



HRK LUNIS
Vermögensverwaltung

Kapitalmarktkommentar

Ausgabe 03 | 03. Quartal 2024

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

hrklunis.de



THEMEN

Editorial 3

Kapitalmarktumfeld 4 - 6

Assetklassen 7

Aktienmärkte 7 - 8

Anleihen 8 - 9

Rohstoffe 10

Ausblick und taktische Positionierung 10

Aktienmärkte 10 - 12

Anleihen 12 - 13

Rohstoffe 14

Fazit 15



EDITORIAL

Spannende Zeiten mit positivem Ausgang

Das dritte Quartal wurde dieses Jahr seinem schlechten Ruf nicht gerecht. Trotz kräftiger Rücksetzer entwickelten sich die Aktienmärkte gut.

Liebe Leserin, lieber Leser,

ein weiteres sehr gutes und damit für viele Marktteilnehmer – uns eingeschlossen – erneut überraschendes drittes Quartal liegt hinter uns. Der US-amerikanische Aktienindex S&P 500, eines der wichtigsten Leitbarometer der weltweiten Aktienbörsen, hat mit fast 21 Prozent Wertentwicklung den bisher stärksten Anstieg in den ersten neun Monaten eines Jahres des 21. Jahrhunderts hingelegt.

Das zurückliegende Quartal sieht im Endergebnis der einzelnen Kapitalmarktsegmente (siehe Grafik auf S. 4) allerdings deutlich fulminanter aus als es sich zwischenzeitlich angefühlt hat. Anfang August schüttelten aufkommende Konjunktursorgen und kräftige Kursverluste in Japan die weltweiten Aktienmärkte mächtig durch. Und auch Anfang September gab es kurze Anzeichen, dass das 3. Quartal seinem historisch schlechten Ruf als schwierigste Börsenphase im Jahr doch noch gerecht werden würde. Aber weit gefehlt: Der September hat sich zum ersten Mal seit 2019 wieder positiv gezeigt und war bezogen auf den S&P 500 sogar der stärkste September seit 15 Jahren. Damit müssen wir eingestehen, dass wir mit einer offensiveren Haltung noch mehr Performance hätten erzielen können.

Nichtsdestotrotz können wir mit der erzielten Wertentwicklung in den verschiedenen Anlageprofilen sehr zufrieden sein. Einerseits, weil es bei positiven Kapitalmarktentwicklungen maßgeblich darum geht, dauerhaft dabei zu bleiben. Dazu muss man sich so positionieren, dass man sich sowohl in Kenntnis der aktuellen als auch in Unkenntnis möglicherweise dazukommender neuer Faktoren mit der jeweiligen Anlagestrategie wohlfühlt. Und andererseits, weil sich sowohl die höheren Anleihequoten bei deutlich gesunkenen Renditen als auch eine gute Einzeltitelauswahl im Hinblick auf die Rotation in den Aktiensegmenten ausgezahlt haben.

Wenn die Einleitung zu einem Kapitalmarktkommentar bereits solch spannende Themen anschneidet, kann die tiefere Beleuchtung des letzten Quartals sowie der darauf aufbauende Ausblick nur lesenswert sein. Ich wünsche Ihnen eine erkenntnisreiche Lektüre!



Ihr
Michael Reuss
Vorstandsmitglied

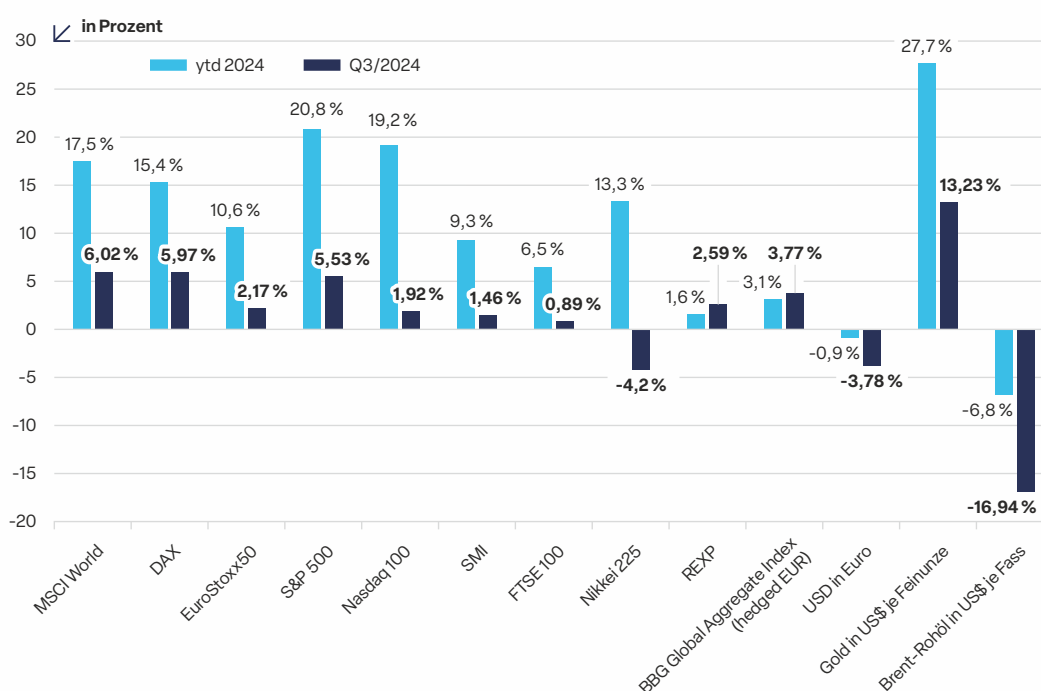


Kapitalmarktumfeld

Das dritte Quartal 2024 endete mit zum Teil sehr guten Wertentwicklungen in den meisten wichtigen Anlageklassen. Der lang erwartete Beginn sinkender Zinsen in den USA, gute Unternehmensgewinne und zum Ende des Quartals die Ankündigung neuer Konjunkturmaßnahmen in China sorgten für eine grundsätzlich gute Stimmung unter den Anlegern. Allerdings waren die vergangenen drei Monate auch von zwei deutlichen Schwächephasen der Aktienmärkte Anfang August und Anfang September geprägt. Dies führte zu einem Anstieg der impliziten Volatilität (von Marktteilnehmern bei – oftmals zu Absicherungszwecken getätigten – Optionsgeschäften eingepreiste, erwartete Volatilität), wie es sie seit der COVID-Pandemie nicht mehr gegeben hat.

