



HRK LUNIS
Vermögensverwaltung

Kapitalmarktkommentar

Ausgabe 02 | 02. Quartal 2024

Wenn **Vermögensverwaltung**
in höchster Qualität gelebt wird.

[hrklunis.de](https://www.hrklunis.de)



THEMEN

| | |
|--|---------|
| Editorial | 3 |
| Kapitalmarktumfeld | 4 - 6 |
| Assetklassen | 6 |
| Aktienmärkte | 6 - 8 |
| Anleihen | 8 - 9 |
| Rohstoffe | 9 |
| Ausblick und taktische Positionierung | 10 |
| Aktienmärkte | 10 - 12 |
| Anleihen | 12 - 13 |
| Rohstoffe | 13 |
| Fazit | 14 |



EDITORIAL

Entscheidend ist, investiert zu sein

Auf punktgenaue Prognosen sollte bei der Kapitalmarktanalyse verzichtet werden. Wichtiger ist, auf die Qualität der Portfolios zu achten.

Liebe Leserin, lieber Leser,

das vergangene Quartal hat erneut gezeigt, dass Prognosen schwierig sind, vor allem wenn sie die Zukunft betreffen. Bei Einschätzungen zu kurzfristigen Entwicklungen sollte man sich deshalb ganz zurückhalten, zumindest auf Punktprognosen verzichten.

In der Rückschau lagen auch wir im letzten Kapitalmarktbericht mit unserer Einschätzung zur weiteren Entwicklung der Kapitalmärkte teils nicht ganz richtig. Aufgrund der – im Übrigen nach wie vor sichtbaren – etwas dunkleren Wolken am Horizont, hatten wir eine etwas defensivere Herangehensweise empfohlen. Zwar schätzten wir richtig ein, dass es immer wieder zu teils kräftigen Schwankungen an den Kapitalmärkten kommen würde, aber in der Summe wären noch höhere Aktienquoten beziehungsweise Anteile an sogenannten risikobehafteten Anlageklassen rein von der Wertentwicklungsseite betrachtet vorteilhafter gewesen. Andererseits lagen wir mit der Empfehlung, idealerweise robuste Portfolios zu allokalieren, die nicht nur in einem Szenario, sondern in möglichst allen Szenarien funktionieren, goldrichtig. Entscheidend ist und bleibt es, sinnvoll investiert zu sein UND zu bleiben, so dass alles passieren darf, aber nicht muss. So dürften Ihnen gut diversifizierte und mit sorgsam geprüfter Qualität bestückte Depots auch im zweiten Quartal viel Freude bereitet haben, während Sie trotz zahlreicher vor allem geopolitischer Störfaktoren hoffentlich jederzeit „gut schlafen“ konnten!

Auch in dieser Ausgabe geben wir Ihnen aus dem Investment Office heraus wieder einen Überblick der Entwicklungen im abgelaufenen Quartal und wagen einen Ausblick, wie es in den nächsten Wochen und Monaten weitergehen könnte. Im Fokus bleibt ein umsichtiger, kaufmännisch geprägter Ansatz mit dem gebotenen Weitblick.

Ich wünsche Ihnen eine spannende Lektüre!



Ihr
Michael Reuss
Vorstandsmitglied

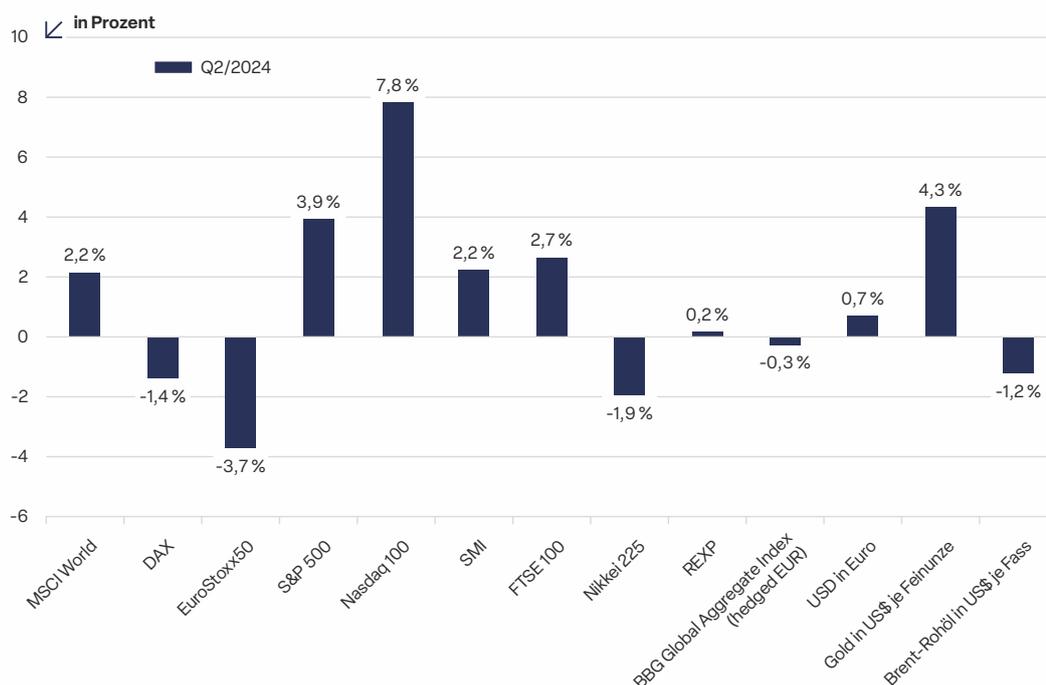


Kapitalmarktumfeld

Im zweiten Quartal 2024 zeigten sich die internationalen Kapitalmärkte uneinheitlich, geprägt von einer Mischung aus makroökonomischen Faktoren, geopolitischen Ereignissen und branchenspezifischen Entwicklungen. Insgesamt zeichnete sich das Quartal durch eine hohe Volatilität und eine deutliche Divergenz zwischen den einzelnen Märkten aus. Während also einige Märkte zahlreiche neue Höchststände erreichten, gerieten andere teils deutlich unter Druck.

