

Frankfurt am Main, den 30. Oktober 2024

Kommentar zur jüngsten Marktentwicklung

Jüngste Entwicklungen

- Mit anhaltender Risikobereitschaft markierte der September ein insgesamt robustes drittes Quartal an den Finanzmärkten. So verzeichneten wichtige Aktienindizes einstellige Zuwächse, etwa der US-amerikanische *S&P 500* mit +5,5% im dritten Quartal (seit Jahresbeginn: +20,8%), der deutsche *DAX* mit +6,0% (+15,4%) oder der Schweizer *SMI* mit +1,5% (+9,3%, jeweils in lokaler Währung). Nach zuletzt vorherrschender Skepsis verbuchten chinesische Aktien im September starken Zuspruch mit entsprechend deutlichen Kursanstiegen, etwa der *Shanghai A-Share-Index* mit +17,4% (+12,1%). Hierdurch getragen zeigten die Aktienindizes der Schwellenländer im dritten Quartal einen stärkeren Zuwachs als die Industrieländer (+4,4% vs. +2,1%, jeweils in EUR). Insgesamt verzeichnete der globale Aktienindex *MSCI ACWI* zum 30.9. einen Anstieg seit Jahresbeginn in Höhe von +17,6% (in EUR).
- Ungeachtet dieser im Rückblick freundlichen Entwicklung waren die Finanzmärkte im dritten Quartal von beachtlicher Nervosität gekennzeichnet. Gefördert wurde sie durch die Entwicklung in Japan, ausgelöst durch eine überraschende Erhöhung der Leitzinsen am 31. Juli von 0,1% auf 0,25%. Dies veranlasste abrupte Rückflüsse aus sogenannten *Carry-Trades* in den Yen und setzte die japanischen Aktienmärkte unter Druck: Der japanische Aktienindex *Topix* erlitt den stärksten Kurseinbruch seit fast 40 Jahren, nämlich um ca. -26% vom 2.–5. August 2024. Obwohl sich die japanischen Finanzmärkte wieder erholten, schloss der *Topix* das Quartal mit einem Rückgang von -7,4% (seit Jahresbeginn +13,6%, in lokaler Währung). Diese Entwicklung prägte auch die globalen Finanzmärkte: Der US-amerikanische Volatilitätsindex, *VIX*, ein Index der Marktnervosität, schnellte kurzfristig auf ein Niveau, das er zuletzt im März 2022 in der sich ausbreitenden Covid-Pandemie gezeigt hatte.
- Nicht nur der japanische Aktienmarkt, auch die Aktien von wachstumsstarken Firmen, insbesondere im Technologie-Sektor, unterlagen der kritischen Überprüfung der Anleger. So gaben die Kurse der dominierenden Technologiekonzern nach ihren bisherigen Höchstständen im Juli vorübergehend deutlich nach, zum Beispiel *Microsoft* um ca. -16%, *NVIDIA* um ca. -27% oder *amazon* um ca. -19%. Insgesamt verbuchten Technologieunternehmen im dritten Quartal einen Rückgang von -2,9% (seit Jahresbeginn: +24,9%), während Unternehmen mit hohen Dividenden (+5,3% bzw. +12,9%), Substantitel (+5,1% bzw. +15,0%) und Versorger (+11,3% bzw. +18,6%) überdurchschnittlich zulegten (jeweils bezogen auf die Indexfamilie *MSCI ACWI*, in EUR). Dennoch boten sogenannten *Magnificent Seven*, die führenden US-Technologiekonzerne, bis zum Quartalsende eine herausragende Wertentwicklung seit Jahresbeginn mit +36,7% (in EUR).
- Gefördert wurde die Risikobereitschaft der Anleger von geldpolitischen Schritten. So senkten die Notenbanken in bedeutenden Währungsräumen im dritten Quartal die Leitzinsen, nicht nur die US-amerikanische *Federal Reserve* um 0,5%, sondern auch die Zentralbanken von Großbritannien (-0,25%), Schweden (-0,25%), der Schweiz (-0,25%) oder Mexiko (-0,25%). Damit reagierten die Notenbanken auf freundliche Daten zur tendenziell weiter abnehmenden Inflation. Für die Industrieländer erwartet der Internationale Währungsfonds (IWF) eine Preissteigerung von nur noch 2,6% im laufenden bzw. 2,0% im kommenden Jahr.
- Vor diesem Hintergrund fielen auch Renditen von Anleihen, sowohl bei kürzeren als auch bei längeren Laufzeiten. So sanken die Renditen von deutschen Bundesanleihen im dritten Quartal bei zweijähriger Laufzeit von 2,9% auf 2,1%, bei zehnjähriger Laufzeit von 2,5% auf 2,1%. Analog reduzierten sich die Renditen von US-amerikanischen *Treasuries* von 4,8% auf 3,6% bei zweijähriger und von 4,3% auf 3,8% bei zehnjähriger Laufzeit. Damit bot das dritte Quartal für Investoren an den Rentenmärkten nach einem verhaltenen ersten Halbjahr moderate Kursgewinne, etwa in Höhe von +2,7% für europäische

