

Frankfurt am Main, den 28. Februar 2024

Kommentar zur jüngsten Marktentwicklung

Jüngste Entwicklungen

- Wie die vorangegangenen Monate war auch der Beginn dieses Jahres von anhaltender Risikobereitschaft an den Aktienmärkten geprägt. So verzeichnete der US-amerikanische *S&P 500* im Januar einen Kursanstieg von +1,6%, der deutsche *Dax* +0,9%, der europäische *STOXX Europe 600* +1,4% und der japanische *Topix 100* sogar +9,3% (jeweils in lokaler Währung). Auf dieser Basis stieg der globale Aktienindex *MSCI ACWI* um +2,3% (in EUR). Wie im Vorjahr blieben die Schwellenländer weiterhin hinter den Industrieländern zurück. So verzeichnete der *MSCI Emerging Markets* einen Rückgang von -3,0% (in EUR), bedingt insbesondere durch Kursverluste an den mit ca. 25% bedeutend gewichteten chinesischen Aktienmärkten (z.B. des *Hang Seng*-Index in Hong Kong um -9,2%, in lokaler Währung).
- Getragen war diese Entwicklung zunächst von wachsender konjunktureller Zuversicht. Jüngste Daten vom US-amerikanischen Arbeitsmarkt übertrafen die erwartete Anzahl neuer Arbeitsplätze bei einer weiterhin konstant niedrigen Arbeitslosenquote von 3,7%. Zudem expandierte die US-Wirtschaft mit einer annualisierten Wachstumsrate von +3,3% überraschend stark. Auch für die Eurozone festigten sich die Anzeichen einer konjunkturellen Erholung, insbesondere durch Daten zur robusten Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe.
- Daneben unterstützten auch die insgesamt erfreulichen Berichte der Unternehmen über das 4. Quartal die Risikobereitschaft an den Aktienmärkten. Insbesondere vor dem Hintergrund des hohen Bewertungsniveaus des US-amerikanischen Aktienmarktes maßen Anleger diesen Daten besondere Bedeutung bei (wie in unserer Markteinschätzung vom Dezember dargelegt). Unter den Unternehmen des US-amerikanischen *S&P 500* stiegen nicht nur die Umsätze und Gewinne stärker als erwartet, sondern überraschten auch die Gewinnmargen positiv, indem sie nicht wie befürchtet sanken, sondern um +0,27% stiegen (vs. -0,14% Erwartung).
- Erwähnung verdient in diesem Zusammenhang allerdings, dass diese Gesamtbetrachtung vom Gewicht der sogenannten *Magnificent 7 – Alphabet, Amazon, Apple, Microsoft, Meta Platforms, Nvidia* und *Tesla* – geprägt war. Diese dominierenden Technologie-Konzerne entwickelten sich deutlich robuster als die anderen Unternehmen, nicht nur beim Umsatzwachstum (+15% vs. +3% für die anderen Unternehmen), sondern auch beim Margenanstieg (+5,82% vs. -0,56%) und beim Gewinnwachstum (+58% vs. -2%, jeweils gegenüber dem Vorjahresquartal). Die Signalwirkung dieser Ergebnisse erklärt, dass Technologie- und Wachstumsunternehmen im Januar einen stärkeren Kursanstieg verzeichneten als der breite Markt (+4,9% bzw. +3,0% vs. +2,3%, jeweils bezogen auf die globale Indexfamilie *MSCI ACWI [All Countries World Index]*).
- Zurückhaltender als die Aktienmärkte zeigten sich indes die Rentenmärkte. Maßgeblich waren hier die Signale der US-amerikanischen *Federal Reserve* und der Europäischen Zentralbank (EZB), die die seit November deutlich gestiegenen Erwartungen kurzfristiger Zinssenkungen im Spiegel der weiterhin robusten Inflationsdaten drosselten. Waren im Dezember in den USA noch sechs Zinssenkungen für 2024 erwartet worden, rechnen Marktteilnehmer inzwischen nur noch mit drei.
- Bei moderat steigenden Renditen starteten die Rentenmärkte damit überwiegend mit entsprechenden Kursrückgängen in das neue Jahr. Während die Rendite zweijähriger US-amerikanischer *Treasuries* von 4,28% auf 4,23% sank, stieg die der zehnjährigen von 3,87% auf 3,95%. In Deutschland zogen die Renditen der Bundesanleihen von 2,37% auf 2,52% (zweijährige) und von 1,97% auf 2,18% (zehnjährige) deutlich an.