Insbesondere die ersten Tage im August sorgten für Schockwellen, als es rund um den Globus zu massiven Kursverlusten kam. Einer der wichtigsten Gründe für die heftigen Verluste waren überraschend schwache US-Arbeitsmarktdaten in den USA. In Verbindung mit schwachen Daten des US-Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe wuchs plötzlich die Sorge vor einer, von den

Börsenentwicklung im Überblick



Quelle: Bloomberg



USA ausgehenden globalen Rezession. Auf diese ohnehin schon verunsicherte Stimmungslage unter den Anlegern gesellte sich dann der Crash am japanischen Aktienmarkt. Auslöser war eine Aufwertung des Yen gegenüber dem US-Dollar von 10 % binnen drei Wochen, die zu einer massiven Auflösung des Yen-Carry-Trades führte. Ein Carry-Trade bedeutet, dass ein Investor von einem Land mit niedrigen Zinsen (in diesem Fall Japan) Geld leiht und dieses Geld in Vermögenswerte mit einer höher erwarteten Rendite (zum Beispiel US-Technologieaktien oder US-Staatsanleihen) anlegt. Yen-finanzierte Carry-Trades zählen zu den beliebtesten, da Anleger bislang darauf wetteten, dass die japanischen Zinsen extrem niedrig bleiben und der Yen nicht aufwerten würde. Als nun die Bank von Japan die Zinsen überraschend zweimal in Folge erhöhte und zudem weitere Zinserhöhungen nicht ausschloss, verteuerte sich der Yen gegenüber dem USD und anderen Währungen rasch. Dadurch stiegen die Yen-Schulden aus Sicht der Landeswährung der Investoren des Carry-Trades. Global agierende Investoren sahen sich gezwungen, ihre Assets zu verkaufen, damit sie ihre Yen-Schulden begleichen konnten. Dazu gehörten in erster Linie auch Aktien.

Die Folge war eine sich selbst verstärkende Spirale aus Kursverlusten, einer weiteren Aufwertung des Yen und weiteren Asset-Verkäufen. Binnen drei Tagen brach der Nikkei225 um 20 % ein, der S&P 500 um 8 %. Als sich nach wenigen Tagen herausstellte, dass die Kursverluste in erster Linie auf die Auflösung von Yen-Carry-Trades basierten, beruhigten sich die Märkte und Schnäppchenjäger gingen auf die Pirsch. Das Resultat: Binnen acht Tagen machten Nikkei und S&P 500 ihre Verluste wieder wett.

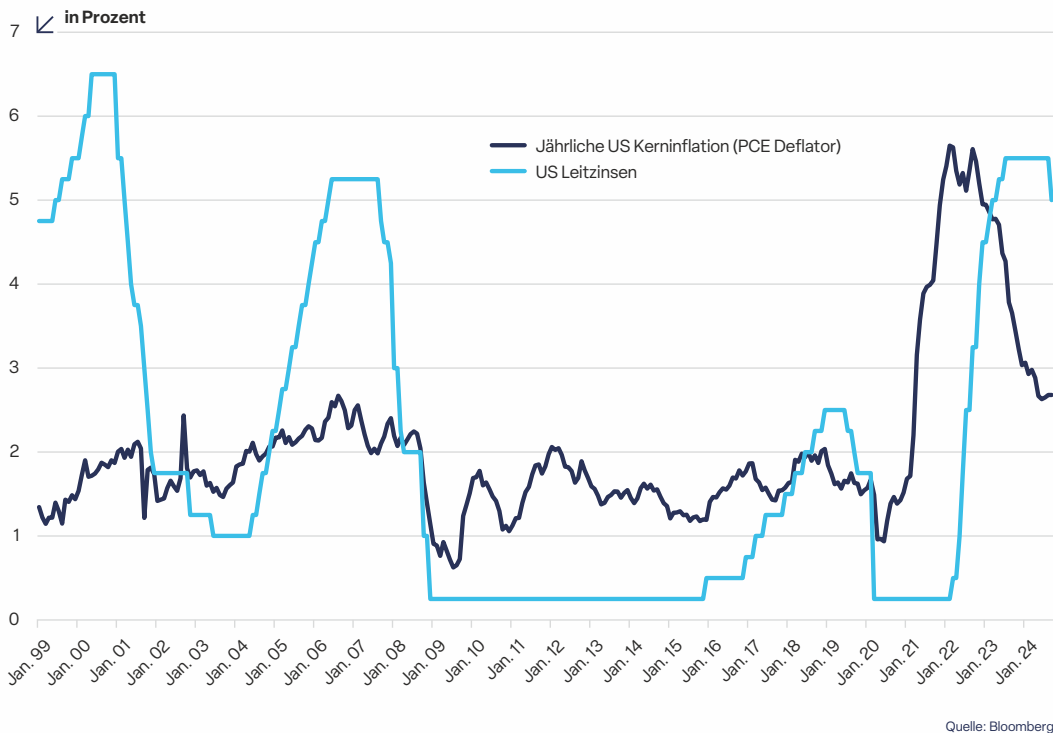
Einen kurzfristigen Extra-Impuls erhielten die Aktienmärkte in den letzten Tagen des Septembers durch China. Am 24. September kündigte die Zentralbank zusammen mit der chinesischen Regierung ein umfassendes Konjunkturpaket an, das darauf abzielt, das Wirtschaftswachstum in China zu fördern und das angestrebte Wachstumsziel von etwa 5 % für 2024 zu erreichen. Das Paket umfasst mehrere zentrale Maßnahmen. So werden die Mindestreserven für Banken um 0,5 Prozentpunkte gesenkt. Dies ermöglicht es Banken mehr Liquidität zur Verfügung zu stellen, was geschätzt eine zusätzliche Billion Yuan (ca. 125,5 Milliarden Euro) in den Finanzmarkt bringen soll. Um den Immobilienmarkt zu unterstützen, werden die Zinsen sowohl für neue als auch bestehende Immobilienkredite um 0,5 % p.a. gesenkt, was das Haushaltsbudget von ca. 50 Millionen chinesischen Bürgern um ca. 20 Milliarden EUR jährlich entlastet. Zudem wird die Mindestanzahlung für ein zweites Wohnbaudarlehen von 25 auf 15 Prozent gesenkt. Darüber hinaus senkte die Bank of China den Referenzzinssatz um 0,2 Prozent, was die größte Zinssenkung der vergangenen vier Jahre bedeutet, und stellte eine weitere Lockerung der Geldpolitik zum Jahresende in Aussicht. Dies deutet darauf hin, dass weitere Maßnahmen zur Unterstützung der Wirtschaft geplant sind. Im Zuge der Ankündigungen schossen Chinas Aktienmärkte nach oben. Der CSI-300-Index legte binnen fünf Tagen um 25 % zu, der MSCI China zeigte eine der stärksten wöchentlichen Renditen der letzten 25 Jahre und beendete das dritte Quartal als der beste „bedeutende“ globale Aktienmarkt.

