



Wie gut wird das Kapitalmarktjahr 2024?

Ausblick auf den Rest des Jahres

Dr. Michael Heise on Global Economics

März 2024



Die Kapitalmärkte sind mit viel Zuversicht in das Jahr 2024 gestartet. Obwohl die Hoffnungen auf kräftige Zinssenkungen der Notenbanken etwas gedämpft werden mussten und die Kapitalmarktrenditen seit Jahresbeginn gestiegen sind, konnten die Aktienmärkte kräftig zulegen. Dabei zeigt der nach wie vor starke Aufwärtstrend bei Technologieunternehmen in den USA, dass die Innovationen rund um künstliche Intelligenz eine sehr wichtige Rolle spielen und das Vertrauen in die Ertragsentwicklung der Technologieunternehmen gestärkt haben.



Zuversicht in die volkswirtschaftliche Entwicklung

Die Zuversicht der Börsen beruht darüber hinaus aber wohl auch auf einer positiven Erwartung im Hinblick auf die weitere gesamtwirtschaftliche Entwicklung. Die Befürchtungen im Hinblick auf eine bevorstehende Rezession sind weiter in den Hintergrund getreten. Die Zuversicht ist groß, dass die Inflationsraten in allen wichtigen Wirtschaftsregionen deutlich zurückgehen und die Zentralbanken mit einer Lockerung ihrer Politik beginnen. Die Entwicklung scheint einem Szenario zu entsprechen, dass vor einem Jahr noch ziemlich ausgeschlossen schien: Dem Szenario einer makellosen Disinflation, man kann auch sagen „Goldilocks-Szenario“, bei dem die Inflationsraten kräftig sinken, obwohl die Wirtschaft weiter wächst und die Beschäftigung zunimmt.

Risiken im „Goldilocks-Szenario“

In diesem Bild werden einige Risiken allerdings zu stark ausgeblendet. So dürfte die in 2023 recht starke US-Konjunktur im laufenden Jahr tendenziell schwächer werden, denn die restriktive Wirkung der Geldpolitik kommt immer mit etwas Verzögerung und wird in den Bilanzen aller Sektoren noch sichtbar bleiben. Auch

wird der im Jahr 2023 erneut sehr starke Impuls von der Finanzpolitik angesichts der enormen Zins- und Verschuldungslasten des amerikanischen Staates wohl kaum beibehalten werden können, unabhängig davon, wer Präsident wird.

In Europa muss sich die Wirtschaft noch aus der Stagnation befreien. Die Hoffnungen ruhen auf einem Anstieg des privaten Verbrauchs, der sich in den Indikatoren allerdings noch nicht abzeichnet. Auch wenn eine Rezession vermieden wird, was wahrscheinlich ist, sollten die finanziellen Belastungen höherer Zinsen für die privaten Haushalte und die Staatsverschuldung und vor allem für den Unternehmenssektor nicht unterschätzt werden, wo in großem Umfang Anleihe- oder Kreditfälligkeiten in 2024 zu refinanzieren sind. Der Anstieg der Insolvenzzahlen und der Kreditausfälle, der schon im vergangenen Jahr zu beobachten war, dürfte sich fortsetzen.

Risiken für die Entwicklung bestehen auch darin, dass die Inflation sich doch als hartnäckiger erweist und die Zinssenkung der Zentralbanken noch einmal verschoben werden. Auch gibt es bei recht schwachem Wachstum Risiken für die Gewinnentwicklung. So dürfte es schwieriger werden, kräftige Lohnkostensteigerungen in die Preise zu überwälzen. Die Europäische Zentralbank etwa rech-

Wie gut wird das Kapitalmarktjahr 2024?

Prof. Dr. Michael Heise on Global Economics – März 2024

Seite 2

net damit, dass die kräftigen Lohnstückkostensteigerungen (6% in 2023) auch durch sinkende Gewinnmargen der Unternehmen abgedeckt werden und nicht zu wieder steigender Inflation führen.

Neben den „endogenen“ Risiken in der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung gibt es die geopolitischen und wahlpolitischen Risiken im Jahr 2024, die die Finanzmärkte noch befassen werden. Sie sind zwar kaum zuverlässig in Aktien- oder Rentenbewertungen zu bepreisen, aber vorhanden sind sie doch. Sie relativieren in jedem Fall die Konfidenz, mit der Prognosen über den weiteren Jahresverlauf gemacht werden können und erhöhen die Unsicherheit.

Kein schlechtes Aktienjahr, aber Volatilität kehrt zurück

Wie könnte es also weitergehen im Jahr 2024? An den Aktienmärkten wird es nach dem Höhenflug der vergangenen Monate sicherlich Phasen der Konsolidierung mit deutlichen Rücksetzern geben, denen dann auch wieder Aufwärtskorrekturen durch einstiegswillige Investoren folgen. Auch das Aktienjahr 2023 war von einem kräftigen Einbruch in den Monaten von Juli bis Oktober geprägt. In 2024 ist ebenfalls wieder mit Volatilität zu rechnen. Das Bewertungsniveau dürfte am Jahresende kaum höher sein als aktuell.