Seit dem dritten Quartal 2023 ist die Zuversicht in ein „Soft Landing“-Szenario, also eine Normalisierung der Inflation in der westlichen Hemisphäre ohne Einbruch des Wirtschaftswachstums, deutlich gestiegen. Der Markt geht zunehmend davon aus, dass in Europa und den USA die höchsten Inflationsraten und der Höhepunkt des Zinsniveaus hinter uns liegen. Der Druck auf die Inflationsraten nimmt vor allem aus zweierlei Gründen ab: Zum einen haben sich die Lieferkettenprobleme deutlich verringert, auch wenn sie in der ein oder anderen Branche noch immer nicht gänzlich gelöst sind. Zum anderen scheint die bislang so robuste US-Konjunktur als globale Wirtschaftslokomotive an

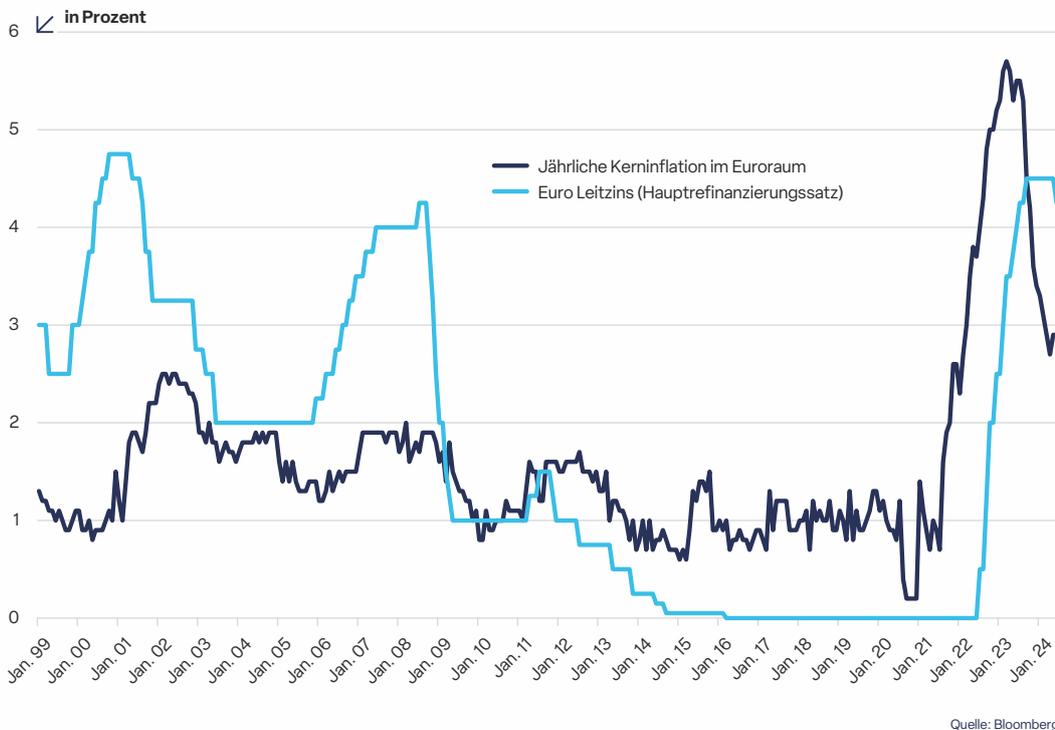
Börsenentwicklung im Überblick



Quelle: Bloomberg



Entwicklung von Inflation und Leitzinsen in der EU



Kraft zu verlieren. Die Arbeitslosenquote kletterte erstmals seit zwei Jahren auf 4,1 Prozent. Diese Entwicklung dürfte einen Wendepunkt auf dem US-Arbeitsmarkt darstellen, die Nachfrage nach Arbeitskräften weiter zurückgehen. Dadurch nimmt der Inflationsdruck ab und die Wahrscheinlichkeit steigt, dass die US-Notenbank Fed in der zweiten Jahreshälfte die Zinsen erstmals seit 2020 wieder senken kann.

Während sich die Wachstumsdynamik in den USA abschwächt, ist in Europa das Gegenteil zu beobachten. In der Europäischen Union zieht sie an – wenn auch von einem sehr niedrigen Niveau aus. Für das Jahr 2024 rechnet die EU mit einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts (BIP) von 0,8 Prozent. 2023 waren es noch 0,4 Prozent. Angesichts steigender Reallöhne und eines sich verbessernden Verbrauchervertrauens erholt sich vor allem die Nachfrage im Einzelhandel und im Dienstleistungssektor. Aufgrund nachlassender Inflationsraten, im Juni lag sie bei 2,5 Prozent, hat die EZB im Juni erstmals seit vielen Jahren die Zinsen gesenkt (siehe Grafik oben).

Während das Hauptaugenmerk vieler Marktteilnehmer auf den Zinsentwicklungen in den USA und der Eurozone liegt, wurde in weiteren G10-Staaten bereits die Zinswende eingeläutet. Neben der schwedischen als erste Notenbank, haben zwischenzeitlich auch die Schweizer Nationalbank (mit im Juni sogar einem etwas überraschenden zweiten Zinsschritt nach unten) und nahezu zeitgleich mit der EZB auch die Zentralbank von Kanada die Zinsen gesenkt. In Japan dahingegen scheint die Notenbank zwar sehr spät, aber nunmehr immerhin mit – unter Berücksichtigung der historischen Umstände – zunehmender Konsequenz ein höheres Zinsniveau zuzulassen. So hat die Rendite der 10-jährigen japanischen Staatsanleihen im Juni erstmals seit 2011 wieder das Niveau von 1% überschritten.

Das restliche Börsenjahr wird neben dem weiterhin spannenden Blick auf die wirtschaftliche und geldpolitische Entwicklung bei nach wie vor datenabhängigen Notenbanken unter anderem von politi-



schen Ereignissen geprägt sein. Insbesondere die US-Präsidentenwahl im November wird zunehmend in den Fokus rücken und könnte zu Kursausschlägen an den Aktienmärkten führen. Eine alte Börsenweisheit besagt jedoch, dass „politische Börsen kurze Beine haben“. Der Einfluss von politischen Ereignissen auf die Börsen ist meist überschaubar und nur von kurzer Dauer. Vor allem ist er nicht vorhersehbar. Für vorausschauende, langfristig orientierte Investoren gilt deshalb, dass man sich bei der Kapitalanlage nicht von politischen Schlagzeilen verunsichern lassen, sondern seiner Anlagestrategie treu bleiben sollte.