Diese Euphorie hängt natürlich auch mit der bis dahin enttäuschenden Entwicklung seit Jahresbeginn und der nun schon vier Jahre andauernden Baisse zusammen. Plötzlich keimte Hoffnung auf, dass sich nun doch noch alles zum Besseren wenden könnte. Doch solche politisch bedingten Rallys in China waren in den letzten Jahren recht häufig, aber eben auch von begrenzter Dauer. Grundsätzlich scheint es eher so zu sein, dass das System China in zunehmende Schwierigkeiten gerät und somit großen Handlungsbedarf hat. So liegt die Jugendarbeitslosigkeit bei 18,8 % und allein in diesem Jahr drängen 19 Millionen Uni-Absolventen neu auf den Arbeitsmarkt. Bei gleichzeitiger Erhöhung des offiziellen Renteneintrittsalters.

Die Rentenmärkte profitierten im dritten Quartal von der Aussicht auf niedrigere Zinsen. Sowohl Staatsanleihen als auch Unternehmensanleihen lieferten solide Renditen. 14 Monate nach ihrer letzten Zinserhöhung leitete die Fed im September den lange erwarteten Zinssenkungszyklus ein und schraubte die US-Leitzinsen um 50 Basispunkte (BP) nach unten. Nachdem die Arbeitslosenquote von ihrem Tiefstand von 3,4 % im April 2023 auf 4,2 % gestiegen war, stellten die Fed-Vertreter klar,



Entwicklung von Inflation und Leitzinsen in den USA



dass sie eine weitere Abschwächung der Wirtschaft nicht begrüßen und die Zinsen schnell wieder auf ein weniger restriktives Niveau senken möchten. Dies hat auch die Phantasie für das Gelingen des sogenannten „Soft Landings“ der US-Wirtschaft weiter beflügelt.

Der Wechsel in der Geldpolitik und vor allem auch die begleitenden Kommentare der Notenbanker führten direkt zu einer neuen Erwartungshaltung. Gingen die Marktteilnehmer Ende des zweiten Quartals noch davon aus, dass die US-Zinsen bis Mitte 2025 bei 4,4 % liegen werden, lag die Erwartungshaltung drei Monate später bei 3,2 %.

Angesichts der nachlassenden Inflation und der relativ gedämpften Wirtschaftsaktivität hielten es auch andere westliche Zentralbanken für angebracht, die Zinsen zu senken. Die Europäische Zentralbank senkte im September die Leitzinsen zum zweiten Mal und dabei den für die Finanzmärkte nach wie vor relevantesten Einlagensatz auf nun 3,5 %, während die Bank of England auf ihrer Augustsitzung ihren eigenen Lockerungszyklus mit einer Senkung um 25 Basispunkte einleitete.

Zum Ende des Quartals richtete sich die Aufmerksamkeit der Anleger auch auf die bevorstehenden US-Wahlen am 5. November. Im Juli hatte Präsident Biden bekanntgegeben, dass er sich aus dem diesjährigen Präsidentschaftsrennen zurückziehen und stattdessen Vizepräsidentin Kamala Harris als Kandidatin der Demokraten unterstützen würde. Aktuell ist noch nicht absehbar, wer ins Weiße Haus einziehen wird – Donald Trump oder Kamala Harris. Allerdings scheint immer mehr darauf hinzudeuten, dass es im Kongress zu einer geteilten Regierung kommt. Im Senat scheint ein Sieg der Republikaner in West Virginia sicher und in Montana zunehmend wahrscheinlicher, was den Republikanern eine Mehrheit von 51 zu 49 Sitzen beschern würde. Im Gegensatz dazu scheinen die Demokraten im Repräsentantenhaus die Oberhand zu haben. Eine geteilte Regierung würde das Potenzial für dramatische wirtschaftspolitische Veränderungen verringern, was die Märkte in einer Zeit, in der es der US-Wirtschaft so gut geht, beruhigend finden könnten.



Assetklassen

Aktienmärkte

Die internationalen Aktienmärkte blicken in Summe auf ein beeindruckendes Quartal zurück. So kletterte der S&P 500 von Juli bis Ende September um 5,5 % (alle Angaben in Landeswährung), seit Jahresanfang sind es inklusive des dritten Quartals 20,8 %. Damit zeigt der S&P 500 die besten ersten neun Monate eines Jahres seit 1997. Seit dem vierten Quartal 2022 hat er nun in sieben von acht Quartalen höher abgeschlossen, davon vier in Folge im Plus. Die Technologiebörse Nasdaq100 präsentierte sich in Q3 weniger stark, sie legte um 1,9 % zu. Der DAX machte es besser, er stieg um 6,0 % und erreichte am 27. September ein neues Allzeithoch bei 19.491,93 Punkten. Der globale Aktienmarkt, gemessen am MSCI World, kletterte um 6,0 %.

Im dritten Quartal besonders bemerkenswert war die deutlich zu erkennende Sektorrotation. Jene Teile des Aktienmarktes, die zuvor am stärksten unter dem Zinserhöhungszyklus 2022-2023 gelitten hatten, also vor allem kleinere Gesellschaften, schnitten von Juli bis September überdurchschnittlich gut ab. In den USA hat auf Indexebene der gleichgewichtete S&P 500 Equal Weight Index (+9,6 %) die höchste Wertentwicklung erzielt, gefolgt vom Small-Cap-Index Russell 2000 (+9,3 %), dem Dow Jones Industrials (+8,7 %) und dem Russell Microcap (+6,9 %). Wachstumsaktien tendierten dagegen tendenziell seitwärts, was auch gut an der relativ schwachen Performance des Nasdaq100 abzulesen ist. Das bedeutet: Die gute Aktienperformance in den USA im dritten Quartal wurde von einer viel breiteren Basis getragen als in den Monaten davor. Oder anders ausgedrückt: Die enorme Outperformance der Magnificent 7 (Apple, Nvidia, Alphabet, Meta, Amazon, Tesla und Microsoft) hat zumindest vorerst ihr Ende gefunden. Eine durchaus gesunde Entwicklung.