Zinsstrukturkurve dürfte steiler werden

An den Anleihemärkten ist bei kürzeren Laufzeiten mit Kursteigerungen beziehungsweise Renditerückgängen zu rechnen, wenn die Zentralbanken in den USA und im Euroraum daran gehen, die

Zinsen im zweiten Halbjahr zu senken. Meine Erwartung liegt bei jeweils drei kleinen Zinssenkungsschritten. Bei längeren Laufzeiten ist dagegen nicht mit Kurssteigerungen zu rechnen. Hier dominiert nicht der Einfluss der Zentralbanken, sondern die Tatsache, dass in 2024 ein sehr hohes Volumen an neuen Anleiheemissionen durch die Unternehmen und die Staaten zu erwarten ist. Diese Emissionen müssen am Markt platziert werden, da die Zentralbanken als Nachfrager nach Anleihen ausfallen werden. Das kann zu steigenden Renditen führen. Im Endergebnis dürfte sich die Zinsstruktur im Verlaufe des Jahres 2024 normalisieren (yield curve steepening).

Fazit

Das Kapitalmarktjahr 2024 wird im Ganzen nicht schlecht sein, aber der fulminante Verlauf des ersten Quartals an den Aktienmärkten wird nicht indikativ sein. Die Volatilität wird zurückkehren und Risiken klarer erkennbar sein. Auch am Anleihemarkt wird die Entwicklung von Nervosität geprägt sein, in einem Spannungsfeld zwischen Zinssenkungen der Notenbanken und einem sehr hohen Finanzierungsbedarf der Regierungen und der Unternehmen. Es dürfte als Anleger kein Fehler sein, das Aktienmarktrisiko etwas zu reduzieren und am Rentenmarkt eher kürzere Laufzeiten zu bevorzugen.

Hinweise zu Anlagestrategie- Anlageempfehlung gem. § 85 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) i.V.m. VO (EU) Nr. 596/2014

Allgemeines

Die Anlagestrategie- und/oder Anlageempfehlungen (nachfolgend „Analysen“ genannt) werden von der LeanVal Research GmbH nur zu Informationszwecken erstellt.

Weder die LeanVal Research GmbH noch ihre Mitarbeiter übernehmen die Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung der Analysen oder ihres Inhalts oder auf andere Weise in Zusammenhang mit diesen entstehen. Die Analysen stellen weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf irgendeines Wertpapiers dar, noch bilden diese oder die darin enthaltenen Informationen eine Grundlage für eine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung irgendeiner Art. Eine Investitionsentscheidung sollte auf der Grundlage eines ordnungsgemäß gebilligten Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage der Analysen. Investoren sollten sich bei ihrer Anlageentscheidung durch einen Anlageberater beraten lassen. Die Analysen können insoweit keine Beratungsfunktion übernehmen. Die in den Analysen enthaltenen Meinungen, Einschätzungen und Prognosen sind allein diejenigen der jeweiligen Verfasser. Sie sind datumsbezogen, nicht notwendigerweise auch Meinung der LeanVal Research GmbH und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Die hier wiedergegebenen Informationen und Wertungen („Information“) sind primär für Kunden der LeanVal Research GmbH in Deutschland bestimmt. Sollte der ursprüngliche Empfänger die Analyse weiterleiten, so ist er verpflichtet, dies unter Einhaltung bestehender Regelungen und Gesetze zu tun und es ergibt sich hieraus keinerlei Verpflichtung der LeanVal Research GmbH gegenüber einer dritten Partei. Insbesondere ist die Information nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz oder Wohnsitz in Großbritannien, den USA oder in Kanada bestimmt und darf nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet werden. Die Verteilung der Analysen in anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz die Analysen gelangen, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkungen zu beachten, kann eine Verletzung der geltenden Wertpapiergesetze darstellen. Nachdruck, Weiterverbreitung sowie Veröffentlichung der Analysen und ihrer Inhalte im Ganzen oder Teilen ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der LeanVal Research GmbH gestattet.

Informationsquellen

Sämtliche Analysen werden auf der Grundlage der Daten eines Datenanbieters sowie von allgemein zugänglichen Quellen („Informationen“) erstellt, die die LeanVal Research GmbH für zuverlässig hält. Die LeanVal Research GmbH hat die Informationen jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der LeanVal Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und LeanVal Research GmbH haftet nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernimmt die LeanVal Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen. Obwohl die Analysen mit aller Sorgfalt zusammengestellt werden, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. Die LeanVal Research GmbH, deren Anteilseigner, Organe und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen, die aus in den Analysen enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Datenquelle für alle historischen Kurse ist Morningstar und LeanVal Research.

Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen

Die Bewertungen, die den Anlageempfehlungen für von der LeanVal Research GmbH analysierte Aktien zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleiche, NAV-Bewertungen und - wo möglich - ein Sum-of-the-parts-Modell. Die errechneten Scores (Value, Quality, Stability, Growth) sind das Ergebnis eines proprietären Modells der LeanVal Research GmbH. Sie ergeben sich aus dem Vergleich fundamentaler Kennzahlen des quantitativ analysierten Unternehmens im Verhältnis zu Vergleichsunternehmen innerhalb eines Sektors (ggf. einer Region). Hinweise zur generellen Vorgehensweise befinden sich unter www.leanval.investments. Das absolute Kursziel und damit verbunden die absolute Einschätzung (unterbewertet, neutral überbewertet) ergeben sich unter Verwendungen eines in die Zukunft gerichteten DCF- oder ROIC (Return on Invested Capital) Verfahrens. Als Grundlage dienen hierbei die Schätzungen der zukünftigen Gewinne. Die Gewinnschätzungen basieren entweder auf einem Konsensus oder werden von der LeanVal Research GmbH selbst vorgenommen.

Aktualisierungen

Ein Anspruch der Empfänger auf Veröffentlichung von aktualisierten Analysen besteht nicht. Die LeanVal Research GmbH behält sich vor, Aktualisierungen von Analysen unangekündigt vorzunehmen. Eine regelmäßige Aktualisierung dieses Dokuments ist nicht vorgesehen.

Compliance

Die LeanVal Research GmbH hat in Umsetzung der gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen zu vermeiden. Insbesondere bestehen institutsinterne Informationschranken, die den Zugang der Analysten zu Insiderinformationen verhindern. Die Einhaltung wird durch den Compliance-Beauftragten überwacht.

Erläuterung der Empfehlungssystematik

Die relative Einschätzung basiert auf den verschiedenen Scores der einzelnen Unternehmen in den Bereichen Value, Quality, Stability, Growth und Momentum welche mit den Durchschnittswerten des Gesamtmarktes und/oder auch mit den jeweiligen Sektoren verglichen werden. Die Unternehmen werden auf einer Skala von 0 bis 100 eingestuft. Hieraus werden die drei Ratings „unattraktiv“ (0 bis 30 auf der Skala), „neutral“ (31 bis 70 auf der Skala) und „attraktiv“ (71 bis 100 auf der Skala) abgeleitet. Die relative Einschätzung kann sich aufgrund der hohen Komplexität der Scores und der vielfältigen Abhängigkeiten zwischen den analysierten Unternehmen kurzfristig ändern.

Das Ratingsystem der LeanVal Research GmbH für die absolute Bewertung umfasst die Ratings „unterbewertet“, „fair bewertet“ und „überbewertet“. Das Rating einer Aktie basiert auf der erwarteten Rendite für die kommenden sechs bis zwölf Monate. Die erwartete Rendite setzt sich aus der prognostizierten Veränderung des Aktienkurses und der voraussichtlichen Dividendenrendite zusammen. Änderungen des Diskontierungsfaktors oder der prognostizierten Cashflows können zu erheblichen Änderungen des Kursziels führen.

Ratingsystem der absoluten Bewertung:

Buy	Potenzial > +15%
Hold	Geringes Aufwärts- und Abwärtspotential
Sell	Potenzial < - 15%

Interessenkonflikte

In den Finanzanalysen sind Umstände oder Beziehungen, die Interessenkonflikte begründen können, weil sie die Unvoreingenommenheit - der Mitarbeiter der LeanVal Research GmbH, die die Analyse erstellt haben, - der LeanVal Research GmbH als für die Erstellung verantwortlichen Unternehmen oder mit ihr verbundener Unternehmen oder - der sonstigen für die LeanVal Research GmbH tätigen und an der Erstellung mit-wirkenden Personen oder Unternehmen gefährden könnten, anzugeben. Offenlegungspflichtige Informationen über Interessen oder Interessenkonflikte liegen insbesondere vor, wenn

1. wesentliche Beteiligungen (= Beteiligung > 5 % des Grundkapitals) zwischen den o.g. Personen oder Unternehmen und den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, bestehen,
2. o.g. Personen oder Unternehmen Finanzinstrumente, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen betreuen (Market Making/ Designated Sponsoring),
3. o.g. Personen oder Unternehmen innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt waren, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind,
4. o.g. Personen oder Unternehmen innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate gegenüber Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden waren oder in diesem Zeitraum aus einer solchen Vereinbarung eine Leistung oder ein Leistungsversprechen erhielten, soweit von der Offenlegung dieser Informationen keine vertraulichen Geschäftsinformationen betroffen sind,
5. o.g. Personen oder Unternehmen mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen haben,
6. o.g. Personen Vorstands- oder Aufsichtsratsmandate bei Emittenten, deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, wahrnehmen oder
7. o.g. Personen oder Unternehmen sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf die Emittenten haben, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind.

LeanVal Research GmbH
Bleichstraße 52

60313 Frankfurt am Main
Telefon: +49 69 9494 88 050
E-Mail: research@leanval.investments