

Frankfurt am Main, den 29. April 2024

Kommentar zur jüngsten Marktentwicklung

Jüngste Entwicklungen

- Getragen vom Momentum der vorangegangenen Monate, verzeichnete auch der März weitere Kursanstiege an den Aktienmärkten. Deutliche Zuwächse ließen wichtige Indizes das erste Quartal des Jahres mit einem zweistelligen Plus schließen, etwa den US-amerikanischen *S&P 500* mit +3,1% (seit Jahresbeginn: +10,2%), den europäischen *Euro Stoxx 50* mit +4,3% (+12,4%) oder den deutschen *DAX* mit +4,6% (+10,4%). Erwähnung verdient der japanische *Topix 100*, der mit einem robusten Monatsplus von +3,4% seit Jahresbeginn um +20% zulegte (jeweils in lokaler Währung). Der globale *MSCI ACWI* schloss das Quartal mit +10,7%, während die Schwellenländer, gemessen am *MSCI Emerging Markets*, im ersten Quartal mit +4,7% deutlich zurückblieben, wie auch im vorangegangenen Jahr (jeweils in EUR).
- Überraschend erscheint diese Risikofreude an den Aktienmärkten allerdings in zweifacher Hinsicht: Zunächst bot der konjunkturelle Ausblick wenig Anlass, die Erwartungen an die Gewinne von Unternehmen zu erhöhen. Ausgenommen von den USA, bleibt die Einschätzung der Weltwirtschaft weiterhin grundsätzlich verhalten, anfällig zudem gegenüber Auswirkungen der diversen militärischen und geopolitischen Krisenherde. So erwartete der Internationale Währungsfonds (IWF) in seiner jüngsten Prognose vom April zwar weiterhin ein Wachstum der Weltwirtschaft in diesem – wie auch für das kommende – Jahr von +3,2%, reduzierte allerdings seine vorangegangene Prognose vom Januar für bedeutende Wirtschaftsregionen außerhalb der USA wie auch für den Welthandel. Demnach sollten die Eurozone und Japan in diesem Jahr nur noch weniger als 1% wachsen, quasi also stagnieren. Die jüngste konjunkturelle Dynamik bestätigte die Rolle der USA als Lokomotive der Weltwirtschaft.
- Zudem geriet die geldpolitische Unterstützung der Aktienmärkte ins Stottern. Erwarteten viele Marktteilnehmer ab November noch mehrere beherzte Zinssenkungen von der US-amerikanischen *Federal Reserve*, wuchsen seitdem die Zweifel, ob die makroökonomischen Rahmenbedingungen dies zulassen würden. So ergaben die jüngsten Daten im März für die USA eine hartnäckige Kerninflation in Höhe von 3,8% im Vergleich zum Vorjahr, begünstigt nicht zuletzt durch hohe Ausgabenprogramme der Regierung und diverse wirtschaftspolitische Entscheidungen in einzelnen Bundesstaaten. (In Kalifornien erhöhte die Regierung zum Beispiel den Mindestlohn für einzelne Sektoren von USD 16 auf 20 pro Stunde.) Inzwischen erwarten nur noch weniger als 50% der Marktteilnehmer, dass die US-amerikanischen Leitzinsen vor September gesenkt werden.
- Dies zeigte sich auch an den Rentenmärkten, indem die Renditen von Staatsanleihen in der Breite seit Beginn des Jahres anstiegen: In den USA die der zweijährigen *US Treasuries* von 4,3% auf 4,7%, die zehnjährigen von 3,9% auf 4,2%, in Deutschland die zweijährigen Bundesanleihen von 2,4% auf 2,8%, die zehnjährigen von 2,1% auf 2,3%. Damit bescherte das erste Quartal für Investoren von Staatsanleihen in der Regel leichte Kursverluste. Lediglich Unternehmensanleihen boten Kursgewinne, indem deren Risikoaufschläge überproportional sanken. So verzeichneten Staatsanleihen zum 31. März eine Rendite von -0,7% (*iBOXX Sov. All 3-5*) und Unternehmensanleihen +0,4% (*iBoxx EUR Corporates 1-5 TR*, jeweils in EUR). Insgesamt waren die Rentenmärkte damit im ersten Quartal skeptischer als die Aktienmärkte.
- Bemerkenswert erscheint, dass trotz tendenziell steigender Zinsen jene Unternehmen überdurchschnittliche Kursgewinne aufwiesen, deren Bewertungen als besonders zinssensibel gelten, nämlich die sogenannten Wachstumsunternehmen. So war der Technologiesektor im ersten Quartal der stärkste Sektor mit einer Wertentwicklung von +14,6%, das Segment der Wachstumsunternehmen (*Growth*) mit +12,0% dynamischer als Substanzunternehmen (*Value*) mit



+9,3% (bezogen auf den entsprechenden Index der Indexfamilie *MSCI ACWI*, jeweils in EUR). Eine Erklärung hierfür bietet die anhaltende Dynamik der dominierenden US-Technologiekonzerne, der sogenannten *Magnificent Seven* (*Alphabet, Amazon, Apple, Meta Platforms, Microsoft, NVIDIA* und *Tesla*). Obwohl mit Apple und Tesla zwei dieser sieben Unternehmen im ersten Quartal Kursverluste verbuchten, verzeichneten diese sieben Unternehmen im Durchschnitt einen Wertzuwachs von +17,8% (in EUR).

