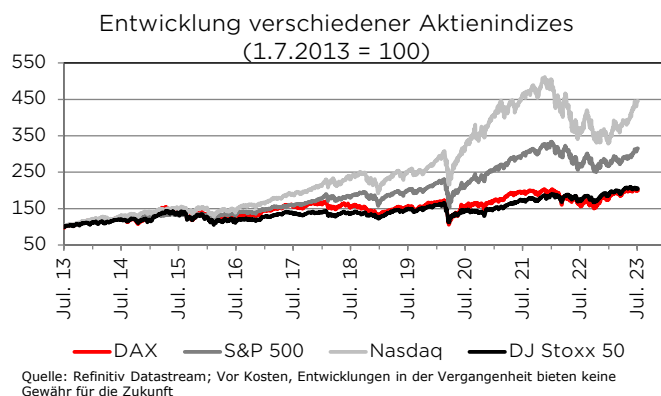


Konjunktur und Strategie

6. Juli 2023

Wie geht es an den Aktienmärkten im 2. Halbjahr weiter?

Das erste Kapitalmarkthalbjahr 2023 verlief für die meisten Anlegerinnen und Anleger erfreulich. Dies ist vor allem auf die Entwicklung an den Aktienmärkten zurückzuführen, die von wenigen Ausnahmen abgesehen deutlich positiver verlief als allgemein erwartet wurde. Obwohl der fundamentale Gegenwind aus schwachen Wirtschaftsdaten, hohen Inflationsraten und einer restriktiven Geldpolitik anhielt bzw. sich sogar verstärkte, legten viele Aktienindizes aus der Eurozone, den USA und Japan prozentual zweistellig zu. Damit konnten die Verluste aus dem vergangenen Jahr zu einem guten Teil wieder aufgeholt, teilweise sogar komplett wettgemacht werden.



Die Nase vorn um das Rennen der Krone mit der besten Wertentwicklung hatten dabei US-amerikanische Technologiewerte, die noch im vergangenen Jahr stark unter die Räder gekommen waren. Die Nasdaq erlebte ihr bestes erstes Halbjahr aller Zeiten, wobei die gute Performance vor allem von acht besonders großen Unternehmen getragen wurde: Apple, Alphabet, Amazon, Meta,

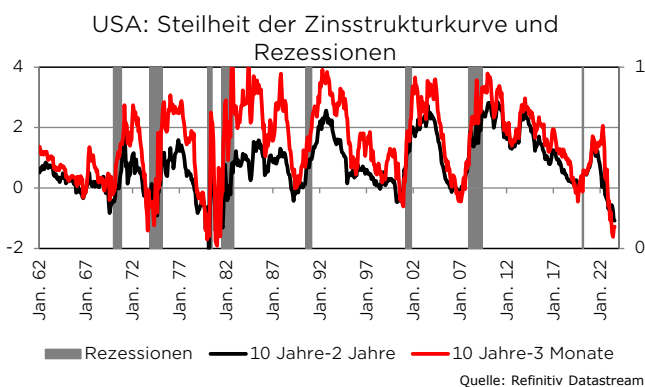
Microsoft, Netflix, Nvidia und Tesla legten zwischen gut 30 und fast 115 Prozent an Wert zu! Neben den soliden Unternehmensgewinnen waren bei einigen dieser Unternehmen auch umfangreiche Aktienrückkaufprogramme mitverantwortlich für die positive Kursentwicklung. Darüber hinaus spielt für viele Technologieunternehmen das Thema „Künstliche Intelligenz“ eine wichtige Rolle: Firmen, die von der neuen Technologie profitieren könnten, wurden aufgrund positiver Erwartungen hinsichtlich der zukünftigen Unternehmensgewinne mit deutlichen Kursaufschlägen belohnt. Das Nachsehen hatten dagegen Aktien aus Schwellenländern, da insbesondere einige asiatische Börsen Kursrückgänge zu verzeichnen hatten (u.a. Indizes aus Thailand, Malaysia und Hongkong). Aber auch rohstofflastige Indizes aus Australien, Kanada und UK wiesen eine verhältnismäßig schwache Wertentwicklung auf, ebenso wie US-Standardwerte aus dem Dow Jones 30 Index oder auch Aktien aus der Schweiz.

Können die USA eine Rezession vermeiden? Was macht die Eurozone?