- Einem baldigen Rückgang der Inflation entgegenstehen könnte der Anstieg des Ölpreises, der im Januar um ca. 7,5% auf USD 80,55 zulegte (Sorte *Brent*). Dies reflektierte die wachsenden Spannungen im Nahen Osten infolge der Beschlagnahmung eines Tankers durch den Iran und die darauffolgenden Luftangriffe auf den Jemen durch britische und US-amerikanische Streitkräfte. Sollte der Iran in diesem Zusammenhang sein Öl dem Weltmarkt vorenthalten, rechnen Analysten mit einem Anstieg des Ölpreises auf über USD 100. Die Meerenge von Hormus liegt auf der Route von ca. 25% des weltweit auf dem Seeweg transportierten Rohöls.
- Erwähnung verdient zudem die relativ stabile Entwicklung von Gold. Zwar sank der Preis pro Feinunze um ca. -1% auf USD 2.037 zum Monatsende. Allerdings reduzierten sich die Bestände der physisch unterlegten *Exchange Traded Funds* (ETFs) um einen höheren Anteil (um 51 Tonnen auf 3.175 Tonnen). Marktbeobachter begründen den vergleichsweise geringeren Rückgang des Goldpreises mit der anhaltenden Nachfrage von Seiten der Zentralbanken.

Unsere Einschätzung

- Die jüngste Entwicklung entspricht insofern unserer Erwartung, als sie im Korridor einer sogenannten „sanften Landung“ verläuft im Sinne einer sukzessiven Reduzierung der Zinsen ohne Rezession. Wie in unseren Thesen im Januar dargelegt, erwarten wir tendenziell eine höhere Inflation und langsamer sinkende Zinsen als viele andere Marktteilnehmer. In Frage gestellt würde unsere insgesamt konstruktive Sicht insbesondere durch unerwarteten Handlungsdruck der Zentralbanken als Antwort auf inflationären Druck (zum Beispiel durch weiter steigende Ölpreise) oder geopolitische Verwerfungen.
- Die anhaltende Wachstumsdynamik der dominierenden US-Technologiekonzerne verdient aus unserer Sicht insofern Beachtung, als diese Unternehmen eine Kombination von Eigenschaften bieten, die sie für Anleger attraktiv macht: eine insgesamt hohe Bilanzqualität gepaart mit Preissetzungsmacht und vor allem Innovationskraft. Unabhängig von saisonalen oder konjunkturellen Zyklen erwarten wir, dass sie – abhängig vom jeweiligen Geschäftsmodell – bedeutend, wenn nicht maßgeblich bleiben in der Ausgestaltung von Technologie-Trends der kommenden Jahre. Hierzu zählen insbesondere a) das Entstehen einer sogenannten *Bot-Economy* durch weitergehenden Einsatz von Künstlicher Intelligenz, definiert als eine Wirtschaft, in der nicht mehr Menschen mit Maschinen, sondern Maschinen mit Maschinen kommunizieren; b) weitergehende Fortschritte in der Medizintechnologie sowie c) eine wachsende Bedeutung von *Virtual Reality*, *Mixed Reality* und des sogenannten *Metaverse*.
- Während der US-amerikanische Aktienmarkt mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von ca. 21 auch im historischen Vergleich teuer ist, erscheint der europäische Aktienmarkt attraktiv mit einem Wert von 13, unterhalb seines historischen Durchschnittes von ca. 14,5. Wie die ebenfalls niedrigen Bewertungen des chinesischen und russischen Aktienmarktes allerdings zeigen, reflektieren solche Unterschiede nicht nur den verschiedenen Sektor-Mix einzelner Indizes. Hier kommen auch die politischen und institutionellen Rahmenbedingungen zum Tragen, die derzeit oft zitiert werden, um die Skepsis gegenüber dem Standort Deutschland zu begründen. Um dies zu bewerten, haben wir die jüngste Wachstumsdynamik und die Entwicklung des Staatssektors in Deutschland mit anderen Ländern verglichen (illustriert in unserer *Graphik des Monats*). Drei Aspekte halten wir hier für relevant:
 - Der Anteil des Staates an der Wirtschaft (die sogenannte „Staatsquote“) ist in den meisten Volkswirtschaften seit 2019 gestiegen, auch bedingt durch staatliche Maßnahmen zur Eindämmung der Pandemie. Auch Deutschland und Frankreich weisen deutlich gestiegene Staatsquoten aus (um 4,5% bzw. 3% auf 49% bzw. 58% des Bruttoinlandsproduktes), ohne dass ihre Volkswirtschaften allerdings strukturell gewachsen wären. (Von 2019 bis 2023 sind Deutschland und Frankreich lediglich um 0,6% bzw. 1,7% gewachsen – während die Eurozone insgesamt um 3,1% und die wichtigsten Industrieländer um 4,5% zulegten.)



