

Frankfurt am Main, den 18. Juni 2024

## Kommentar zur jüngsten Marktentwicklung

### Jüngste Entwicklungen

- Die Monate April und Mai waren im Ganzen von relativer Stabilität an den Aktienmärkten gekennzeichnet. Kursrückgängen im April folgten Kursgewinne im Mai, die diese ungefähr wettmachten. So verzeichnete der US-amerikanische *S&P 500* über den Zweimonatszeitraum einen Zuwachs von +0,4% (seit Jahresbeginn: +10,6%), der europäische *STOXX Europe 600* von +1,1% (+8,2%) und der japanische *Topix* von +0,6% (+20,7%). Der deutsche DAX blieb unverändert (mit 0,0% bzw. +10,4%, jeweils in lokaler Währung). Mit einer Veränderung von +0,1% konnte damit auch der weltweite *MSCI ACWI* seine robuste zweistellige Entwicklung von +10,6% halten (in EUR). Erwähnung verdient die dynamische Entwicklung der chinesischen Aktienmärkte, indem der *Hang Seng*-Index in Hongkong im Zweimonatszeitraum um +9,4% zulegte. Seit Anfang des Jahres blieb allerdings sowohl dieser Index (+6,1%, in lokaler Währung) als auch der breite Schwellenländer-Index *MSCI Emerging Markets* mit +5,2% (in EUR) weiterhin hinter den Industrieländern zurück.
- Bemerkenswert erscheint die Stärke der Aktienmärkte vor dem Hintergrund von tendenziell steigenden Zinsen. So erhöhten sich die Renditen der Staatsanleihen in den USA, sowohl bei kurzer als auch bei langer Laufzeit (von 4,6% auf 4,9% der zweijährigen und von 4,2% auf 4,5% der zehnjährigen *Treasuries*), wie auch in Deutschland (zweijährige Bundeilanleihen von 2,9% auf 3,1% und zehnjährige von 2,3% auf 2,6%). Damit liegen die breiten Rentenindizes seit Jahresbeginn im Minus, etwa der deutsche REX (ein Index deutscher Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit) bei -2,2% (in EUR). Positive Wertzuwächse verbuchten dagegen Investoren, die auf sehr kurze Laufzeiten oder auf Unternehmensanleihen gesetzt hatten.
- Dem Anstieg der Zinsen zugrunde lagen die jüngsten Daten zur Inflation, die sich insgesamt weiterhin als hartnäckig erwies. So lag die Inflation in Deutschland im Mai erwartungsgemäß bei 2,4% und im Euroraum bei 2,6%, jeweils höher als im April. Damit blieb die Inflation im Euroraum geringer als in den USA, wo für den April die jüngsten Daten eine Preissteigerung von 3,4% auswiesen. Dies reflektierte die überproportional steigenden Preise für Dienstleistungen (+5,3%) und Mieten (+5,5%). Wie in den vorangegangenen Monaten, präsentierte sich die US-Wirtschaft damit weiterhin vergleichsweise stark.
- Diese Dynamik zeigte sich auch in den Berichten der Unternehmen für das erste Quartal. In den USA präsentierten die Unternehmen erfreuliche Ergebnisse. Die Gewinne stiegen mit 6,0% nicht nur stärker als erwartet (+3,1%), sondern auch in der Breite. So meldeten ca. 56% der Unternehmen im *S&P 500* höhere Margen und fast alle Sektoren höhere Gewinne als im Vorjahr. In Europa verzeichneten die Umsätze und Gewinne der Unternehmen dagegen leichte Einbußen (jeweils um ca. -4%).
- Diese Dynamik der US-amerikanischen Wirtschaft bei hartnäckiger Inflation erklärt, dass die Erwartung von Zinssenkungen durch die *Federal Reserve* weiter gedrosselt wurde. Inzwischen wird die erste Zinssenkung dort erst für den September erwartet. Im globalen Vergleich mit anderen Währungsräumen fallen die USA damit im geldpolitischen Zyklus zurück. Verschiedene Zentralbanken haben in den vergangenen Monaten ihre Leitzinsen gesenkt, etwa die Zentralbanken in Ungarn auf 7,25% (um -0,50% im Mai), in Schweden auf 3,75% (um -0,25% im Mai), in Tschechien auf 5,25% (um -0,50% im Mai), in der Schweiz auf 1,5% (um -0,25% im März) und sowie unter den Schwellenländern in Mexiko auf 11,0% (um -0,25% im März) oder in Brasilien auf 10,5% (um -0,25% im Mai). Damit signalisierten die Währungshüter, dass sie das Risiko einer inflationären Überhitzung ihrer jeweiligen Volkswirtschaften gering einschätzten.
- Jüngere Daten lassen zugleich auf wachsende konjunkturelle Zuversicht schließen. Im Euroraum stieg die Zuversicht unter Unternehmen im Einkaufsmanagerindex (PMI) den fünften Monat in Folge. Im deutschen Einzelhandel verzeichnete der ifo-Klimaindex mit 98,9 Punkten den höchsten Wert seit August 2021.

