

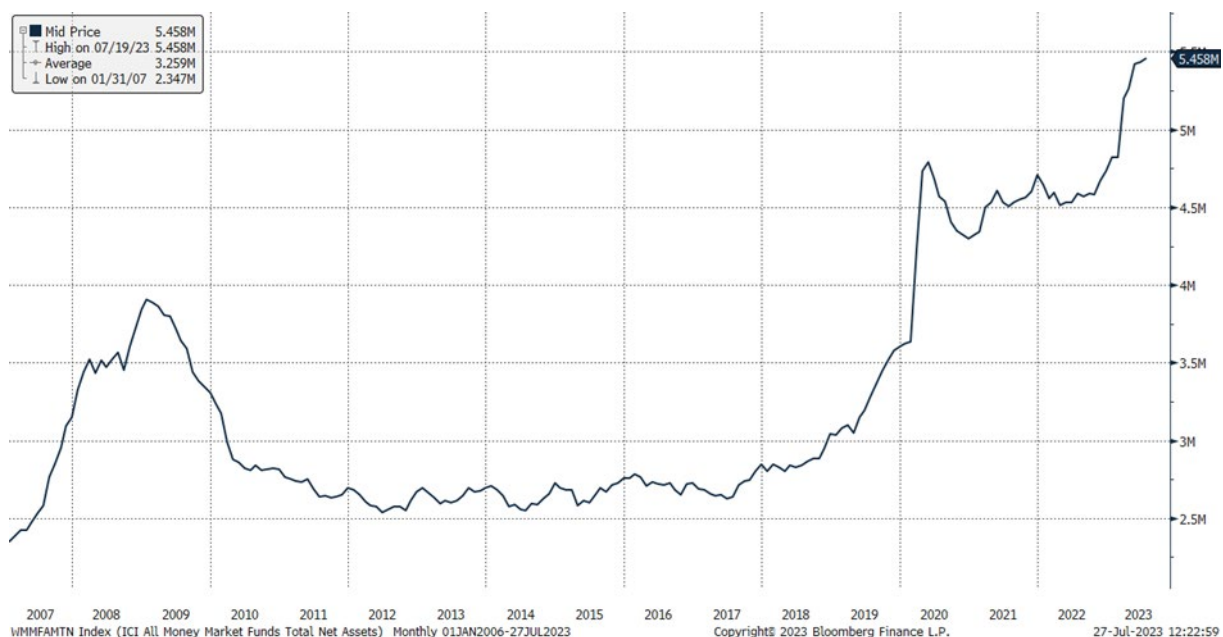
Marktkommentar 2.Quartal 2023

Auch im zweiten Quartal setzten die globalen Kapitalmärkte ihre Aufwärtsbewegung fort und überraschten die Marktteilnehmer und Investoren ein weiteres Mal positiv.

Der in den ersten Monaten vorherrschende Pessimismus, und die Skepsis oder Angst, Engagements an den Kapitalmärkten einzugehen, schwappten ins zweite Quartal über und erwiesen sich wiederum als unvorteilhafte Strategie.

Dieser Pessimismus kann auch in Zahlen und Charts dargestellt werden! Gewöhnlich stellen wir die Aktienmarktvolatilität VIX oder die Umfragen AAI Bullen/ Bären dar, aber heute erscheint es uns eindrucksvoller, die Flucht der Anleger in Sicherheit – in US-amerikanische Geldmarktfonds, aufzuzeigen. Die Graphik zeigt nicht nur reale Umschichtungen großer Geldvermögen, sondern auch die gestiegene Attraktivität dieser Anlagevehikel als Anlagealternative auf Grund der aggressiven Zinspolitik der Notenbanken.

Chart: Bloomberg Anlagen in Geldmarkt Funds USA



Anleger erklären liquide Geldmarktfonds zu Favoriten und investieren entsprechend ihrem Votum. Zum Halbjahreswechsel 2023 liegen in diesen Anlagevehikeln 5,4 Billionen US-Dollar. Ein Rekordwert! Die aktuellen Anlagen überschreiten die Volumen 2009 zur „Great Financial Crisis“ und 2020 mit dem Start der Pandemie. Beide Ereignisse waren mit Rezessionen verbunden!

Mit Gewissheit spiegeln die hohen Liquiditätsbestände nicht nur ein Abbild der reduzierten Risikoengagements an den Kapitalmärkten wieder. Im Zuge der Krise der regionalen Banken in den USA schichteten viele Kunden auch Gelder von ungesicherten Bankkonten in sichere Geldmarktfonds um. Tatsache bleibt jedoch, dass ein Pool an sicheren Anlagen zur Investition an den Kapitalmärkten zur Verfügung steht, der früher oder später den Weg an diese auch finden sollte. Nimmt man die Historie 2009 und 2020 wiederum als Ratgeber, so entwickelte sich der S&P 500 und Risikoanlagen, in den 12 Monaten nach den Höchstständen in sicheren Anlagen, sehr vorteilhaft.

Seit mehreren Quartalen beschäftigen sich die Kapitalmärkte im Wesentlichen mit den Themen Wachstum und Inflation, und im Besonderen mit der Zinspolitik der Notenbanken. Monetäre Notenbankpolitik versucht in erster Linie durch massive Zinserhöhungen die Inflation zu bekämpfen. In der Regel wirken diese Maßnahmen mit Verzögerung und führen, früher oder später, zu den intendierten Zielen - Wachstumsverlangsamung bis hin zur Rezession!

Die ausgeprägte fiskalische Politik der Regierungen der letzten Jahre erweist sich im gegenwärtigen Zyklus, ob Zins – oder Konjunktur, als hartnäckiger Unterstützer des Konsums. Dessen Stärke konterkariert die Maßnahmen der Notenbanken entscheidend, mit der Folge, dass die Konjunktur nicht wegbricht. Ein stabiler Arbeitsmarkt in den USA und Europa trägt das seine zur Stärkung des Konsums bei!

Ganz im Gegenteil lässt sich im 2.Quartal beobachten, dass sich die Konjunkturdaten stabilisieren und beginnen positiv zu überraschen.

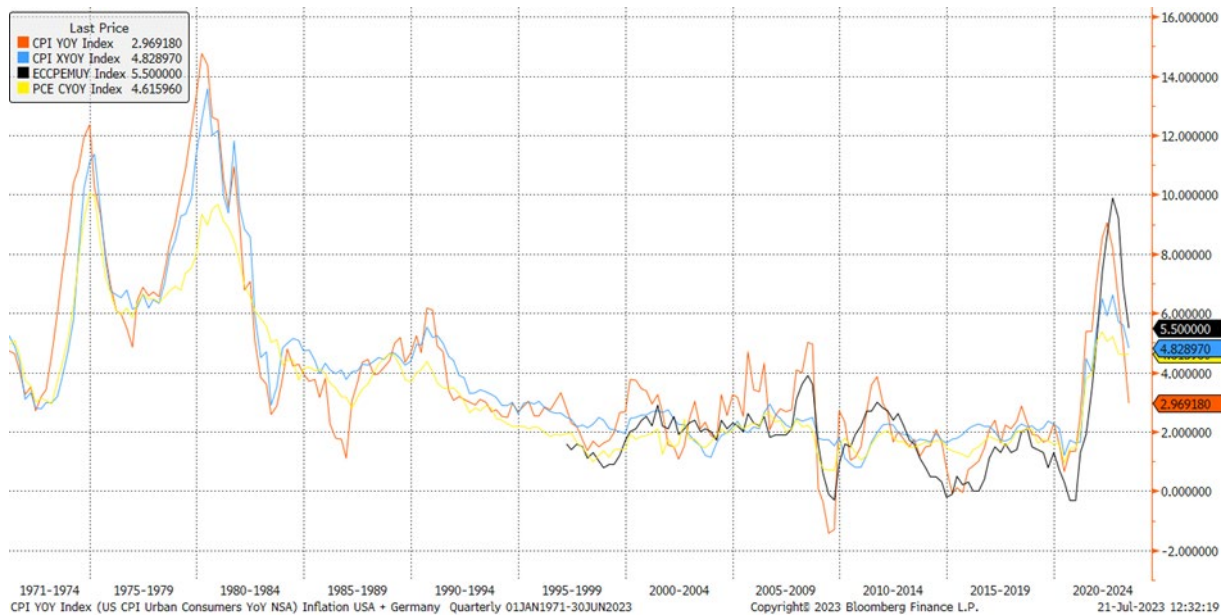
In diesem Umfeld steckten die Märkte die Bankenkrise aus dem ersten Quartal, nach doch bedeutsamen Wachstumsängsten, relativ gut weg! Und auch das zweite Kliff umschifften die Kapitalmärkte dann im April, mit der US – Schuldenkrise oder Schuldenobergrenze, unbeschadet. Eine späte Einigung der politischen Parteien in den USA verhinderte einen Zahlungsausfall der USA, der verheerende Auswirkungen auf globaler Ebene, für Konjunktur und Kapitalmärkte mit sich gebracht hätte.