Assetklassen

Aktienmärkte

Nach einem Rücksetzer der Aktienmärkte zu Beginn des zweiten Quartals, setzten die wichtigsten globalen Aktienindizes von April bis Ende Juni ihre positive Entwicklung fort und erreichten neue Höchststände. Der MSCI World Index stieg um 2,2 % (Berechnungen jeweils in Landeswährung) und kletterte am 20. Juni auf ein neues Rekordhoch von 3.532 Punkten. Der S&P 500-Index legte im selben Zeitraum um 3,9 % zu, der Technologieindex NASDAQ 100 sogar um 7,8 %. In Europa entwickelten sich die Aktienmärkte zunächst ähnlich wie in den USA und erreichten ebenfalls neue Höchststände. Allerdings driftete die Performance zum Quartalsende merklich auseinander, als Befürchtungen vor weitgreifenden politischen Veränderungen infolge der Europawahl vom 6. bis 9. Juni aufkamen. Nach der Wahl gaben die europäischen Aktienindizes teilweise deutlich nach. Insbesondere die in Frankreich von Präsident Macron überraschend ausgerufenen Parlamentsneuwahlen verunsicherten die Marktteilnehmer. Der französische Leitindex CAC 40 verlor im zweiten Quartal 8,9 %. Der DAX schloss mit einem Verlust von -1,4 %. Der britische FTSE-Index und der Schweizer SMI-Index konnten hingegen um 2,7 % bzw. 2,2 % zulegen. Der japanische Nikkei 225, der seit Jahresbeginn zu den stärksten internationalen Aktienmärkten zählt, gab um -1,9 % nach.

In den USA und auch in Europa wurde die Indexperformance erneut von den Unternehmen mit der höchsten Marktkapitalisierung getragen. In den USA sind die sogenannten „Magnificent 7“ (Microsoft, Apple, Nvidia, Tesla, Amazon, Alphabet und Meta) seit Jahresbeginn für rund 62 % der Jahresperformance des S&P 500 verantwortlich. In Europa dominierte die Gruppe der sogenannten GRANOLAS (GSK, Roche, ASML, Novo Nordisk, Nestlé, Novartis, L'Oréal, LVMH, AstraZeneca, Sanofi und SAP) das Marktgeschehen und trugen zu 36 % der Jahresperformance des STOXX Europe 600 bei. Die Dominanz der US-Börsenschwergewichte zeigt sich auch in der Gegenüberstellung des klassischen, nach Marktkapitalisierung gewichteten S&P 500-Index zum gleichgewichteten S&P 500. Während ersterer seit Jahresbeginn um 14,5 % nach oben kletterte, konnte der gleichgewichtete Index nur um 4 % zulegen. Eklatant ist weiter die Schwäche der Nebenwerte. So kommt der US-Small-Cap-Index Russell 2000 seit Jahresbeginn lediglich auf ein Kursplus von 1,0 %. Gegenüber dem S&P 500 Index ist dies die größte Underperformance seit 1998. Auch in Europa entwickelten sich Small-Cap-Aktien schlechter, wobei die Diskrepanz nicht ganz so stark ist. Die Divergenz lässt sich teilweise dadurch erklären, dass die Gewinne kleinerer Unternehmen anfälliger für steigende Zinsen sind (kürzere Laufzeiten und ein höherer Anteil von variabel verzinsten Schulden).



Bewertung (KGV) des S&P 500 im Vergleich zum gleichgewichteten S&P 500

Hoch bewertete Indexschergewichte ziehen das KGV im S&P 500 nach oben.



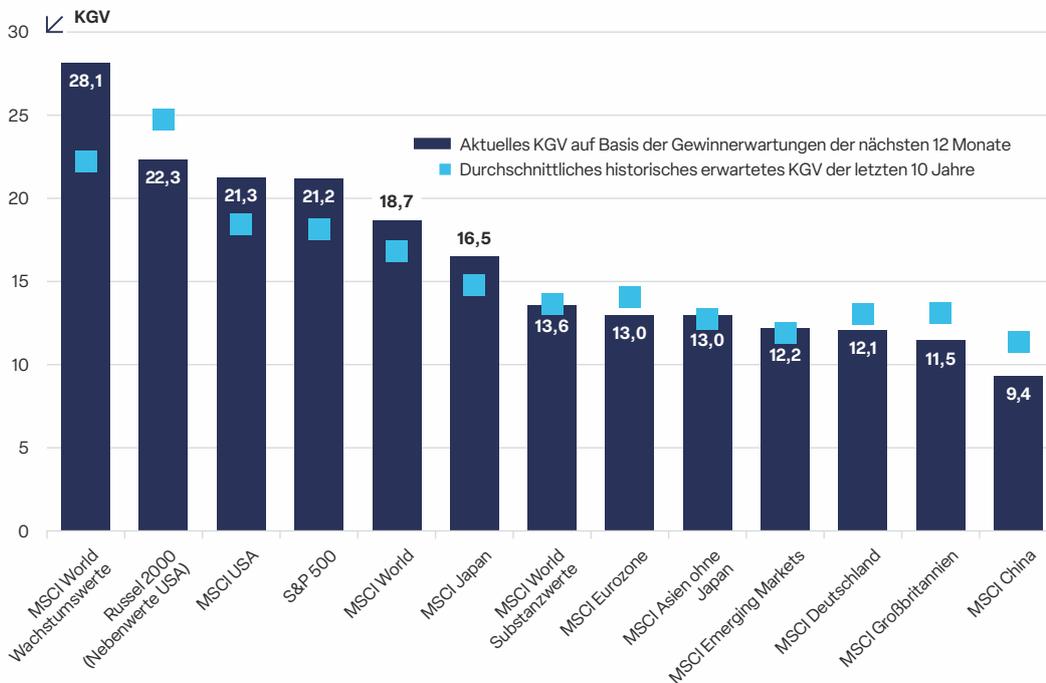
Die Berichtssaison in den USA fiel besser aus als erwartet. Rund 80 % der Unternehmen des S&P 500 übertrafen ihre Gewinnprognosen. Das durchschnittliche Gewinnwachstum von 8 % im Jahresvergleich lag klar über den Analystenschätzungen von 3 %. Im zweiten Halbjahr soll sich das Gewinnwachstum gemäß der durchschnittlichen Analystenschätzungen auf über 10 % beschleunigen. Betrachtet man die einzelnen Sektoren, so konnten vor allem der Basiskonsumgütersektor und die Gesundheitsbranche die Erwartungen übertreffen. Enttäuschend hingegen fielen die Gewinne des Energie- und Versorgungssektors aus. In Europa zeigte die Berichtssaison ein ähnliches, wenn auch etwas abgeschwächtes Bild. Hier übertrafen rund 60 % der Unternehmen des STOXX Europe 600 die Gewinnprognosen, was etwa im langfristigen Mittel liegt. Kräftiges Gewinnwachstum war im Energie-, Baustoff- und Reisesektor zu sehen, negative Überraschungen gab es in der Autoindustrie und im Versorgungssektor.