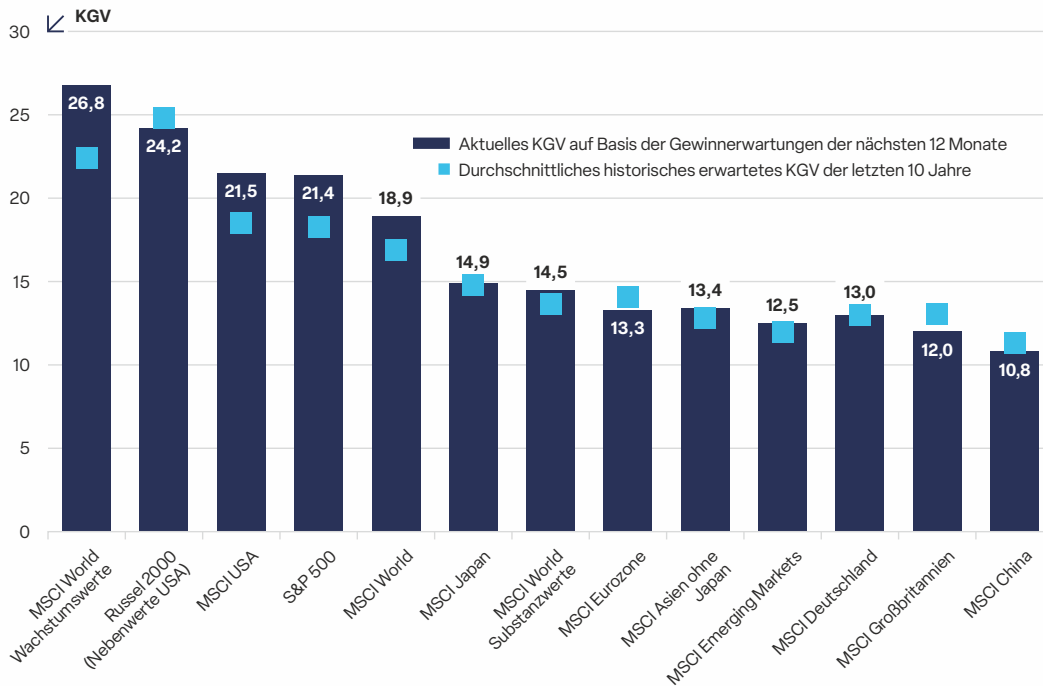
Neben den nun wieder sinkenden Leitzinsen waren die Unternehmensgewinne der Haupttreiber für die Aktienkurse in den USA. Im Laufes des dritten Quartals berichteten die S&P 500-Unternehmen ein Gewinnwachstum von 11,3 % für Q2 im Vergleich zum Vorjahr. 80 % von ihnen übertrafen die Schätzungen. Zwar dürfte sich das Gewinnwachstum im dritten Quartal Schätzungen zufolge auf ca. 4,6 % verlangsamt haben, für das Gesamtjahr 2024 wird aber ein Plus von 11,3 % erwartet. Für 2025 wird das Gewinnwachstum sogar auf 15,1 % geschätzt.

Auch die Aktien der Eurozone legten im dritten Quartal zu, wenn auch weniger stark als in den USA. So gewann der EuroStoxx50 2,2 % hinzu. Das Plus wurde von den Sektoren Immobilien, Versorger und Gesundheitswesen angeführt, da die Aussicht auf niedrigere Zinssätze die Anleger dazu veranlasste, einige zuvor unbeliebte Marktsegmente neu zu bewerten. Energie und IT waren die größten Nachzügler und lieferten im Quartal negative Renditen.

Die Berichtssaison in Europa zeigte ein ähnliches, wenn auch etwas abgeschwächtes Bild wie in den USA. Rund 60 % der Unternehmen des STOXX Europe 600 übertrafen die Gewinnprognosen, was etwa im langfristigen Mittel liegt. Kräftiges Gewinnwachstum verzeichneten dabei der Energie-, Bau- und der Reisesektor. Negative Überraschungen gab es vor allem in der Autoindustrie und im Versorgungssektor.



Unter Berücksichtigung des Zinsniveaus sind einige Märkte noch deutlich zu hoch bewertet



Quelle: Bloomberg

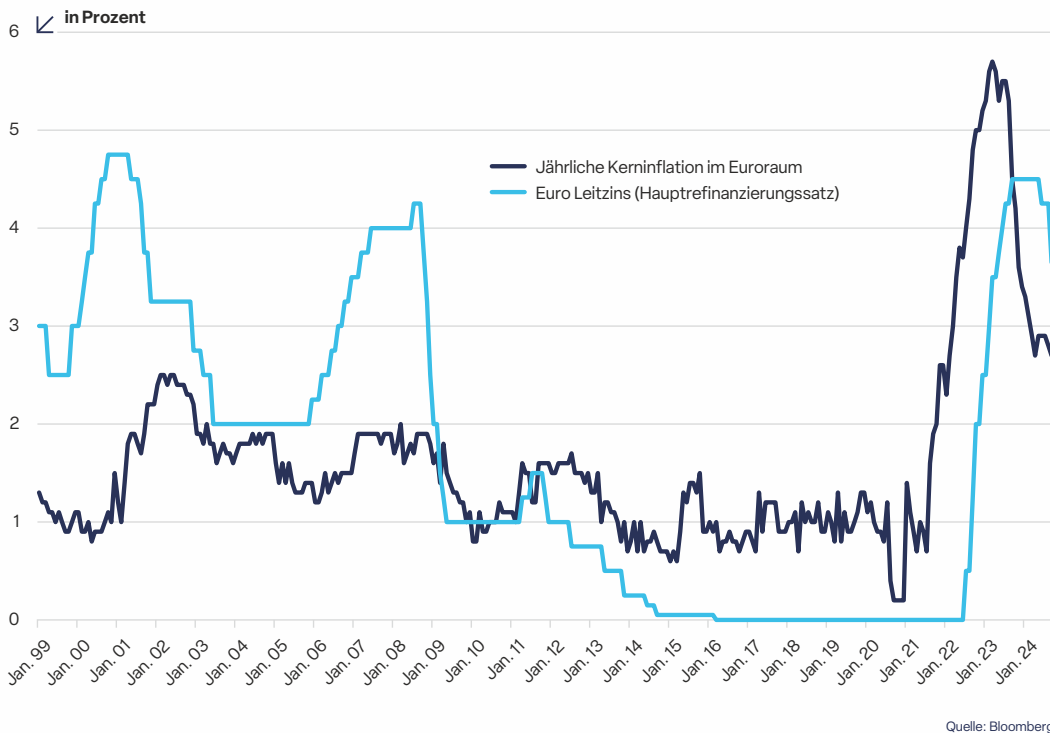
Zum Quartalsende konnten, wenn auch nur für wenige Tage, die Aktien vor allem jener europäischer Unternehmen profitieren, die einen Großteil ihrer Umsätze in China erlösen und von der neuen China-Fantasie beflügelt wurden. Dazu zählten u.a. Hersteller von Luxusgütern, Automobilkonzerne, Technologiefirmen und Chemiekonzerne. Auch der deutsche Aktienmarkt profitierte kurzfristig, da China ein wichtiger Handelspartner für unsere Wirtschaft ist.