Ebenso erfüllten sich die schlimmsten Befürchtungen der Marktbeobachter in der Unternehmensberichterstattung der Ergebnisse für das 1.Quartal 2023 nicht und so entwickelte sich relativ abwechslungsreich, ein Quartalsverlauf abwechselnd gehandelter Inflation – oder Wachssorgen an den Märkten. Der Fokus der Entspannung, der an den Kapitalmärkten im Vordergrund stand, konzentrierte sich zum Halbjahreswechsel auf die vorherrschenden Inflationssorgen, die weitere Linderung erfuhren.

Die Charts für die beiden Inflationmärkte USA und Europa zeigen diese erste Entspannung deutlich, wenn auch die absoluten Zahlen noch weiterhin unbefriedigend hoch sind, sowohl für die Notenbanken als auch für die Verbraucher.

Um die globalen regionalen Divergenzen bildlich darzustellen und die selbstverständlich hieraus wachsenden unterschiedlichen Dynamiken zu verdeutlichen haben wir wieder zusätzlich Inflationcharts für China und Japan beigefügt

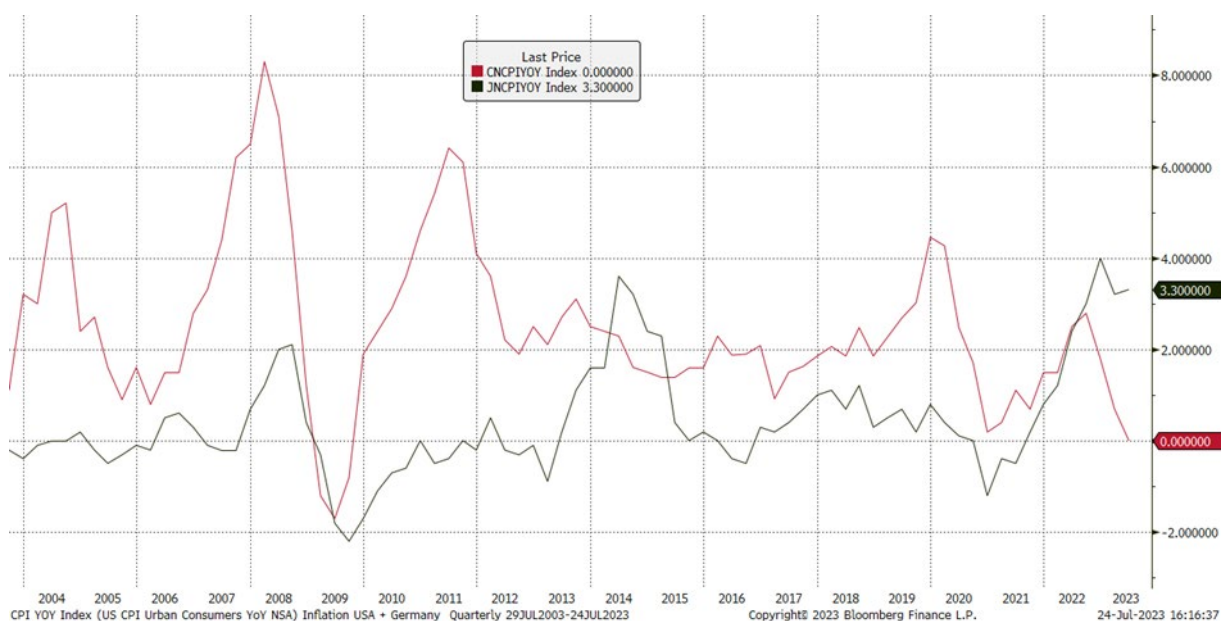
Chart: Bloomberg Inflation USA und Europa



Dieser Chart stellt die die Entwicklung der amerikanischen und europäischen Inflationsdaten dar und er bleibt der Schlüssel zur weiteren Entwicklung an den globalen Kapitalmärkten.

Die Inflationsentwicklung zeigt in die richtige Richtung - die Inflation geht weiter zurück! In den USA zeigt sich eine beschleunigte Entwicklung auf der Gesamtebene mit einem Stand von 2,96%. In Europa liegt der Index bei 5,5% und hat sich von den Höchstständen fast halbiert.

Chart: Bloomberg Inflation China und Japan



Der dargestellte Chart zeigt die Inflationsentwicklung in China und Japan und dürfte für beide Länder ebenfalls wichtig in der Zukunft sein. Japan entkommt der Deflationsfalle und verzeichnet Preissteigerungen auf 3,3%, wohingegen China Gefahr läuft in diese Richtung abzugleiten. Zumindest entsteht in der chinesischen Volkswirtschaft aktuell kein Preisdruck, mit unveränderten Daten über das letzte Jahr - rote Line auf dem Nullpunkt - 0% Preissteigerungen.

China bleibt nach dem Ende der Coronamaßnahmen zum Jahresende 2022, im zweiten Quartal die große globale Unbekannte mit einer enttäuschenden konjunkturellen Entwicklung. Die zu Jahresbeginn einsetzende Erholung verlief in den folgenden Monaten des Kalenderjahres im Sand und bleibt deutlich hinter den Prognosen zurück. Weder Wachstums Unterstützung noch Preisdruck erreichten die globalen Märkte, wobei die Komponente mangelnder Preisdruck über die Rohstoffmärkte, sichtliche Entspannung – gerade im Energiebereich, für das globale Inflationsgeschehen mit sich brachte.

Trotz oder möglicherweise gerade wegen dieser Unwägbarkeiten und Unsicherheiten schafften es die Kapitalmärkte im zweiten Quartal in der Breite positive Ergebnisse erzielen, Enttäuschungen allerdings inklusive!

Zu den Enttäuschungen zählten vor allem die Entwicklungen an den Aktienmärkten der Schwellenländer und in China! An den Anleihemärkten konnten die zinssensitiven Bereiche auf Grund leicht steigender Kapitalmarktinzinsen nicht überzeugend performen.

Die Rohstoffmärkte gehörten als Anlageklasse zu den klaren Verlierern, sowohl im zweiten Quartal als auch im ersten Halbjahr mit einem deutlichen Verlust, der allerdings vor dem Hintergrund signifikanter Kursgewinne in den letzten beiden Kalenderjahren gesehen werden muss.

Wann kommt die Rezession?

Die ersten Rezessionsrufe in den USA tauchten in der ersten Jahreshälfte 2022 auf, als das inflationsbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) für zwei aufeinanderfolgende Quartale leicht zurückging. Im September 2022 glaubten über 50% der Ökonomen und Marktstrategen, dass eine Rezession bereits unterwegs sei oder 2023 erfolgen werde, mit dem wahrscheinlichsten Startdatum im 1.Quartal 2023.

Diese Vorhersagen haben sich als weit daneben erwiesen! Der Abschwung blieb bis heute aus – keine Rezession in den USA!

Auch 2023 haben Ökonomen viel Zeit damit verbracht, darüber zu debattieren, wann der konjunkturelle Abschwung beginnt. Im April 2023 prognostizieren immer noch ca.60% der Ökonomen den Eintritt dieses Ereignisses, aber jetzt zum Jahresende 2023! Praktisch um ein halbes Jahr nach hinten verlegt. Wird diese Prognose Wirklichkeit? Möglich, die Zeit wird es zeigen, aber zum aktuellen Zeitpunkt zeigen sich keine Anzeichen einer wirklichen Schwäche der amerikanischen Volkswirtschaft.

Aber lassen sie uns pragmatisch denken, im Wissen, dass Präzision in der Vorhersage von Ereignissen, wie einer Rezession, wann und wo sie eintreten, sehr

schwer und anspruchsvoll sein kann. Klar wird sein, dass es in der Zukunft eine Rezession, einen Abschwung oder ein Wachstum unterhalb des Trendpotenzials geben wird! Ob in den USA, Europa, China oder Global.

Im Wissen, dass das Unausweichliche in der Zukunft geschehen wird, spielt das „ob“ keine wesentliche Rolle mehr, sondern vielmehr die Intensität und Dauer des Abschwungs, der Rezession oder eines Wachstums unter Potenzial!