Wie wird es in der zweiten Jahreshälfte weitergehen? Rein statistisch betrachtet hat der DAX seit 1966 wie in diesem Jahr in 20 Fällen eine Wertsteigerung von mindestens zehn Prozent im ersten Halbjahr erzielt. Elfmal kam es dann auch im zweiten Halbjahr zu einer positiven Wertentwicklung, sieben Mal sogar von abermals mehr als zehn Prozent. In acht Jahren folgte dagegen auf eine prozentuale Wertsteigerung von mindestens zehn Prozent im ersten Halbjahr ein negatives zweites Halbjahr. Dies war zuletzt 2015 zu beobachten. Die Wahrscheinlichkeit dafür, dass die Kurse auch in der zweiten Jahreshälfte steigen, liegt beim DAX mit Blick auf die historische Wertentwicklung immerhin bei 60 Prozent. Insofern

sind die Aussichten für die kommenden sechs Monate nicht schlecht.

Aus fundamentaler Sicht entscheidend wird sein, ob eine Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage in den USA vermieden werden kann und ob die technische Rezession bei uns in Deutschland und in der Eurozone enden wird. Wohl noch nie haben so viele Ökonomen ein Schrumpfen der US-Wirtschaft vorausgesagt wie in diesem Jahr. Vor allem die inverse Zinsstrukturkurve, also der Abstand zwischen der Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen und dreimonatiger US-Schatzwechsel bzw. zweijähriger US-Anleihen, wird als Argument angeführt, denn seit den 1950er Jahren wurden von diesem Indikator Rezessionen in den USA ohne Fehlsignale perfekt vorhergesagt. Allerdings sprechen der immer noch robuste Arbeitsmarkt, die wieder zunehmenden real verfügbaren Einkommen sowie die überraschenden Erholungssignale vom privaten Wohnimmobilienmarkt dafür, dass die USA in diesem Jahr keine Rezession erleben werden. Aus diesen Gründen haben wir unsere Prognose für das US-Wirtschaftswachstum in diesem Jahr zuletzt von 0,5 auf 1,5 Prozent erhöht.



Im Unterschied zu den USA, wo die Konjunkturdaten in jüngster Zeit eher positiv überrascht haben, ist in der Eurozone das Gegenteil zu beobachten gewesen. Dies ist in erster Linie auf die schwache Entwicklung der deutschen Wirtschaft zurückzuführen, wobei der Rückgang des realen Bruttoinlandsproduktes im zweiten Quartal aufgrund des Einbruchs beim Staatskonsum auf eine Sondersituation zurückzuführen ist, die sich nicht wiederholen dürfte. Da die Arbeitslosigkeit weiterhin sehr gering ist, viele Haushalte noch über Ersparnisse aus der Corona-Zeit verfügen und die realen Einkommen dank der sinkenden Inflationsrate im zweiten Halbjahr wieder zunehmen werden, sollte sich die wirtschaftliche Lage in der nächsten Zeit etwas verbessern. Zudem sprechen die immer noch erhöhten Auftragsbestände dafür, dass auch die Unternehmen einen Beitrag zum Wachstum liefern

werden. Dennoch haben wir unsere 2023er Wachstumsprognose für die deutsche Wirtschaft von bislang +0,2 Prozent auf -0,3 Prozent nach unten revidiert. Für die Eurozone rechnen wir für dieses Jahr jedoch unverändert mit einem Zuwachs des realen Bruttoinlandsproduktes von 0,6 Prozent.

DAX-Gewinnerwartungen auf Rekordniveau, teure US-Aktien

Da wir nicht davon ausgehen, dass es in der nächsten Zeit zu einem scharfen wirtschaftlichen Einbruch kommen wird, halten wir die derzeitigen Erwartungen für die Unternehmensgewinne des Jahres 2023 für nachvollziehbar. Für den DAX und den S&P 500 wird mit einem Gewinnplus von jeweils rund einem Prozent gerechnet, für den Euro Stoxx 50 bzw. den Stoxx 50 mit einem kleinen Minus gegenüber 2022. Ambitionierter sind dagegen (wie üblich) die Erwartungen für das Folgejahr 2024. Hier rechnen die Unternehmensanalysten mit Gewinnzuwächsen von sieben bis zehn Prozent (DAX, Stoxx 50 und Euro Stoxx 50) bzw. von 12 Prozent beim S&P 500.