- Stärker als die Aktienmärkte stieg im März der Preis von Gold, dessen Preis sich markant um +9,9% auf USD 2.246 pro Feinunze erhöhte. Gemessen an etablierten Regelmäßigkeiten bieten weder der (tendenziell steigende) USD-Kurs noch das (tendenziell ebenfalls steigende) Zinsniveau hierfür eine plausible Erklärung. Analysten verweisen in diesem Zusammenhang auf die steigende Nachfrage von Zentralbanken, insbesondere der indischen, chinesischen und russischen, im Bemühen, in ihren Währungsreserven die USD-Bestände und damit politische Abhängigkeiten zu reduzieren.
- Wie in den vorangegangenen Monaten erhöhte sich der Preis von Rohöl auch im März. Mit einem Monatszuwachs von +6,1% verzeichnete Öl der Sorte *Brent* mit einem Preis von USD 86,91 damit seit Jahresbeginn einen Preisanstieg von +14,9%. Dies reflektierte die Ankündigung der OPEC-Staaten im März, ihre Förderung um ca. 6% künftig zu reduzieren, wie auch die wachsende Nachfrage in den USA, indem die US-Regierung ihre strategische Reserve aufstockte.
- Insgesamt boten die Finanzmärkte im ersten Quartal damit ein uneinheitliches Bild. Bei nur moderat steigenden Gewinnerwartungen und deutlichen Kursgewinnen sind die Aktienmärkte insgesamt teurer geworden. So notierte der US-amerikanische Aktienmarkt zum 31. März bei einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von ca. 21. Dies entspricht ungefähr der vergleichbaren Bewertung der zweijährigen US-Staatsanleihen von 21,3 (berechnet als Vielfaches der o.g. Rendite von 4,7%) – bei allerdings deutlich höherem Risiko. Im Vergleich zwischen einzelnen Vermögensklassen und ihrem jeweiligen Rendite-Risiko-Verhältnis erscheinen die Aktienmärkte damit zu teuer.

Unsere Einschätzung

- Die jüngste Dynamik an den Aktienmärkten bewerten wir deshalb als Ausdruck einer bemerkenswerten Risikobereitschaft von Marktteilnehmern, die durch das Bewertungsniveau der Aktienmärkte in Kombination mit dem verhaltenen konjunkturellen Ausblick in der Breite fundamental kaum berechtigt erscheint. Deshalb halten wir das Risiko von Kursrückschlägen an den Aktienmärkten nun für höher als die Wahrscheinlichkeit weiterer bedeutender Kursgewinne.
- Zugleich zeigt die jüngste Kursrallye, wie einige wenige, stark kapitalisierte und in den Aktienindizes entsprechend hoch gewichtete Unternehmen die Marktentwicklung dominieren. Auch im Hinblick auf unsere weitere Positionierung halten wir drei Aspekte in diesem Zusammenhang für relevant:
 - **Size matters:** Innerhalb einzelner Aktienindizes sind in der Regel jene Unternehmen besonders gewichtig, die nicht nur größer, sondern auch internationaler aufgestellt sind als die Index-Unternehmen im Durchschnitt oder erst recht die Unternehmen der entsprechenden Region. Damit verfügen die stark gewichteten Unternehmen in der Regel über bedeutende Wettbewerbsvorteile, sei es in Möglichkeiten des internationalen Wachstums und der Optimierung über Landesgrenzen hinweg, der Verhandlungsmacht gegenüber Zulieferern oder der Attraktivität für Mitarbeiter. Zudem mussten stark kapitalisierte Unternehmen vieles richtig machen, um ihre Größe zu erreichen.
 - **GRANOLAS vs. Magnificent Seven:** Diese Dynamik zeigt sich nicht nur bei den sogenannten *Magnificent Seven* im US-amerikanischen Technologiesektor, sondern auch im europäischen Aktienmarkt: Analysten von Goldman Sachs verwiesen auf die relative Robustheit führender europäischer Unternehmen im Vergleich zum europäischen Aktienmarkt. Die Abkürzung

GRANOLAS steht für eine Gruppe elf führender europäischer Unternehmen, nämlich GSK, Roche, ASML, Novartis und Nestlé und Novo Nordisk, L'Oréal, LVMH, AstraZeneca sowie SAP und Sanofi. Wie unsere *Graphik des Monats* illustriert, zeigt ein Korb dieser Titel eine ähnliche Outperformance gegenüber dem *STOXX Europe 600*, dem breitesten europäischen Aktienindex, wie die sogenannten *Magnificent Seven* gegenüber dem *S&P 500* oder dem US-Technologieindex *Nasdaq*.