Ist das eine ökonomische Kapitulation? Seit dem letzten Jahr dominieren die Themen Inflation und Zentralbankpolitik die Kapitalmärkte. Es ist die befürchtete Konjunkturabschwächung durch die steigenden, historisch stark steigenden Zinsen der Notenbanken, die zu sinkenden Unternehmensergebnissen führen sollen, die einfach nicht eingetreten ist. Diese Befürchtung und die Sorgen begleiten uns seit Jahresanfang. Das Ereignis, das wir befürchteten, ist einfach nicht eingetreten! Es gibt eine Meinungsvielfalt über die Gründe, was Ökonomen, und im Anschluss daran die Marktstrategen, nicht erkannt haben. Eine Erklärung könnte sein, dass die Gruppe der Ökonomen für das Kalenderjahr 2023 einfach zu pessimistisch war, weil sie die Auswirkungen der außerordentlichen fiskalischen Konjunkturmaßnahmen vieler Staaten in den Jahren 2020 und 2021, sowie zu Beginn des Jahres 2022, nicht erkannt haben oder falsch eingeschätzt haben?

Was machen die Aktienmarktstrategen in der Zwischenzeit? Die Kursziele von 23 Wall Street Strategen für den S&P 500, nach einer regelmäßig erhobenen Bloomberg Umfrage, zum Jahresanfang im Januar für das Kalenderjahr 2023, lagen bei durchschnittlich 4078 Indexpunkten. Im Juli erhöhten viele diese Ziele auf wiederum durchschnittliche 4245 Indexpunkte.

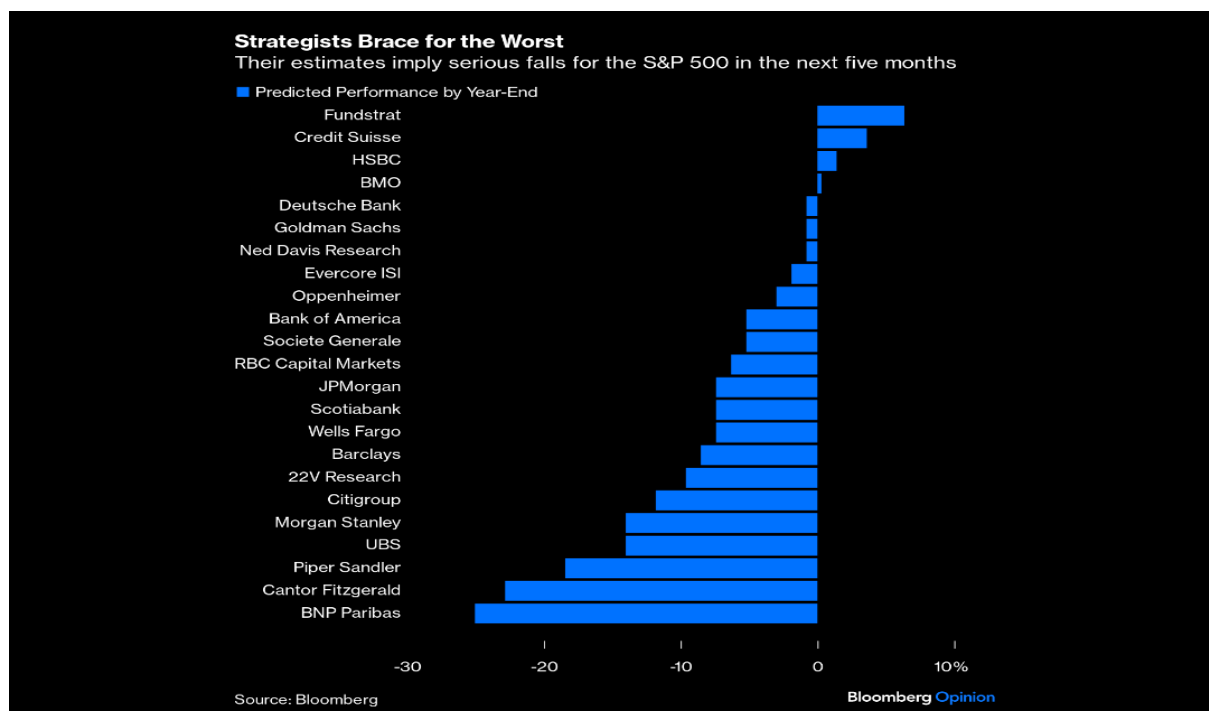
S&P 500 Year-End Price Targets
Majority of Wall Street firms have revised upwards their estimates for 2023

Firms	As of January	As of July
Bank of America	4,000	4,300
BMO	4,300	4,550
Barclays	3,725	4,150
BNP Paribas	3,400	3,400
Cantor Fitzgerald	4,100	3,500
Citigroup	4,000	4,000
Credit Suisse	4,050	4,700
Deutsche Bank	4,500	4,500
Evercore ISI	4,150	4,450
Fundstrat	4,750	4,825
Goldman Sachs	4,000	4,500
HSBC	4,000	4,600
JPMorgan	4,200	4,200
Morgan Stanley	3,900	3,900
Ned Davis Research	4,300	4,500
Oppenheimer	4,400	4,400
Piper Sandler*	3,225	3,700
RBC Capital Markets	4,100	4,250
Scotiabank	3,900	4,200
Societe Generale	3,800	4,300
22V Research	4,100	4,600
UBS	3,900	3,900
Wells Fargo	4,200	4,200

Source: Data from firms compiled by Bloomberg
Note: *Estimate reflects midpoint of 3,600 to 3,800 forecast range

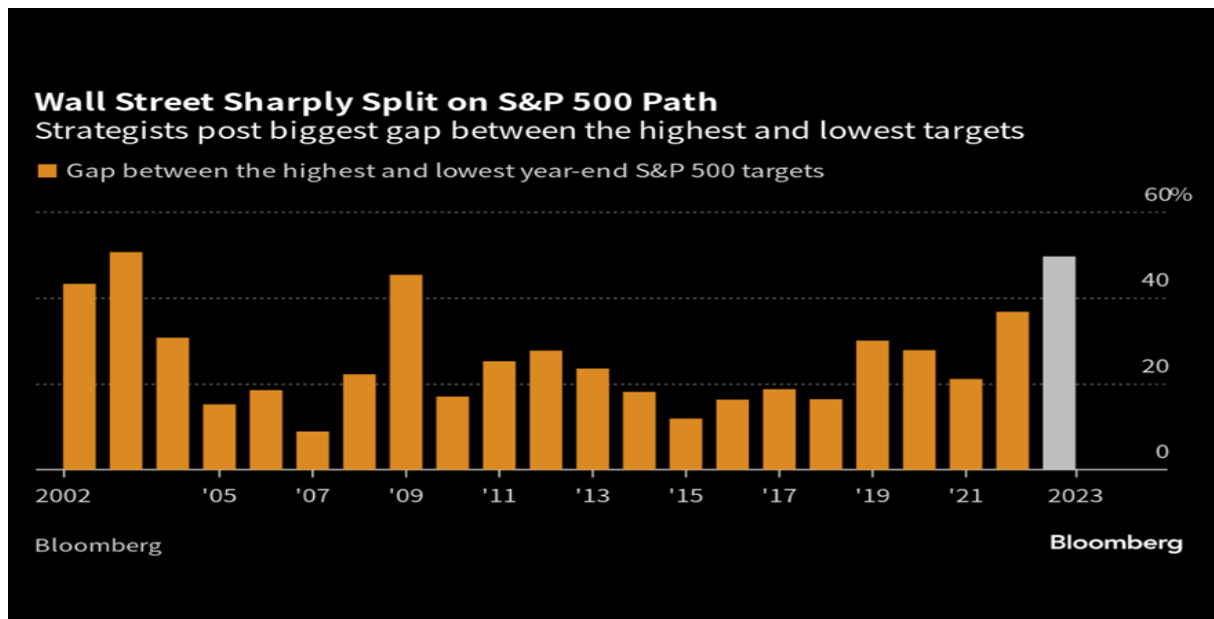
Bloomberg Opinion

Dies allein ist verständlich und nachvollziehbar. Die Märkte haben sich in den letzten Monaten bewegt, neue Informationen sind aufgetaucht und Ereignisse mussten verarbeitet werden. Um das berühmte Zitat von Keynes auszuleihen: Wenn sich die Fakten ändern, sollten Sie bereit sein, Ihre Meinung zu ändern.



Doch trotz Anpassung hinterlassen die neuen Kursziele einen weiter vorherrschenden ausgeprägten Pessimismus der Aktienmarktstrategen. 18 der 23 Prognosen gehen davon aus, dass der S&P 500 vom aktuellen Stand bei ca.4500 bis zum Jahresende sinken wird. Wirkliche, echte Begeisterung fühlt sich anders an!