Das viel diskutierte Bewertungsniveau des S&P 500 lag zum Quartalsende bei einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 21, was deutlich über dem historischen Mittelwert von 16,4 liegt. Auf den ersten Blick erscheint dies hoch. Jedoch wird die Bewertung durch die genannten Indexschergewichte verzerrt. So weist der gleichgewichtete S&P 500 lediglich ein KGV von 15,9 auf (siehe Grafik oben). Das Bewertungsniveau von kleinen und mittelgroßen Unternehmen liegt sogar unter dem historischen Durchschnitt. Ob die KGVs der großen Technologiekonzerne gerechtfertigt sind, ist schwer zu beantworten. Ein Blick auf das erwartete Gewinnwachstum zeigt jedoch schnell, dass die Technologiewerte deutlich besser als der Gesamtmarkt abschneiden und ein Bewertungsaufschlag deshalb gerechtfertigt erscheint.

In Europa liegt das erwartete KGV des STOXX Europe 600 bei 13,3 und damit etwa im langjährigen historischen Durchschnitt. Ohne die GRANOLAS notiert es sogar nur bei 12,4. Insbesondere die Auto-, Banken- und Energiesektoren weisen ein deutlich einstelliges Kurs-Gewinn-Verhältnis auf.



Bewertung internationaler Märkte im historischen Vergleich



Quelle: Bloomberg

Anleihen

Die US-Notenbank (Fed) und die Europäische Zentralbank (EZB) setzten ihre restriktive Geldpolitik insgesamt fort, um die Inflation weiter einzudämmen. Die Zinssätze blieben auf hohem Niveau, obwohl die Inflationsraten deutlich zurückgingen. Die Fed beließ den Leitzins bei 5,25 %, die EZB senkte die drei Leitzinsen jedoch um 0,25 Prozentpunkte. So wurden zum 12. Juni der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität auf 4,25 %, 4,50 % bzw. 3,75 % gesenkt.

Das erste Halbjahr in Summe und damit auch das 2. Quartal waren geprägt von der Erkenntnis, dass Fed und EZB bei weitem nicht so schnell an der Zinsschraube drehen werden, wie Anfang des Jahres noch gedacht. War der Markt um den Jahreswechsel in den USA und in der Eurozone noch von sechs bzw. sieben Zinssenkungen ausgegangen, reduzierte sich diese Annahme im Halbjahresverlauf sukzessive auf nunmehr zwei Zinssenkungen.

Die Staatsanleiherenditen am längeren Ende hielten sich vor dem Hintergrund der stark rückläufigen Zinssenkungserwartungen überraschend stabil. Die Rendite auf 10-jährige Bundesanleihen schwankte im 2. Quartal zwischen ca. 2,3 % und 2,7 %, während sich jene von US-Staatsanleihen in einer Spanne von ca. 4,2 % bis 4,7 % bewegte. Die Renditen von Staatsanleihen blieben also hoch und stabilisierten sich in etwa auf den Niveaus, die Ende 2023 erreicht worden waren.

Getrieben wurde der Zinskomplex – vor allem in den Vereinigten Staaten – von anhaltend starken Wirtschafts- und insbesondere Arbeitsmarktdaten, zumindest oberflächlich betrachtet. Denn bei den neu geschaffenen Stellen handelt es sich überproportional um Stellen im öffentlichen Dienst



sowie im Gesundheitswesen, die mittelbar ebenfalls der staatlichen Sphäre zuzuordnen sind. Getragen wird diese Ausweitung von ungeahnten Haushaltsdefiziten. Bereinigt um die exorbitante Neuverschuldung erscheint das erstaunliche Wachstum der US-Konjunktur weniger wundersam.