Wenngleich das Risiko einer Rezession damit sinkt, dürfen diese Nachrichten nicht darüber hinwegtäuschen, dass nach wie vor ein sehr gedämpftes Wachstum zu erwarten ist: Jüngste Prognosen rechnen für die Eurozone mit einem Wachstum von lediglich 0,7% für 2024 und 1,5% für 2025. Bremsend wirkte zudem die Einführung markanter Strafzölle der US-Regierung auf einzelne Importe aus China und das damit verbundene Signal anhaltender außenwirtschaftspolitischer Konfrontation.

- Erwähnung verdient in diesem Zusammenhang der deutliche Anstieg der Rohstoffpreise seit Beginn des Jahres. Zum 31. Mai verzeichnete der breite Rohstoff-Index CRB (*Commodity Research Bureau*, auch *Thomson Reuters-Index* genannt) einen Anstieg seit Jahresbeginn um +11,4% (in USD). Dies reflektierte nicht nur den deutlichen Anstieg in den Preisen von Öl (der Sorte *Brent* seit Jahresbeginn um +7,2%, in USD), Gas (der Sorte *Natural Gas EUR Dutch TTF* um +16,4%, in EUR) und Gold (um +13,1%, in USD). Ins Gewicht fiel hier auch die bedeutende Erhöhung der Preise von landwirtschaftlichen Rohstoffen und von Industriemetallen, insbesondere Kupfer (seit Jahresbeginn um +19,7%, in USD) und Aluminium (+20,0%, in USD).
- Bemerkenswert erscheint vor diesem Hintergrund die wachsende Risikobereitschaft der Marktteilnehmer. Die Sentiment-Indikatoren zeigten weiterhin eine tendenzielle Überhitzung der Aktienmärkte an. Der *Fear-Greed-Indikator* stieg zwischenzeitlich auf 62/100 („Greed“), und eine Umfrage der Bank of America vom 14. Mai ergab, dass Fondsmanager sich so optimistisch positioniert hatten wie zuletzt im November 2021: Die Liquiditätsquoten von Fonds lagen auf dem niedrigsten Niveau, während ihre Aktienquoten den höchsten Stand seitdem verzeichneten.

### Unsere Einschätzung

- Gemessen an den konjunkturellen Rahmenbedingungen halten wir die jüngste Entwicklung weiterhin für bemerkenswert robust. Wenngleich die Unternehmensgewinne wie auch jüngste Konjunkturdaten zumindest tendenziell förderlich, wenn nicht erbaulich ausfielen, bleiben (insbesondere: US-amerikanische) Aktien teuer bewertet, dies auch im Vergleich zum weiterhin attraktiven Zinsniveau. Eine Korrektur wäre zu erwarten, wenn die Unternehmensgewinne in der Breite einbrechen oder die Inflation überraschend ansteigen würden.
- Angesichts der vergleichsweise attraktiven Zinsen an den Rentenmärkten stellt sich weiterhin die Frage, welche Faktoren die Aktienmärkte auf den derzeitigen Niveaus stützen. Die Stärke der Aktienmärkte allein mit der Nachfrage von Nachzüglern zu erklären (im Sinne von „*Fear of Missing Out*“, FOMO abgekürzt) greift aus unserer Sicht zu kurz. Zwei andere Faktoren halten wir in diesem Zusammenhang für relevant. Erstens wird der US-amerikanische Aktienmarkt in hohem Maße von den Aktienrückkäufen der Unternehmen gestützt. Zweitens bedeuteten die steigenden Aktienkurse in den vergangenen Monaten für viele Haushalte Vermögenszuwächse, die ihre Konsumneigung fördern und damit die konjunkturelle Entwicklung unterstützen. Nach Angaben der US-Regierung wuchsen die Vermögen der US-amerikanischen Haushalte im ersten Quartal um ca. 3,3%, vor allem getragen von Zuwächsen im Kapitalvermögen. Indem sie die Investitions- und Konsumneigung fördern, unterstützen die Finanzmärkte die Konjunktur.
- Beachtung verdient aus unserer Sicht die jüngste Dynamik bei Rohstoffen. Drei Aspekte halten wir hier für relevant:
  - **(Geo-) Politics matter:** Wie wiederholt erläutert, spiegelt der Anstieg des Goldpreises die wachsende Nachfrage von Zentralbanken wider, getragen insbesondere von dem Bemühen, die Abhängigkeit vom US-Dollar zu reduzieren. In ähnlicher Weise halten wir auch den Preis von Rohöl für in hohem Maße politisch bestimmt. Hier kommen nicht nur die Entscheidung der OPEC über die Fördermengen zum Tragen, sondern auch die politischen Entscheidungen einzelner Regierungen, ihre Reserven im Interesse ihrer politischen Unabhängigkeit zu halten bzw. aufzubauen, wie zum Beispiel die *Strategic Petroleum Reserve* (SPR) der US-Regierung.