Und nicht nur diese Erkenntnis lässt sich aus den Umfragen erkennen, sondern auch die ungewöhnliche hohe Differenz der Zielkurse zwischen Hoch und Tief! Die optimistischste Prognose liegt bei 4850 Indexpunkten und die pessimistischste bei 3400 Indexpunkten.



Mit den Erfahrungen des bisherigen Kalenderjahres Verlaufs, steigenden Märkten, trotz oder gerade wegen des vorherrschenden Pessimismus und der Skepsis, bedeutet das für die Investoren im Grunde genommen für den weiteren Jahresverlauf doch etwas Positives.

Je länger die Märkte in keine Korrektur einmünden und steigen, umso mehr sich die Aktienmärkte von den Prognosen entfernen, werden die Marktstrategen gezwungen sein ihre Kursziele wieder und weiter anzuheben. Im Grunde genommen stellt dies einen marktunterstützenden „Short Squeeze“ der Analysten und Marktstrategen dar, der bei der finalen Kapitulation den Aufwärtsdruck an den Märkten verstärken könnte.

Marktausblick

Im Marktkommentar zum ersten Quartal erschien es uns angebracht eine vorsichtige Grundhaltung zu den Kapitalmärkten und im Besonderen zu den globalen Aktienmärkten für den weiteren Verlauf des Jahres einzunehmen. Unsere Fantasie für steigende Kurse, oder Kursavancen nach oben war begrenzt.

Rigide Notenbankpolitik, konjunkturelle Wachstumsrisiken, hohe Inflation, hohe Bewertungen, fallende Unternehmensgewinne, die Regionalbankenkrise und die Schuldenobergrenze waren nur die offensichtlichen Risikofaktoren, die für eine vorsichtige Grundhaltung von Bedeutung sein sollten.

Es stellte sich heraus, dass die Kapitalmärkte allen Unwägbarkeiten trotzen konnten, und sich nicht abhalten ließen weitere Kursavancen zu starten. Dies erfolgte im Verlauf des Junis auch noch unterzunehmender Marktbreite an den Aktienmärkten, denn stetig steigende Kurse ließen, wie oben auch gesehen, nicht nur die Aktienanalysten nervöser werden, sondern auch die Anleger, die ihnen folgen.

Zunehmend beteiligten sich zyklische Unternehmen an der Rally und sorgten für eine zumindest vorübergehend hoffnungsvolle Marktbreite, die eine Grundvoraussetzung für weitere Kursgewinne im Verlauf des Kalenderjahres wäre – unter mehreren weiteren!

Das Marktgeschehen im ersten Halbjahr könnte folglich auch aus der Perspektive der Stärke heraus gesehen werden! Ein steigender Markt, gegen alle Widrigkeiten, nicht nur Aktienmärkte, sondern auch aller risikobehafteten Segmente des Anleihemarktes, sollte zumindest nicht ignoriert werden. Es fragt sich nur: Was handelt der Markt?

Über den Märkten hängt seit Monaten und Quartalen das Damoklesschwert der Rezession! Früher oder später werden die Volkswirtschaften in eine Rezession einmünden und die Kapitalmärkte und Investoren mehr oder weniger treffen.

Nur Ist eine Rezession aktuell immanent? Die Menschen haben Arbeit, Ersparnisse und keine hohen Verschuldungsquoten – diese Bestandsaufnahme gilt für einen Großteil der entwickelten Nationen! Um die eingangs gestellter Frage zu beantworten: Wohl eher nicht!

Das Hauptaugenmerk der Marktteilnehmer verschob sich in den letzten Wochen, von nachlassenden Wachstumssorgen hin zu nachlassenden Inflationssorgen! Und diese Dynamik verdient nachdrückliche Beobachtung vor dem Hintergrund, dass in diesem Zinserhöhungszyklus das Hauptaugenmerk der Notenbanken gerade darin liegt eine volkswirtschaftliche Erholung oder Expansion zu dämpfen – auch eventuell eine Rezession herbeizuführen, um das Inflationsgespenst zu bändigen. Mit Gewissheit dürfte es verfrüht sein den Eintritt dieses Risikos in Gänze auszuschließen, aber fallende Inflationszahlen und disinflationäre Tendenzen dürften dieses Risiko weiterhin nach und nach weiter zurückdrängen.

Mit diesen beiden positiven Entwicklungen – vermindertes Rezessionsrisiko und nachlassender Inflation, Tendenz weiter fallend, und beiden in den aktuellen Kursen von den Märkten sehr wohl erkannt und eingepreist, stellt sich die Frage welche neuen Überraschungen für Kurssteigerungen für das zweite Halbjahr, und auch darüber hinaus in den nächsten Jahren, möglich sein könnten.

Das Stichwort heißt: Künstliche Intelligenz und generative künstliche Intelligenz!

Generativer künstliche Intelligenz schreibt man das Potenzial zu maßgeblich verändernd zu wirken, weil sie Dinge automatisieren möchte, von denen man glaubte und annahm, dass dies nicht möglich sei – kreative Inhalte!

Als das Unternehmen OpenAI Ende letzten Jahres den generativen KI-Chatbot ChatGPT für die öffentliche Nutzung einführte reagierten die Börsen im allgemeinen, und Technologiewerte im Besonderen, mit Kurssprüngen. Im Mai dieses Jahres sorgte das Unternehmen NVIDIA, ein Chiphersteller aus den USA, mit einer 50% höheren Umsatzprognose für das laufende 2.Quartal für einen Paukenschlag! Der Marktwert des Unternehmens stieg am nächsten Handelstag um 219 Mrd. USD. Mittlerweile beträgt die Marktkapitalisierung über 1 Billion USD und das Unternehmen reiht sich in die Gilde der größten amerikanischen Technologieganten ein.

Warum könnte sich das als bedeutsam herausstellen? Abseits der unternehmensspezifischen Nachrichten? NVIDIA stellt Chips im Segment künstliche Intelligenz her und Kunden bestellen diese. Unternehmen stellen sich auf die neue Welt der künstlichen Intelligenz ein und investieren entsprechend quer durch alle Branchen.

Gleich von einem neuen Goldrausch zu sprechen wäre verfrüht, aber erste Analysen schätzen, dass ChatGPT im kommenden Jahrzehnt das Tor weit geöffnet hat zu weiteren Ausgaben und Investitionen im Bereich künstliche Intelligenz von bis zu 1 Billion USD, die nicht in den Analysen der Markt Teilnehmer eingebettet waren.

Und die wirtschaftlichen Auswirkungen könnten noch weitreichender sein. Experten sagen, dass generative KI, nach einem 17-jährigen Einbruch der Arbeitsproduktivität, einen Produktivitätsschub auslösen könnte. Generative KI könnte das Arbeitsproduktivitätswachstum in den USA ein Jahrzehnt lang um 1,5 Prozentpunkte pro Jahr steigern und die glanzlose Rate von 1,4 % seit 2005 verdoppeln. In der Folge wäre es möglich, dass die Gewinnmargen der Unternehmen des S&P 500 um vier Prozentpunkte steigen könnten, die in den letzten Jahren im Durchschnitt bei 12 % lagen. Und Schätzungen auf globaler Ebene würde es für möglich gehalten, dass das globale Bruttoinlandsprodukt im genannten Zehnjahreszeitraum um zusätzliche 7 Prozentpunkte oder 7 Billionen US-Dollar wachsen könnte.

Nahrung finden diese Annahmen in der Tatsache, dass ChatGPT in den ersten 2 Monaten seit der Einführung bereits 100 Millionen Nutzer gewann und Microsoft beginnt dieses Potenzial zu monetarisieren.

Die Implementierung von künstlicher Intelligenz in unser Leben und unsere Arbeitswelt, mit den damit verbundenen Investitionen, besitzt das Potenzial einen säkularen Bullenmarkt an den Aktienmärkten zu befördern, weit über die amerikanischen Aktienmärkte hinaus. Ist es dies, was die Märkte jetzt schon leicht beginnen zu antizipieren? Können Vergleiche mit den 1920er und 1990er Jahren gezogen werden? Auch die Innovationen dieser Zeit – Elektrizität und Internet, benötigten Zeit, um sie zu verstehen und adaptieren, vor allem in der tagtäglichen Welt! Die Kapitalmärkte reagieren schneller und entschiedener!

Kombinieren wir die Investitionen in künstliche Intelligenz mit den notwendigen globalen Investitionen der Energiewende, die vielmals als Wachstumstreiber hintenangestellt werden, ergibt sich eine strukturelle mittel – bis langfristige Investitionsgeschichte für die nächsten Jahre.