Anleihen

Das dritte Quartal wurde vom Beginn des Zinssenkungszyklus oder dessen Fortführung in vielen großen Volkswirtschaften dominiert. Insbesondere die sich stark wandelnden Erwartungen hinsichtlich der Zinsentscheidungen der Notenbanken, hier vor allem der Fed, prägten die vergangenen drei Monate. Im Juli beließ die US-Notenbank den Leitzins unverändert auf dem (beinahe) Vierteljahrhunderthoch. Die schwachen Arbeitsmarktdaten nur wenige Tage später ließen jedoch das Zögern der Fed als Fehler erscheinen und Zinssenkungen wahrscheinlicher werden. Der Zinsmarkt begann damit, substantielle Zinssenkungen einzupreisen. Von Anfang Juli bis Anfang August verringerte sich die Rendite zweijähriger US-Staatsanleihen von 4,4 auf 3,8 Prozent, bis sie Mitte September ein Tief bei 3,6 Prozent ausbildete. Aufgrund der Erwartung, dass die Fed in den kommenden Quartalen die Leitzinsen erheblich senken wird, fiel das kurze Ende der Zinsstrukturkurve erstmals seit dem zweiten Quartal 2022 unter die Verzinsung zehnjähriger US-Staatsanleihen – die Zinsstrukturkurve war also wieder normalisiert. Am 18. September schraubten die US-Geldhüter den Leitzins unerwartet deut-



Entwicklung von Inflation und Leitzinsen im Euroraum



lich um 0,5 Prozentpunkte auf eine Spanne von nun 4,75 bis 5 Prozent nach unten. Dies war zwar von weiten Teilen des Marktes erwartet worden. Gleichzeitig stieg angesichts dieses gravierenden Schrittes die Sorge, dass die Fed eine deutlich stärkere konjunkturelle Abkühlung erwartet als bislang angenommen. Schließlich hatte sich die Arbeitslosenrate zuletzt erhöht, auch der Industriesektor steckt seit Anfang 2023 in einer Kontraktion. Eine weniger negative Leseart ist natürlich, den doppelten Zinsschritt vor dem Hintergrund des größer werdenden Spielraums durch die (beinahe) monoton sinkende Inflationsrate zu interpretieren.

Die EZB setzte im September ihren Zinssenkungspfad mit weiteren 25 Basispunkten fort, nachdem sie im Juli pausiert und den Leitzins unverändert belassen hatte. Hier zumindest waren und sind beide Faktoren ausschlaggebend: die stark rückläufige Inflation sowie die deutlich sichtbare volkswirtschaftliche Schwäche. Die Inflationsrate fiel von 2,6 Prozent im Juli auf 2,2 im August und 1,8 Prozent im September und schafft damit ausreichend Spielraum für eine geldpolitische Lockerung. Die volkswirtschaftliche Eintrübung fordert diese auch ein. Allen voran Deutschland als kranker Mann Europas wird mit voller Wucht vom Abschwung Chinas getroffen, von Automobilzulieferern und -herstellern bis Elektronik befindet sich die Industrie in einem herausfordernden Umfeld. Die vorlaufenden Wirtschaftsindikatoren deuten aber auch europaweit auf eine Abschwächung hin.

Die Risikoprämien spiegeln das sukzessive herausforderndere wirtschaftliche Umfeld, vor allem in China und Europa, nicht ausreichend wider. Über das dritte Quartal kam es insgesamt zu keinen nennenswerten Bewegungen bei den Risikoaufschlägen. Europäische Unternehmensanleihen mit Investmentgrade-Qualität weiteten sich geringfügig um zwei Basispunkte aus, während die US-Pendants um vier Basispunkte von 96 auf 92 fielen. Im Hochzinsbereich engten sich die Prämien von 353 auf 342 um elf Basispunkte (EUR) und von 321 auf 303 um 18 Basispunkte (USD) sogar ein.



Rohstoffe

Die Rohstoffpreise zeigten im dritten Quartal ein gemischtes Bild. Besonders im Fokus ist traditionell der Ölpreis. Trotz der erhöhten Spannungen im Nahen Osten verbilligte sich der Preis für ein Barrel Brent-Rohöl im dritten Quartal. Ende September notierte er im Bereich der mehrjährigen Unterstützung von 65 bis 70 US-Dollar. Tatsächlich ist das globale Angebot mehr als ausreichend, um die Nachfrage zu decken.

Unter den Agrarrohstoffen stiegen die Preise für Kaffee, Kakao und Zucker deutlich an, während sie für Sojabohnen und Weizen geringfügig nachgaben. Bei den Industriemetallen verzeichneten Aluminium, Zink und Kupfer leichte Zuwächse.

Weiter im Rallymodus ist der Goldpreis, der im dritten Quartal nach einem bereits starken ersten Halbjahr um weitere 13,2 % zulegte. Hauptursache für den steigenden Goldpreis ist der gleiche wie in den Quartalen zuvor: Viele Zentralbanken, insbesondere aus den Schwellenländern, aber auch China, wollen sich unabhängiger von den USA machen. Sie verkaufen deshalb US-Staatsanleihen und schichten um in Gold, das sie im eigenen Land aufbewahren können. Zudem wurden im August nach Angaben des World Gold Council im Zuge der Zinssenkungen erstmals seit Monaten wieder steigende Zuflüsse in Gold-ETFs verzeichnet.