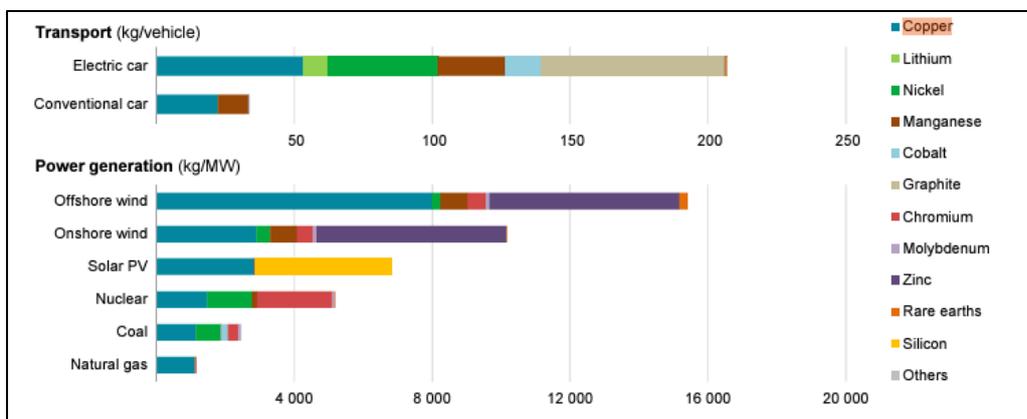
- **Angebotsengpässe:** Daneben sind verschiedene Rohstoffe durch begrenzte Förderkapazitäten geprägt, insbesondere im Bereich der fossilen Energieträger und nicht zuletzt bedingt durch die Zurückhaltung von Finanzierungspartnern durch Auflagen zur Nachhaltigkeit. Die Planungszyklen und Vorlaufzeiten bei Investitionen bedeuten erhebliche Verzögerungen, bis Entscheidungen zur Investition in neue Kapazitäten das Angebot erhöhen.
- **Strukturell steigende Nachfrage:** Zudem wirken sich einige Entwicklungen und Prioritäten deutlich auf die künftige Nachfrage einzelner Rohstoffe aus: Das Ziel zur Klimaneutralität etwa fördert die Nachfrage nach Strom und Uran sowie nach einzelnen Industriemetallen. Die Nachfrage nach Energie und Industriemetallen würde zudem deutlich erhöht werden durch den wachsenden Bedarf von Rechenzentren und die Erhöhung von Verteidigungsausgaben (illustriert in unserer *Graphik des Monats*).
- In unserer Strategie berücksichtigen wir diese Entwicklungen nicht nur durch Gold, sondern auch durch rohstoffnahe Aktien. Nach wie vor haben wir Aktien tendenziell zwar übergewichtet, halten eine enge Steuerung im Zuge unseres täglichen Risikomanagements doch für geboten. Ergänzt werden Aktien durch europäische Unternehmensanleihen mit kurzer Laufzeit.

## Positionierung

- Selektive Gewinnmitnahmen und Absicherung von Buchgewinnen von Aktien und Anleihen.

## Graphik des Monats:

### Die Bedeutung ausgewählter Industriemetalle im Zuge des Ausbaus klimafreundlicher Technologien



Quelle: *The Role of Critical Minerals in Clean Energy Transitions*, International Energy Agency, März 2022 (IEA)

## Wichtige Hinweise:

Marktberichte dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Vermögensgegenständen dar. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung. Im Marktbericht zum Ausdruck gebrachte Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu historischen Wertentwicklungen erlauben keine Rückschlüsse auf Wertentwicklungen in der Zukunft. Der Verfasser oder dessen Gesellschaft übernimmt keinerlei Haftung für die Verwendung dieses Marktberichtes oder deren Inhalt. Die Weitergabe oder Änderungen des Marktberichts oder seines Inhalts bedürfen der ausdrücklichen Erlaubnis des Verfassers oder der Gesellschaft.