Basierend auf diesen Erwartungen für die Jahre 2023 und 2024 befinden sich die Gewinnerwartungen für den DAX und den Euro Stoxx 50 auf einem Rekordniveau. Insofern ist der zwischenzeitlich erzielte Kursrekord des DAX fundamental durchaus begründbar, da sich die Aktienkurse primär an den Unternehmensgewinnen orientieren. Gleichzeitig ist der DAX mit einem KGV von etwas mehr als elf und der Euro Stoxx 50 mit einem von rund 13 günstig bewertet. Auch der Stoxx 50 Index ist im Vergleich zu seiner eigenen Historie nicht teuer. Anders sieht es dagegen in den USA aus: Der S&P 500 ist mit einem KGV von mehr als 19 sehr hoch bewertet, ähnlich sieht es mit dem Nasdaq-Index aus, der ein KGV von 28 aufweist. Unterstellt man, dass die Ertragsprognosen zutreffen und sich an der Bewertung nichts Wesentliches ändert, lassen sich auf dieser Basis Kursziele von 17.000 Punkten für den DAX, 4.500 Punkten für den Euro Stoxx 50 und 4.750 Punkten für den S&P 500 ableiten. Wir werden deswegen die Berichtssaison für das zweite Quartal aufmerksam verfolgen, um beurteilen zu können, ob sich die Gewinnerwartungen tatsächlich als realistisch erweisen.

Einfluss der Geldpolitik und der Zinsen

Das Kurs-Gewinn-Verhältnis, also der Bewertungsmultiplikator, wird entscheidend von der weiteren Zinsentwicklung beeinflusst. Nachdem die US-Notenbank und

„Irrationaler Überschwang“ am Aktienmarkt?

Case-Shiller-KGV für den S&P 500 Juni 1922 bis Juni 2023

Quelle: Factset

M.M.WARBURG & CO

	Kurs-Gewinn-Verhältnisse auf Basis der in 12 Monaten erwarteten Unternehmensgewinne (Quelle: Factset)						
	31.12.1999	31.12.2000	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
Apple	31,56	10,53	13,86	10,60	12,58	14,59	11,60
Amazon	#NV	#NV	371,63	123,18	84,38	147,52	56,08
Alphabet	#NV	#NV	17,29	22,23	18,74	25,25	21,90
Meta	#NV	#NV	40,52	36,58	22,07	26,76	17,47
Microsoft	65,27	22,47	15,97	18,88	19,99	23,78	21,40
Netflix	#NV	#NV	74,42	384,39	131,77	83,96	65,66
Nvidia	31,17	19,45	17,61	24,87	39,35	42,09	20,43
Tesla	#NV	#NV	79,89	140,20	#NV	#NV	51,41
Durchschnitt (ungewichtet)	42,67	17,48	78,90	95,12	46,98	51,99	33,24

Kurs-Gewinn-Verhältnisse auf Basis der in 12 Monaten erwarteten Unternehmensgewinne (Quelle: FactSet)						
	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2022	31.12.2022	05.07.2023
Apple	21,81	32,46	30,23	22,20	21,22	30,40
Amazon	68,21	72,83	64,91	72,90	60,09	73,64
Alphabet	24,57	28,39	25,34	17,52	18,00	21,66
Meta	22,44	26,13	23,53	14,48	16,11	22,51
Microsoft	27,54	31,25	34,02	23,03	24,33	31,85
Netflix	58,92	59,52	45,62	24,86	31,52	37,02
Nvidia	32,86	45,78	57,98	34,79	37,60	47,91
Tesla	66,52	190,64	120,32	53,05	24,27	79,67
Durchschnitt (ungewichtet)	40,36	60,88	50,24	32,85	29,14	43,08