In diesem Zusammenhang könnten Industrie und verarbeitendes Gewerbe einen neuen Aufschwung Zyklus starten und für eine positive Überraschung in den nächsten Monaten sorgen. In diesem Zusammenhang erscheint die Entwicklung der chinesischen Konjunktur einer der wichtigsten Einflussfaktoren. Chinas Konjunktur schwächte sich, nach einem kurzen Aufschwung am Jahresanfang, in den letzten Monaten deutlicher als erwartet ab und folglich dürften fiskalische und monetäre Interventionen zur Stützung und Stimulierung der Konjunktur, in den nächsten Monaten sehr wahrscheinlich sein. Chinas Entwicklung dürfte der Schlüssel für das potenzielle Überraschungspotenzial in den nächsten Monaten sein, auch vor dem Hintergrund der engen Verbindungen mit Europa und den Schwellenländern.

Unter dem Strich erscheint der aktuelle Status Quo an den Märkten weiterhin positive Grundzüge zu haben! Die Kombination aus nachgebender und fallender Inflation und deutlich zurückgegangenen Wachstums – und Rezessionsrisiken dürften auch in den nächsten Wochen und Monaten tendenziell Unterstützung für die Risikokapitalmärkte bedeuten. Die Anlageklassen mit den klarsten und offensichtlichsten Schnittmengen dieser Entwicklung sind Aktien, Unternehmensanleihen und Kreditinstrumente aller Bonitäten. Regional dürften die USA bezüglich der beiden Haupttreiber im Vorteil sein, da beispielsweise Inflation entschieden nachgibt als in Europa, andererseits höhere Bewertungen aber als natürliche Grenze weiterer Kursavancen beachtet werden sollten. Im Bereich künstlicher Intelligenz liegen die USA in der Spitzenposition und sollte sich mittelfristig das Potenzial herauskristallisieren, dürften die amerikanischen Kapitalmärkte deutlich profitieren. Europa sollte von der Energiewende profitieren, benötigt aber aktuell mehr die konjunkturelle Erholung Chinas durch die engen Wirtschaftsverbindungen. Europa genießt den Vorteil von nach wie vor moderaten Bewertungen der großen Standardindizes und die deutlich zurückgebliebenen Unternehmen der zweiten Reihe, ebenfalls mit Bewertungspotenzial.

Rohstoffe dürften ebenfalls Stabilität erfahren, in einem Makro – ökonomischen Umfeld nachlassender Inflation und Rezessionsrisiken, sollten allerdings erst mit einem deutlichen Signal eines Rebounds des globalen industriellen Zyklus an die Performance der Kalenderjahre 2021 und 2022 anschließen können.

Welche Risiken stehen diesem entschieden positiveren Makro – ökonomischen Grundton gegenüber? Das mit Abstand größte Risiko bleiben die globalen Notenbanken, nämlich dann, wenn sich die Inflation als hartnäckiger als erwartet erweist und der Zinserhöhungszyklus weitergeführt werden muss. Dies könnte möglicherweise bei einem erneuten Anstieg der Inflationsdaten der Fall sein!

Ein schärferer Rückgang der Wachstumserwartungen und neuerliche Wachstumssorgen könnten für deutliche Verunsicherung sorgen, nachdem die Kapitalmärkte in den letzten Wochen deutliche Entspannung signalisierten.

Eine deutlich stärkere globale konjunkturelle Erholung, hervorgerufen durch einen Aufschwung des globalen, industriellen und verarbeitenden Sektors, könnte erneut steigende Rohstoffpreise und Rohstoffinflation mit sich bringen und die Bereitschaft der Notenbanken die Zinsen nicht weiter anzuheben testen, ebenso die Bereitschaft sie länger auf den höheren Niveaus zu belassen.

Alles in allem glauben wir, dass sich die Makro – ökonomische Grundkonstellation deutlich stabilisiert hat und die Voraussetzungen zur vollständigen Normalisierung über die Zeit gegeben sein sollte. Zeit bedeutet bis ins Jahr 2024 hinein! Dies zielt im Grunde genommen auf die Thematik Inflation ab. Wird Inflation dann im Bereich der Notenbankziele bei 2% liegen? Das wissen wir nicht und können es auch nicht prognostizieren, aber die großen Veränderungen unserer Zeit werden auch Wachstums – und Inflationsziele verändern. Zwei von ihnen haben wir oben angesprochen und weitere werden mit der Zeit in Erscheinung treten! Anpassungen könnten klug sein und es würde konsequent sein, sie wenigstens zu diskutieren und zu bewerten. Zumindest in Zeiten gravierender, potenzieller Veränderungen der

Volkswirtschaften, sollten sich auch Notenbankpolitik anpassungsfähig und entwicklungsfähig zeigen.

Nach den Kursbewegungen der ersten 6 Monate bleiben wir weiterhin vorsichtig für den weiteren Verlauf des Jahres. Wir sehen allerdings ein Szenario, das weitere positive Überraschungen für Aktien – und Kreditmärkte erlauben würde, allerdings nicht mehr im Tempo der ersten 6 Monate. Mittelfristig erlauben die großen Themen künstliche Intelligenz und Energiewende Fantasie für die Märkte aufzubauen.

Aktien

Die globalen Aktienmärkte zeigten im zweiten Quartal und im ersten Halbjahr 2023, unter Schwankungen, durchaus erfreuliche und unerwartet hohe Ergebnisse.

Beflügelt wurden die Märkte, über beide Zeitperioden, durch einen starken Anstieg der Technologiewerte und hier im Besonderen der großen amerikanischen megakapitalisierten Unternehmen – Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet, Facebook, Tesla und Nvidia!

Entwickelten sich die Technologiewerte in den ersten Wochen des Quartals zwar ordentlich, jedoch nicht spektakulär, so änderte sich dies am späten Abend des 24. Mai mit der Bekanntgabe der Quartalszahlen des amerikanischen Halbleiter Herstellers NVIDIA!

Das Unternehmen berichtete Geschäftszahlen des 1. Quartals, die auch beeindruckend sein sollten, aber die Umsatzprognosen für das zweite Quartal sollten um über 50% höher sein, als selbst die optimistischsten Prognosen es erwarteten. Am nächsten Handelstag legte der Börsenwert von NVIDIA um 219 Mrd. USD zu, der größte Anstieg in USD, der jemals festgestellt werden konnte. Was macht NVIDIA? Das Unternehmen stellt Halbleiter – Lösungen im Bereich generative künstliche Intelligenz her, die als Dachbegriff begriffen werden für jegliche Art von automatisiertem Prozess angesehen werden, bei dem Algorithmen eingesetzt werden, um Daten zu erzeugen, bearbeiten oder synthetisieren. Künstliche Intelligenz bekam eine Zahl, eine Bewertung und manche Kommentatoren nannten es den I-Phone Moment für den gesamten Bereich künstlicher Intelligenz und selbstverständlich auch von NVIDIA. Globale Technologiewerte starteten seither eine beschleunigte Aufwärtsbewegung und alles, was nur in den Verdacht kommen konnte mit künstlicher Intelligenz in Verbindung gebracht werden, partizipierte.

Optimismus erzeugten auch bessere Konjunkturdaten und die Lösung der politisch heiklen Schuldenobergrenze in den USA. Diese positiven Faktoren überwogen die weiterhin bestehenden Bedenken und Befürchtungen der Marktteilnehmer über restriktive Notenbankpolitik und steigende Zinsen oder die Stabilität der regionalen Bankenlandschaft in den USA und deren Auswirkungen auf wirtschaftliche Tätigkeit.

In der ersten Jahreshälfte, aber auch im 2. Quartal, zeigten sich deutliche Unterschiede in der Wertentwicklung zwischen Regionen, Ländern, Sektoren und Marktkapitalisierung.

Amerikanische und japanische Aktien stehen mit deutlichem Abstand an der Spitze der Wertentwicklung. Schwellenländer, Asien Pazifik und China bleiben deutlich zurück. In Europa können sich der DAX und STOXX 600 mit 10% beziehungsweise 14% nach oben bewegen.