Rohstoffe

Das zweite Quartal 2024 war für die globalen Rohstoffmärkte geprägt von wirtschaftlicher Unsicherheit, geopolitischen Spannungen und veränderten Nachfragemustern. Besonders aufmerksam wurde die starke Entwicklung des Goldpreises verfolgt, der bis Ende Juni von etwa 2.230 US-Dollar pro Unze zu Beginn des 2. Quartals auf über 2.326 Dollar kletterte. Dies entspricht einem Anstieg von gut 4,3 %. Bemerkenswert sind die weiterhin erheblichen Abflüsse aus Gold-ETCs. Dies deutet darauf hin, dass in den vergangenen Wochen viele Privatanleger die hohen Notierungen nutzten und sich von Goldbeständen trennten. Im Gegenzug sind weiterhin viele Notenbanken auf der Käuferseite zu sehen. So meldete der World Gold Council (WGC) in den vergangenen zwei Jahren Goldkäufe im Volumen von insgesamt 2.119 Tonnen. Die Goldproduktion blieb im zweiten Quartal stabil, obwohl einige Minen aufgrund von Arbeitskämpfen und Umweltproblemen in ihrer Produktion beeinträchtigt wurden. Das Recycling von Gold nahm zu, da höhere Preise Anreize für die Wiederaufbereitung von Altgold setzten. Industriemetalle wie Kupfer, Nickel oder Aluminium verzeichneten im zweiten Quartal unterschiedliche Preisentwicklungen. So verteuerte sich der Preis für Kupfer von 8.867 US-Dollar pro Tonne Ende März auf 9.599 Dollar Ende Juni. Der Preisanstieg fußte auf einer robusten Nachfrage aus der Bau- und Elektronikindustrie, insbesondere in Asien, auf der fortgesetzten Energiewende und dem Ausbau der Elektroinfrastruktur. Hinzu kamen Arbeitskonflikte und technische Probleme in großen Kupferminen in Südamerika. Sie beeinträchtigten die Produktion und somit das Angebot. Nickel verzeichnete einen Preisanstieg von gut 3 % und kletterte auf 17.291 US-Dollar pro Tonne. Die steigende Nachfrage nach Batterien für Elektrofahrzeuge trieb die Preise in die Höhe, während das Angebot durch Produktionsprobleme in wichtigen Nickelminen eingeschränkt war. Der Aluminiumpreis verteuerte sich um ca. 8 % auf 2.525 US-Dollar pro Tonne.

Der Ölpreis ist zum Ende des Quartals spürbar gestiegen. Ende Juni kostete ein Barrel der Ölsorte Brent etwas mehr als 86 US-Dollar, Anfang Juni waren es noch 77 Dollar. Im Quartalsverlauf hat sich allerdings wenig getan. Anfang April stand der Kurs ebenfalls bei 86 Dollar. Neben den anhaltenden geopolitischen Risiken war es zuletzt wohl vor allem Hurrikan Beryl, der den Ölpreis verteuerte. Angesichts des stärksten Sturms, der sich zu dieser Jahreszeit jemals im Atlantik gebildet hat, befürchtete der Markt, dass die Ölförderungen im Golf von Mexiko beeinträchtigt werden könnten.



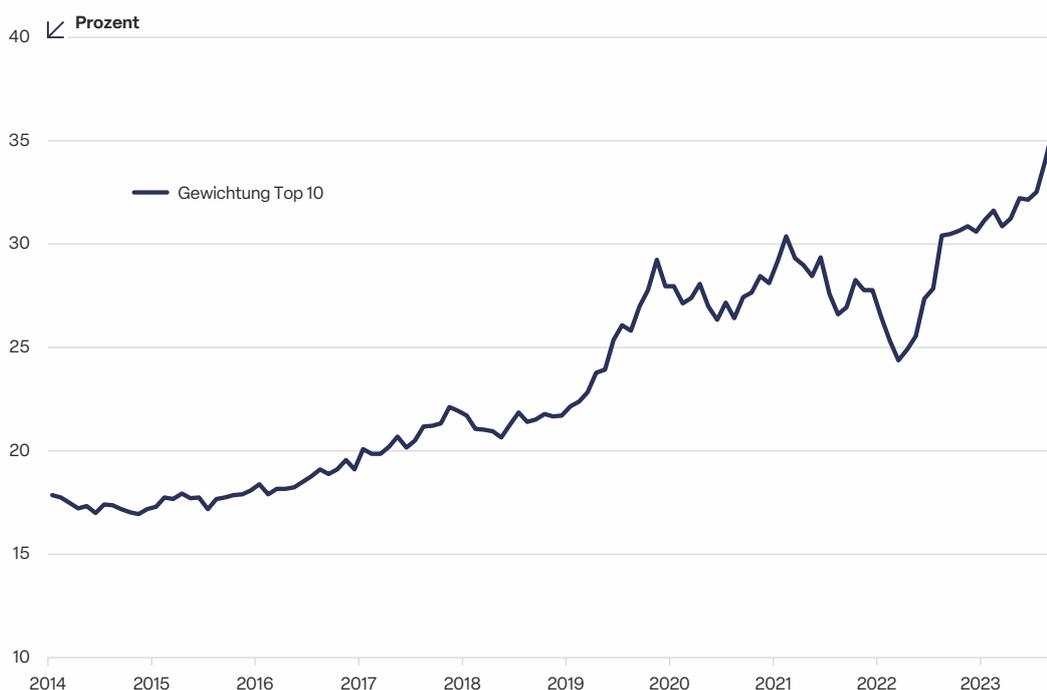
Ausblick und taktische Positionierung

Aktienmärkte

Für die Aktienseite sind eine positive Berichtssaison und gesunde Gewinnwachstumserwartungen ausschlaggebender als die Anzahl der erwarteten Zinssenkungsschritte. Das aktuelle Zinsniveau ist aus der Perspektive der Aktienmärkte bei entsprechendem Wirtschaftswachstum verkraftbar und aus historischer Sicht nicht außergewöhnlich.

Ein Thema, das zunehmend Beachtung findet, ist die wachsende US-Marktkonzentration der letzten Jahre. Wer heute 1.000 Euro breit gestreut in den US-Markt anlegen möchte, beispielsweise über einen ETF auf den S&P 500-Index, investiert damit knapp 330 Euro in die „Magnificent 7“. Die Marktkonzentration, gemessen als Anteil der zehn größten Aktien im S&P 500, hat sich in der letzten Dekade fast verdoppelt. Ursache dafür ist die bereits erwähnte überdurchschnittliche Kursentwicklung dieser Titel. Diese Entwicklung wirft aus Sicht von Anlegern mehrere Fragen auf: Wie lässt sich eine Benchmark wie der S&P 500 schlagen, wenn eine so geringe Anzahl an Titeln die Performance dominiert? Ist der gewünschte Diversifikationseffekt eines Indexinvestments noch gegeben? Und befin-