3

Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	06.07.2023	29.06.2023	05.06.2023	05.04.2023	05.07.2022	30.12.2022
Aktienmärkte	16:08	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	33863	-0,8%	0,9%	1,1%	9,3%	2,2%
S&P 500	4433	0,8%	3,7%	8,4%	15,7%	15,5%
Nasdaq	13616	0,2%	2,9%	13,5%	20,3%	30,1%
Russell 2000	1844	-2,0%	2,1%	5,3%	5,9%	4,7%
DAX	15604	-2,1%	-2,3%	0,5%	25,8%	12,1%
MDAX	26891	-1,1%	-0,8%	-0,3%	9,2%	7,1%
TecDAX	3108	-1,2%	-3,6%	-5,8%	9,1%	6,4%
EuroStoxx 50	4249	-2,4%	-1,0%	-1,1%	26,5%	12,0%
Stoxx 50	3887	-1,9%	-2,4%	-2,0%	14,7%	6,4%
SMI (Swiss Market Index)	11023	-1,3%	-3,4%	-0,8%	3,0%	2,7%
FTSE 100	7308	-2,2%	-3,8%	-4,6%	4,0%	-1,9%
Nikkei 225	32773	-1,4%	1,7%	17,8%	24,0%	25,6%
Brasilien BOVESPA	118046	-0,3%	4,7%	16,9%	20,1%	7,6%
Russland RTS	970	-3,6%	-7,4%	-1,7%	-15,4%	0,0%
Indien BSE 30	65786	2,9%	4,8%	10,2%	23,8%	8,1%
China CSI 300	3843	0,5%	0,0%	-6,3%	-14,4%	-0,7%
MSCI Welt	2961	0,9%	3,2%	6,3%	15,9%	13,8%
MSCI Welt SRI	2927	1,1%	3,4%	-0,5%	18,7%	18,4%
MSCI Emerging Markets	1001	1,4%	1,5%	1,3%	1,0%	4,7%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	132,87	-77	-197	-441	-1837	-6
Bobl-Future	114,75	-97	-266	-404	-1086	-100
Schatz-Future	104,65	-24	-64	-143	-504	-78
3 Monats Euribor	3,59	19	44	69	373	170
3M Euribor Future, Dez 2023	3,97	-1	20	65	230	37
3 Monats \$ Libor	5,54	0	3	33	319	77
Fed Funds Future, Dez 2023	5,44	3	39	131	274	79
10-jährige US Treasuries	4,05	20	35	74	124	21
10-jährige Bunds	2,62	20	24	43	143	5
10-jährige Staatsanl. Japan	0,44	5	0	1	22	2
10-jährige Staatsanl. Schweiz	1,01	3	7	-16	18	-60
US Treas 10Y Performance	587,62	-0,6%	-1,6%	-4,3%	-5,7%	1,3%
Bund 10Y Performance	537,58	-0,5%	-0,7%	-2,0%	-8,3%	2,3%
REX Performance Index	429,97	-0,8%	-1,4%	-1,6%	-6,3%	-0,6%
IBOXX AA, €	3,74	1	10	37	132	15
IBOXX BBB, €	4,63	-1	7	29	95	-6
ML US High Yield	8,65	-2	-1	6	-27	-32
Wandelanleihen Exane 25	6620	0,0%	0,0%	0,0%	7,6%	0,0%
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	545,76	1,9%	-0,4%	-7,5%	-19,1%	-10,5%
MG Base Metal Index	381,07	1,9%	0,3%	-6,7%	-1,3%	-8,9%
Rohöl Brent	75,50	1,6%	-1,6%	-11,2%	-26,7%	-11,1%
Gold	1906,48	-0,3%	-2,6%	-5,5%	7,8%	5,0%
Silber	23,22	2,7%	-1,5%	-7,0%	20,9%	-2,2%
Aluminium	2097,25	-1,1%	-4,8%	-8,4%	-11,6%	-10,7%
Kupfer	8304,00	1,6%	-0,3%	-5,5%	8,4%	-0,7%
Eisenerz	111,84	-0,7%	4,2%	-6,5%	-1,6%	0,5%
Frachtraten Baltic Dry Index	994	-10,6%	5,9%	-34,8%	-52,6%	-34,4%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,0849	-0,8%	1,5%	-0,8%	5,4%	1,7%
EUR/ GBP	0,8536	-1,1%	-1,1%	-2,6%	-0,7%	-3,8%
EUR/ JPY	156,59	-0,7%	4,4%	8,9%	12,0%	11,3%
EUR/ CHF	0,9748	-0,4%	0,2%	-1,5%	-1,9%	-1,0%
USD/ CNY	7,2503	0,0%	2,0%	5,4%	7,9%	5,0%
USD/ JPY	144,65	-0,1%	3,6%	10,2%	6,5%	10,3%
USD/ GBP	0,7869	-0,7%	-2,3%	-2,0%	-6,2%	-5,3%

Quelle: Refinitiv Datastream

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Simon Landt
+49 40 3282-2401
mlandt@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@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.