Ausblick und taktische Positionierung

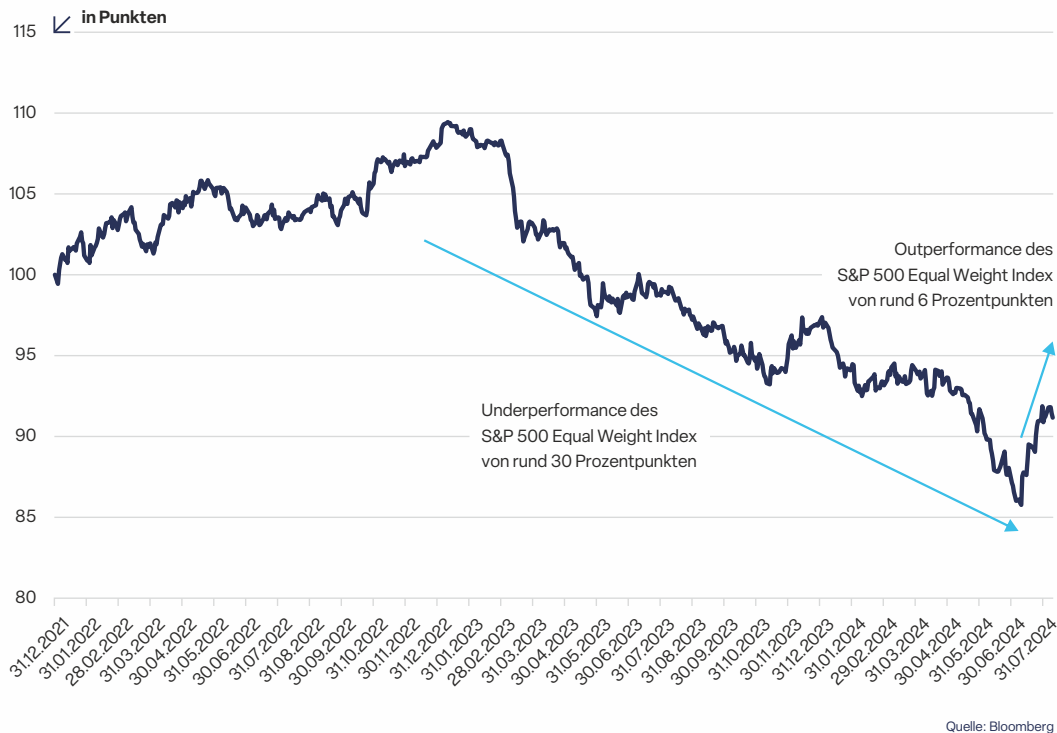
Aktienmärkte

Eine unerwartet robuste US-Wirtschaft ließ in den vergangenen Monaten aufkeimende Rezessionsorgen schwinden. Angesichts weiter sinkenden Inflationsraten konnten sowohl die US-Notenbank Fed als auch die EZB den Zinssenkungspfad einschlagen. Zeitgleich verbesserte sich die Marktbreite merklich. Während im ersten Halbjahr vor allem die großen Tech-Konzerne für die gute Performance an den Aktienmärkten sorgten, kamen im dritten Quartal auch Aktien kleinerer Gesellschaften ins Laufen.

In der Vergangenheit sorgten sinkende Leitzinsen bei ausbleibender Rezession meist für starke Märkte. Nun kommen noch positive Nachrichten aus China hinzu. So hat die chinesische Zentralbank sinkende Kreditzinsen und niedrigere Reservesätze für Banken festgelegt (siehe auch Seite 5). Weitere fiskalpolitische Impulse werden erwartet, da die bisher verkündeten Maßnahmen nicht ausreichen dürften, um die chinesische Wirtschaft wieder in Schwung zu bringen. Vor diesem Hintergrund lässt sich optimistisch auf das vierte Quartal blicken.



Entwicklung des S&P 500 Equal Weight Index relativ zum S&P 500 Index



Ein ideales Szenario könnte so aussehen: Die US-Wirtschaft entwickelt sich weiterhin gut, Europa findet zum Wachstum zurück und China schafft die Kehrtwende. Die Inflation sinkt weiter und die Zentralbanken können mindestens die erwarteten Zinssenkungen umsetzen.

Im letzten Kapitalmarktkommentar gingen wir näher auf das Phänomen der hohen Marktkonzentration in den USA ein, vor allem auf die sogenannten Magnificent 7. Wie bereits im Kapitel „Kapitalmarktumfeld“ beschrieben, hat im dritten Quartal eine spürbare Rotation weg von den großen Tech-Aktien hin zu kleineren Werten stattgefunden. Dies zeigt auch ein Vergleich des gleichgewichteten S&P-500-Index (alle Aktien haben die gleiche Gewichtung) gegenüber dem klassischen S&P 500, in dem die Aktien auf Basis ihrer Marktkapitalisierung gewichtet werden. Seit Anfang des Jahres 2023 bis in den Juli 2024 hinein schnitt der gleichgewichtete Index gegenüber dem klassischen S&P 500 um rund 30 Prozentpunkte schlechter ab. Nun scheint sich der Trend umzukehren. Seit dem relativen Tiefpunkt im Juli hat sich der gleichgewichtete S&P 500 um rund sechs Prozentpunkte besser entwickelt als der nach Marktkapitalisierung gewichtete S&P 500. Die oben stehende Grafik veranschaulicht dies.

Eine weitere Stärke des gleichgewichteten S&P begrüßen wir, da dies impliziert, dass die Konzentration der größten Aktien innerhalb des Index weiter zurückgeht und die Marktentwicklung somit auf einem breiteren, gesünderen Fundament basiert.

Eine nachhaltige Sektorrotation wäre insbesondere dann wahrscheinlich, wenn sich abzeichnet, dass sich die hohen Investitionen der großen Technologieunternehmen in KI nur schwer monetarisieren lassen. Darin liegt allerdings auch eine Gefahr. Sollte es im Zuge dessen zu einem Abverkauf der großen Tech-Werte kommen, würde dies wohl zu einer allgemeinen Schwäche am Aktienmarkt führen.

Einen weiteren Schatten auf das vierte Quartal werfen potenzielle geopolitische Spannungen sowie die US-Wahlen am 5. November. Die Vorstellung, man könne Portfolios mit klaren Trump- oder



Aktienmarktbewertung nach KGV



Harris-Gewinneraktien bilden, ist nicht realistisch. So stellte Donald Trump, eigentlich der Hoffnungsträger der Öl- und Gasbranche, zuletzt klar, dass er ein „großer Solar-Fan“ sei. Was jedoch offensichtlich ist: Ein Wahlsieg Trumps brächte erheblichen Protektionismus mit wesentlich höheren Importzöllen mit sich. Dies hätte drastische Folgen für den Welthandel im Allgemeinen und für Europa und China im Besonderen. Gerade für die europäische Wirtschaft in ihrer schwachen Verfassung käme ein Zollkrieg mit den USA zur Unzeit. Den historisch hohen Bewertungsabschlag des STOXX Europe 600 Index zum S&P 500 (siehe Grafik) sehen wir somit derzeit als gerechtfertigt an.

Vor dem Hintergrund der beschriebenen Einflussfaktoren und Entwicklungen bleiben wir weiterhin zurückhaltend. Mit unserem langfristigen Investmentansatz, der auf unternehmensspezifische Aspekte im Rahmen des Stockpicking abzielt, sehen wir uns gut gewappnet und blicken mit Spannung auf die kommende Berichtssaison zum dritten Quartal. Wir setzen weiterhin auf Qualitätstitel mit hoher Profitabilität, Wettbewerbsstärke und Preissetzungsmacht.