Gewichtung der 10 größten Indexmitglieder im S&P 500



Quelle: Bloomberg



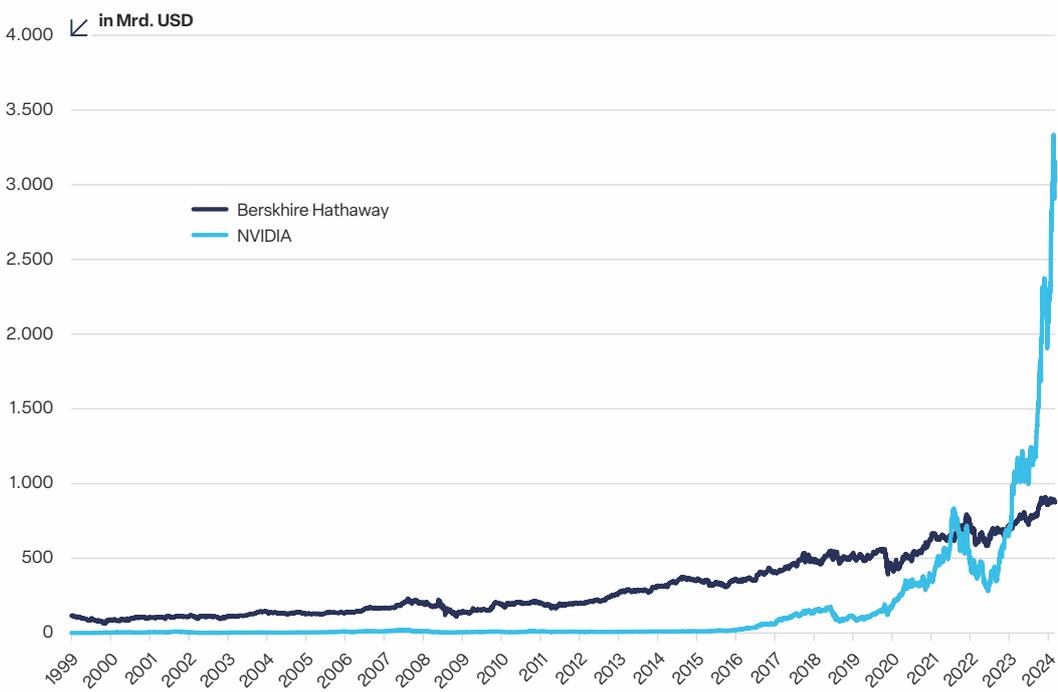
den sich die Aktienmärkte damit in einer Spekulationsblase? Um diese Fragen zu beantworten, hilft ein Blick in die Vergangenheit und der internationale Vergleich.

Ein historischer Vergleich zeigt, dass die US-Marktkonzentration in den 1930er und frühen 1960er Jahren auf einem ähnlichen Niveau wie heute lag. Um 1900 erreichte die Konzentration sogar ein noch höheres Niveau. Blickt man auf die internationalen Aktienmärkte, stellt sich heraus, dass der US-Markt deutlich weniger konzentriert ist als beispielsweise der Schweizer, deutsche oder britische Aktienmarkt. Im globalen Vergleich gehört der US-Markt sogar zu den am wenigsten konzentrierten Aktienmärkten. Man könnte also argumentieren, die US-Marktkonzentration der letzten Dekaden war zu niedrig.

Insgesamt lässt sich nicht abschließend beurteilen, ob die aktuelle Marktkonzentration zu hoch ist. Dies hängt davon ab, ob die zukünftige fundamentale Entwicklung der großen Technologiekonzerne den derzeitigen Erwartungen gerecht wird. Umso mehr empfiehlt sich ein diversifizierter Ansatz mit sorgsamer Einzeltitelselektion, der über Indexinvestments hinausgeht. Vielversprechend scheint eine Selektion von Qualitätsaktien mit starken Bilanzen, hohen Margen und stabilem Ertragswachstum (dies umfasst viele der großen Technologiewerte) in Verbindung mit vernachlässigten Value-Titeln mit hohen Dividenden und / oder Aktienrückkaufprogrammen. In einem Szenario fallender Zinsen könnte sich auch eine Beimischung von Small-Cap-Aktien auszahlen, die sich in solchen Phasen im Vergleich oftmals besser entwickeln. Wichtig bleibt eine breite geografische Streuung, da sich die starke Outperformance des US-Aktienmarkts der letzten Jahre nicht unbedingt fortsetzen muss. Wie immer gilt es bei der Portfoliokonstruktion, nicht die realisierte, sondern die erwartete Rendite zu maximieren.

Das Thema der Künstlichen Intelligenz wird uns im weiteren Jahresverlauf erhalten bleiben und sollte in einem diversifizierten Portfolio ebenfalls Berücksichtigung finden. Viele Investoren ziehen bereits