Unternehmensanleihen bei kurzer Laufzeit (*iBoxx EUR Corporates 1-5 TR*, seit Jahresbeginn: +3,8%, in EUR).

- Stimmig mit den sinkenden Renditen an den Rentenmärkten erscheint der bemerkenswerte weitere Anstieg im Preis von Gold, der allein im dritten Quartal um ca. +14% auf USD 2.660 pro Feinunze stieg und damit seit Jahresbeginn einen Zuwachs von ca. +29% aufweist, deutlich rentierlicher als die Aktienmärkte. Marktbeobachtern zufolge reflektierte dies nicht nur die anhaltenden Goldkäufe von Zentralbanken, sondern auch die skeptische Bewertung von Investoren der hohen US-amerikanischen Staatsverschuldung und einer damit einhergehenden Erwartung einer anhaltenden Inflation.
- Die freundliche Entwicklung der Finanzmärkte darf nicht darüber hinwegtäuschen, dass der konjunkturelle Ausblick sich zwar aufhellte, doch bedeutende Unwägbarkeiten bleiben. Für die Weltwirtschaft erwartet der IWF in seinem jüngsten Ausblick vom Oktober ein moderates Wachstum von 3,2% (für 2024 und 2025, jeweils). Zwar wird das Risiko einer Rezession inzwischen geringer bewertet, doch bleibt die Einschätzung wichtiger Volkswirtschaften wie Deutschland, Japan und China weiterhin verhalten bis skeptisch. Vor welchen weitreichenden strukturellen Herausforderungen die Wirtschaft im Euroraum steht, illustrierte der breit beachtete Bericht des ehemaligen Präsidenten der Europäischen Zentralbank, Mario Draghi, an die Europäische Kommission.
- Erwähnung verdienen in diesem Zusammenhang die jüngsten Maßnahmen der chinesischen Regierung zur Stimulierung der Wirtschaft. Neben einer Senkung der Leitzinsen umfassten sie Vergünstigungen für Immobilienkredite und für kommunale Kredite. Abzuwarten bleibt allerdings, ob diese Maßnahme die bislang nach wie vor zurückhaltende Konsumneigung und Binnennachfrage nachhaltig fördern.

Unsere Einschätzung

- Insgesamt entspricht die jüngste Entwicklung unserer Erwartung einer allmählichen Normalisierung der geldpolitischen Rahmenbedingungen in Kombination mit einer zwar moderaten, doch stabilen konjunkturellen Entwicklung. Die deutlichen Verwerfungen im dritten Quartal bewerten wir als Ausdruck erheblicher Ungewißheit, bedingt durch geopolitische Krisenherde und Spannungen, hohe Erwartungen an die Kommunikation der Notenbanken zu weiteren geldpolitischen Schritten und nicht zuletzt die bevorstehende Wahl in den USA. (Bezeichnend für diese Nervosität erscheint der öffentliche Appell einiger Ökonomen im August an die US-amerikanische *Federal Reserve* im August, die erwartete Zinssenkung angesichts eines steigenden Rezessionsrisikos vorzuziehen, unabhängig von den regelmäßigen Sitzungsterminen.)
- Schlüssig erscheint die Nervosität des Marktumfeldes insbesondere im Zusammenhang mit den hohen Bewertungen, die einzelne Aktiensegmente kennzeichnen, insbesondere bei den führenden US-Technologiekonzernen. Deren jüngste Kursentwicklung reflektiert in hohem Maße den Optimismus von Anlegern zu Chancen im Zusammenhang mit dem weitergehenden Einsatz der sogenannten Künstlichen Intelligenz. Drei Aspekte erscheinen uns hier relevant.
 - Die Erwartung nicht nur einmaliger, sondern anhaltend hoher Gewinne erklärt, dass *NVIDIA* derzeit mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 48 bewertet wird, teurer als die meisten anderen Mega-Technologie-Konzerne. Diese Einschätzung beruht auf der Erwartung, dass *NVIDIA* im Segment der Hochleistungschips, wie sie für Investitionen in Künstliche Intelligenz erforderlich sind, einen Marktanteil von mindestens 90% über mindestens zwei weitere Jahre wird halten können. Dies erklärt die deutlich höhere Profitabilität von *NVIDIA* im Vergleich mit den anderen *Magnificent Seven*-Konzernen (siehe unsere *Graphik des Monats*).
 - Diese hohe Bewertung ist getragen von grundsätzlichem Optimismus zum Wirkungsgrad der Künstlichen Intelligenz und ihrer Anwendbarkeit. In diesem Zusammenhang werden erhebliche Produktivitäts- und Effizienzgewinne erwartet sowie ein Wachstumsschub für die Weltwirtschaft.