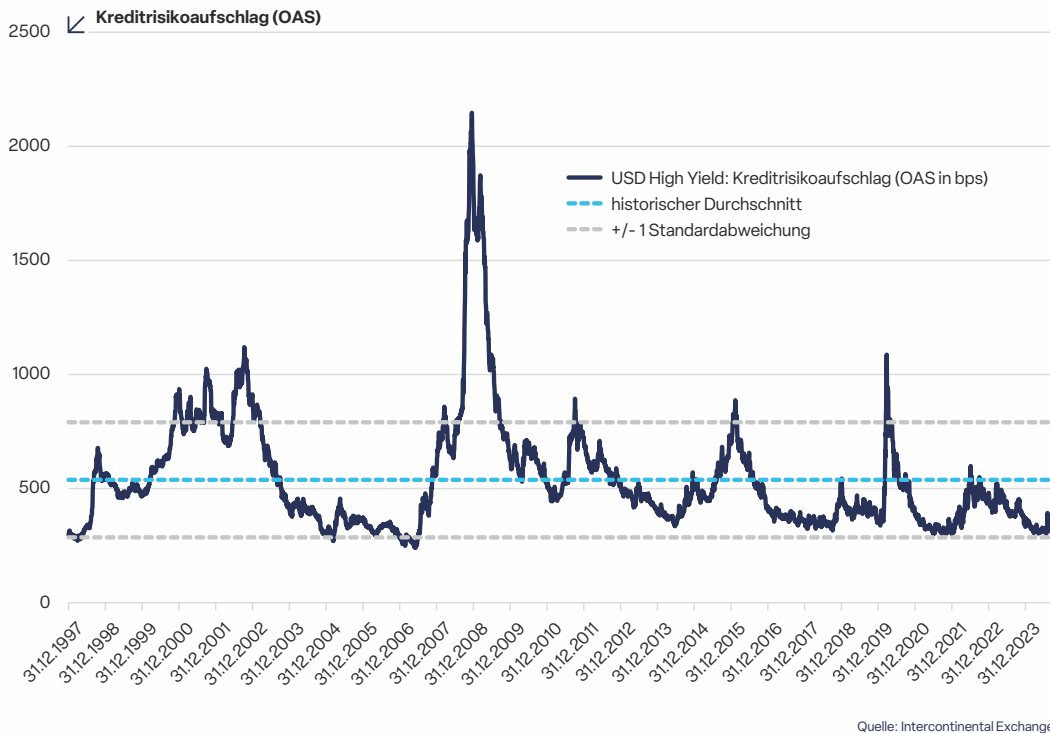
Anleihen

Der Ausblick im festverzinslichen Segment ist einerseits uneinheitlich und andererseits komplex. Mit einigermaßen hoher Gewissheit lässt sich prognostizieren, dass die kurz- und mittelfristige Entwicklung volatil wird. Dies ist auf das – im festverzinslichen Bereich immer, aber aktuell dramatisch vorherrschende – Spannungsverhältnis zwischen Zinsen und Kreditrisikoprämien zurückzuführen.

Die geldpolitische Lockerung durch die EZB und die Federal Reserve, die der aktuellen Interpretation entsprechend nicht von der Notwendigkeit getrieben wurde, die Wirtschaft vor einer drohenden



Kreditrisikoaufschlag – USD-Hochzinssegment



Rezession zu schützen, wirkt sich eindeutig positiv auf die Kapitalmärkte aus. Insbesondere sorgte die Aussicht auf schnell sinkende Zinsen bei anhaltender volkswirtschaftlicher Stärke zu einer Rallye im Hochzinsbereich, wo sich die Risikoaufschläge auf Rekordtiefs verringert haben und aktuell bei rund 300 Basispunkten liegen (siehe Grafik).

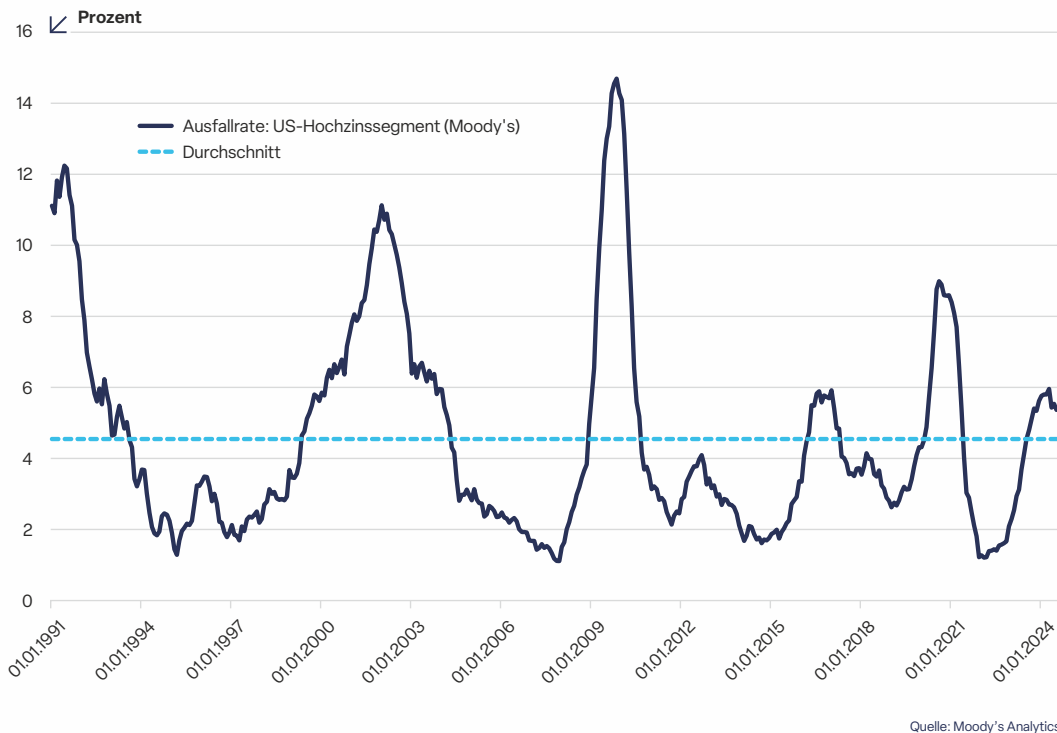
Tatsächlich kann die wirtschaftliche Aktivität in den Vereinigten Staaten weiterhin als robust bezeichnet werden. Die Dynamik lässt aber spürbar nach. In Europa sind wir jedoch mit einer eindeutigen Wachstumsschwäche konfrontiert. Gleichzeitig gibt es weltweit immer mehr Unternehmenspleiten. In den USA etwa meldeten allein in diesem Jahr bereits über 2500 Unternehmen Insolvenz nach dem sogenannten Chapter-11-Verfahren an, was mehr als eine Verdopplung gegenüber früheren Jahren darstellt. Weltweit stiegen die Insolvenzen 2023 im Schnitt um 29 Prozent an – der stärkste Anstieg seit 2009.

Auch größere, Anleihe-emittierende und von Ratingagenturen bewertete Unternehmen sind zunehmend mit Zahlungsschwierigkeiten konfrontiert. In den USA stieg die Ausfallrate unter diesen Anleiheemittenten seit 2022 von unter zwei auf nahezu sechs Prozent, was deutlich über dem historischen Durchschnitt liegt (siehe Grafik auf S. 14).