- Zu einem erheblichen Teil reflektiert die höhere Staatsquote in Deutschland nicht Investitionen, sondern wachsende Transferzahlungen und Verwaltungskosten. So beansprucht der Verwaltungskosten-Etat des Bundes für das laufende Jahr mit EUR 24 Mrd. ca. EUR 7 Mrd. mehr als noch im Jahr 2020 (entsprechend einem Anstieg von 41% bzw. 9% p.a.). Ähnlich entwickelten sich die Personalkosten des Bundes mit einem aktuellen Etat von EUR 43 Mrd. (entsprechend einem Anstieg um 22% seit 2020 bzw. 5,3% p.a.).
- Neben der hiermit einhergehenden finanziellen Mehrbelastung haben sich in Deutschland auch die institutionellen Anforderungen an Unternehmen deutlich erhöht (häufig beschrieben als „*cost of doing business*“). Dies zeigt sich nicht nur an wachsenden Rechtsrisiken (etwa durch mögliche Kollektivklagen durch das neue Verbraucherrecht durchsetzungsgesetz, VDuG – sic!), sondern auch am markanten Anstieg von gesetzlichen Vorgaben. Einer aktuellen Analyse der Börsenzeitung zufolge hat sich die Anzahl von Bundesgesetzen mit Einzelnormen seit 2014 um 18% auf 52.155 erhöht, die Anzahl der Rechtsverordnungen mit Einzelnormen im gleichen Zeitraum um 16% auf 44.272. Verglichen mit anderen Ländern, dürften sich die Rahmenbedingungen in Deutschland damit relativ verschlechtert haben.
- Damit sind niedrige Bewertungen nicht unweigerlich attraktiv. Vor diesem Hintergrund kombinieren wir in unserer Investitionsstrategie den Einsatz breiter ETFs mit einer hohen Selektivität einzelner attraktiver Unternehmen, vor allem durch ausgewählte Fondsmanager. Nach wie vor halten wir die Aktienquote sowie den Anteil von wachstumsstarken Unternehmen tendenziell übergewichtet.

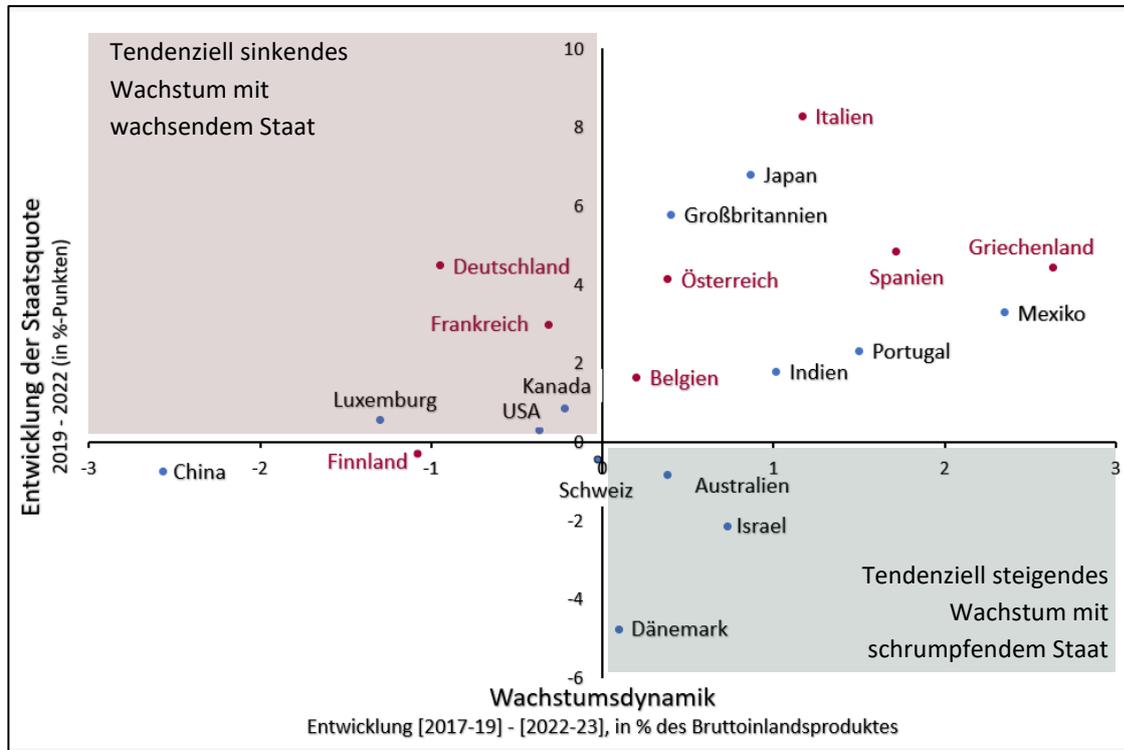
Unsere Positionierung

- In unserer Positionierung veranlassten wir im Berichtszeitraum die folgenden Anpassungen:
 - Absicherung von Gewinnen bei einzelnen Aktien-Engagements.
 - Überprüfung der verbleibenden Renditen einzelner Anleihen vor dem Hintergrund der jüngsten Kursanstiege.



Graphik des Monats:

Volkswirtschaften nach Entwicklung der Staatsquote und Wachstumsdynamik im Vergleich



Anmerkung: bei Ländern in **rot** beträgt die Staatsquote > 45%

Quelle: Daten des Internationalen Währungsfonds (IWF), eigene Analyse

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 Marktberichtes oder seines Inhalts bedürfen der ausdrücklichen Erlaubnis des Verfassers oder der Gesellschaft.