Marktkapitalisierung von Berkshire Hathaway vs. Nvidia seit 2000



Quelle: Bloomberg



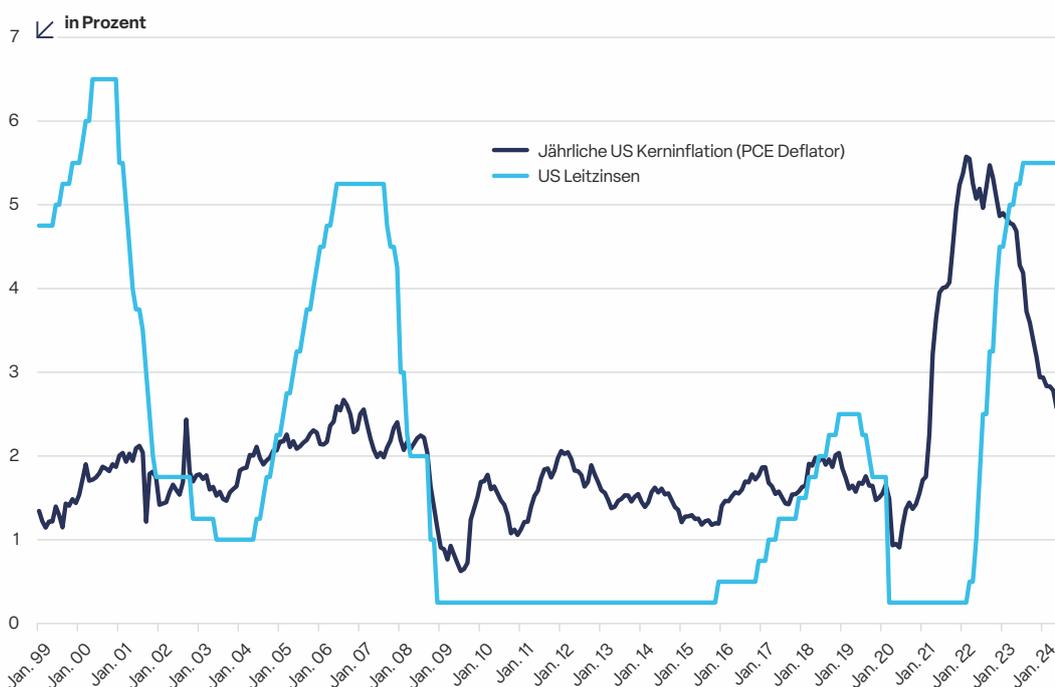
Parallelen zu den späten 1990er Jahren, als das Internet die Börse dominierte und schließlich im Platzen der Dot-Com-Blase endete. Es gibt jedoch wesentliche Unterschiede zu damals. Der KI-Boom wird durch bereits etablierte, hochprofitable Unternehmen wie Nvidia getrieben. Deren Bewertung (siehe Grafik Seite 11) ist im Vergleich zum Gesamtmarkt zwar überdurchschnittlich, aber deutlich unter den extremen Niveaus der Highflyer der Internetblase. Auch hier empfiehlt sich ein diversifizierter Ansatz mit sorgfältiger Einzeltitelauswahl. So bietet es sich an, auf Gewinner aus der zweiten oder dritten Reihe zu setzen, bei denen das Potenzial der KI noch nicht vollständig eingepreist wurde. Dazu zählen beispielsweise Hersteller von Klimatisierungssystemen für Rechenzentren oder andere Lieferanten für den Datencenterausbau, die derzeit eine Sonderkonjunktur erleben.

Anleihen

Die zuletzt veröffentlichten Wirtschaftsdaten in den USA waren zunehmend negativ. Wir erwarten weiter anhaltende Belastungen, die durch das verhältnismäßig hohe Zinsniveau ausgelöst werden. Insbesondere der Markt für Gewerbeimmobilien, die nach wie vor schwachen Bilanzen vieler US-Regionalbanken sowie der in weiten Teilen zum Erliegen gekommene Immobilienmarkt dürften das Wirtschaftswachstum bremsen. Wir erwarten eine entsprechende Antwort der Notenbanken. Sowohl in den USA als auch in Europa rechnen wir mit Zinssenkungen, die über die aktuellen Erwartungen hinausgehen.

Im Kontext schwächerer konjunktureller Aktivität ist von einem weiteren Rückgang der Inflationsrate auszugehen. Die überraschend hohen Inflationsdaten zu Beginn des Jahres 2024 sind unseres Er-

Entwicklung von Inflation und Leitzinsen in den USA



Quelle: Bloomberg



achtens das Resultat verzerrender Aufholeffekte (u.a. Autoversicherungsprämien, Mietpreisanstieg). In weiterer Folge dürfte eine sich abschwächende Verbrauchernachfrage die Inflation weiter drücken. Sinkende Inflationsraten werden den westlichen Zentralbanken den notwendigen Spielraum bieten, auf die geschilderte konjunkturelle Abschwächung reagieren zu können. Im Gegensatz zu vielen anderen Marktteilnehmern und der Beteuerung der Fed, glauben wir nicht, dass die US-Notenbank eine nennenswerte geopolitische oder volkswirtschaftliche Überraschung benötigt, um die Zinsen relativ aggressiv auf ein neutrales Niveau zu senken. Auch die Beteuerung, datenabhängig zu agieren, steht hierzu nicht im Widerspruch. Vielmehr macht der – anhand der Zahlen ablesbare – marode Zustand des Gewerbeimmobilienmarktes sowie des US-Regionalbankensystems Zinssenkungen über die aktuell vorherrschende Erwartungshaltung hinaus erforderlich.

Im Kontext global rückläufiger Zinsen könnte die Fed eine negative Überraschung für den US-Dollar darstellen. Höher als erwartete Zinssenkungen in den USA könnten somit vor allem vor dem Hintergrund, dass wir aktuell eher noch am unteren Ende der seit geraumer Zeit etablierten Handelsspanne zwischen ca. 1,05 und 1,15 EUR/USD notieren, zu einer kurzfristigen Abwertung des USD führen.

Die oben skizzierten Einschätzungen würden grundsätzlich für Investmentgrade-Unternehmensanleihen sprechen. Diese haben jedoch über die letzten Quartale einen Großteil ihres Bewertungsvorsprungs eingebüßt und handeln ohne nennenswertes Bewertungspolster. Bei hochverzinslichen Anleihen sind die Ausfallraten in etwa wieder auf den historischen Durchschnittswert angestiegen. Gleichzeitig sanken auch hier die Kreditrisikoprämien auf ein Rekordtief. Bei Unternehmensanleihen aus dem Hochzinsbereich ist eine gewisse Euphorie nicht von der Hand zu weisen. Obwohl die Insolvenzen auf gesamtwirtschaftlicher Ebene Höchststände erreicht haben, blieben Anleihen emittierende Unternehmen bislang weitestgehend verschont. Die Kreditrisikoprämien spiegeln die Möglichkeit nicht wider, dass sich die Ausfallrate im Hochzinsbereich jener auf gesamtwirtschaftlicher Ebene angleicht. Je länger aber das Zinsniveau hoch bleibt, umso stärker dürften auch Unternehmen aus dem Hochzinsbereich von Ausfällen betroffen sein.

Der Markt für Unternehmensanleihen erfordert spätestens jetzt wieder einen selektiven Ansatz und damit aktives Management. Konnte man 2022 und 2023 theoretisch noch einen breiten Anleiheindex kaufen, so erscheint dieser Ansatz spätestens jetzt nicht mehr aussichtsreich.