Chart. Bloomberg Globale Aktienmärkte 2.Quartal 2023

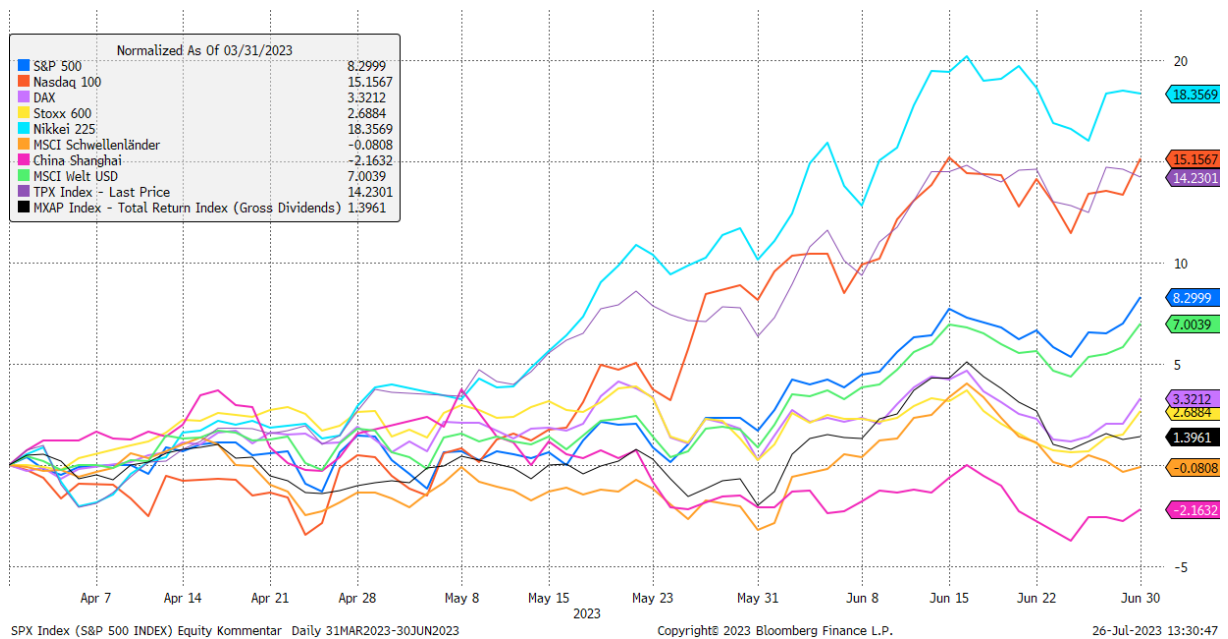


Chart. Bloomberg Globale Aktienmärkte Kalenderjahr Ultimo Juni 2023

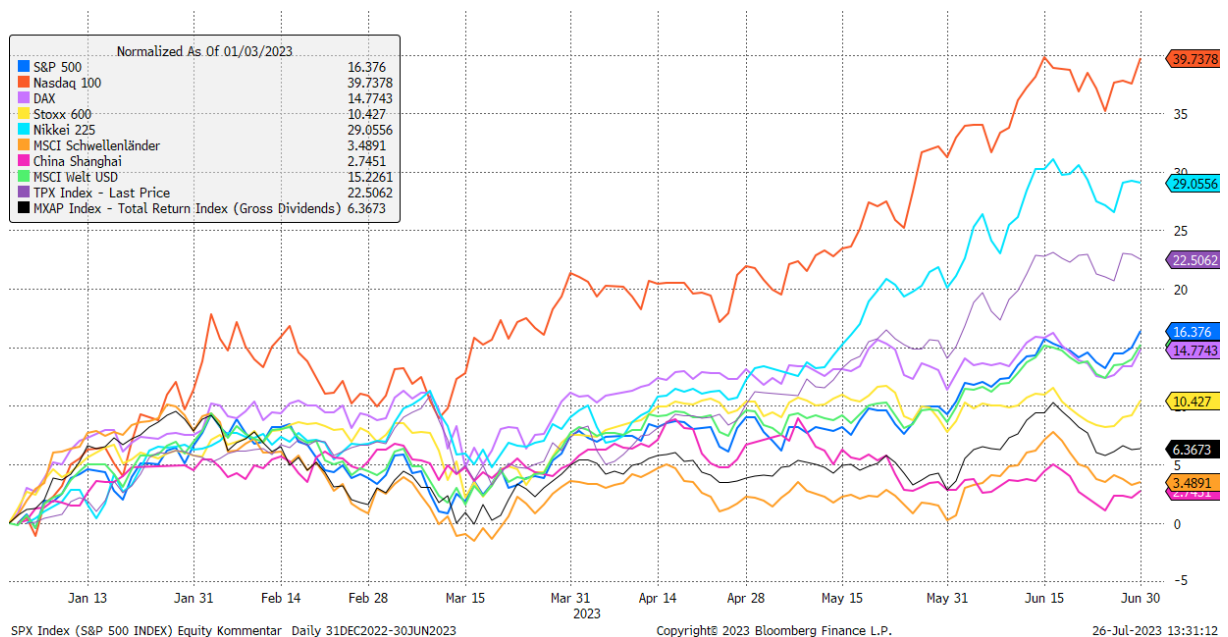
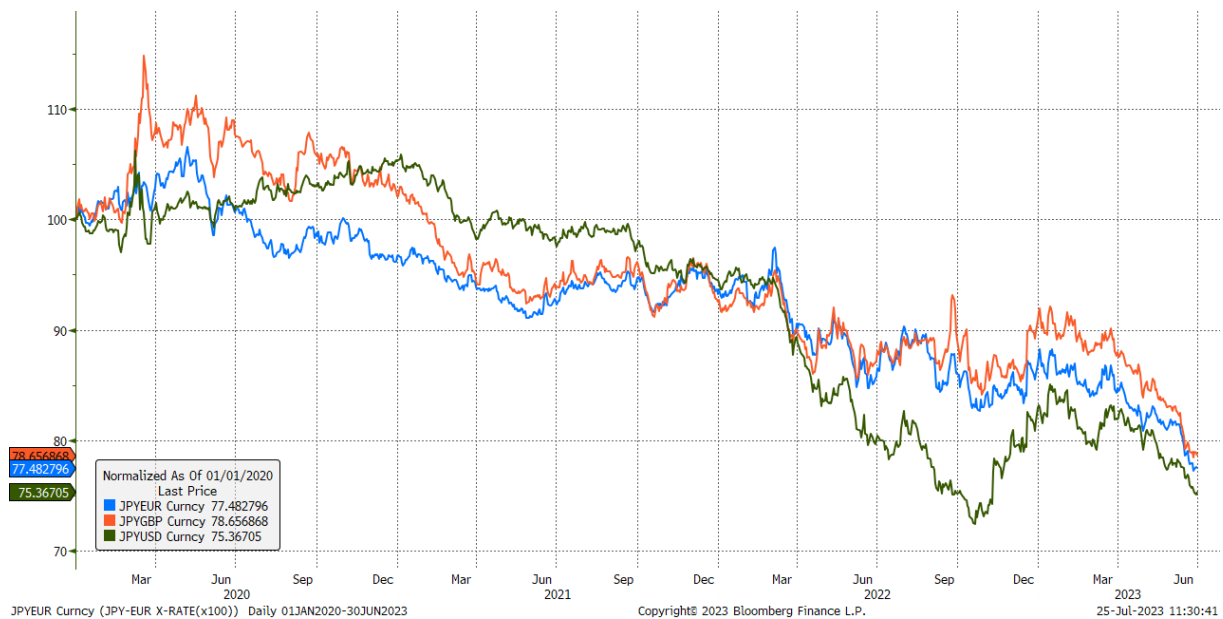


Chart. Bloomberg Währung JPY gegen USD/ EUR/ GBP von 2020 bis 2023



Im Kontrast zu allen entwickelten Regionen und Ländern bleibt die Notenbankpolitik in Japan außergewöhnlich expansiv. Nicht nur verharren die Notenbankzinsen im negativen Bereich (-0,1%), auch die Kapitalmarktzinsen 10 Jahre werden von der Notenbank um die Marke 0,4% künstlich tief gehalten. Die japanische Notenbank und die Politik ergreifen die historische Chance aus der Deflationsfalle auszubrechen, um nach 3 Jahrzehnten den Einzug der Inflation nicht zu gefährden.

Infolgedessen war der japanische Yen gegenüber dem US-Dollar und anderen wichtigen Währungen recht schwach und unterstützte die Export lastigen heimischen japanischen Aktienmärkte deutlich. Im Quartal legten Topix und Nikkei 22,5% und 18% zu und liegen im ersten Halbjahr mit Gewinnzuwachsen von 22% und 29% an der Spitze der großen Indizes.