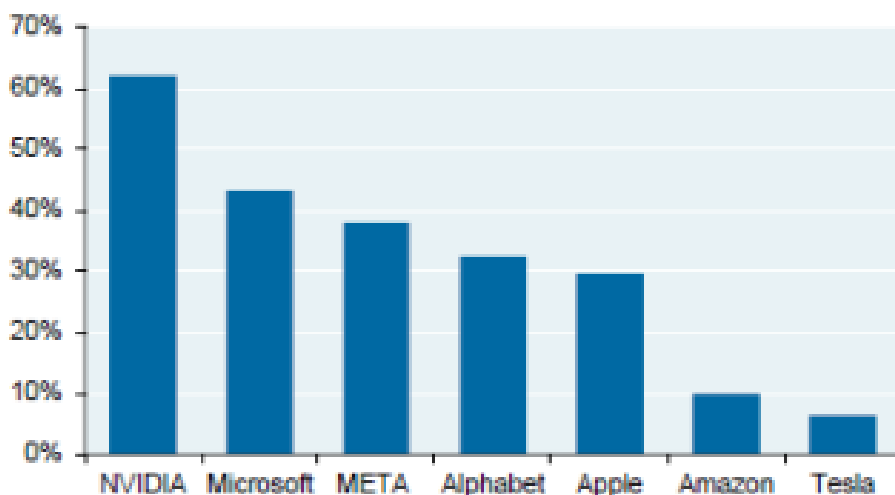
- Fraglich erscheint allerdings, ob die Nachfrage nach geeigneten Grafikprozessoren zügig bedient, wie der steigende Energiebedarf gedeckt, ob die erforderliche Recheninfrastruktur zügig aufgebaut werden kann, wann die erheblichen Investitionen der Technologiekonzerne in die Infrastruktur und die Entwicklung von Algorithmen durch operationale Erträge finanziert sein werden und nicht zuletzt wie geopolitische Risiken zu bewerten sind, die sich aus der Bedeutung der *Taiwan Semiconductor Manufacturing Company (TSMC)* als derzeit wichtigstem Lieferanten für *NVIDIA* von hochentwickelten Chips ergeben. Diese Prüfpunkte erklären zu einem erheblichen Teil die jüngst gestiegene Schwankungsanfälligkeit in den Kursen der Mega-Technologie-Konzerne.
- In unserer Positionierung verfolgen wir derzeit eine mindestens neutrale Aktienquote, deren Umsetzung Wachstums- und Technologietitel zwar weiterhin bedeutend, doch inzwischen geringer berücksichtigt. Neben Unternehmensanleihen in EUR betrachten wir Gold und ausgewählte marktunabhängige Konzepte als wichtige Ergänzungen, um den oben genannten Risiken Rechnung zu tragen.

Positionierung

- Im Berichtszeitraum veranlassten wir verschiedene Dispositionen, insbesondere
 - Selektive Gewinnmitnahmen von Aktien im Wachstumssegment, insbesondere Technologieunternehmen;
 - Aufbau defensiver Aktienengagements;
 - Erhöhung der Allokation in Gold;
 - Gewinnmitnahmen bei ausgewählten Anleihenengagements.

Grapik des Monats

Magnificent Seven: Operative Ertragsmargen im Vergleich



Quelle: Bloomberg, JP Morgan Asset Management, Juli 2024

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.