Rohstoffe

Gold dürfte auch in den kommenden Quartalen gefragt sein und somit nicht nur wegen des langfristigen Versicherungscharakters gegen die bekannten und unbekanntenen Risiken des globalen Finanzsystems ein wichtiger Baustein in einem sinnvoll diversifizierten Portfolio darstellen. Wichtigster Akteur bleiben aktuell wohl die Notenbanken bzw. staatliche / staatsnahe Akteure. Einer Umfrage zufolge rechnen 81 % der Notenbanken (2023: 71 %) mit einem Anstieg der globalen Goldreserven, wobei 29 % eigene Goldkäufe (2023: 24 %) für wahrscheinlich halten. In den vergangenen Quartalen haben vor allem die stetigen Käufe der Schwellenländer für eine anhaltend hohe Nachfrage und damit steigende Notierungen gesorgt. Dieser Trend dürfte anhalten. Der Grund ist geopolitischer Natur. So begann Russland kurz nach der Krim-Invasion, sich von seinen Beständen in US-Staatsanleihen zu trennen und im Gegenzug Gold zu kaufen. Als Reaktion auf den Ukrainekrieg froren westliche Regierungen nahezu alle Devisenreserven Russlands ein. Vielen autoritären Regimen öffnete dies die Augen für die eigene Verletzlichkeit. Auch sie begannen, ihre Reserven umzuschichten. Aber auch unabhängige Staaten bauen ihre finanzielle Abhängigkeit von den USA ab und tauschen große Teile ihres Staatsvermögens in das Edelmetall. Die BRICS-Staaten und wohlhabende Länder im Mittleren Osten und Asien fallen in diese Kategorie. Eine Trendwende ist nicht in Sicht – zu tief sitzen Unzufriedenheit mit der westlichen Hegemonie und die Angst vor Sanktionen bei den betroffenen Staaten.



FAZIT

Obwohl ein erneut spannendes Quartal mit vielen, teils überraschenden Ereignissen hinter uns liegt, hat sich an der Großwetterlage für die Kapitalanlage nicht viel geändert. Auch im weiteren Verlauf des Jahres sollte mit geopolitischen und wirtschaftlichen Störfaktoren gerechnet werden. Dies gilt insbesondere in einem Rekordwahljahr, in welchem weltweit mit mehr als 4 Mrd. Menschen so viele Wähler zu den Urnen gerufen werden wie nie zuvor in einem einzelnen Kalenderjahr und zudem mit dem US-Präsidenten die weltweit bedeutendste politische Personalie neu entschieden wird. Mit dem Näherkommen dieser Wahl gilt es, mögliche daraus resultierende langfristige Entwicklungen sowie potenzielle Veränderungen für einzelne Branchen oder Unternehmen zu antizipieren. Vor kurzfristigen Spekulationen zu politischen Ereignissen oder gar hektischen Strategieveränderungen können wir aber nur ausdrücklich warnen.

Gleiches gilt für kurzfristige Spekulationen zu speziellen Aktien- und Anleihetrends. Entscheidender für den langfristigen Erfolg der Kapitalanlage erscheinen uns weiterhin eine saubere Analyse der gewählten Anlagevehikel und eine gut diversifizierte Aufstellung der Portfolios, welche zu Ihren individuellen Chance-Risiko-Profilen passt. Auch wenn wir uns hier wiederholen: Gute und resiliente Portfolios sind so auszurichten, dass sie möglichst in allen denkbaren Szenarien passable Ergebnisse erzielen. Dabei finden sich immer wieder einzelne Kapitalmarktsegmente, welche besonders spannend erscheinen und somit eine Übergewichtung verdienen. Woraus dann mal mehr, mal weniger starke Anpassungen innerhalb der Depots resultieren. Wenn ein Vermögensverwalter oder Anlageberater über eine längere Periode nur wenige oder gar keine Änderungen vornimmt oder vorschlägt, ist das nicht zwangsläufig ein Zeugnis von Inaktivität oder mangelnden Ideen. Vielmehr stellt es im Idealfall einen positiven Arbeitsnachweis dar. Bei der täglichen Prüfung, ob das Portfolio zukunftstauglich ist, kommen wir in einem solchen Fall zu dem Ergebnis, dass es weiterhin richtig aufgestellt ist. Oder anders ausgedrückt: Dann handelt es sich um eine Bestätigung, dass man mit der bisherigen Analyse richtig lag und sowohl die geeignete Struktur als auch die richtige Qualität bei der Kapitalanlage gewählt hat.

Weil die Kernbotschaft unseres Erachtens so wichtig und aufgrund der nicht signifikant veränderten Ausgangslage nach wie vor richtig ist, schließen wir diesen Kapitalmarktkommentar nahezu identisch wie im letzten Quartal: Die kommenden Wochen und Monate dürften volatil bleiben. Das gehört dazu und sollte langfristige Investoren nicht stören, solange man sich wohl mit der Qualität des eigenen Portfolios fühlt. Ganz im Gegenteil bieten Schwankungen immer wieder großartige Opportunitäten. Geduldige Anlegerinnen und Anleger, welche ihrer Strategie treu bleiben, werden in solchen Phasen in der Regel besonders belohnt.



Ihr

Sven Langenhan
Leiter Investment Office



Disclaimer

Bei dem vorliegenden Dokument handelt es sich um eine Marketing-Kommunikation der HRK LUNIS AG, Friedrichstraße 31, 60323 Frankfurt am Main, die zu reinen Informationszwecken dient und nicht den Anspruch auf vollständige Darstellung erhebt.

Sie stellt weder ein Angebot, noch eine Empfehlung/Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzprodukten dar und ersetzt nicht die Beratung und Risikoaufklärung, durch Ihren persönlichen Berater.

Individuelle Steuer- und/oder Rechtsfragen bitten wir Sie, bei Bedarf mit einem Angehörigen der steuer- und/oder rechtsberatenden Berufe zu besprechen.

Obwohl diese Unterlagen mit großer Sorgfalt erstellt wurden, kann die HRK LUNIS AG keine Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Zweckmäßigkeit des Inhalts übernehmen.

Die Haftung wegen Vorsatz und grober Fahrlässigkeit bleibt unberührt.

HRK LUNIS AG, Friedrichstraße 31, 60323 Frankfurt am Main.