Die ungewöhnlich niedrigen Kreditrisikoprämien passen nicht zur aktuell vorherrschenden hohen Ausfallwahrscheinlichkeit von Unternehmen, wenngleich diese Gefahr bislang (noch) auf kleinere Unternehmen begrenzt ist. Sollte sich die Erwartung einer sanften Landung nicht bewahrheiten, so dürfte der Hochzinsbereich ein deutliches „Repricing“ erfahren und erheblich unter Druck geraten. Anleihen mit guter Bonität versprechen in einem solchen Szenario besseren Schutz. Wir behalten vor diesem Hintergrund die Übergewichtung von Investmentgrade-Anleihen bei, zumal diese relativ gesehen attraktiv bewertet sind. Auch im Hochzinssegment gibt es nach wie vor Chancen, hier ist aber aktives Management unabdingbar, um selektive Investitionen zu verfolgen.



Ausfallrate: US-Hochzinssegment (Moody's)



Rohstoffe

Größter Einflussfaktor für zyklische Rohstoffe wie Öl, Kupfer und Eisenerz dürften die versprochene Unterstützung der chinesischen Wirtschaft durch die Regierung und staatsnahe Unternehmen sein. Als Werkbank der Welt ist China zu dem größten Rohstoffkonsument aufgestiegen. Mit den neuen Konjunkturmaßnahmen sollen der angeschlagene Immobiliensektor gerettet und der Konsum angeregt werden. Damit einher geht eine größere Nachfrage nach Rohstoffen. Auch Indien, mit einem seit Jahren starken Wirtschafts- und Bevölkerungswachstum, tritt zunehmend als Nachfragefaktor in Erscheinung, um die in vielen Bereichen unterentwickelte Infrastruktur anzupassen.

Die Nachfrage der Zentralbanken nach Gold bleibt hoch und wird zunehmend durch Nachfrage von Investoren ergänzt. Auch wenn der Goldpreis bereits eine starke Entwicklung hinter sich hat, so ist der Trend weiter intakt.

Eine besondere Situation zeichnet sich bei Silber ab, so profitiert das Edelmetall von der Goldentwicklung und gleichzeitig gibt es eine hohe industrielle Nachfrage, vor allem aus dem Bereich Photovoltaik. Dies führt dazu, dass sich das mehrjährige Angebotsdefizit ausweitet und den Preis stützt. Die politisch gewollte Dekarbonisierung von großen Volkswirtschaften führt schon heute und auch für die nächsten Jahre zu einer hohen Nachfrage nach Kupfer. Da neues Angebot nur langsam auf den Markt kommt, ist die Perspektive für das Metall weiterhin gut.

Für die Agrarrohstoffe Kaffee und Kakao scheint sich eine Konsolidierung abzuzeichnen, wohingegen Sojabohnen und Weizen anscheinend eine Bodenbildung abgeschlossen haben.

Rohstoffe im Allgemeinen haben meist eine hohe Schwankung und Agrarrohstoffe unterliegen meist noch zusätzlich Witterungseinflüssen und erhöhen das Risiko eines Investments.



Fazit

Wenn wir an den Jahresanfang zurückdenken und uns die damalige Erwartungshaltung an die Kapitalmärkte für das Jahr 2024 noch einmal vor Augen führen, dann müsste man sich diese nach Dreiviertel des Jahres wohl kräftig

reiben. Nahezu sämtliche Jahresausblicke waren – übrigens wie fast immer – schon nach wenigen Wochen überholt. Auch die kurzfristigen Entwicklungen an den Märkten, welche sich eben nicht immer durch vermeintlich offensichtliche wirtschaftliche oder geopolitische Zusammenhänge erklären lassen, sorgen immer wieder für Überraschungen. Die Zukunft lässt sich nun einmal nicht vorhersagen. Man kann sich aber darauf vorbereiten.

Die (Leit-)Zinsen dürften in den nächsten Monaten weiter sinken. Und zwar schlichtweg, weil sie es im Rahmen (vorerst) gebändigter Inflation und einem nach wie vor hohen geldpolitischen Realzins in den USA können und in Europa, auch vor dem Hintergrund der schwachen wirtschaftlichen Entwicklung, sogar müssen. Wann genau und in welchem Umfang die Zentralbanken Zinssenkungen durchführen werden, ist reine Spekulation. Der Versuch des perfekten „Timings“ vieler Marktteilnehmer führt immer wieder zu Schwankungen an den Zins- und Aktienmärkten, die man besser einfach nur aushält. Das „Spekulieren“ auf bestimmte kurzfristige Entwicklungen mag dem ein oder der anderen Spaß bereiten, so dass man es womöglich als Hobby betreibt. Hobbies kosten bekanntlich jedoch meistens Geld.

In wenigen Wochen steht uns mit der US-Wahl ein weltweit viel beachtetes Ereignis bevor. Wie in unserem Aktienausblick bereits erwähnt, raten wir von einer konkreten Positionierung in vermeintliche Trump- oder Harris-Aktien ab. Bei aktuell so engen Umfragewerten lässt sich gar nicht erst seriös abschätzen, wer die Wahl gewinnen wird. Und ebenfalls nicht, welche Reaktionen zum Beispiel aus einer Niederlage Trumps im Land der unbegrenzten Möglichkeiten resultieren würden. Nur weil etwas in der Vergangenheit passiert ist, muss es nicht genauso wieder geschehen. Was wir allerdings mit Sicherheit sagen können, ist, dass die Börsen keine Unsicherheit mögen. Insofern wäre ein extrem knappes Wahlergebnis oder die Anfechtung des Wahlergebnisses im Falle einer Niederlage durch das Trump-Lager, so dass wir schlimmstenfalls monatelang nicht wüssten, wer die USA regieren wird, der Nährboden für ausgeprägte Marktschwankungen. Wer sich darauf vorbereiten und diese möglichen Schwankungen nicht aushalten möchte, kann über eine Teilabsicherung des Portfolios nachdenken.

Sowohl die Aktien- als auch die Kreditmärkte sind inzwischen ambitioniert bewertet. Was gleichwohl zur nach wie vor überraschend guten wirtschaftlichen Entwicklung vor allem in den USA als entscheidende Lokomotive der Weltwirtschaft passt. In vielen Teilen der Welt läuft es weniger rund. Bildlich gesprochen kann man die aktuelle Situation wie folgt zusammenfassen: Während die USA allem Anschein nach zur sanften Landung ansetzen, ist Europa erst gar nicht abgehoben. Irgendwann könnten die Erwartungen der Marktteilnehmer in einem tendenziell bereits sehr reifen US-

Konjunkturzyklus enttäuscht werden (auch eine sanfte Landung ist eine Landung...). Wann genau das der Fall ist, lässt sich wiederum nicht vorhersagen. Sich darauf vorzubereiten und weiterhin investiert zu bleiben, aber dabei mit etwas mehr taktischer Liquidität zu operieren, um bei etwaigen kräftigeren Rücksetzern gute Unternehmen oder Unternehmensanleihen zu dann günstigeren Bewertungen einkaufen zu können, ist sicher eine gute Strategie.



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.