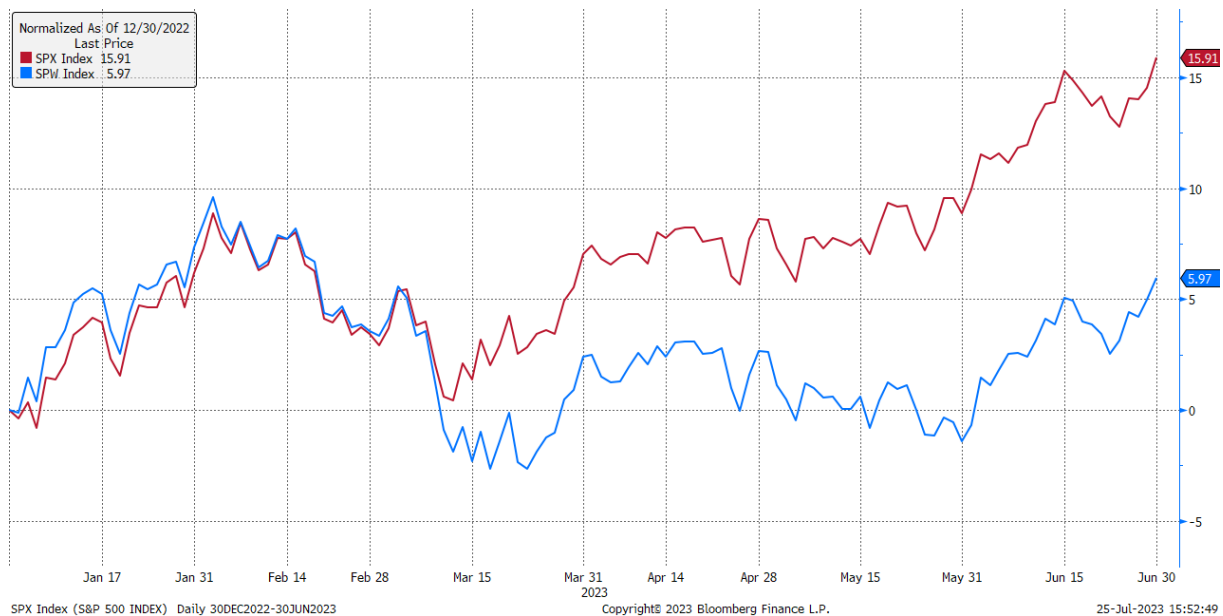
Für ausländische Investoren ohne Währungsabsicherung hat die Schwäche der Währung, bei aller Freude über die Kursentwicklung der Aktien, allerdings auch nachteilige Effekte, denn ohne Absicherung, vermindern die Verluste der Währung die Gewinne des Aktieninvestments, um eben diese Entwicklung.

Auch nach dem zweiten Quartal 2023 bleibt der Wermutstropfen an der erfreulichen Kursentwicklung, wiederum gerade in den USA, bestehen. Eines der frustrierenden Merkmale des US-Aktienmarktes in diesem Jahr war die weiterhin konzentrierte Natur des Anstiegs, getragen durch einige große Technologieunternehmen. Nur sieben Aktien (Apple, Microsoft, Nvidia, Amazon, Meta, Tesla und Google) machten etwa drei Viertel der Gesamtrendite des S&P 500 von 16,9% für das laufende Jahr bis Juni aus. Die übrigen 493 Unternehmen verzeichneten seit Jahresbeginn einen kumulierten Gesamtrenditebeitrag von nur 4,4%.

Man kann auch den S&P 500 mit seinem Pendant S&P 500, in dem alle Aktien gleich gewichtet sind und nicht die Gewichtung von der Marktkapitalisierung bestimmt wird,

vergleichen, und es zeigt sich eindrucksvoll die Auswirkung der Megaunternehmen und die konzentrierte Gewichtung (Chart unten). Es hat sich eine deutliche Schere zwischen beiden aufgemacht.

Chart. Bloomberg S&P 500(rot) gegen S&P 500 gleichgewichtet(blau)– Kalenderjahr 2023



Bei aller Freude über die Performance und das Momentum der Technologiewerte in den letzten Wochen, klopfen gerade die Technologiewerte wieder an Bewertungshöhen an, die zumindest zum Nachdenken bewegen und zur Vorsicht mahnen sollten. Der Technologiesektor im S&P 500 handelt mit einem Kurs – Gewinn Verhältnis von 27 und somit mit einem Premium von ca.40% zum Gesamtindex, der bei ca.19 steht. Nimmt man die Technologiewerte heraus handelt der S&P 500 bei ca.15 und damit immer noch teurer als internationale Märkte ex USA mit einem Kurs – Gewinn Verhältnis von 13.

Anleihen

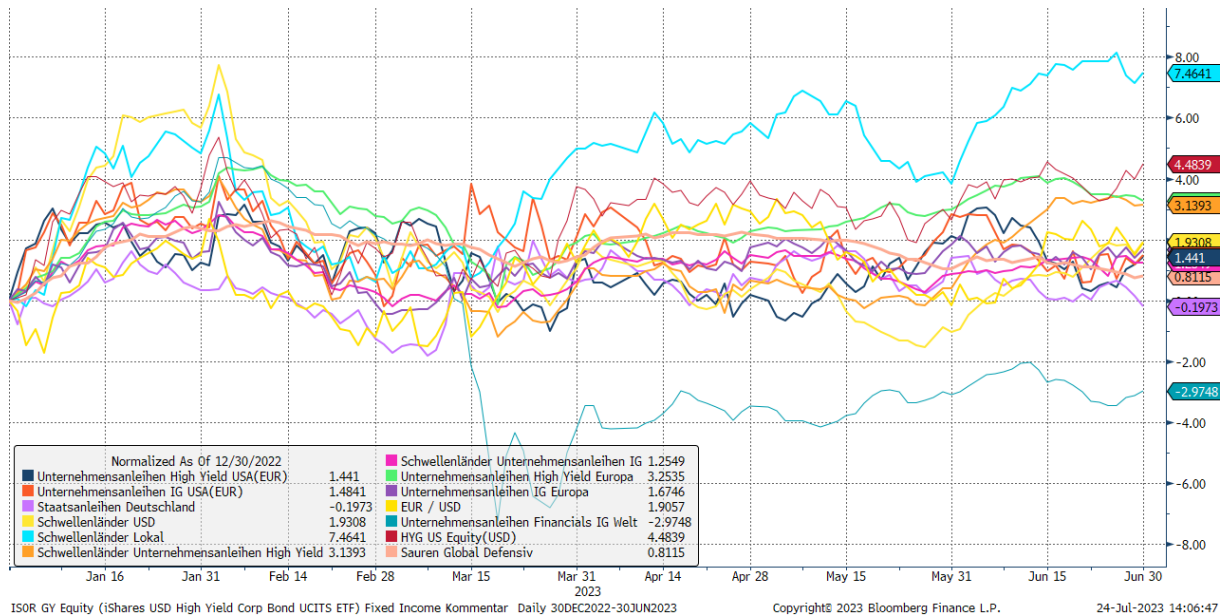
Das Anleiheuniversum beendete das erste Halbjahr 2023 mit durchweg positiven Performancezahlen. Alle Segmente erholten sich von den Kursverlusten des Jahres 2022 mit nur einer Ausnahme.

Ander Spitze der Entwicklung bleiben das zweite Quartal hintereinander lokale Schwellenländeranleihen mit einer Gesamtrendite von 7,39%.

Grundsätzlich erholten sich die Bereiche Unternehmensanleihen High Yield in allen dargestellten Regionen im ersten Halbjahr deutlicher als die zinssensitiven

Segmente, wie Staatsanleihen und Unternehmensanleihen bester Bonität. Die höhere Korrelation von High Yield Unternehmensanleihen zur Anlageklasse Aktien und deren positive Entwicklung, unterstützte die Entwicklung maßgeblich.

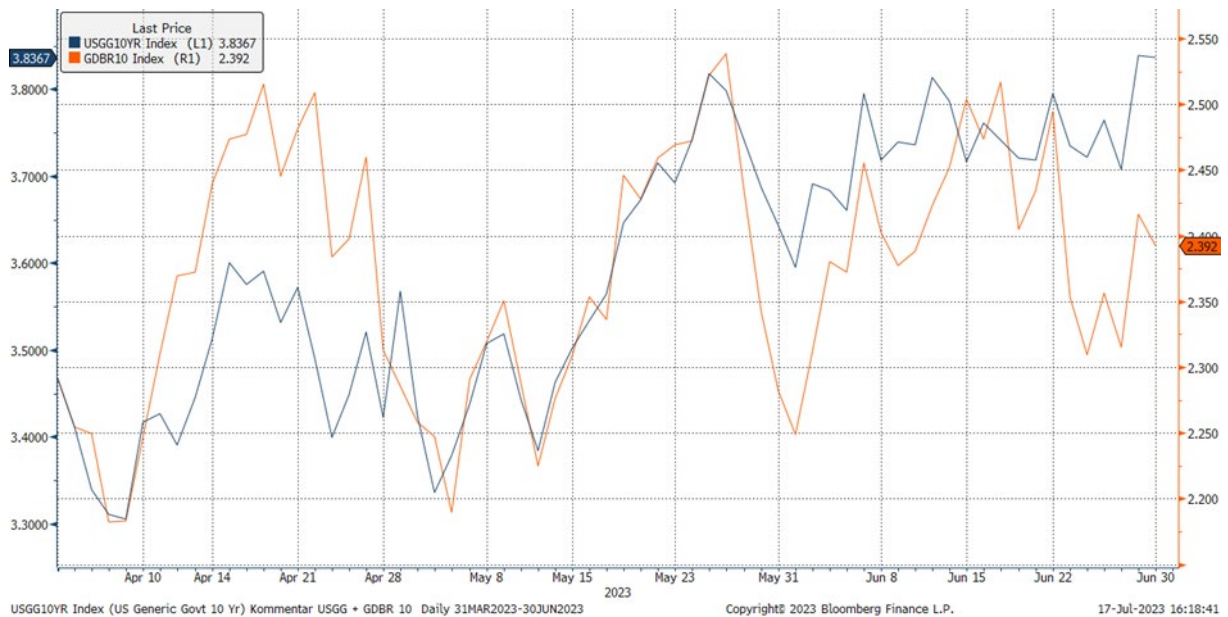
Chart. Bloomberg Anleihen Jahresverlauf Ultimo Juni 2023