- **The Beauty of Market Leadership:** Plausibel erscheint dies auch im Hinblick auf die relative Positionierung der in den Indizes stark vertretenen Unternehmen in ihren jeweiligen Märkten. In der Regel beherrschen sie einen sehr bedeutenden, wenn nicht dominierenden Marktanteil. Entsprechend dem Prinzip „*The winner takes it all*“ gehen damit wichtige Vorteile einher bezüglich Brandbuilding, Kundenbindung, Preissetzungsmacht und Investitions- und Innovationskraft, die es diesen Unternehmen erlauben könnten, ihre relative Position zumindest zu festigen, wenn nicht auszubauen. So melden zum Beispiel Unternehmen wie JP Morgan Chase im Finanzsektor oder Walmart im US-Einzelhandel nennenswerte Investitionen zur Nutzung von Künstlicher Intelligenz in ihren Betriebsabläufen. Angesichts der beachtlichen Zäsuren in Märkten, Lieferketten und Technologien könnten die Vorteile der dominierenden Unternehmen derzeit stärker zu Buche schlagen als in früheren Phasen.
- Dementsprechend messen wir den dominierenden Unternehmen in den USA und Europa ein bedeutendes Gewicht in unserer Aktienallokation bei. Gegenüber Nebenwerten sind wir im Umkehrschluss zurückhaltend. Mit dieser Selektivität halten wir eine mindestens neutrale Aktienquote nach wie vor für berechtigt. Daneben setzen wir weiterhin auf kurzfristige Unternehmensanleihen in EUR sowie Gold und *Absolute Return*-Konzepte zur Stabilisierung der Wertentwicklung.

Unsere Positionierung

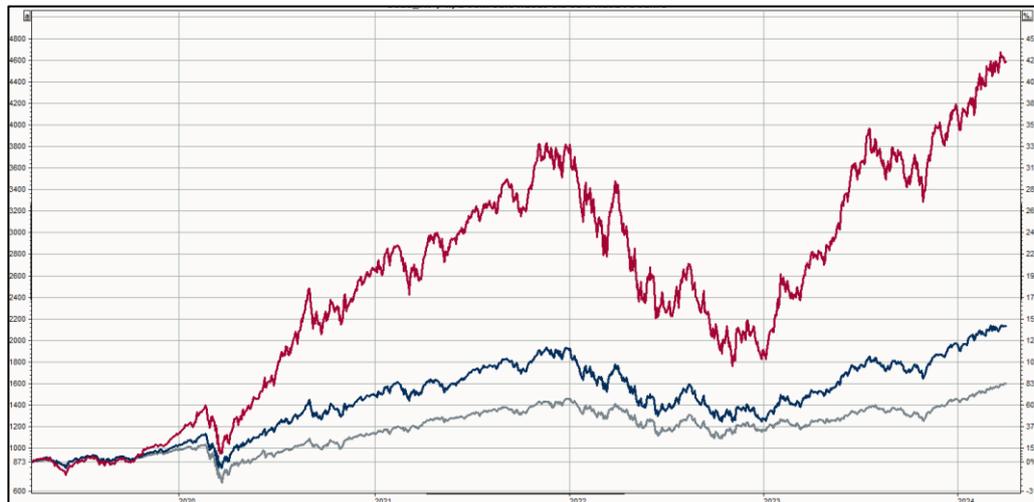
- In unserer Positionierung veranlassten wir im Berichtszeitraum die folgenden Anpassungen:
 - Absicherung und Teilrealisierung von Gewinnen bei einzelnen Aktien-Engagements.

Graphik des Monats:

Relative Wertentwicklung der *Magnificent Seven* und sogen. *GRANOLAS* im Marktvergleich

A. *Magnificent Seven* (rot: 425%) vs. *Nasdaq 100* (blau: 145 %) und *S&P 500* (grau: 83%, jeweils in USD)

1.4.2019 – 1.4.2024



B. *GRANOLAS* (rot: 127%) vs. *STOXX Europe 600 Performance-Index* (blau: 51%)

1.4.2019 – 1.4.2024



Quelle: infront Financial Technology GmbH, 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 Marktberichts oder seines Inhalts bedürfen der ausdrücklichen Erlaubnis des Verfassers oder der Gesellschaft.