Das zweite Quartal an den globalen Anleihemärkten zeigte eine durchweg positive Entwicklung und bevorteilte in der Performanceentwicklung Strategien ohne hohe Zinssensitivität.

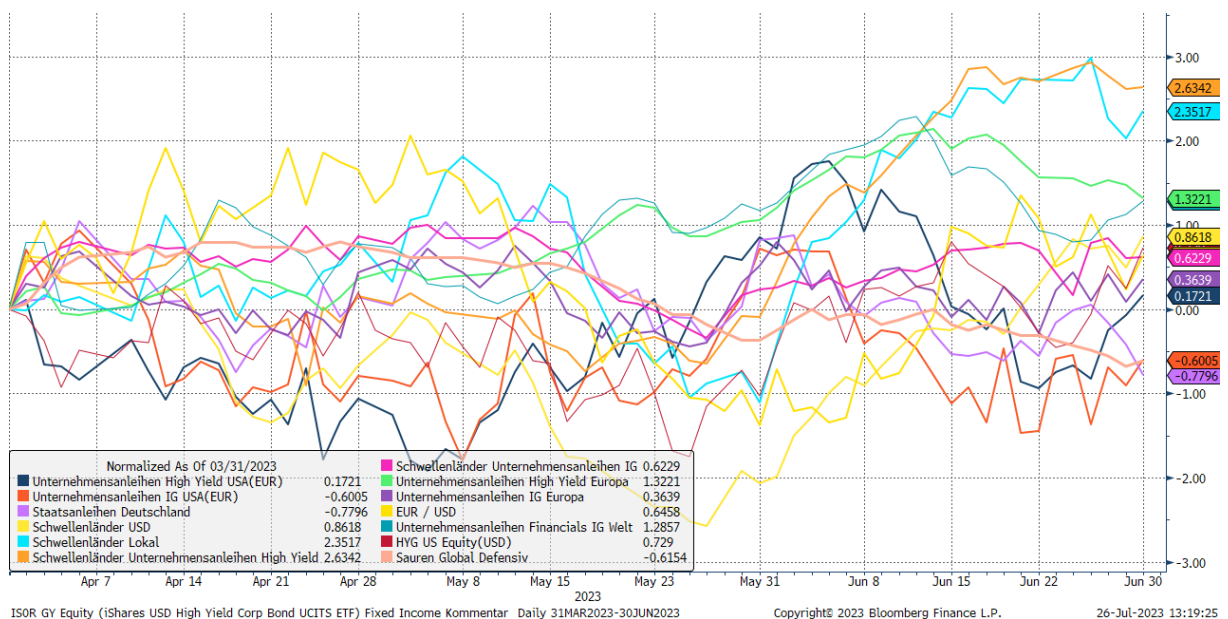
Grund hierfür sollten die schwankenden Kapitalmarktzinsen sein, die zum Quartalsultimo in den USA und Deutschland nicht massiv höher lagen, aber eben höher.

Chart: Zinsen 10 Jahre USD + Deutschland 2. Quartal 2023 (Bloomberg)



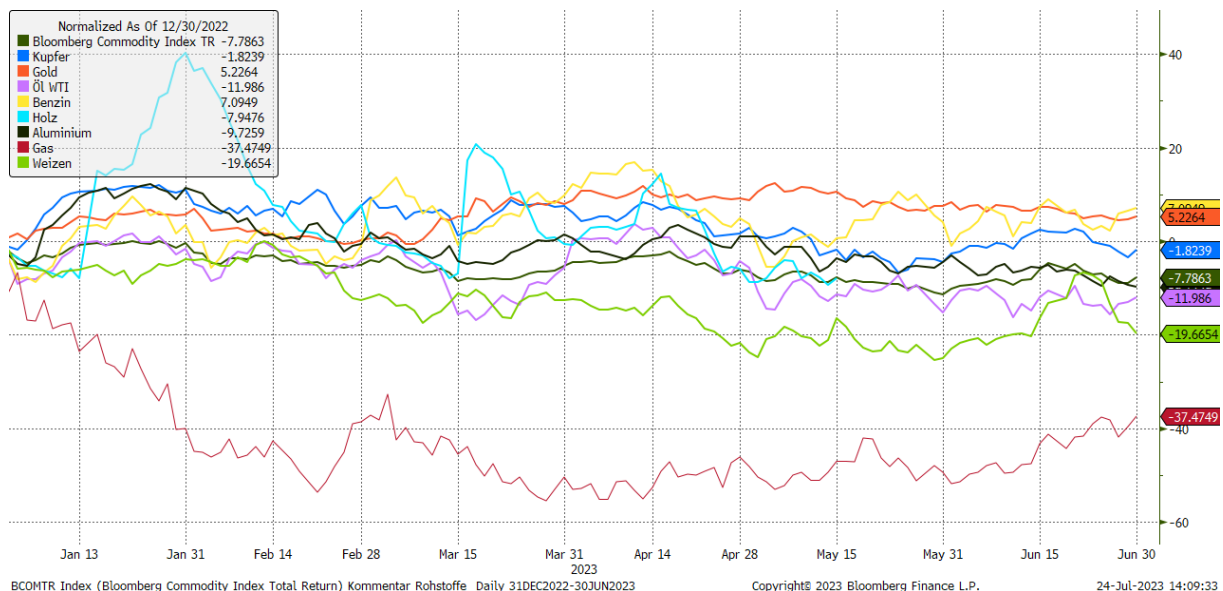
Dies führte zu fallenden Kursen der zinssensitiven Segmente des Marktes wie zum Beispiel dem REX Performance Index, der deutsche Staatsanleihen mit mittlerer Laufzeit abbildet. Der Quartalsverlust beträgt 0,78%! Ebenfalls negativ entwickelten sich zinssensitive Unternehmensanleihen bester Bonität, die in den USA 0,60% tiefer notieren.

Chart. Bloomberg Anleihen 2.Quartal Ultimo Juni 2023



Rohstoffe

Chart. Bloomberg Rohstoffe Jahresverlauf Ultimo Juni 2023



Der breite Bloomberg Commodity Total Return Index verliert das zweite Quartal hintereinander an Wert und liegt auf Jahresbasis 2023 mit 7,78% im Minus. Die Wertentwicklung im zweiten Quartal belief sich auf – 2.56%.

Im Quartalsverlauf stehen Industriemetalle und Energie mit den höchsten Verlusten an der Spitze der negativen Entwicklung. Kupfer und Aluminium verlieren 8,63% und 10,98% und Öl WTI 6,64%. Gaspreise stiegen gegen den negativen Trend im Energiesektor um über 26%, liegen aber im Jahresverlauf 2023 mit einem Kursverlust von 37% deutlich hinten.

Gold gibt im 2.Quartal ebenfalls nach, liegt aber im Kalenderjahr weiter mit über 5% vorne.

Rezessionsängste und eine deutlich zu optimistische Erwartung der Erholung der chinesischen Volkswirtschaft belasten die Anlageklasse weiterhin. Die Schwäche des globalen verarbeitenden Gewerbes belastet gerade den Sektor der Industriemetalle, die eine Rezession bereits eingepreist haben dürften.

Die Kalenderjahresentwicklung 2023 von minus 7,78% bleibt enttäuschend, muss allerdings vor dem Hintergrund der beiden vorangegangenen Kalenderjahre gesehen werden, als der Index 27% und 16% positiv rentieren konnte.